



**ANALISIS GMM TERHADAP JAKARTA ISLAMIC INDEKS
SELAMA KRISIS 2020–2024**

SKRIPSI

AHMAD YASIN 2210111109

**PROGRAM STUDI MANAJEMEN PROGRAM SARJANA
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS PEMBANGUNAN NASIONAL “VETERAN” JAKARTA
2026**



**ANALISIS GMM TERHADAP JAKARTA ISLAMIC INDEKS
SELAMA KRISIS 2020–2024**

SKRIPSI

**Diajukan Sebagai Salah Satu Syarat Untuk Memperoleh Gelar
Sarjana Manajemen**

AHMAD YASIN 2210111109

**PROGRAM STUDI MANAJEMEN PROGRAM SARJANA
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS PEMBANGUNAN NASIONAL “VETERAN” JAKARTA
2026**

PERNYATAAN ORISINALITAS

Skripsi ini adalah hasil karya sendiri, dan semua sumber yang dikutip maupun dirujuk telah saya nyatakan benar.

Nama : Ahmad Yasin

NIM : 2210111109

Bilamana di kemudian hari ditemukan ketidaksesuaian dengan pernyataan saya ini, maka saya bersedia dituntut dan diproses sesuai dengan ketentuan yang berlaku.

Jakarta, 24 April 2026

Yang menyatakan,



Ahmad Yasin

**PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI SKRIPSI
UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS**

Sebagai civitas akademika Universitas Pembangunan Nasional "Veteran" Jakarta, saya yang bertanda tangan di bawah ini :

Nama : Ahmad Yasin
NIM : 2210111109
Fakultas : Ekonomi dan Bisnis
Program Studi : S1 Manajemen
Jenis Karya : Skripsi

Demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Pembangunan Nasional "Veteran" Jakarta Hak Bebas Royalti Non Eksklusif (*Non Exclusive Royalty Free Right*) atas Skripsi saya yang berjudul :

**ANALISIS GMM TERHADAP JAKARTA ISLAMIC INDEKS SELAMA KRISIS
2020-2024**

Beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti ini Universitas Pembangunan Nasional "Veteran" Jakarta berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat, dan mempublikasikan Skripsi saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik hak cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Jakarta
Pada tanggal : 24 April 2026
Yang Menyatakan,




Ahmad Yasin

SKRIPSI

**ANALISIS GMM TERHADAP JAKARTA ISLAMIC INDEKS SELAMA
KRISIS 2020-2024**

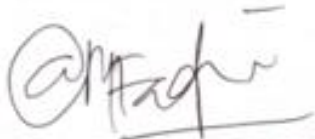
Dipersiapkan dan disusun oleh :

AHMAD YASIN 2210111109

**Telah dipertahankan di depan Tim Penguji pada tanggal: 08 Mei 2026
dan dinyatakan memenuhi syarat untuk diterima**



**Dr. Sri Mulyantini, S.E., M.M.
Ketua Penguji**



**Ardhiani Fadila, S.ST., M.E.
Penguji I**



**Dr. Dewi Cahyani Pangestuti, SE., MM
Penguji II**



**Dr. Jubaedah, S.E., M.M.
Dekan**



**Siti Hidayati, S.E., M.M.
Koordinator Program Studi**

Disahkan di : Jakarta
Pada tanggal : 08 Mei 2026

GMM Analysis of Jakarta Islamic Index during the 2020–2024 Crisis

By : Ahmad Yasin

ABSTRACT

This study aims to examine and analyze the influence of fundamental macroeconomic indicators (Interest Rate/BI Rate and Rupiah Exchange Rate) and microeconomic indicators (Current Ratio and Return on Equity) on the stock returns of Jakarta Islamic Index (JII) constituents during the crisis period of 2020-2024. This study uses a quantitative approach with a dynamic panel data regression design. The sampling technique used purposive sampling, resulting in 30 Islamic companies with an annual observation frequency. Data analysis was conducted using the System Generalized Method of Moments (System GMM) to address the problems of endogeneity and autocorrelation that often occur in financial market data during crises. The empirical test results indicate that all variables namely the BI Rate, Exchange Rate, Current Ratio, and Return on Equity do not have a significant influence on JII yields. These findings demonstrate the occurrence of a detachment phenomenon, where the Islamic capital market has shifted from the Efficient Market Hypothesis (EMH) to a market driven entirely by sentiment. The contagion effects of the COVID-19 pandemic panic and geopolitical uncertainty have forced investors to disregard monetary transmission instruments and historical financial statement metrics. The implications of this research underscore the urgency for investors and policymakers to further incorporate forward-looking sentiment indicators to mitigate risk during extreme systemic shocks.

Keywords: *Jakarta Islamic Index, GMM System, Macroeconomic Crisis, Financial Performance, Behavioral Finance, Investor Sentiment.*

ANALISIS GMM TERHADAP JAKARTA ISLAMIC INDEKS SELAMA KRISIS 2020–2024

Oleh : Ahmad Yasin

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan menganalisis pengaruh indikator fundamental makroekonomi (Suku Bunga/*BI Rate* dan Nilai Tukar Rupiah) serta indikator mikroekonomi (*Current Ratio* dan *Return on Equity*) terhadap nilai indeks *Jakarta Islamic Index* (JII) pada masa krisis periode 2020-2024. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain regresi data panel dinamis. Teknik pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling* yang menghasilkan 30 perusahaan syariah dengan frekuensi pengamatan tahunan. Analisis data dilakukan menggunakan metode *System Generalized Method of Moments* (Sistem GMM) guna mengatasi masalah endogenitas dan autokorelasi yang kerap terjadi pada data pasar keuangan di masa krisis. Hasil pengujian empiris menunjukkan bahwa seluruh variabel *BI Rate*, Nilai Tukar, *Current Ratio*, dan *Return on Equity* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai indeks JII. Temuan ini membuktikan terjadinya fenomena *detachment* (keterputusan), di mana pasar modal syariah terbukti bergeser dari Hipotesis Pasar Efisien (EMH) menjadi pasar yang dikendalikan oleh sentimen (*sentiment-driven market*). Efek kontagion dari kepanikan pandemi COVID-19 dan ketidakpastian geopolitik memaksa investor untuk mengabaikan instrumen transmisi moneter maupun metrik laporan keuangan historis. Implikasi dari penelitian ini menegaskan urgensi bagi investor dan pembuat kebijakan untuk lebih menginkorporasikan indikator sentimen *forward-looking* dalam memitigasi risiko saat terjadi guncangan sistemik ekstrem.

Kata kunci : *Jakarta Islamic Index*, System GMM, Krisis Makroekonomi, Kinerja Keuangan, Perilaku Keuangan, Sentimen Investor.



UNIVERSITAS PEMBANGUNAN NASIONAL "VETERAN" JAKARTA

FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS

Sekretariat : Jl RS. Fatmawati, Pondok Labu, Jakarta 12450, Telp. 7692856, 7692859 Fax. 7692856
Homepage : <http://www.upnvj.ac.id> Email : puskom@upnvj.ac.id

BERITA ACARA UJIAN SKRIPSI SEMESTER GENAP TA. 2025/2026

Hari ini Jumat , tanggal 08 Mei 2026, telah dilaksanakan **Ujian Skripsi** bagi mahasiswa :

Nama : **Ahmad Yasin**

No.Pokok Mahasiswa : **2210111109**

Program : **Manajemen S.1**

Dengan judul skripsi sebagai berikut :

BI Rate, Rupiah Exchange Rate (KURS), Liquidity Ratio, and Profitability Ratio as Determinants of Jakarta Islamic Index (JII) Movement on 2020-2024

Dinyatakan yang bersangkutan *Lulus / Tidak Lulus **)

Penguji

No	Dosen Penguji	Jabatan	Tanda Tangan
1	Dr. Sri Mulyantini, SE, MM	Ketua	
2	Ardhiani Fadila, S.ST., M.E.	Anggota I	
3	Dr. Dewi Cahyani Pangestuti, SE. MM	Anggota II **)	

Keterangan :

*) Coret yang tidak perlu

**) Dosen Pembimbing

Jakarta, 08 Mei 2026
Mengesahkan
A.n. DEKAN
Kaprod. Manajemen S.1

Siti Hidayati, SE, MM.

PRAKATA

Puji dan syukur, penulis panjatkan kepada Allah SWT atas rahmat dan karunia-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan proposal skripsi dengan judul “ANALISIS GMM TERHADAP JAKARTA ISLAMIC INDEKS SELAMA KRISIS 2020–2024” dengan lancar dan tepat waktu. Selain itu, penulis juga ingin mengucapkan terima kasih yang mendalam kepada pihak yang telah membantu penulis, antara lain:

1. Ibu Dr. Jubaedah, S.E., M.M selaku Dekan Fakultas Ekonomi Dan Bisnis Universitas Pembangunan Nasional “Veteran” Jakarta.
2. Ibu Siti Hidayati, S.E., M.M selaku Koordinator Program Studi S1 Manajemen Fakultas Ekonomi Dan Bisnis Universitas Pembangunan Nasional “Veteran” Jakarta.
3. Ibu Dr. Dewi Cahyani Pangestuti, S.E., M.M, selaku dosen pembimbing skripsi yang telah memberikan arahan, saran, bimbingan, pengetahuan, dan waktunya.
4. Kedua orang tua dan keluarga, yang selalu memberi dukungan, doa, dan semangat kepada penulis dalam penyusunan skripsi
5. Rekan-rekan seperjuangan dan seluruh pihak yang tidak dapat disebutkan satu per satu, penulis menyampaikan terima kasih.

Penulis menyadari bahwa penelitian ini masih memiliki sejumlah keterbatasan. Oleh karena itu, penulis membuka dan menerima kritik serta saran yang konstruktif demi penyempurnaan di masa mendatang. Penulis mohon maaf apabila terdapat kesalahan dan kekurangan dalam skripsi ini. Akhir kata, penulis berharap proposal ini dapat memberikan manfaat bagi kita semua, khususnya pada bidang manajemen keuangan.

Jakarta, 18 April 2026

Ahmad Yasin

DAFTAR ISI

HALAMAN SAMPUL	i
HALAMAN JUDUL	ii
PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI.....	iv
LEMBAR PENGESAHAN.....	v
ABSTRACT	vi
ABSTRAK	vii
BERITA ACARA UJIAN SIDANG.....	viii
PRAKATA	ix
DAFTAR ISI.....	x
DAFTAR TABEL	xii
DAFTAR GAMBAR	xiii
DAFTAR LAMPIRAN.....	xiv
 BAB I PENDAHULUAN.....	 1
1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Rumusan Masalah	11
1.3 Tujuan Penelitian.....	12
1.4 Manfaat Hasil Penelitian	12
 BAB II TINJAUAN PUSTAKA	 15
2.1 Landasan Teori	15
2.1.1 <i>Grand Theory</i> : Teori Sinyal (<i>Signaling Theory</i>).....	15
2.1.2 <i>Middle Theory</i> : Hipotesis Pasar Efisien (<i>Efficient Market Hypothesis</i>)	17
2.1.2 <i>Middle Theory</i> : Perilaku Keuangan (<i>Behavioral Finance</i>)	19
2.1.3 <i>Applied Theory</i>	21
2.2 Penelitian Terdahulu.....	26
2.3 Model Penelitian.....	34
2.4 Pengembangan Hipotesis.....	36
2.4.1 Pengaruh Suku Bunga Acuan (<i>BI Rate</i>) terhadap Pergerakan Nilai Indeks JII	37
2.4.2 Pengaruh Nilai Tukar (Kurs) terhadap Pergerakan Nilai Indeks JII.....	37
2.4.3 Pengaruh Rasio Likuiditas (<i>Current Ratio</i>) terhadap Pergerakan Nilai Indeks JII	37
2.4.4 Pengaruh Profitabilitas (<i>Return on Equity</i>) terhadap Pergerakan JII.....	38
 BAB III METODE PENELITIAN	 85
3.1 Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel	85
3.2 Populasi dan Sampel.....	86
3.3 Jenis dan Teknik Pengumpulan Data.....	87
3.4 Teknik Analisis Data	88
3.4.1 Analisis Statistik Deskriptif.....	89
3.4.2 Spesifikasi Regresi Data Panel Dinamis (<i>System GMM</i>)	89
3.4.3 Persamaan Model Empiris.....	90
3.4.4 Uji Kesesuaian Model (<i>Goodness of Fit</i>) pada GMM.....	90
3.4.5 Uji Hipotesis (<i>Wald Test</i> dan Uji-t).....	91

BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN	85
4.1 Deskripsi Objek Penelitian	85
4.2 Deskripsi Data Penelitian	85
4.3 Uji Hipotesis dan Analisis	87
4.3.1 Uji Kelayakan Model (Diagnostik GMM)	88
4.3.2 Hasil Estimasi Model System GMM (Pengujian Hipotesis)	89
4.4 Pembahasan	90
4.4.1 Pengaruh Suku Bunga Acuan (<i>BI Rate</i>) terhadap Nilai Indeks JII.....	93
4.4.2 Pengaruh Nilai Tukar (Kurs Rupiah terhadap Dolar AS) terhadap Nilai Indeks JII	94
4.4.3 Pengaruh Likuiditas (<i>Current Ratio</i>) terhadap Nilai Indeks JII	96
4.4.4 Pengaruh Profitabilitas (<i>Return on Equity</i>) terhadap Nilai Indeks JII	97
4.4.5 Keterkaitan Variabel dalam Kerangka <i>Dynamic Panel System</i> GMM	99
BAB V SIMPULAN DAN SARAN	85
5.1. Simpulan.....	85
5.2. Keterbatasan Penelitian	86
5.3. Saran.....	87
DAFTAR PUSTAKA	85
RIWAYAT HIDUP	
DAFTAR LAMPIRAN	

DAFTAR TABEL

Tabel 1.	Tabel Matriks Penelitian Sebelumnya	32
Tabel 2.	Kriteria Sampel Penelitian	86
Tabel 3.	Hasil Uji Statistik Deskriptif	86
Tabel 4.	Hasil Uji Autokorelasi (Arellano-Bond Test).....	88
Tabel 5.	Hasil Uji Validitas (Sargan Test)	88
Tabel 6.	Hasil Estimasi Regresi System GMM	89

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.	Fluktuasi harga Indeks Syariah Jakarta (JII) selama periode 2020-2024, yang dipengaruhi oleh berbagai faktor makroekonomi.....	2
Gambar 2.	Fluktuasi suku bunga acuan (<i>BI Rate</i>) selama periode 2020-2024, yang dipengaruhi oleh berbagai faktor global.....	6
Gambar 3.	Fluktuasi harga Rupiah terhadap Dolar Amerika Serikat (USD) selama periode 2020-2024, yang dipengaruhi oleh berbagai faktor global...	7
Gambar 4.	Model Penelitian	34

DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran 1. Data Konstituen Jakarta Islamic Index (sampel penelitian)
- Lampiran 2. Data BI Rate
- Lampiran 3. Data Exchange Rate (KURS)
- Lampiran 4. Data Likuiditas Perusahaan (*Current Ratio*)
- Lampiran 5. Data Profitabilitas Perusahaan (*Return on Asset*)
- Lampiran 6. Hasil Uji Statistik Deskriptif
- Lampiran 7. Hasil Uji Autokorelasi
- Lampiran 8. Hasil Estimasi Generalized Method of Moments (GMM) dan hasil Tes Sargan

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Dalam era globalisasi saat ini, kemajuan ekonomi sebuah negara sangat bergantung pada seberapa stabil dan aktifnya pergerakan di sektor keuangan. Di sinilah pasar modal memegang peran yang sangat penting sebagai alat utama untuk menyalurkan uang ke tempat yang paling produktif secara tepat sasaran. Jika dilihat dari kacamata ekonomi secara luas, pasar modal bukan hanya sekadar tempat bertemunya orang yang memiliki kelebihan uang (investor) dengan pihak perusahaan yang sedang membutuhkan tambahan modal. Lebih dari itu, naik turunnya pasar modal sering kali dijadikan sebagai patokan utama untuk melihat apakah para pemodal merasa yakin atau justru khawatir terhadap kesehatan ekonomi negara tersebut (P. Yang et al., 2020). Di tengah rumitnya aturan main di pasar saham, muncul investasi berbasis syariah yang menawarkan pilihan lebih aman dan mengedepankan etika. Pasar modal syariah ini pada awalnya dipercaya memiliki daya tahan yang jauh lebih kuat ketika terjadi guncangan ekonomi. Hal ini dikarenakan setiap aset dan kegiatan perusahaannya harus terbebas dari kegiatan untung-untungan (*spekulasi*) dan minim sistem bunga (*riba*) yang memberatkan.

Di Indonesia sendiri, cerminan paling utama dan bergengsi untuk melihat pergerakan saham syariah ini ada pada *Jakarta Islamic Index* (JII). Daftar perusahaan di dalam JII ini eksklusif dan dibatasi, di mana hanya ada 30 perusahaan pilihan yang berhasil masuk setelah melewati tahapan penyaringan keuangan yang ketat oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK). Salah satu syarat paling berat dalam penyaringan ini adalah total utang berbasis bunga yang dimiliki oleh perusahaan tidak boleh lebih dari 45 persen dibandingkan dengan total keseluruhan kekayaan atau aset mereka (Dewi et al., 2022). Dengan adanya aturan ketat yang membatasi jumlah utang ini, secara logika, perusahaan-perusahaan di JII seharusnya memiliki struktur modal yang jauh lebih sehat dan beban bayar cicilan bunga yang jauh lebih ringan. Kondisi keuangan yang prima ini pada dasarnya diharapkan mampu memberikan daya tahan yang jauh lebih tangguh dibandingkan perusahaan-perusahaan biasa, terutama ketika dunia sedang dilanda kesulitan keuangan akibat krisis global.

Akan tetapi, harapan logis mengenai kekuatan saham syariah tersebut ternyata berbanding terbalik dengan kenyataan yang terjadi di lapangan sepanjang rentang tahun 2020 hingga tahun 2024. Bukannya menunjukkan daya tahan yang kuat, harga saham perusahaan-perusahaan di *Jakarta Islamic Index* justru anjlok dengan parah dan terjebak dalam tren penurunan harga yang terjadi secara terus-menerus. Anomali ini terekam dengan sangat jelas pada catatan sejarah pergerakan indeks sahamnya, di mana JII terjadi kemerosotan tajam pada awal tahun 2020 akibat memuncaknya ketidakpastian dunia. Walaupun grafik JII sempat mencoba naik beberapa kali untuk pulih, namun pada kenyataannya harga saham selalu kembali jatuh dengan pola puncak yang semakin pendek dan jurang penurunan yang semakin dalam dari tahun ke tahun. Tekanan dari para investor yang beramai-ramai menjual sahamnya ini mencapai titik terparahnya di akhir masa pengamatan, di mana indeks JII terjatuh hingga menyentuh kisaran angka 441 (Bursa Efek Indonesia, 2025). Jatuhnya indeks ke angka yang sangat rendah ini menjadi bukti nyata bahwa ada nilai kekayaan perusahaan yang menguap dan hilang dalam jumlah yang besar di pasar saham syariah kita selama lima tahun terakhir.



Sumber: Tradingview.com

Gambar 1. Fluktuasi harga Indeks Syariah Jakarta (JII) selama periode 2020-2024, yang dipengaruhi oleh berbagai faktor makroekonomi.

Fenomena terus merosotnya grafik JII hingga menyentuh angka 441 menunjukkan adanya sebuah anomali besar dalam cara kerja pasar saham. Jarang terjadi, apabila perusahaan-perusahaan dengan kondisi keuangan yang paling sehat dan tingkat utang paling rendah justru terus-menerus dijual oleh investor hingga harganya tidak kunjung membaik. Hal ini menjadi sinyal kuat adanya kondisi di mana harga saham di pasar sudah tidak lagi sejalan dengan nilai asli perusahaan tersebut. Dalam situasi krisis yang berat, data

ekonomi dan laporan keuangan perusahaan sering kali tidak lagi bisa menjelaskan mengapa harga saham turun, karena semuanya tertutup oleh perasaan para pelaku pasar. Perubahan perilaku investor, yang awalnya mengambil keputusan berdasarkan data menjadi berdasarkan emosi, mengakibatkan pasar modal berjalan di bawah pengaruh suasana hati atau sentimen. Dalam kondisi ini, rasa takut dan ketidakpastian menjadi faktor utama yang menentukan naik turunnya harga saham di bursa (Akhtaruzzaman et al., 2021; Su, 2025).

Tahun 2020 menjadi awal dari berhentinya kegiatan ekonomi dunia akibat munculnya pandemi COVID-19. Guncangan ini membawa ketidakpastian yang belum pernah terjadi sebelumnya dalam sejarah keuangan modern, di mana pasar saham di seluruh dunia hancur dalam waktu yang singkat. Di Indonesia, dampak pandemi terasa sangat dalam. Bursa Efek Indonesia bahkan harus berkali-kali menghentikan perdagangan saham untuk sementara waktu (*circuit breaker*) pada Maret 2020 karena harga-harga saham anjlok lebih dari 5 persen hanya dalam satu hari. Secara khusus, indeks saham syariah JII mengalami kejatuhan yang sangat dalam, dari angka sekitar 690 di awal Januari 2020 merosot tajam hingga ke angka terendah di kisaran 420 pada akhir Maret 2020. Penurunan nilai yang mencapai lebih dari 30 persen ini menggambarkan kepanikan masal para investor yang takut akan berhentinya kegiatan pabrik dan belanja masyarakat akibat kebijakan penutupan wilayah (*lockdown*) di seluruh dunia (Akhtaruzzaman et al., 2021; Salisu et al., 2020).

Kondisi yang serba tidak pasti ini semakin diperparah oleh kosongnya informasi mengenai masa depan, di mana perhitungan perkiraan keuntungan perusahaan menjadi mustahil untuk dilakukan akibat terganggunya jalur pengiriman barang di seluruh dunia. Ketika dunia mulai mencoba bangkit dan beradaptasi pada tahun 2021, semangat pemulihan ekonomi kembali terpukul oleh pecahnya perang antara Rusia dan Ukraina pada Februari 2022. Guncangan ini tidak hanya menimbulkan krisis kemanusiaan, tetapi juga menyebabkan lonjakan harga bahan bakar dan makanan dunia secara luar biasa. Akibatnya, kenaikan harga barang (inflasi) dunia meroket ke tingkat tertinggi dalam beberapa puluh tahun terakhir. Di Amerika Serikat, inflasi menyentuh angka 9,1 persen pada Juni 2022, yang kemudian memicu kenaikan harga-harga barang di dalam negeri Indonesia. Situasi sulit ini memaksa bank-bank sentral di seluruh dunia untuk mengakhiri kebijakan bunga rendah dan memulai era kenaikan suku bunga secara besar-besaran demi mengurangi laju kenaikan harga barang (Kim, 2023; S. Yang, 2025)

Dampak dari kekacauan politik dunia tersebut juga berpengaruh langsung pada melemahnya nilai tukar mata uang di negara-negara yang sedang berkembang, termasuk Indonesia. Sepanjang tahun 2022 hingga 2024, nilai tukar Rupiah terhadap Dolar Amerika

mengalami fluktuasi yang sangat tinggi, bahkan beberapa kali menembus angka Rp16.000 per Dolar. Melemahnya mata uang Rupiah ini menjadi penyebab utama larinya modal investor keluar dari pasar saham Indonesia. Para investor asing dengan cepat menarik uang mereka dari bursa dalam negeri untuk menghindari risiko kerugian kurs dan mencari tempat investasi yang lebih aman di negara-negara maju. Hal ini menjelaskan mengapa grafik JII tidak mampu naik secara berarti meskipun pandemi sudah mereda. Tekanan dari mahalanya harga bahan baku akibat melemahnya Rupiah dan tingginya biaya bunga pinjaman akibat kenaikan suku bunga terus memangkas keuntungan perusahaan-perusahaan syariah (Abbasifard et al., 2024; Mroua & Trabelsi, 2020)

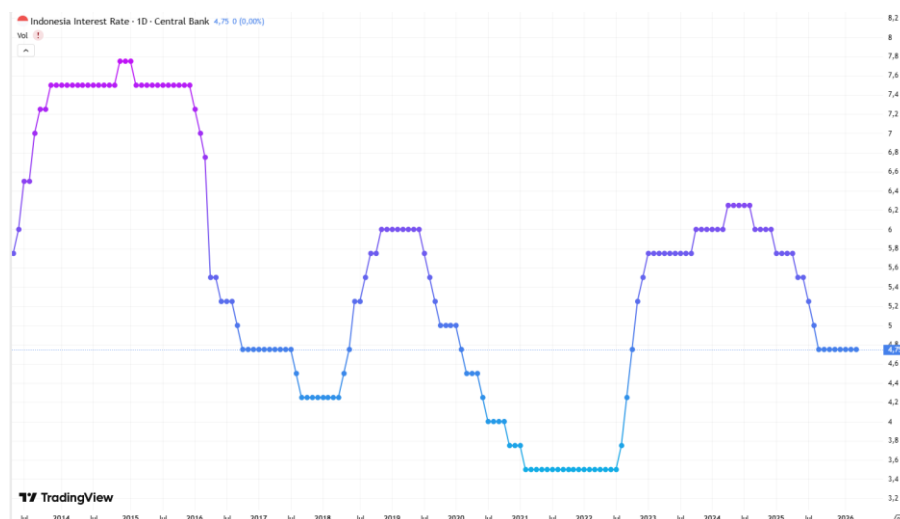
Makin memanasnya konflik di Timur Tengah yang meletus pada akhir 2023 hingga pertengahan 2024 semakin memperburuk suasana pasar saham dunia maupun di dalam negeri. Ketegangan tersebut memicu kekhawatiran akan terganggunya jalur pengiriman barang melalui laut dan potensi naiknya harga minyak dunia, yang secara otomatis merusak keseimbangan harga saham di bursa. Rangkaian guncangan yang datang bertubi-tubi, mulai dari krisis kesehatan, krisis energi, hingga krisis politik antarnegara, menciptakan situasi yang oleh para ahli ekonomi disebut sebagai masa krisis bagi pasar modal. Gabungan dari berbagai masalah luar negeri yang merusak inilah yang menyebabkan grafik JII terus tertekan hingga menyentuh angka 441 di akhir masa penelitian. Dalam situasi yang sangat parah seperti ini, cara kerja pasar yang normal tidak lagi sanggup menanggapi informasi keuangan secara masuk akal, karena keputusan investasi sudah sepenuhnya dikuasai oleh rasa takut yang menular antar-investor atau perilaku ikut-ikutan (*herd behavior*) (Akhtaruzzaman et al., 2021; Su, 2025).

Terus merosotnya indeks saham *Jakarta Islamic Index* (JII) yang seakan tidak ada hentinya ini, tentu tidak bisa dilepaskan dari bagaimana kondisi ekonomi negara kita secara keseluruhan. Dalam normal, kebijakan ekonomi yang dikeluarkan oleh pemerintah sebenarnya berfungsi sebagai semacam sauh atau pegangan utama untuk menjaga agar pasar saham tetap tenang dan stabil. Jika kita merujuk pada pemahaman ilmu keuangan yang sudah umum, kondisi ekonomi yang sehat, yang bisa dilihat dari tepatnya pengaturan suku bunga oleh bank sentral dan stabilnya nilai tukar mata uang, merupakan faktor dari luar yang akan langsung menentukan mahal atau murahnya harga saham di bursa. Logikanya, setiap kali pemerintah mengumumkan perubahan kebijakan keuangan, informasi tersebut akan langsung ditangkap oleh para investor untuk menghitung ulang berapa kira-kira keuntungan yang akan mereka dapatkan di masa depan. Namun anehnya, di tengah masa krisis yang melanda pada periode 2020 hingga 2024, proses penyampaian informasi ekonomi yang seharusnya berjalan mulus ini mengalami kerusakan. Catatan data

ekonomi makro pemerintah ternyata gagal memberikan alasan mengenai mengapa harga saham-saham syariah yang unggul tersebut justru runtuh.

Alat ukur ekonomi pertama yang menunjukkan adanya anomali atau kegagalan penyampaian sinyal tersebut adalah Suku Bunga Acuan (*BI Rate*). Jika kita melihat kembali pada catatan sejarah kebijakan Bank Indonesia, terlihat sangat jelas bahwa bank sentral kita merespons kepanikan awal pandemi dengan tindakan penyelamatan yang besar. Grafik *BI Rate* memperlihatkan adanya pemotongan suku bunga secara drastis dari angka 5,00 persen di awal tahun 2020, lalu terus diturunkan hingga menyentuh angka paling rendah sepanjang sejarah, yaitu di level 3,50 persen, pada rentang waktu 2021 hingga pertengahan 2022. Secara teori, kebijakan menurunkan suku bunga atau program "uang murah" ini sengaja dirancang oleh pemerintah untuk meringankan beban biaya pinjaman utang bagi perusahaan-perusahaan besar. Dengan cicilan utang yang menjadi sangat murah, seharusnya perusahaan bisa bernapas lega dan hal ini menjadi obat kuat yang mendorong melesatnya harga saham mereka di bursa (Katembo, 2024).

Akan tetapi, kenyataan yang terjadi pada saham-saham di JII justru berbanding terbalik, harga saham terus anjlok dan terpuruk. Kondisi ini membuktikan sebuah kenyataan pahit bahwa insentif tawaran bunga pinjaman yang murah dari perbankan menjadi tidak berguna dan tidak dipedulikan oleh pasar. Suku bunga yang rendah tersebut menjadi tidak ada artinya ketika pabrik-pabrik di dunia nyata terpaksa berhenti beroperasi,



aktivitas jual beli lumpuh, dan jalur pengiriman barang macet total akibat adanya aturan pembatasan wilayah atau *lockdown*.

Sumber : Tradingview.com

Gambar 2. Fluktuasi suku bunga acuan (*BI Rate*) selama periode 2020-2024, yang dipengaruhi oleh berbagai faktor global.

Masalah mengenai suku bunga ini ternyata menjadi semakin rumit ketika ekonomi dunia tiba-tiba dihantam oleh gelombang kenaikan harga barang (inflasi), yang dipicu oleh kacaunya situasi politik dan peperangan antarnegara. Untuk mengatasi harga-harga yang semakin tidak terkendali tersebut, Bank Indonesia terpaksa memutar haluan kebijakannya dengan mengambil langkah pengetatan keuangan. Catatan sejarah menunjukkan bahwa mulai akhir tahun 2022, suku bunga acuan ditarik naik dengan cepat dan berturut-turut, hingga akhirnya mencapai titik tertingginya di angka 6,25 persen pada pertengahan tahun 2024.

Kenaikan bunga pinjaman yang melambung ini tentu saja berpengaruh terhadap perusahaan-perusahaan syariah yang sedang berusaha pulih dan ingin mengembangkan bisnisnya. Di sisi lain, tawaran bunga tinggi dari pemerintah ini justru terlihat sangat menggiurkan di mata para investor. Mereka akhirnya beramai-ramai mencabut uangnya dari pasar saham syariah yang sedang lesu dan berisiko tinggi, lalu memindahkannya ke tempat investasi yang dijamin aman dan pasti untung (*risk-free rate*), seperti tabungan deposito di bank atau surat utang negara.

Pada akhirnya, kegagalan jurus suku bunga ini, baik saat diturunkan untuk merangsang ekonomi maupun saat dinaikkan untuk menstabilkan harga barang, dalam menahan anjloknya indeks JII memberikan satu simpulan yang sangat jelas. Rentetan peristiwa ini membuktikan bahwa kebijakan ekonomi standar yang biasanya selalu bisa diandalkan oleh pemerintah ternyata sudah tidak signifikan lagi, terutama ketika pasar

saham sudah sepenuhnya dikuasai oleh kepanikan massal dan ketakutan dari para pelakunya (Wang, 2025).



Sumber : Tradingview.com

Gambar 3. Fluktuasi harga Rupiah terhadap Dolar Amerika Serikat (USD) selama periode 2020-2024, yang dipengaruhi oleh berbagai faktor global.

Selain masalah suku bunga, naik turunnya nilai tukar Rupiah terhadap Dolar AS juga ikut merusak fondasi saham syariah. Sejarah mencatat bahwa Rupiah mengalami kemerosotan yang parah sepanjang masa pengamatan. Di awal krisis tahun 2020, nilai tukar merosot tajam dari angka wajar Rp13.800 menjadi Rp16.500 per Dolar hanya dalam hitungan minggu. Walaupun sempat sedikit mereda, tekanan terhadap mata uang rupiah kembali mengganas pada rentang tahun 2023 hingga 2024, di mana nilai tukar kembali goyah dan tertahan di angka Rp16.000-an. Anjloknya mata uang ini secara otomatis mencekik keuangan perusahaan, terutama mereka yang sangat bergantung pada bahan baku dari luar negeri. Lebih buruknya lagi, pelemahan rupiah ini memicu kepanikan investor asing. Mereka beramai-ramai mencabut uangnya dari pasar saham Indonesia dan memindahkannya ke negara-negara maju yang dianggap lebih aman. Ironisnya, karena sudah telanjur panik dan ketakutan, para investor ini seolah tutup mata pada kenyataan bahwa sebenarnya banyak perusahaan syariah di JII yang utang Dolarnya sangat kecil dan (Abbasifard et al., 2024; Kim, 2023; Mroua & Trabelsi, 2020)

Ketika faktor ekonomi dari luar tidak bisa memberikan penjelasan yang masuk akal mengenai jatuhnya harga saham, para ahli keuangan akan mencari jawabannya dari dalam tubuh perusahaan itu sendiri. Pada kondisi normal, laporan keuangan yang sehat seharusnya menjadi sinyal kuat bagi investor untuk tetap mempertahankan sahamnya.

Ahmad Yasin, 2026

ANALISIS GMM TERHADAP JAKARTA ISLAMIC INDEKS SELAMA KRISIS 2020–2024

UPN Veteran Jakarta, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, S1 Manajemen

[www.upnvj.ac.id - www.library.upnvj.ac.id - www.repository.upnvj.ac.id]

Apalagi, perusahaan-perusahaan di JII adalah kumpulan bisnis pilihan yang kondisi keuangannya diawasi secara ketat oleh Otoritas Jasa Keuangan. Salah satu ukuran utama yang sering dijadikan jaring pengaman oleh investor adalah kelancaran uang kas atau *Current Ratio*. Secara teori, di tengah krisis yang sulit, perusahaan yang memiliki banyak ketersediaan dana tunai dianggap memiliki "bantalan penyelamat" yang kuat untuk menghindar dari ancaman kebangkrutan. Oleh karena itu, saham-saham perusahaan yang lancar keuangannya ini seharusnya tetap dihargai mahal dan tidak ikut dijual secara panik oleh pemegang sahamnya (Yang et al., 2020; Yasminawati et al., 2024)

Namun, kenyataan di lapangan kembali menunjukkan keanehan yang membantah teori tersebut. Tingginya angka ketersediaan uang kas pada banyak perusahaan saat masa pembatasan wilayah (*lockdown*) ternyata bukanlah pertanda bahwa perputaran bisnis sedang berjalan baik. Hal itu justru terjadi karena perusahaan sedang ketakutan; mereka membatalkan rencana perluasan bisnis, menahan uangnya, dan menunda bagi-bagi keuntungan hanya sekadar untuk bisa bertahan hidup. Para investor yang jeli menyadari bahwa uang tunai yang hanya mengendap dan menganggur di brankas perusahaan ini tidak akan memberikan keuntungan apa-apa di masa depan. Akibatnya, angka kelancaran kas yang terlihat agus di atas kertas itu menjadi tidak ada artinya dan tetap gagal mencegah jatuhnya harga saham perusahaan-perusahaan tersebut di bursa.

Anomali dalam pembentukan harga saham ini juga menimpa tolak ukur utama, yaitu kemampuan perusahaan dalam mencetak laba atau *Return on Equity* (ROE). Dalam dunia investasi, ROE diakui sebagai rajanya rasio keuangan, karena rasio ini secara langsung mengukur seberapa pintar pimpinan perusahaan memutar modal menjadi keuntungan bersih. Tingkat keuntungan yang tinggi dan terus-menerus adalah daya tarik utama yang biasanya selalu membuat harga saham melesat naik, karena hal itu menjadi jaminan bahwa investor akan mendapatkan pembagian dividen di kemudian hari (Clara & Kim, 2021). Dalam kondisi perekonomian yang normal, perusahaan di JII yang berhasil mencetak untung besar akan dihadiahi dengan kenaikan harga saham yang tinggi.

Akan tetapi, ada satu sifat dasar dari laporan keuangan yang sering dilupakan, yaitu laporan keuangan hanya mencatat kesuksesan di masa lalu, sementara pergerakan harga saham sangat bergantung pada harapan di masa depan. Ketika badai pandemi dan kekacauan perang antarnegara terjadi, masa depan menjadi sangat gelap dan tidak bisa ditebak. Kondisi yang tidak pasti ini membuat rekam jejak keuntungan perusahaan yang bagus di masa lalu menjadi kurang meyakinkan dan tidak lagi relevan di mata pelaku pasar (Akhtaruzzaman et al., 2021). Para investor sudah telanjur dikuasai oleh rasa takut bahwa keuntungan sebesar apa pun di masa lalu tidak akan sanggup menyelamatkan perusahaan

jika krisis dan kebangkrutan ekonomi dunia benar-benar terjadi berkepanjangan. Pengabaian total terhadap data laporan keuangan ini menjadi bukti nyata dan tidak terbantahkan bahwa ketika tingkat kepanikan memuncak, cara berpikir logis investor benar-benar dibuang dan digantikan oleh rasa takut yang menular secara massal (Su, 2025).

Meskipun sudah banyak penelitian yang membahas naik turunnya indeks saham syariah, masih terdapat sebuah celah kosong (*research gap*) yang sangat besar, terutama jika dikaitkan dengan keakuratan hitungan pada masa krisis yang ekstrem. Beberapa penelitian terdahulu, seperti yang dilakukan oleh Mulyadi et al. (2023) serta Sari & Syah (2024), mencoba mencari tahu hubungan ekonomi nasional dengan *Jakarta Islamic Index* (JII) menggunakan metode yang disebut *Vector Error Correction Model* (VECM). Sayangnya, penggunaan metode VECM ini memiliki satu kelemahan mendasar. Metode ini menuntut adanya ketersediaan data masa lalu yang panjang agar hasil hitungannya stabil dan akurat. Oleh karena itu, metode VECM menjadi kurang bisa diandalkan jika dipaksakan untuk membedah data pada periode waktu yang relatif singkat namun penuh dengan gejolak, seperti pada rentang krisis tahun 2020 hingga 2024.

Selain masalah kurangnya durasi waktu, kelemahan utama dari metode hitungan tradisional maupun VECM adalah ketidakmampuannya dalam membaca keunikan dari masing-masing perusahaan. Di dalam pasar saham, setiap perusahaan di JII pasti memiliki ciri khas tersendiri yang tidak berwujud angka, seperti kehebatan jajaran pimpinannya, ketatnya pengawasan syariah dari perusahaannya, hingga nama besar mereknya. Jika faktor-faktor tak kasat mata ini diabaikan, maka kesimpulan dari hasil penelitian bisa menjadi melenceng atau bias. Terlebih lagi, ada masalah klasik di pasar modal yang sering disebut sebagai endogenitas atau masalah sebab-akibat yang saling tumpang tindih, misalnya, apakah laba yang memengaruhi harga saham, ataukah justru harga saham yang pada akhirnya memengaruhi keputusan laba. Model-model lama sering kali gagal memisahkan kerumitan teka-teki ini (Blundell & Bond, 1998; Caporale et al., 2021).

Penelitian ini menggunakan metode hitungan tingkat lanjut yang bernama *System Generalized Method of Moments* (System GMM). Metode pengolahan data yang dikembangkan oleh Arellano & Bover (1995) serta Blundell & Bond (1998) ini memiliki keunggulan dalam mengolah data di mana jumlah subjek yang diteliti lebih banyak daripada rentang tahunnya. Karena penelitian ini meneliti 30 perusahaan namun hanya dalam kurun waktu 5 tahun pengamatan, maka *System GMM* adalah alat tolak data yang tepat dan sah secara matematika. Selain itu, metode ini mampu membersihkan masalah sebab-akibat dengan cara menjadikan jejak data di masa lalu sebagai alat ukur internalnya

sendiri. Hasilnya, hitungan menjadi lebih presisi, bersih dari sisa-sisa kesalahan masa lalu, dan tidak melanggar aturan statistik mana pun (Wooldridge, 2001).

Perpaduan antara penggunaan metode *System GMM* yang baik dengan pemilihan periode penelitian di tengah masa krisis tahun 2020-2024 inilah yang membedakan penelitian ini dengan penelitian-penelitian sebelumnya. Melalui penelitian dari 30 perusahaan unggulan JII, penelitian ini tidak sekadar ingin melihat hubungan angka-angka normatif. Lebih dari itu, penelitian ini ingin membuktikan terjadinya fenomena kejatuhan nilai indeks Jakarta Islamic Index. Harapannya, hasil dari metode hitungan yang bersih dari bias ini mampu membongkar fakta bahwa di saat krisis yang anomali, akal sehat dan perhitungan matang dari para investor telah dikalahkan oleh rasa takut (Akhtaruzzaman et al., 2021; Su, 2025).

Berdasar pada pentingnya membongkar fenomena akibat guncangan global, serta mendesaknya kebutuhan akan metode hitungan yang lebih baik untuk membaca pasar saham syariah, maka penelitian ini disusun untuk memberikan jawaban yang jauh lebih akurat. Melalui penggabungan data kondisi ekonomi negara dan rekam jejak keuangan perusahaan, yang kemudian diolah menggunakan metode *System GMM* agar bebas dari bias, penelitian ini diharapkan dapat menjadi rujukan penting bagi para pengambil kebijakan maupun investor dalam menghadapi situasi krisis seperti di periode 2020 hingga 2024.

Penelitian ini mencakup daftar variabel makroekonomi (BI Rate dan Kurs) serta kinerja internal (*Current Ratio* dan ROE) dengan menempatkan variabel-variabel tersebut dalam konteks krisis multidimensi yang bersifat ekstrem. Research gap yang mendasar dalam studi ini terletak pada ketidakmampuan teori konvensional seperti Hipotesis Pasar Efisien (EMH) untuk menjelaskan mengapa perusahaan dengan fundamental yang sehat, khususnya konstituen JII yang memiliki pembatasan utang bunga yang sangat ketat, tetap mengalami kejatuhan nilai yang drastis. Sementara studi terdahulu sering kali hanya menyajikan hasil yang tidak konsisten antar variabel, penelitian ini secara eksplisit menginvestigasi kegagalan transmisi sinyal ekonomi tersebut yang diduga kuat berasal dari anomali perilaku investor saat menghadapi guncangan sistemik yang tumpang tindih antara pandemi dan ketidakpastian geopolitik.

Penelitian ini ditegaskan melalui penggunaan metode *System Generalized Method of Moments* untuk menangkap dinamika endogenitas dan autokorelasi yang kerap diabaikan dalam studi pasar modal syariah selama periode krisis. Kontribusi orisinal penelitian ini terletak pada pembuktian fenomena ketidakmampuan teori konvensional seperti Hipotesis Pasar Efisien (EMH) untuk menjelaskan jatuhnya nilai Jakarta Islamic Index, dimana

pergerakan nilai Jakarta Islamic Index terdeteksi tidak lagi searah dengan indikator fundamental makro maupun mikro. Dengan demikian, penelitian ini tidak hanya bertujuan untuk mengukur pengaruh variabel X terhadap Y, tetapi juga bertujuan untuk mengidentifikasi pergeseran dari pasar yang rasional menuju *sentiment-driven market*, yang mendorong investor untuk mengabaikan metrik laporan keuangan historis demi indikator sentimen yang lebih *forward-looking*. Atas dasar seluruh kerangka pemikiran dan urgensi tersebut, maka penelitian ini diangkat dengan judul: **“ANALISIS GMM TERHADAP JAKARTA ISLAMIC INDEKS SELAMA KRISIS 2020–2024”**.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan pemaparan latar belakang diatas, maka penelitian ini memiliki rumusan masalah sebagai berikut:

1. Apakah suku bunga (*BI Rate*) berpengaruh terhadap nilai indeks *Jakarta Islamic Index* (JII) selama masa krisis 2020-2024?
2. Apakah fluktuasi nilai tukar Rupiah terhadap Dolar AS berpengaruh terhadap nilai indeks *Jakarta Islamic Index* (JII) selama periode krisis 2020-2024?
3. Apakah tingkat kelancaran keuangan perusahaan, yang dilihat dari *Current Ratio* (CR), berpengaruh terhadap nilai indeks *Jakarta Islamic Index* (JII) pada masa krisis 2020-2024?
4. Apakah kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba, yang diukur dengan *Return on Equity* (ROE), berpengaruh terhadap nilai indeks *Jakarta Islamic Index* (JII) selama periode krisis 2020-2024?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah yang telah diuraikan, maka tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Untuk menguji dan menganalisis pengaruh tingkat suku bunga (*BI Rate*) terhadap pergerakan nilai indeks di *Jakarta Islamic Index* (JII) selama masa krisis 2020-2024.
2. Untuk menguji dan menganalisis pengaruh fluktuasi nilai tukar (Kurs) Rupiah terhadap Dolar AS terhadap pergerakan nilai indeks di *Jakarta Islamic Index* (JII) selama periode krisis 2020-2024.
3. Untuk menguji dan menganalisis pengaruh tingkat likuiditas perusahaan, yang diproksikan melalui *Current Ratio* (CR), terhadap pergerakan nilai indeks di *Jakarta Islamic Index* (JII) selama masa krisis 2020-2024.
4. Untuk menguji dan menganalisis pengaruh profitabilitas perusahaan, yang diproksikan melalui *Return on Equity* (ROE), terhadap pergerakan nilai indeks di *Jakarta Islamic Index* (JII) selama periode krisis 2020-2024.

1.4 Manfaat Hasil Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi, baik dalam pengembangan keilmuan maupun sebagai instrumen pengambilan keputusan strategis bagi pemangku kepentingan di sektor keuangan. Adapun manfaat penelitian ini diuraikan sebagai berikut:

1. Manfaat Teoritis
 - a. Memberikan pengayaan pada literatur manajemen keuangan dan pasar modal, khususnya dalam membedah anomali perilaku instrumen investasi syariah saat menghadapi guncangan sistemik.
 - b. Menjadi referensi teoretis dalam pengembangan model ekonometrika dinamis yang lebih presisi untuk menganalisis data panel.
2. Manfaat Praktis
 - a. Bagi Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dan Bursa Efek Indonesia, hasil penelitian ini berfungsi sebagai bahan evaluasi dalam merumuskan kerangka kebijakan makroprudensial yang bersifat *countercyclical*.
 - b. Bagi Bank Indonesia, penelitian ini memberikan gambaran strategis mengenai efektivitas transmisi kebijakan moneter terhadap instrumen ekuitas syariah di masa krisis.
 - c. Bagi Investor dan Manajer Investasi, riset ini memberikan panduan operasional dalam melakukan recalibrasi strategi portofolio.

- d. Bagi Emiten dan Perusahaan Syariah, penelitian ini menjadi dasar pertimbangan dalam menjaga fleksibilitas operasional dan ketahanan struktur modal.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

Landasan teori dalam penelitian ini disusun dengan pendekatan hierarkis guna memberikan fondasi teoretis yang kuat dalam membedah fenomena kejatuhan nilai indeks *Jakarta Islamic Index*. Struktur teori ini dimulai dari *Grand Theory* sebagai payung besar pemikiran, diikuti oleh *Middle Theory* untuk menjelaskan mekanisme pasar, hingga *Applied Theory* yang berkaitan langsung dengan variabel penelitian.

2.1.1 *Grand Theory*: Teori Sinyal (*Signaling Theory*)

Teori Sinyal (*Signaling Theory*) yang pertama kali diperkenalkan oleh Spence (1973) bermula dari adanya asumsi mengenai ketidaksempurnaan pasar. Ketidaksempurnaan ini sering kali disebabkan oleh asimetri informasi (*information asymmetry*), yaitu kondisi di mana terdapat kesenjangan informasi antara pihak di dalam perusahaan dengan pihak luar. Dalam kegiatan di pasar modal, pihak manajemen perusahaan tentu memiliki pemahaman dan akses yang lebih luas mengenai kondisi keuangan serta rencana bisnis di masa depan. Sebaliknya, pihak investor sebagai pihak eksternal hanya memiliki informasi yang terbatas. Untuk mengurangi risiko yang muncul akibat ketimpangan informasi tersebut, seperti risiko salah pilih investasi (*adverse selection*), perusahaan yang memiliki kinerja baik akan terdorong untuk memberikan sinyal positif kepada pasar. Sinyal ini digunakan sebagai alat untuk membedakan diri mereka dari perusahaan lain yang berkinerja buruk. Dengan memberikan informasi yang transparan dan positif, perusahaan berharap investor akan meresponsnya dengan baik, yang pada akhirnya akan mendorong kenaikan harga saham dan nilai perusahaan di mata publik (Brigham & Houston, 2019).

Jika dilihat dari faktor internal perusahaan, laporan keuangan yang diterbitkan secara berkala merupakan sarana paling utama untuk menyampaikan sinyal tersebut kepada para investor. Sebagai contoh, tingkat keuntungan perusahaan yang diukur melalui *Return on Equity* (ROE) dapat memberikan sinyal yang dapat dipercaya mengenai seberapa baik manajemen mengelola modal dari pemegang saham untuk menghasilkan laba bersih. Selain itu, kelancaran keuangan yang diukur dengan *Current Ratio* (CR) juga memberikan sinyal mengenai seberapa kuat perusahaan mampu membayar utang jangka pendeknya agar terhindar dari risiko gagal bayar. Khusus bagi perusahaan-perusahaan yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index* (JII), penyampaian sinyal melalui ROE dan CR ini menjadi jauh lebih penting dibandingkan dengan perusahaan konvensional biasa. Hal ini dikarenakan emiten syariah memiliki aturan batasan utang berbasis bunga yang ketat, yaitu maksimal

45 persen dari total aset. Dengan adanya batasan utang tersebut, para investor sangat mengandalkan sinyal keuntungan murni dan ketersediaan dana tunai perusahaan untuk memastikan bahwa fundamental perusahaan tersebut benar-benar tangguh tanpa harus bergantung pada utang (*leverage*) yang besar.

Lebih lanjut, penggunaan teori sinyal dalam penelitian ini tidak hanya terbatas pada informasi yang berasal dari dalam perusahaan saja, tetapi juga mencakup sinyal-sinyal makroekonomi yang datang dari luar perusahaan. Sebagaimana dijelaskan oleh Ross (1977), kondisi pasar modal juga sangat peka terhadap sinyal yang diberikan oleh pemerintah maupun kondisi ekonomi global. Misalnya, perubahan tingkat Suku Bunga Acuan (*BI Rate*) bertindak sebagai sinyal dari Bank Indonesia mengenai arah kebijakan keuangan negara, apakah sedang diperketat atau dilonggarkan. Sinyal ini akan langsung memengaruhi perhitungan investor mengenai perkiraan biaya modal (*cost of capital*) di pasar saham. Bersamaan dengan itu, pergerakan nilai tukar Rupiah terhadap Dolar AS juga memberikan sinyal kepada pelaku pasar mengenai seberapa kuat kondisi ekonomi dalam negeri di mata dunia. Secara teori, jika perusahaan memberikan sinyal internal yang baik dan didukung oleh sinyal ekonomi makro yang stabil, maka investor akan meresponsnya dengan tindakan pembelian yang masuk akal, sehingga pembentukan harga saham akan berada pada titik yang wajar.

Namun demikian, asumsi bahwa pasar akan selalu merespons sinyal secara rasional menghadapi ujian yang sangat berat ketika terjadi guncangan ekonomi, seperti pada masa krisis COVID-19 di rentang tahun 2020 hingga 2024. Dalam kondisi krisis yang penuh tekanan ini, proses penyampaian sinyal sering kali mengalami gangguan atau yang sering disebut dengan istilah gangguan sinyal (*signal jamming*). Gangguan ini terjadi bukan karena perusahaan berhenti menerbitkan laporan keuangan yang bagus atau menyembunyikan informasi, melainkan karena pihak yang menerima sinyal tersebut, yaitu para investor, sedang dilanda kepanikan. Tingginya ketidakpastian di tingkat global memunculkan banyak informasi negatif atau kebisingan informasi (*information noise*) di pasar. Akibatnya, sinyal positif dari perusahaan, seperti laba yang tetap terjaga stabil (*ROE* tinggi) atau ketersediaan dana lancar yang aman (*CR* tinggi), menjadi tidak diperhatikan karena tertutup oleh rasa takut dan sentimen krisis yang mendominasi pikiran para investor (Akhtaruzzaman et al., 2021).

Kegagalan pasar dalam merespons sinyal dengan baik inilah yang menjadi inti dari anomali pasar yang diteliti dalam penelitian ini. Ketika pemerintah sudah memberikan sinyal dukungan ekonomi melalui penurunan suku bunga (*BI Rate*), dan perusahaan juga telah menunjukkan bukti fundamental yang kuat, tetapi harga saham di indeks JII justru

tidak naik atau bahkan anjlok, maka terjadilah fenomena yang disebut sebagai terputusnya hubungan antara fundamental dengan harga saham. Kegagalan fungsi sinyal makro dan mikro ini membuktikan bahwa pengambilan keputusan di pasar modal tidak lagi didasarkan pada perhitungan yang logis, melainkan sudah dikuasai oleh tindakan yang tidak rasional. Hilangnya peran sinyal dalam membentuk harga saham ini memberikan landasan yang sangat kuat bagi penelitian ini untuk beralih pada pendekatan teori selanjutnya. Oleh karena itu, pembahasan akan dilanjutkan pada teori perilaku keuangan (*behavioral finance*), guna menjelaskan bagaimana sisi psikologis dan kepanikan massal mengambil alih kendali pasar ketika data rasional tidak lagi dipedulikan oleh investor.

2.1.2 Middle Theory: Hipotesis Pasar Efisien (*Efficient Market Hypothesis*)

Hipotesis Pasar Efisien (*Efficient Market Hypothesis* atau *EMH*) yang dikemukakan oleh Fama (1970) merupakan salah satu teori paling mendasar dalam ilmu keuangan klasik. Teori ini didasarkan pada anggapan bahwa seluruh pelaku pasar adalah manusia ekonomi yang sepenuhnya rasional dan memiliki kesempatan yang sama untuk mendapatkan informasi. Dalam kondisi pasar yang benar-benar efisien, pergerakan harga sebuah aset keuangan tidak terjadi secara asal-asalan, melainkan selalu mencerminkan semua informasi penting yang ada secara cepat, tepat, dan tidak memihak. Sebagai akibat dari penyerapan informasi yang sangat cepat ini, pergerakan harga saham akan membentuk pola acak (*random walk*). Dalam pola ini, tidak ada satu pun investor, baik itu perusahaan besar maupun investor perorangan, yang bisa terus-menerus memanfaatkan informasi rahasia untuk mendapatkan keuntungan yang tidak wajar (*abnormal return*) di atas rata-rata keuntungan pasar secara keseluruhan (Malkiel, 2003).

Untuk menjelaskan bagaimana pasar menyerap informasi tersebut, Fama (1970) membagi tingkat efisiensi pasar menjadi tiga tingkatan: efisiensi bentuk lemah (*weak form*), bentuk setengah kuat (*semi-strong form*), dan bentuk kuat (*strong form*). Dalam kaitannya dengan penelitian ini, lingkungan perdagangan saham di *Jakarta Islamic Index* (JII) secara teori berada pada pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Pada tingkat efisiensi ini, harga saham dianggap sudah mencerminkan seluruh informasi yang telah diumumkan kepada publik. Artinya, ketika ada pengumuman data ekonomi secara nasional (seperti perubahan tingkat *BI Rate* atau naik turunnya nilai tukar Rupiah) maupun pengumuman kinerja dari dalam perusahaan (seperti tingkat keuntungan *Return on Equity* dan kelancaran dana *Current Ratio*), mekanisme pasar akan langsung merespons dan menyesuaikan harga saham berdasarkan informasi-informasi tersebut. Proses penyesuaian harga ini diasumsikan terjadi dengan cepat tanpa ada jeda waktu yang berarti (Bodie et al., 2014).

Mekanisme utama yang dipercaya dapat menjaga pasar agar tetap berada dalam kondisi efisien adalah kehadiran investor rasional yang aktif mencari keuntungan dari selisih harga (*arbitrageurs*). Dalam buku-buku keuangan klasik dijelaskan bahwa kadang-kadang bisa terjadi kesalahan harga (*mispricing*) karena adanya kepanikan sesaat dari sebagian kecil investor yang bertindak berdasarkan emosi (*noise traders*). Ketika kesalahan harga ini terjadi, para investor rasional tersebut akan langsung bertindak, mereka akan membeli saham yang harganya jatuh terlalu murah (*undervalued*) atau menjual saham yang harganya sudah terlalu mahal (*overvalued*). Tindakan perbaikan harga secara massal inilah yang secara teori akan selalu menarik harga saham syariah kembali pada nilai wajar atau nilai fundamental aslinya. Akan tetapi, kekuatan penyeimbang dari teori ini menghadapi ujian yang berat ketika pasar saham dihadapkan pada masa guncangan yang meluas, seperti krisis berbagai sektor yang melanda ekonomi dunia pada rentang waktu tahun 2020 hingga 2024.

Keterkaitan utama dari pengujian Hipotesis Pasar Efisien dalam penelitian ini justru bertujuan untuk membuktikan bahwa teori tersebut bisa gagal atau tidak berlaku pada saat masa krisis. Apabila nilai indeks JII benar-benar efisien, maka kondisi fundamental keuangan perusahaan syariah yang kuat seharusnya bisa menjadi pelindung yang menahan jatuhnya harga saham. Namun, kenyataan di lapangan pada masa krisis menunjukkan bahwa terjadi aksi jual saham secara besar-besaran tanpa melihat bagus tidaknya kondisi internal perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa pemikiran logis atau rasionalitas di pasar telah hancur. Dalam situasi ketidakpastian yang tinggi, fungsi perbaikan harga dari teori EMH ini mengalami kelumpuhan karena adanya apa yang disebut oleh Shleifer & Vishny (1997) sebagai batasan untuk melakukan koreksi harga (*limits to arbitrage*). Risiko pasar yang terlampaui tinggi dan ketakutan akan kerugian membuat para investor yang biasanya berpikir logis justru menolak untuk melakukan tindakan perbaikan harga. Akibatnya, mereka membiarkan harga saham jatuh dan terputus sepenuhnya dari data ekonomi nasional maupun catatan keuangan internal perusahaannya. Ketidakmampuan teori pasar efisien dalam menjelaskan anomali jatuhnya harga saham di JII inilah yang menjadi alasan kuat mengapa penelitian ini harus menggunakan sudut pandang tambahan, yaitu melalui pendekatan perilaku keuangan (*behavioral finance*) untuk memahami tindakan pasar yang sudah tidak logis tersebut.

Secara konvensional, dinamika harga saham diukur melalui *Efficient Market Hypothesis* (EMH) yang mengasumsikan pelaku pasar bertindak rasional. Namun, dalam kondisi guncangan seperti krisis multidimensi 2020–2024, teori ini kerap gagal menjelaskan anomali pasar. Di sinilah pendekatan Behavioral Finance hadir untuk mengisi

celah tersebut. Berdasarkan *prospect theory* (Kahneman & Tversky', 1979), investor cenderung mengalami ketakutan yang berlebihan (*loss aversion*) di masa krisis, sehingga lebih memilih mengabaikan informasi fundamental yang positif. Kondisi kepanikan ini melahirkan dominasi *noise trader risk* (De Long et al., 1990), di mana pergerakan pasar didorong oleh sentimen kelompok non-profesional yang melakukan aksi jual massal (*herding behavior*). Ketika ketakutan mendominasi, hukum arbitrase rasional tidak lagi bekerja secara optimal karena adanya *limits to arbitrage* (Shleifer & Vishny, 1997), di mana investor rasional enggan melakukan intervensi akibat tingginya risiko ketidakpastian pasar. Rangkaian distorsi psikologis dan struktural inilah yang secara teoritis melahirkan fenomena kegagalan teori EMH, sebuah kondisi di mana harga saham terputus secara drastis dari indikator fundamental makro dan mikro ekonomi.

2.1.2 Middle Theory: Perilaku Keuangan (*Behavioral Finance*)

Melengkapi kelemahan Hipotesis Pasar Efisien yang sering kali gagal menjelaskan keanehan pasar pada masa krisis, penelitian ini menggunakan perilaku keuangan (*Behavioral Finance*) sebagai landasan teori pendukung yang kedua. Perilaku keuangan hadir sebagai kritik utama terhadap pandangan keuangan tradisional. Pandangan tradisional tersebut secara kaku menganggap bahwa seluruh investor adalah manusia yang selalu berpikir rasional, tidak memiliki emosi, dan selalu mengambil keputusan berdasarkan perhitungan matematika yang sempurna. Namun, Shiller (2003) berpendapat bahwa kenyataan di pasar saham tidaklah seperti itu. Pasar saham tidak hanya digerakkan oleh hitung-hitungan keuntungan atau besaran suku bunga semata, melainkan sangat mudah dipengaruhi oleh kondisi psikologis, lingkungan sosial, dan naik turunnya emosi manusia. Dalam situasi krisis yang penuh dengan ketidakpastian tinggi, kemampuan otak manusia untuk berpikir logis memiliki batasnya (*bounded rationality*). Akibatnya, para investor tidak lagi mampu mencerna data-data keuangan secara objektif dan jernih. Mereka cenderung meninggalkan analisis yang rumit dan lebih memilih menggunakan perasaan atau jalan pintas pemikiran (*heuristik*) untuk mengambil keputusan investasi secara cepat.

Salah satu fondasi penting dalam ilmu perilaku keuangan yang sangat cocok untuk menjelaskan kekacauan pasar selama periode krisis 2020-2024 adalah Teori Prospek (*Prospect Theory*) yang diperkenalkan oleh Kahneman & Tversky' (1979). Teori ini membawa sebuah konsep bernama penghindaran kerugian (*loss aversion*). Konsep ini menjelaskan bahwa rasa sakit atau penderitaan psikologis yang dirasakan oleh investor saat mengalami kerugian uang, memiliki dampak yang jauh lebih besar, bahkan bisa terasa dua kali lipat lebih menyakitkan, dibandingkan dengan rasa senang saat mereka mendapatkan keuntungan dengan jumlah uang yang sama. Ketika terjadi guncangan besar yang melanda

seluruh dunia, seperti pandemi global atau ketegangan politik antarnegara, ketakutan akan potensi kehilangan seluruh uang memicu kepanikan massal di bursa saham. Dalam kondisi kejiwaan yang tertekan ini, investor cenderung menutup mata terhadap berita baik atau laporan keuangan perusahaan yang sebenarnya masih sehat. Mereka lebih memilih untuk berlomba-lomba menjual sahamnya dan mengubahnya menjadi uang tunai secepat mungkin, semata-mata demi menyelamatkan sisa modal mereka dari kondisi yang tidak menentu.

Kondisi kepanikan yang tidak rasional ini keadaannya semakin diperburuk oleh fenomena kekosongan informasi (*information vacuum*) mengenai kondisi ekonomi negara. Akhtaruzzaman et al. (2021) menjelaskan bahwa krisis berskala global sering kali menciptakan ketidakpastian yang mutlak. Dalam kondisi ini, model-model perhitungan modern yang biasa digunakan oleh para ahli saham untuk memprediksi masa depan menjadi tidak berguna, karena roda ekonomi di dunia nyata benar-benar berhenti secara tiba-tiba. Di tengah kekosongan informasi yang gelap ini, ilmu perilaku keuangan menemukan adanya kecenderungan investor untuk melakukan perilaku ikut-ikutan (*herd behavior*). Kendati melakukan analisis secara mandiri dan logis, baik investor perorangan maupun manajer investasi dari perusahaan besar lebih memilih untuk meniru apa yang dilakukan oleh kebanyakan orang. Rasa panik ini kemudian menular dengan sangat cepat (*contagion effect*) dari satu investor ke investor lainnya. Penularan kepanikan inilah yang pada akhirnya memicu aksi jual saham secara serampangan tanpa melihat baik atau buruknya kondisi perusahaan, sehingga menghancurkan kewajaran harga saham di pasar.

Bagi perusahaan-perusahaan yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index* (JII), dominasi kepanikan dan perilaku ikut-ikutan ini memberikan jawaban yang sangat tepat untuk memecahkan fenomena nilai indeks saham syariah bisa hancur pada rentang waktu 2020-2024. Jika dilihat dari struktur perusahaannya, 30 perusahaan yang tergabung dalam JII sebenarnya telah melewati proses seleksi syariah yang ketat. Artinya, perusahaan-perusahaan ini memiliki utang yang rendah dan kekuatan keuangan yang jauh lebih tangguh dibandingkan dengan perusahaan biasa (Dewi et al., 2022). Akan tetapi, karena pasar modal saat itu sepenuhnya dikendalikan oleh ketakutan massal dan perilaku ikut-ikutan, ketangguhan perusahaan dalam mencetak laba maupun kelancaran kas mereka menjadi sama sekali tidak dipedulikan oleh investor. Pengabaian total terhadap bagusnya kinerja keuangan perusahaan inilah yang melahirkan fenomena terputusnya hubungan antara nilai asli perusahaan dengan harga sahamnya di pasar. Dengan demikian, pendekatan perilaku keuangan ini membuktikan bahwa terus anjloknya grafik JII di masa krisis bukanlah pertanda bahwa perusahaan-perusahaan syariah tersebut bangkrut, melainkan murni

merupakan bukti nyata dari hilangnya pemikiran logis para pelaku pasar (Andleeb & Hassan, 2023; Su, 2025).

2.1.3 *Applied Theory*

Setelah menetapkan payung teori perilaku dan efisiensi pasar, kerangka teoretis ini diturunkan ke dalam level *Applied Theory* atau teori terapan. Bagian ini secara spesifik membedah definisi akademis, mekanisme operasional, dan justifikasi logis dari setiap variabel fundamental makroekonomi dan mikroekonomi yang diestimasi dalam model ekonometrika penelitian ini.

1. Pasar Modal Syariah dan *Jakarta Islamic Index* (JII)

Pasar modal syariah merupakan bagian yang tidak terpisahkan dari sistem keuangan nasional kita, di mana seluruh kegiatan transaksinya wajib mengikuti aturan dan hukum-hukum agama Islam. Berbeda dengan pasar saham konvensional yang cenderung membebaskan para pelakunya untuk melakukan tindakan spekulasi yang berisiko, aturan main dalam pasar modal syariah sangat tegas melarang praktik-praktik yang merugikan. Praktik tersebut meliputi larangan mengambil keuntungan dari sistem bunga (*riba*), larangan melakukan transaksi yang tidak jelas atau mengandung unsur penipuan (*gharar*), serta larangan melakukan kegiatan untung-untungan layaknya perjudian (*maysir*). Sebagaimana dijelaskan oleh Dini Selasi et al. (2024), surat berharga atau saham syariah yang diperjualbelikan harus benar-benar mewakili kepemilikan atas aset yang nyata atau kegiatan usaha yang jelas. Kegiatan bisnis tersebut juga harus sejalan dengan nilai-nilai etika, moral, dan dibenarkan oleh ajaran agama. Di Indonesia sendiri, tolok ukur paling utama dan paling bergengsi untuk melihat pergerakan harga saham-saham syariah unggulan adalah melalui *Jakarta Islamic Index* (JII).

Sebagai kumpulan saham unggulan yang memiliki nilai pasar sangat besar (*blue-chip*), daftar perusahaan yang masuk ke dalam JII dibatasi dengan aturan yang ketat. Indeks ini hanya berisi 30 perusahaan yang sahamnya paling mudah dan sering diperjualbelikan oleh investor. Untuk bisa masuk ke dalam daftar ini, perusahaan-perusahaan tersebut harus berhasil melewati dua tahap penyaringan yang dilakukan secara ketat oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dan Dewan Syariah Nasional (DSN). Tahap penyaringan pertama bertujuan untuk memastikan bahwa perusahaan tersebut tidak menjalankan bisnis di sektor yang dilarang, seperti bank konvensional yang menggunakan sistem bunga, produksi minuman keras, atau industri perjudian.

Setelah lolos tahap pertama, perusahaan harus menghadapi tahap penyaringan kedua yang berfokus pada tingkat kesehatan keuangannya. Pada tahap ini, terdapat aturan mutlak di mana perusahaan diwajibkan memiliki jumlah utang berbasis bunga yang tidak boleh

lebih dari 45 persen dibandingkan dengan total keseluruhan aset yang mereka miliki (Dewi et al., 2022). Adanya pembatasan utang yang sangat ketat ini membuat 30 perusahaan di dalam JII diakui sebagai kumpulan bisnis dengan struktur modal yang paling kuat dan memiliki kemampuan membayar utang baik di Bursa Efek Indonesia. Dengan kekuatan keuangan yang sehat seperti itu, secara teori, perusahaan-perusahaan yang tergabung di dalam JII menjadi pihak yang paling tangguh dan kebal ketika terjadi krisis keuangan yang melanda dunia.

Dalam konteks pasar modal syariah, kepatuhan terhadap prinsip pelarangan *riba*, *gharar* (ketidakpastian), dan *maysir* (spekulasi) menimbulkan perdebatan teoritis yang menarik mengenai ketahanan (*resilience*) *Jakarta Islamic Index* (JII) di masa krisis. Di satu sisi, pembatasan rasio utang berbasis bunga yang ketat dalam proses penyaringan syariah secara inheren memberikan bantalan pelindung bagi emiten JII terhadap risiko kebangkrutan saat likuiditas global menegat. Namun di sisi lain, terbatasnya ruang gerak diversifikasi portofolio akibat eliminasi sektor-sektor non-halal (seperti perbankan konvensional yang padat modal) berpotensi membuat JII lebih rentan terhadap guncangan sektoral yang masif di sektor riil. Dualitas karakteristik ini memberikan dasar teoritis yang kuat untuk menguji apakah anomali yang terjadi pada JII selama masa krisis murni disebabkan oleh faktor psikologis pelaku pasar ataukah karena kerentanan struktural yang timbul dari model pembatasan portofolio syariah itu sendiri.

2. Suku Bunga Acuan (*BI Rate*)

Suku bunga acuan, yang di Indonesia lebih dikenal dengan sebutan *BI Rate* (atau saat ini menggunakan skema *BI 7-Day Reverse Repo Rate*), merupakan alat utama yang digunakan oleh Bank Indonesia untuk mengatur kesehatan perekonomian negara. Melalui penetapan suku bunga ini, bank sentral berusaha untuk mengendalikan jumlah uang yang beredar di masyarakat, menahan laju kenaikan harga barang secara terus-menerus (inflasi), serta menjaga agar nilai tukar Rupiah tetap stabil terhadap mata uang asing. Dalam buku teks ekonomi moneter yang ditulis oleh Mishkin (2016), dijelaskan dengan sangat sederhana bahwa tingkat suku bunga pada dasarnya adalah "harga dari sebuah uang" atau biaya yang harus dibayarkan ketika seseorang atau perusahaan ingin meminjam dana (*cost of funds*). Naik atau turunnya harga uang ini akan berfungsi sebagai sebuah sinyal pengarah yang secara langsung memengaruhi bagaimana para pemodal atau investor memutuskan untuk menempatkan dan membagi-bagi uang mereka di berbagai jenis investasi yang ada di pasar keuangan.

Ketika kita membicarakan hubungannya dengan pasar saham, terdapat sebuah aturan dasar di mana tingkat suku bunga dan harga saham memiliki hubungan yang saling bertolak

belakang. Artinya, ketika suku bunga naik, maka harga saham pada umumnya akan bergerak turun. Sebagai contoh, ketika bank sentral mengambil langkah pengetatan keuangan dengan cara menaikkan suku bunga acuan, hal ini akan membuat beban bunga pinjaman dari bank kepada perusahaan-perusahaan menjadi semakin mahal. Biaya cicilan utang yang membengkak ini akan memotong dan menurunkan tingkat keuntungan bersih yang bisa dicetak oleh perusahaan tersebut. Di waktu yang bersamaan, kenaikan suku bunga dari bank sentral ini justru akan meningkatkan daya tarik keuntungan dari investasi yang sangat aman dan minim risiko (*risk-free rate*), seperti tabungan deposito di bank atau surat utang negara (obligasi). Melihat tawaran keuntungan deposito yang tinggi dan aman tersebut, para investor yang berpikir logis tentu akan memindahkan uang mereka dari investasi yang berisiko tinggi, seperti saham-saham syariah, menuju ke jenis investasi yang memberikan keuntungan pasti. Pemindahan dana secara besar-besaran inilah yang kemudian memicu aksi jual saham di bursa, yang pada ujungnya akan menekan dan menjatuhkan nilai indeks saham syariah seperti JII (Katembo, 2024; Wang, 2025).

3. Nilai Tukar (Kurs Rupiah terhadap USD)

Nilai tukar mata uang, atau yang biasa kita sebut sebagai kurs, pada dasarnya adalah perbandingan harga tukar antara mata uang dalam negeri (Rupiah) dengan mata uang yang menjadi acuan dunia. Dalam kegiatan bisnis dan keuangan internasional, acuan utama yang paling mendominasi saat ini adalah Dolar Amerika Serikat (USD). Dalam buku yang ditulis oleh Krugman et al. (2018), dijelaskan bahwa stabil atau tidaknya nilai tukar sebuah mata uang sangat mencerminkan seberapa kuat kemampuan negara tersebut dalam mengelola kegiatan ekspor dan impornya. Selain itu, nilai kurs juga menjadi cerminan nyata mengenai seberapa besar tingkat kepercayaan para investor dunia terhadap kesehatan ekonomi negara tersebut. Bagi negara yang masih terus berkembang seperti Indonesia, pergerakan naik turunnya nilai tukar uang ini ibarat pisau bermata dua yang dampaknya bisa sangat berbeda-beda bagi setiap perusahaan, tergantung pada dari mana mereka mendapatkan bahan baku dan dari mana asal modal pinjamannya.

Ketika nilai tukar Rupiah mengalami pelemahan atau merosot terhadap Dolar AS, secara teori hal ini akan membawa dampak yang merugikan bagi keuangan di dalam tubuh perusahaan, termasuk mayoritas perusahaan besar yang tergabung dalam *Jakarta Islamic Index* (JII). Pelemahan nilai Rupiah ini akan membuat biaya operasional perusahaan membengkak dengan cepat, terutama bagi perusahaan-perusahaan yang operasionalnya masih bergantung pada bahan baku dari luar negeri. Tidak hanya membuat harga bahan

baku impor menjadi jauh lebih mahal, melemahnya Rupiah juga akan semakin memperberat beban perusahaan yang memiliki cicilan utang kepada pihak luar negeri dalam bentuk Dolar AS. Akibatnya, uang yang seharusnya bisa dicatat sebagai keuntungan bersih perusahaan justru habis digunakan untuk menutupi selisih biaya operasional dan cicilan utang yang tiba-tiba membengkak tersebut.

Selain menghancurkan catatan keuntungan di dalam internal perusahaan, nilai Rupiah yang anjlok tajam di masa krisis juga memicu ketakutan yang luar biasa di kalangan investor, terutama para pemodal asing. Mereka akan merasa sangat panik menanggung kerugian yang timbul semata-mata karena anjloknya nilai tukar mata uang saat mereka ingin membawa pulang keuntungannya. Kepanikan inilah yang kemudian mendorong para investor asing untuk beramai-ramai mencabut dan menarik modal mereka keluar dari pasar saham Indonesia. Penarikan dana secara besar-besaran inilah yang secara langsung akan menekan dan menjatuhkan harga saham perusahaan-perusahaan syariah yang ada di dalam JII. Tekanan jual yang tidak terbendung ini pada akhirnya membuat harga saham di bursa jatuh terperosok hingga nilainya menjadi jauh lebih murah dibandingkan dengan harga wajar perusahaannya yang sebenarnya (Abbasifard et al., 2024; Kim, 2023).

4. Rasio Likuiditas (*Current Ratio*)

Beralih pada faktor yang berasal dari dalam perusahaan itu sendiri, *Current Ratio* (CR) atau rasio lancar sangat dikenal luas dalam ilmu keuangan sebagai alat ukur utama untuk melihat tingkat kelancaran keuangan atau likuiditas sebuah perusahaan. Dalam bukunya, Brigham & Houston (2019) menjelaskan bahwa *Current Ratio* pada dasarnya adalah sebuah hitung-hitungan untuk melihat seberapa sanggup sebuah perusahaan membayar utang-utang jangka pendeknya yang akan segera jatuh tempo dalam waktu maksimal satu tahun. Kesanggupan membayar utang ini diukur dengan membandingkannya terhadap harta lancar atau aset yang mudah dicairkan menjadi uang tunai yang saat ini dimiliki oleh perusahaan. Angka dari hasil perhitungan ini memberikan sebuah sinyal yang sangat penting kepada investor mengenai seberapa lega ruang gerak keuangan perusahaan sehari-hari, seberapa lancar perputaran uang yang masuk dan keluar, serta seberapa baik pihak manajemen mengatur modal kerjanya agar operasional bisnis tidak mogok di tengah jalan. Berikut perumusannya :

$$\text{Current Ratio (CR)} \\ \text{CR} = \frac{\text{Current Assets}}{\text{Current Liabilities}}$$

Dalam keadaan ekonomi yang normal dan stabil, angka *Current Ratio* yang terlampaui tinggi justru sering kali dinilai kurang baik oleh investor. Angka yang terlalu tinggi ini dianggap sebagai tanda bahwa perusahaan kurang pintar dalam memutar

uangnya, karena mencerminkan banyaknya uang tunai yang hanya dibiarkan menganggur dan tidak digunakan untuk memperbesar bisnis. Akan tetapi, cara pandang ini berubah ketika perekonomian sedang dilanda krisis besar yang melanda berbagai sektor. Pada saat krisis, ketersediaan dana tunai yang kuat dan berada di atas rata-rata industri justru dilihat sebagai bantalan penyelamat. Dana darurat ini menjadi kunci utama untuk menyelamatkan perusahaan dari ancaman kebangkrutan mendadak akibat gagal bayar, terutama di saat perusahaan sudah tidak bisa lagi mengandalkan pinjaman baru karena pihak bank mengetatkan penyaluran kreditnya. Oleh karena itu, menurut teori yang ada, investor di pasar saham seharusnya memberikan penghargaan khusus kepada perusahaan-perusahaan di indeks JII yang memiliki *Current Ratio* tinggi. Penghargaan ini diwujudkan dalam bentuk keberanian investor untuk membeli saham tersebut di harga yang lebih tinggi, sebagai bayaran yang pantas atas rasa aman yang mampu diberikan oleh perusahaan di tengah situasi yang serba tidak pasti (Yasminawati et al., 2024)

5. Profitabilitas (*Return on Equity*)

Faktor penting terakhir yang dapat menentukan dalam menilai kelayakan suatu saham adalah kemampuan perusahaan dalam mencetak laba atau profitabilitas. Kemampuan ini pada umumnya diukur menggunakan rasio *Return on Equity* (ROE). Menurut penjelasan dari Bodie et al. (2014), ROE pada dasarnya adalah sebuah alat ukur untuk melihat seberapa pintar dan berhasil pihak pimpinan atau manajemen perusahaan dalam mengelola modal yang telah dititipkan oleh para pemegang saham. Tugas utama manajemen adalah memastikan bahwa setiap rupiah modal tersebut dapat diputar sedemikian rupa hingga menghasilkan keuntungan bersih (*net profit*). Berikut perumusannya :

Return on Equity (ROE)

$$ROE = \frac{Net\ Profit}{Total\ Equity}$$

ROE menjadi penting karena rasio ini tidak hanya sekedar memperlihatkan seberapa besar sisa keuntungan dari hasil operasi perusahaan sehari-hari, tetapi juga menggambarkan seberapa cepat perusahaan memutar seluruh hartanya dan seberapa cermat mereka memanfaatkan utang tambahan sebagai pendorong bisnisnya.

Khusus bagi para pemodal atau investor yang menanamkan uangnya di pasar saham syariah, ROE sering kali dianggap sebagai "raja dari segala rasio" atau patokan penilaian yang paling tinggi. Alasannya sangat logis dan sederhana, semakin besar tingkat keuntungan bersih yang bisa dihasilkan dari modal yang ada, maka semakin besar pula peluang dan kesanggupan perusahaan tersebut untuk membagikan sebagian keuntungannya dalam bentuk uang tunai (*dividen*) kepada para investor di masa yang akan datang. Jika

kita merujuk pada teori perhitungan harga saham yang didasarkan pada pembagian keuntungan tersebut (*dividend discount model*), maka setiap kali ada harapan atau kepastian bahwa nilai ROE perusahaan akan naik, hal tersebut secara otomatis akan direspons dengan dorongan kenaikan harga sahamnya di lantai bursa.

Berdasarkan logika pemikiran yang wajar tersebut, perusahaan-perusahaan yang masuk ke dalam daftar *Jakarta Islamic Index* (JII), yang sudah memiliki rekam jejak selalu berhasil mencetak angka ROE tinggi secara terus-menerus, seharusnya memiliki daya tarik yang sangat luar biasa di mata investor. Para pelaku pasar seharusnya berlomba-lomba untuk membeli dan mengumpulkan saham-saham unggulan tersebut untuk disimpan sebagai investasi jangka panjang. Hal ini dikarenakan tingkat keuntungan yang konsisten tinggi merupakan sebuah bukti nyata dan sinyal yang jelas bahwa perusahaan yang bersangkutan telah berhasil menguasai pasar jualannya, serta memiliki keunggulan kuat yang sulit untuk dikalahkan oleh para pesaing bisnisnya (Clara & Kim, 2021).

2.2 Penelitian Terdahulu

Menelaah literatur dan penelitian-penelitian terdahulu merupakan langkah yang sangat mendasar dan penting dalam menyusun sebuah karya ilmiah. Tujuan utama dari tahapan ini adalah untuk melihat gambaran besar sekaligus mengetahui secara pasti di mana letak posisi penelitian yang sedang kita buat saat ini, apabila dibandingkan dengan berbagai kajian ilmu yang sudah pernah dilakukan oleh para ahli sebelumnya. Dengan melakukan penelusuran dan pemetaan rujukan secara mendalam, seorang peneliti akan mampu menemukan bagian-bagian atau celah kosong yang terlewat dan belum banyak dibahas oleh peneliti lain (*research gap*). Dari celah yang belum terjawab itulah, peneliti kemudian bisa merumuskan apa sebenarnya sisi menarik yang akan ditawarkan untuk melengkapi kekurangan pada penelitian-penelitian sebelumnya.

Jika kita melihat lebih spesifik pada kondisi pergerakan saham di pasar modal syariah, sebenarnya sudah cukup banyak penelitian yang turun langsung untuk mencari tahu bagaimana hubungan antara data laporan keuangan perusahaan dengan kewajaran pembentukan harga sahamnya di bursa. Namun demikian, kesimpulan yang dihasilkan dari berbagai penelitian tersebut masih sangat beragam, sering kali saling bertentangan, dan belum menemukan satu kesepakatan yang pasti. Perbedaan hasil yang sangat mencolok ini menjadi semakin tajam dan membingungkan terutama ketika penelitian-penelitian tersebut dilakukan bertepatan dengan masa-masa di mana perekonomian sedang mengalami tekanan, kepanikan, atau guncangan krisis yang berat. Adanya perbedaan temuan dari penelitian-penelitian terdahulu inilah yang kemudian menjadi alasan kuat mengapa skripsi

ini perlu dilakukan, yaitu untuk memberikan jawaban yang lebih pasti mengenai apa yang sebenarnya terjadi pada harga saham syariah di saat krisis melanda.

1. Mulyadi et al. (2023)

Penelitian yang dilakukan oleh Mulyadi et al. (2023) mengeksplorasi transmisi dampak dari guncangan variabel makroekonomi terhadap kinerja pasar saham syariah di Indonesia. Menggunakan pendekatan *Vector Auto Regression* (VAR) dan *Vector Error Correction Model* (VECM), kajian ini membuktikan bahwa intervensi instrumen ekonomi seperti kurs dan suku bunga memiliki efek yang terukur terhadap *Jakarta Islamic Index* (JII) dalam jangka panjang, meskipun pergerakan dalam jangka pendek cenderung stagnan. Sekalipun memberikan landasan empiris yang kuat, pendekatan VECM secara inheren memproses data indeks komposit secara agregat. *Research gap* ini memberikan ruang bagi penelitian yang sedang disusun untuk membongkar data agregat tersebut ke dalam regresi data panel spesifik perusahaan. Dengan menggunakan 30 emiten individu, penelitian ini mengaplikasikan metode System GMM guna menangkap efek heterogenitas internal yang sering membiaskan hasil ketika terjadi kepanikan di pasar modal.

2. Assidiq & Kholis (2022)

Melengkapi analisis makroekonomi tersebut, Assidiq & Kholis (2022) secara spesifik menginvestigasi hubungan antara ketidakpastian pandemi COVID-19 dengan respons variabel moneter terhadap JII. Melalui estimasi regresi linier berganda berbasis *time series*, temuan penelitian tersebut mengonfirmasi bahwa kepanikan global dan disrupsi ekonomi domestik mendikte fluktuasi penurunan indeks saham syariah secara tajam. Namun, model runtun waktu statis memiliki kelemahan mendasar karena gagal mengakomodasi bias autokorelasi pada pergerakan saham yang berfrekuensi tinggi, di mana harga hari ini sangat bergantung pada jejak masa lalunya (*path-dependency*). Skripsi ini mengatasi kelemahan teknis tersebut dengan mengintegrasikan variabel lag dependen melalui kerangka System GMM, untuk memastikan bahwa koefisien yang dihasilkan terbebas dari jebakan korelasi residual historis.

3. Rusydiana & Prakoso (2021)

Memperdalam efek kejut dari krisis kesehatan, Rusydiana & Prakoso (2021) memfokuskan kajian mereka pada efek penularan pandemi terhadap volatilitas indeks pasar saham Islam di Indonesia. Dengan menggunakan variabel *dummy* krisis pada model VECM, mereka membuktikan adanya dampak negatif yang sangat signifikan dari guncangan awal pandemi terhadap kejatuhan valuasi JII dalam rentang waktu yang singkat. Studi terdahulu ini berhenti pada pengukuran guncangan makro secara makroskopis. Oleh karena itu, skripsi yang sedang disusun ini mengambil langkah lebih jauh dengan memecah

indeks komposit tersebut ke level panel dan mengintegrasikan rasio fundamental mikroekonomi seperti *Current Ratio* (CR) dan *Return on Equity* (ROE), guna melihat secara utuh apakah kegagalan fungsional terjadi di seluruh pilar fundamental perusahaan akibat guncangan tersebut.

4. Luthfi et al. (2022)

Dari perspektif kinerja keuangan internal, Luthfi et al. (2022) mengevaluasi relevansi indikator fundamental dalam pembentukan harga saham pada firma yang terdaftar di JII. Menggunakan regresi data panel statis, penelitian ini menyimpulkan bahwa rasio keuangan perusahaan secara konsisten memiliki pengaruh terhadap apresiasi harga saham syariah. Keterbatasan dari literatur ini adalah memotret kondisi pada fase transisi di mana rasionalitas investor masih mencoba untuk bertahan. Skripsi ini memperpanjang cakrawala observasi krisis menjadi sebuah *perfect storm* multidimensi hingga akhir tahun 2024 guna berhipotesis sebaliknya, yakni menguji patahnya relevansi seluruh metrik fundamental keuangan akibat akumulasi kepanikan sistemik yang persisten.

5. Ahmadi & Rahmani (2020)

Sejalan dengan pendekatan neoklasik tersebut, Ahmadi & Rahmani (2020) menguji pengaruh langsung dari profitabilitas dan likuiditas terhadap harga saham konstituen elit syariah menggunakan spesifikasi *Ordinary Least Squares* (OLS). Kajian ini menemukan bahwa ROE dan rasio utang secara parsial maupun simultan memberikan pengaruh positif yang sangat signifikan terhadap valuasi entitas bisnis. Penelitian tersebut secara sempurna mewakili pandangan ortodoks dalam kondisi makroekonomi yang normal. Justru landasan rasionalitas inilah yang ditantang oleh skripsi ini, dengan merumuskan hipotesis bahwa di bawah tekanan guncangan krisis yang ekstrem, metrik ROE dan likuiditas yang diagungkan tersebut akan diabaikan secara total oleh pelaku pasar, sehingga melahirkan fenomena kegagalan teori EMH.

6. Delima et al. (2024)

Memasuki dimensi psikologi pasar, Delima et al. (2024) menghadirkan literatur empiris yang sangat krusial mengenai eskalasi irasionalitas perilaku ikut-ikutan (*herding behavior*) pada investor JII untuk periode 2019-2024. Menggunakan metode *Cross-Sectional Absolute Deviation* (CSAD), kajian ini secara definitif membuktikan bahwa ketidakpastian ekstrem memicu investor untuk membuang analisis intrinsik dan memilih meniru sentimen kerumunan massal. Walaupun eskalasi irasionalitas ini berhasil dikonfirmasi, CSAD murni mengukur anomali dari sebaran harga. Skripsi ini menyempurnakan batasan tersebut dengan mendefinisikan sentimen kerumunan secara

lebih kausal, yakni melalui pengukuran "ketidaksignifikanan absolut" dari seluruh parameter fundamental di dalam instrumen System GMM.

7. Khalid et al. (2025)

Eskalasi irasionalitas ini turut dikonfirmasi dalam skala global oleh Khalid et al. (2025) yang menginvestigasi insiden *herd behavior* pada saham-saham berbasis syariah di sepuluh negara Islam. Kajian ekstensif ini menemukan bahwa sentimen kepanikan dengan cepat menjangkiti bursa syariah lintas negara, membuktikan bahwa saham dengan label Islami tidak serta merta kebal dari irasionalitas finansial. Kesenjangan dari pengujian lintas negara (*cross-country*) ini adalah mengaburnya konteks transmisi kebijakan dari otoritas moneter lokal. Skripsi ini melokalisasi riset secara eksklusif di bursa Indonesia agar terdampak spesifik dari kebijakan instrumen suku bunga (*BI Rate*) domestik dapat diisolasi, diamati, dan dibuktikan ketidakberfungsian secara terukur.

8. Firmansyah et al. (2024)

Terkait dengan perdebatan metodologis mengenai determinan nilai perusahaan, Firmansyah et al. (2024) mengeksplorasi pengaruh strategi operasional terhadap penciptaan nilai tambah bagi pemegang saham menggunakan regresi data panel. Meskipun mampu memberikan pemetaan yang komprehensif, penggunaan model panel statis dalam penelitian mereka sangat rentan terhadap masalah endogenitas ganda, di mana variabel independen dapat berkorelasi dengan galat residual. Skripsi ini mengoptimalkan spesifikasi System GMM yang secara asimtotik jauh lebih superior dalam memitigasi bias endogenitas dan unobserved heterogeneity, sehingga memastikan bahwa hilangnya signifikansi fundamental dalam pengujian murni disebabkan oleh sentimen pasar, bukan karena kecacatan model statistik.

9. Kusuma et al. (2025)

Sebagai antitesis dari narasi kepanikan pasar, Kusuma et al. (2025) melakukan uji empiris mengenai relevansi nilai (*value relevance*) dari informasi laba akuntansi historis di kawasan Asia Tenggara. Secara mengejutkan, mereka menyimpulkan bahwa komponen laporan keuangan masih mampu mempertahankan relevansi nilainya bagi pengambilan keputusan strategis investor di pasar modal. Temuan yang mengukuhkan kelangsungan rasionalitas informasi akuntansi ini menjadi sasaran utama untuk disanggah. Skripsi ini bertujuan untuk mendemonstrasikan bahwa di tengah badai *perfect storm* krisis multidimensi yang memusai di Indonesia pada rentang 2020-2024, relevansi nilai informasi akuntansi tersebut telah runtuh seutuhnya dan digantikan oleh rezim sentimen.

10. Bhakti & Widjaja (2020)

Terakhir, dalam diskursus mengenai transmisi guncangan global, Bhakti & Widjaja (2020) meneliti interelasi dan efek penularan antara JII dengan indeks pasar modal dunia menggunakan arsitektur *Vector Autoregression* (VAR). Studi tersebut membuktikan bahwa terdapat integrasi volatilitas dan efek penularan (*spillover effect*) yang luar biasa kuat dari ketidakpastian dunia terhadap pasar syariah domestik. Literatur terdahulu ini hanya berfokus pada perpindahan volatilitas harga eksternal secara makroskopis. Skripsi ini mengambil langkah konklusif dengan membenturkan efek penularan kepanikan tersebut secara langsung dengan metrik fundamental internal emiten, guna memberikan pembuktian empiris mengenai dominasi anomali perilaku atas rasionalitas akuntansi di pasar modal syariah Indonesia.

11. Hasan et al. (2021)

Memperluas cakupan analisis ke ranah global, (Hasan et al., 2021) menginvestigasi transmisi guncangan krisis pandemi COVID-19 terhadap volatilitas indeks ekuitas syariah dan konvensional di berbagai belahan dunia. Mengaplikasikan arsitektur metodologis *Dynamic Conditional Correlation* (DCC-GARCH) dan *Wavelet Coherence*, kajian ini mendemonstrasikan eksistensi efek penularan kepanikan (*contagion effect*) yang sangat masif, di mana saham-saham berbasis syariah turut terseret jatuh terperosok bersama indeks konvensional. Temuan empiris ini membuktikan bahwa pada masa krisis ekstrem, label syariah dan pembatasan utang yang berhati-hati tidak memberikan kekebalan absolut terhadap irasionalitas pasar global. Meskipun memberikan perspektif penularan lintas batas yang komprehensif, literatur ini hanya berfokus pada dinamika indeks secara makroskopis. Skripsi ini mengisi kekosongan tersebut dengan menguji secara mikroskopis "kemacetan" fungsi rasio profitabilitas dan likuiditas internal perusahaan di *Jakarta Islamic Index* (JII) akibat hantaman sentimen tersebut, dengan menggunakan kerangka dinamis sistem GMM.

12. Rizvi et al. (2022)

Dalam upaya mengukur kerusakan valuasi pada entitas korporasi, Rizvi et al. (2022) mengevaluasi dampak krisis sistemik terhadap pembentukan nilai perusahaan di ekosistem negara-negara mayoritas Muslim menggunakan regresi data panel. Literatur ini mengonfirmasi bahwa kepanikan akibat krisis secara drastis mendikte jatuhnya valuasi pasar ekuitas, di mana kekuatan sentimen ketakutan terbukti melampaui dan menutupi daya tahan variabel fundamental makroekonomi yang ada. Keterbatasan utama dari kajian berskala komparasi lintas negara (*cross-country*) ini adalah hilangnya konteks transmisi kebijakan moneter yang sangat spesifik dari satu otoritas bank sentral. Oleh karena itu, skripsi ini melokalisasi cakupan penelitian secara eksklusif pada pasar modal di Indonesia, agar terdapat spesifikasi dari kebijakan instrumen suku bunga (*BI Rate*) dapat diisolasi, serta

diuji tingkat ketidaksigifikannya sebagai landasan pembuktian anomali kegagalan teori EMH.

13. Ashraf (2020)

Dari perspektif respons pasar terhadap ledakan informasi, Ashraf (2020) menginvestigasi reaksi pasar saham di 64 negara terhadap pertumbuhan kasus dan berita fatalitas pandemi menggunakan pendekatan regresi *Ordinary Least Squares* (OLS). Penelitian berskala raksasa ini menyimpulkan bahwa pasar ekuitas merespons secara instan, negatif, dan sangat sensitif terhadap eskalasi berita krisis, yang membuktikan secara empiris terjadinya fenomena pergeseran fokus investor yang sepenuhnya mengabaikan metrik valuasi finansial tradisional demi beralih pada perilaku bertahan hidup (*survival mode*). Sekalipun berhasil memetakan sentimen global, penggunaan proksi berita eksternal sebagai variabel independen sering kali memiliki kerentanan bias. Skripsi ini menawarkan kebaruan metodologis dengan membalik logika pengujian tersebut: alih-alih mengukur berita secara langsung, penelitian ini berhipotesis bahwa ketidaksigifikanan absolut dari seluruh instrumen fundamental rasional (makro dan mikro) di dalam estimasi sistem GMM merupakan representasi empiris yang paling valid mengenai dominasi sentimen kepanikan.

14. Ali et al. (2020)

Menyoroti eskalasi irasionalitas secara lebih spesifik, Ali et al. (2020) mengevaluasi transisi perilaku pasar finansial global, termasuk di dalamnya indeks saham Syariah, dari fase reaksi rasional menuju fase mode kepanikan (*panic mode*). Melalui kombinasi pendekatan *event study* dan *cross-sectional regression*, mereka mengonfirmasi bahwa seluruh kelas aset finansial mengalami disrupsi dan kejatuhan nilai yang luar biasa, yang tidak lagi dapat dijelaskan oleh perhitungan rasio fundamental maupun proksi risiko teknikal. Meskipun studi tersebut memberikan justifikasi teoretis yang sangat kuat mengenai anomali krisis, pengujian *event study* cenderung dibatasi oleh jendela waktu pengamatan (*event window*) yang sangat sempit. Skripsi ini mengambil langkah krusial dengan memperluas rentang observasi menjadi sebuah *perfect storm* multidimensi hingga akhir tahun 2024, guna mengonfirmasi apakah kelumpuhan rasionalitas tersebut hanya kebetulan sesaat atau telah menjadi kerusakan struktural yang berjangka panjang.

15. Shen et al. (2020)

Terkait dengan intervensi krisis terhadap kinerja keuangan riil, Shen et al. (2020) menganalisis dampak guncangan sistemik COVID-19 terhadap kinerja profitabilitas dan ekspektasi nilai perusahaan di pasar modal negara berkembang (*emerging markets*). Menggunakan spesifikasi estimasi *Difference-in-Differences* (DiD) dan regresi data panel, kajian ini mendemonstrasikan bahwa krisis tidak hanya merusak kinerja *Return on Equity*

(ROE) secara fundamental, tetapi juga memutus rantai ekspektasi rasional pemegang saham. Hal ini memicu aksi jual masif terlepas dari seberapa kokoh rekam jejak fundamental historis emiten tersebut. Celah riset (*research gap*) dari studi fundamental ini terletak pada kemungkinan adanya bias endogenitas yang tidak tertangani sempurna oleh model panel biasa. Penelitian yang sedang disusun ini mengatasi kerentanan statistik tersebut dengan mengadopsi instrumen sistem GMM yang jauh lebih tangguh dalam mengeleminasi bias variabel tak teramati (*unobserved heterogeneity*), guna memastikan bahwa kesimpulan mengenai kejatuhan valuasi syariah memang murni disebabkan oleh dominasi sentimen kepanikan.

Tabel 1. Tabel Matriks Penelitian Sebelumnya

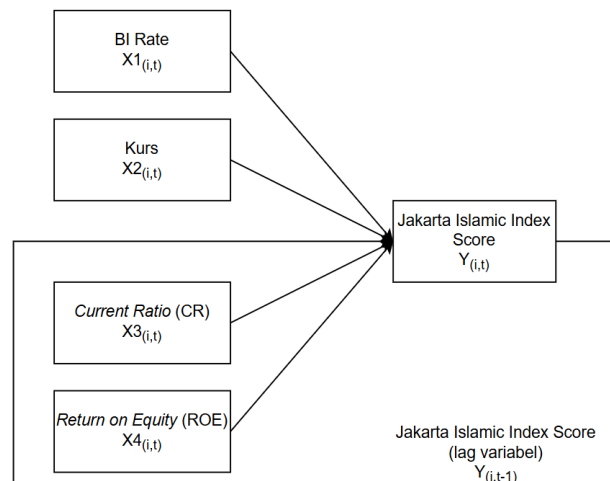
No.	Nama Peneliti dan Tahun Penelitian	Sampel dan Alat Uji	Variabel	Hasil/Kesimpulan
1.	Mulyadi et al. (2023)	• Data <i>time-series</i> JII 2011-2021 • VAR dan VECM	Kurs	Negatif Signifikan
			Suku Bunga	Negatif Signifikan
			Inflasi	Positif Signifikan
2.	Assidiq & Kholis (2022)	• Indeks JII periode pandemi COVID-19 • Regresi Linier Berganda	Inflasi	Tidak Berpengaruh
			Kurs	Tidak Berpengaruh
			Jumlah Uang Beredar	Positif Signifikan
3.	Rusydiana & Prakoso (2021)	• Data bulanan JII 2015-2020 • Vector Error Correction Model (VECM)	Suku Bunga	Tidak Signifikan
			Pandemi Covid-19	Negatif Signifikan
			Inflasi	Negatif Signifikan
			Kurs	Negatif Signifikan
			Jumlah Uang Beredar	Positif Signifikan
			Indeks S&P dan SSE Index	Positif dan Negatif Signifikan (<i>Volatility Spill Over</i>)
4.	Luthfi et al. (2022)	• 9 perusahaan di JII periode 2016-2020 • Regresi Data Panel	<i>Return on Asset (ROA)</i>	Positif Signifikan
			<i>Current Ratio (CR)</i>	Negatif Signifikan
			<i>Debt to Equity Ratio (DER)</i>	Negatif Signifikan
			<i>Total Asset Turn Over (TATO)</i>	Negatif Signifikan
5.	Ahmadi & Rahmani (2020)	• Perusahaan di JII periode 2015-2019 • Analisis Regresi dengan Moderasi	<i>Return on Equity (ROE)</i>	Positif Signifikan
			<i>Debt to Equity Ratio (DER)</i>	Positif Signifikan
			<i>Current Ratio (CR)</i>	Positif Signifikan
6.	Delima et al. (2024)	• Saham yang terdaftar di Jakarta	<i>Market Return</i>	Positif Signifikan
			<i>Market Volatility</i>	Positif Signifikan

No.	Nama Peneliti dan Tahun Penelitian	Sampel dan Alat Uji	Variabel	Hasil/Kesimpulan
		Islamic Index (2019-2024) • Analisis Regresi CSAD		
7.	Khalid et al. (2025)	• Saham syariah di 10 negara Islam (termasuk Indonesia) • Cross-Sectional Absolute Deviation (CSAD)	<i>Market Return</i>	Positif Signifikan
8.	Firmansyah et al. (2024)	• 486 observasi perusahaan manufaktur di Indonesia (2019-2021) • Regresi Data Panel	Persaingan Pasar	Negatif Signifikan
			Konsentrasi Pelanggan	Negatif Signifikan
			Diversifikasi Perusahaan	Positif Signifikan
9.	Kusuma et al. (2025)	• 156 perusahaan sektor keuangan di Asia Tenggara (2019-2022) • Regresi Linier Berganda	<i>Unrealized Earnings</i>	Positif Signifikan
10.	Bhakti & Widjaja (2020)	• <i>Jakarta Islamic Index</i> (JII) dan indeks pasar dunia (2009-2017) • <i>Vector Error Correction Model</i> (VECM)	Indeks Pasar Dunia (S&P 500, DJSI, DJIM, DJIM-MD, GCC)	Positif Signifikan
11.	Hasan et al. (2021)	• <i>Indeks Dow Jones dan FTSE (Konvensional vs Syariah)</i> • <i>Wavelet-based multi-timescales</i>	Pandemi COVID-19	Negatif Signifikan
12.	Rizvi et al. (2022)	• 5342 perusahaan non-keuangan di Uni Eropa • <i>Stress-testing & Random Effect Panel</i>	Pandemi COVID-19	Negatif Signifikan
13.			Inflasi	Tidak Berpengaruh

No.	Nama Peneliti dan Tahun Penelitian	Sampel dan Alat Uji	Variabel	Hasil/Kesimpulan
	Ashraf (2020)	• 64 negara (Januari-April 2020)	Nilai Tukar	Tidak Berpengaruh
			Jumlah Uang Beredar	Positif Signifikan
		• Regresi Data Panel	Suku Bunga	Tidak Berpengaruh
14.	Ali et al. (2020)	• Pasar keuangan global (termasuk China, Eropa, AS) • Analisis Volatilitas	Pandemi Covid-19	Negatif Signifikan
15.	Shen et al. (2020)	• Perusahaan terdaftar di China • Analisis empiris performa perusahaan	Pandemi Covid-19	Negatif Signifikan

2.3 Model Penelitian

Berdasarkan teori yang sudah dipaparkan diatas, maka variabel dalam penelitian ini dapat digambarkan dalam model penelitian sebagai berikut:



Gambar 4. Model Penelitian

Kerangka pemikiran dalam penelitian ini pada dasarnya dibangun untuk menggabungkan faktor-faktor dari luar (ekonomi nasional) dan faktor dari dalam (keuangan perusahaan) untuk mencari tahu alasan di balik anomali nilai indeks *Jakarta Islamic Index* (JII). Secara konsep, alur pemikiran ini berpijak pada Teori Sinyal (*Signaling Theory*). Teori ini memiliki anggapan dasar bahwa setiap informasi mengenai naik

turunnya kondisi keuangan akan selalu ditanggapi dengan masuk akal oleh pelaku pasar. Dalam kondisi ekonomi yang berjalan normal, faktor nasional seperti tingkat suku bunga dari Bank Indonesia dan nilai tukar Rupiah, ditambah faktor perusahaan seperti kelancaran dana (*Current Ratio*) dan kemampuan mencetak laba (*Return on Equity*), akan menjadi penentu utama yang menggerakkan harapan investor. Logika berpikir yang wajar menyatakan bahwa kabar baik dari keuangan akan mendorong orang untuk membeli sehingga harga saham naik, sedangkan kabar buruk akan membuat orang menjual sehingga harga saham turun. Tarik-menarik inilah yang pada akhirnya menciptakan harga saham yang wajar dan sesuai dengan nilai asli perusahaannya (Bodie et al., 2014; Brigham & Houston, 2019).

Jika dilihat dari sisi ekonomi nasional (makro), kebijakan pemerintah dalam menetapkan suku bunga dan pergerakan nilai tukar Rupiah merupakan sinyal dari luar yang menentukan seberapa mahal biaya pinjaman dan seberapa besar risiko yang harus dihadapi oleh perusahaan syariah. Turunnya suku bunga dari bank sentral seharusnya dilihat sebagai kabar gembira, karena hal itu akan meringankan beban cicilan perusahaan dan memancing orang untuk lebih berani menanamkan modalnya di pasar saham. Di saat yang sama, nilai tukar Rupiah yang stabil juga akan memberikan rasa aman bagi investor asing karena keuntungan mereka tidak akan susut saat ditukarkan kembali ke mata uang asalnya (Krugman et al., 2018; Mishkin, 2016). Perpaduan antara dukungan suku bunga yang rendah dan kurs yang stabil ini seharusnya menjadi landasan yang kuat bagi naiknya nilai indeks JII. Namun, kerangka pemikiran dalam penelitian ini mencurigai satu hal, selama masa krisis tahun 2020 hingga 2024, proses penyampaian sinyal ekonomi ini mengalami "kemacetan". Kebijakan pemerintah yang sudah sangat baik ternyata kehilangan tenaga dan tidak mampu mendorong harga saham naik, karena pasar sudah telanjur dikuasai oleh besarnya ketidakpastian dan ketakutan dunia.

Bersamaan dengan itu, dari sisi dalam perusahaan (mikro), kelancaran uang kas (*Current Ratio*) dan kemampuan mencetak keuntungan (*Return on Equity*) merupakan sinyal internal yang memperlihatkan seberapa pintar manajemen bekerja dan seberapa kuat daya tahan perusahaan tersebut. Perusahaan-perusahaan di JII yang memiliki banyak uang tunai dan selalu untung memberikan isyarat yang jelas kepada pasar bahwa bisnis mereka sehat dan masa depannya cerah. Dalam kondisi pasar yang berjalan semestinya, investor akan bereaksi dengan cara memborong saham tersebut, yang pada ujungnya akan mengangkat naik nilai indeks JII (Clara & Kim, 2021; Yasminawati et al., 2024). Pada awalnya, kerangka pemikiran ini beranggapan bahwa kondisi keuangan yang sehat seharusnya bisa menjadi tameng pelindung yang menahan merosotnya harga saham.

Apalagi, perusahaan-perusahaan syariah terikat oleh aturan ketat yang membuat utang mereka sangat dibatasi, sehingga struktur modal mereka jauh lebih kebal dibandingkan perusahaan biasa.

Akan tetapi, hubungan sebab-akibat yang rasional antara data keuangan dengan harga saham ini tiba-tiba berantakan akibat datangnya guncangan masa krisis pada rentang waktu 2020 hingga 2024. Meletusnya wabah pandemi di seluruh dunia yang disusul oleh memanasnya ketegangan politik antarnegara menciptakan kondisi di mana informasi masa depan menjadi sangat gelap dan membingungkan (*information vacuum*). Jika dilihat dari kacamata perilaku keuangan (*Behavioral Finance*), dalam kondisi krisis seperti itu, cara berpikir logis para investor sering kali rentan. Pemikiran sehat tersebut digantikan oleh masalah kejiwaan berupa ketakutan massal dan perilaku ikut-ikutan (*herd behavior*). Kuatnya perasaan panik ini mengakibatkan semua kabar baik, baik dari pemerintah maupun dari rekam jejak perusahaan, menjadi tidak ada harganya dan diabaikan begitu saja oleh pasar. Harga saham tidak lagi mencerminkan nilai perusahaannya, melainkan hanya bergerak naik turun secara serampangan mengikuti ombak kepanikan masyarakat dunia (Akhtaruzzaman et al., 2021; Shiller, 2003).

Kesimpulan dari seluruh di atas bermuara pada satu dugaan yang sangat kuat, pada periode 2020-2024, telah terjadi keanehan berupa terputusnya hubungan antara kondisi asli keuangan dengan harga sahamnya di *Jakarta Islamic Index* (JII). Kerangka pemikiran ini meyakini bahwa masa krisis tersebut telah memutuskan hubungan antara suku bunga, kurs, kelancaran kas, dan laba perusahaan terhadap harga saham. Untuk membuktikan keanehan ini menggunakan data matematika yang sah, penelitian ini menggunakan metode hitungan tingkat tinggi bernama *System GMM*. Metode perhitungan yang rumit ini sengaja dipilih karena kemampuannya dalam membaca seberapa besar efek dari sejarah harga masa lalu terhadap harga hari ini. Pada titik akhirnya, kerangka pemikiran ini ingin menegaskan satu hal penting, jika nanti hasil hitungan model GMM menunjukkan bahwa semua variabel data keuangan tersebut ternyata tidak berpengaruh, maka hal tersebut justru akan menjadi bukti nyata bahwa pasar saham syariah kita memang sudah dikendalikan oleh rasa panik, dan bukan lagi oleh akal sehat (Andleeb & Hassan, 2023; Su, 2025).

2.4 Pengembangan Hipotesis

Pengembangan hipotesis dalam penelitian ini diformulasikan untuk menjawab rumusan masalah mengenai pengaruh variabel fundamental makroekonomi dan mikroekonomi terhadap pergerakan *Jakarta Islamic Index* (JII). Hipotesis ini dibangun berdasarkan analisis awal antara Teori Sinyal, Hipotesis Pasar Efisien, dan prinsip perilaku keuangan dalam konteks masa krisis periode 2020-2024.

2.4.1 Pengaruh Suku Bunga Acuan (*BI Rate*) terhadap Pergerakan Nilai Indeks JII

Suku bunga acuan atau *BI Rate* merupakan sinyal kebijakan moneter utama yang memengaruhi biaya modal perusahaan dan preferensi alokasi aset investor. Berdasarkan Teori Sinyal, kenaikan suku bunga direspons sebagai sinyal pengetatan likuiditas yang akan meningkatkan beban bunga perusahaan, memperkecil margin laba, dan mendorong investor untuk memindahkan dana dari pasar saham menuju instrumen pendapatan tetap (Mishkin, 2016). Secara teoretis, hubungan ini bersifat negatif, di mana setiap kenaikan *BI Rate* akan diikuti oleh penurunan nilai indeks JII. Namun, dalam situasi krisis sistemik seperti tahun 2020-2024, transmisi moneter ini sering kali mengalami anomali. Meskipun Bank Indonesia sempat menurunkan suku bunga ke level terendah 3,50%, pasar tetap mengalami tren penurunan karena sentimen pesimisme yang lebih kuat daripada insentif biaya modal (Katembo, 2024; Wang, 2025). Oleh karena itu, penelitian ini tetap merumuskan hipotesis dasar untuk diuji keberadaannya:

H1: Suku Bunga Acuan (*BI Rate*) berpengaruh terhadap nilai indeks *Jakarta Islamic Index* (JII) selama periode krisis 2020-2024.

2.4.2 Pengaruh Nilai Tukar (Kurs) terhadap Pergerakan Nilai Indeks JII

Nilai tukar merupakan alat ukur dari stabilitas daya saing ekonomi nasional dan risiko eksternal bagi emiten syariah. Depresiasi Rupiah terhadap Dolar AS memberikan sinyal negatif bagi pasar modal karena akan meningkatkan beban operasional emiten yang memiliki ketergantungan pada input impor serta memicu risiko selisih kurs yang merusak laporan keuangan. Krugman et al. (2018) menyatakan bahwa volatilitas kurs di negara berkembang memicu pelarian modal (*capital outflow*) oleh investor asing demi menghindari penurunan nilai aset dalam mata uang global. Pada rentang 2020-2024, fluktuasi kurs yang mencapai level Rp16.000 per USD menciptakan tekanan jual yang masif pada 30 emiten JII. Dalam kerangka pasar efisien, pelemahan nilai tukar seharusnya berkorelasi negatif dengan nilai saham (Abbasifard et al., 2024; Kim, 2023). Berdasarkan logika tersebut, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H2: Nilai Tukar (Kurs Rupiah terhadap USD) berpengaruh terhadap nilai indeks *Jakarta Islamic Index* (JII) selama periode krisis 2020-2024.

2.4.3 Pengaruh Rasio Likuiditas (*Current Ratio*) terhadap Pergerakan Nilai Indeks JII

Dari sisi mikroekonomi, *Current Ratio* (CR) bertindak sebagai sinyal mengenai tingkat keamanan finansial dan kemampuan emiten dalam memenuhi kewajiban jangka pendek. Sesuai Teori Sinyal, perusahaan dengan tingkat likuiditas yang tinggi memberikan impresi positif kepada pasar bahwa manajemen mampu menjaga arus kas operasional di

tengah tekanan ekonomi. Investor cenderung memberikan valuasi premium bagi emiten yang likuid karena risiko gagal bayar yang lebih rendah (Brigham & Houston, 2019). Akan tetapi, pada masa krisis yang berkepanjangan, tingginya likuiditas terkadang diinterpretasikan sebagai inefisiensi akibat pembatalan agenda ekspansi. Penelitian ini ingin menguji apakah metrik likuiditas pada 30 emiten JII tetap direspons secara rasional oleh pasar atau justru diabaikan karena dominasi kepanikan (Yasminawati et al., 2024). Berdasarkan argumentasi tersebut, hipotesis penelitian ini adalah:

H3: Rasio Likuiditas (*Current Ratio*) berpengaruh terhadap pergerakan saham konstituen *Jakarta Islamic Index* (JII) selama periode krisis 2020-2024.

2.4.4 Pengaruh Profitabilitas (*Return on Equity*) terhadap Pergerakan JII

Profitabilitas yang diukur melalui *Return on Equity* (ROE) merupakan parameter fundamental utama yang merefleksikan efisiensi manajemen dalam mengonversi modal ekuitas menjadi laba bersih. Dalam kondisi ekonomi normal, ROE adalah magnet utama bagi investor karena mencerminkan potensi dividen dan pertumbuhan nilai perusahaan di masa depan. Berdasarkan Hipotesis Pasar Efisien (EMH), peningkatan ROE merupakan informasi positif yang akan langsung dikapitalisasi ke dalam kenaikan harga saham (Bodie et al., 2014). Namun, pada periode 2020-2024, sifat ROE yang bersifat *backward-looking* berhadapan dengan vakum informasi masa depan yang diciptakan oleh krisis geopolitik dan pandemi (Akhtaruzzaman et al., 2021). Penelitian ini bertujuan mengukur apakah profitabilitas tetap menjadi faktor penentu harga saham syariah atau telah kehilangan relevansinya. Oleh karena itu, disusun hipotesis sebagai berikut:

H4: Profitabilitas (*Return on Equity*) berpengaruh terhadap pergerakan saham konstituen *Jakarta Islamic Index* (JII) selama periode krisis 2020-2024.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Tahapan menentukan definisi operasional variabel merupakan salah satu langkah yang penting dalam sebuah penelitian. Menurut penjelasan Sugiyono (2019), langkah ini bertujuan untuk memberikan batasan yang jelas pada suatu konsep teori. Dengan adanya batasan yang pasti tersebut, konsep-konsep yang awalnya hanya berupa gagasan dapat diubah menjadi bentuk angka yang bisa diukur, dihitung, dan diuji secara statistik. Hal ini sangat diperlukan agar tidak terjadi kebingungan, kesalahpahaman, atau perbedaan tafsir ketika membaca hasil penelitian. Dalam penelitian ini, pengujian dilakukan dengan menggunakan gabungan data dari 30 perusahaan yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index* (JII) selama rentang waktu lima tahun, yaitu dari tahun 2020 hingga 2024. Dari seluruh data yang dikumpulkan tersebut, hal utama yang menjadi pusat perhatian atau yang bertindak sebagai variabel terikat (*Y*) adalah nilai indeks *Jakarta Islamic Index* (JII)

Secara lebih rinci, variabel terikat dalam penelitian ini menggunakan proksi Nilai Indeks JII, yang merepresentasikan kinerja dan tingkat valuasi pasar syariah secara agregat. Pengukurannya didasarkan pada nilai penutupan tahunan (*annual closing value*) dari indeks JII pada setiap akhir tahun pengamatan secara absolut. Penggunaan angka absolut ini dipilih secara sengaja untuk menangkap kondisi pasar riil dan pergerakan poin indeks secara aktual pada periode pengamatan. Dengan konsisten menggunakan harga penutupan nominal pada seluruh variabel penelitian, model ini diharapkan mampu menyajikan gambaran yang lebih transparan dan intuitif mengenai dampak langsung fluktuasi instrumen makroekonomi terhadap perubahan poin indeks JII secara konkret. Langkah ini juga bertujuan untuk mempertahankan nilai historis data agar hasil penelitian dapat diinterpretasikan secara langsung dalam satuan poin indeks bagi para pelaku pasar dan pengambil kebijakan.

Sementara itu, variabel bebas dalam ranah makroekonomi (eksternal) terdiri dari Suku Bunga Acuan (*X1*) dan Nilai Tukar (*X2*). Suku Bunga Acuan diukur melalui *BI 7-Day Reverse Repo Rate* pada bulan Desember setiap tahunnya, yang diukur murni dalam satuan persentase (%) sebagai sinyal biaya modal di pasar finansial. Di sisi lain, Nilai Tukar dioperasionalkan sebagai harga Rupiah terhadap Dolar AS pada penutupan perdagangan akhir tahun. Untuk menyamakan skala metrik dan menghindari bias rentang data ekstrem (*outliers*), nilai tukar menggunakan satuan rupiah (Rp).

Pada ranah mikroekonomi (internal), variabel bebas yang diestimasi adalah rasio likuiditas dan profitabilitas. Rasio Likuiditas diukur melalui *Current Ratio* (X3) yang mengukur kapabilitas perusahaan dalam melunasi kewajiban jangka pendeknya, dihitung dengan formulasi :

$$X3 = (Total\ Aset\ Lancar_{i,t} / Total\ Kewajiban\ Lancar_{i,t}) \times 100\%$$

Adapun Profitabilitas diukur melalui *Return on Equity* (X4), yang merepresentasikan efisiensi manajemen dalam mengekstraksi laba dari modal investor tanpa intervensi utang yang tinggi. Variabel ini diukur dengan formulasi :

$$X4 = (Laba\ Bersih\ Setelah\ Pajak_{i,t} / Total\ Ekuitas_{i,t}) \times 100\%$$

3.2 Populasi dan Sampel

Menurut Sugiyono (2019), populasi adalah keseluruhan objek dengan karakteristik tertentu yang ditetapkan untuk diteliti dan ditarik kesimpulannya. Populasi target dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan publik di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang terdaftar dalam *Jakarta Islamic Index* (JII) selama periode krisis 2020-2024. JII dipilih karena merupakan kumpulan saham syariah unggulan (*blue-chip*) dengan batasan struktur utang yang ketat. Karakteristik ini menjadikannya objek ideal untuk menguji apakah fondasi keuangan yang secara aturan sangat sehat mampu bertahan di tengah kepanikan pasar selama masa krisis.

Untuk mendapatkan data yang utuh dari awal hingga akhir periode, penelitian ini menggunakan teknik *Purposive Sampling* berdasarkan pedoman Ghazali (2018). Penentuan sampel dilakukan melalui tiga kriteria ketat: (1) perusahaan harus berada dalam daftar JII saat pengamatan, yaitu 2020-2024; (2) rutin menerbitkan Laporan Keuangan Tahunan yang telah diaudit dengan tutup buku per 31 Desember; dan (3) memiliki data yang lengkap untuk seluruh variabel penelitian, baik harga saham maupun komponen laporan keuangan.

Tabel 2. Kriteria Sampel Penelitian

No	Kriteria Sampel	Jumlah
1	Perusahaan berada dalam daftar JII saat pengamatan, yaitu 2020-2024	30
2	Perusahaan menerbitkan Laporan Keuangan Tahunan yang telah diaudit dengan tutup buku per 31 Desember tahun berjalan	30
3	Perusahaan memiliki data yang lengkap untuk seluruh variabel penelitian	30
Total Perusahaan yang Memenuhi Kriteria		30
Jumlah Tahun Pengamatan		5

Berdasarkan penyaringan tersebut, ke-30 perusahaan yang tergabung dalam JII memenuhi seluruh kriteria. Dengan demikian, jumlah sampel (N) adalah 30 perusahaan dengan periode pengamatan (T) selama 5 tahun, menghasilkan total 150 titik pengamatan. Secara statistik, struktur data di mana jumlah subjek ($N=30$) lebih besar dari rentang waktu ($T=5$) merupakan syarat bagi penggunaan metode *System Generalized Method of Moments*. Terpenuhinya syarat ini memastikan bahwa model rumit tersebut dapat bekerja secara maksimal, bebas dari perhitungan yang melenceng (bias), dan menghasilkan kesimpulan yang akurat (Baltagi, 2021)

3.3 Jenis dan Teknik Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan metode penelitian kuantitatif, yaitu sebuah pendekatan yang mengandalkan pembuktian melalui angka-angka dan perhitungan statistik. Data yang digunakan merupakan jenis data sekunder, yang artinya peneliti tidak perlu turun langsung ke lapangan untuk menyebar kuesioner, melainkan cukup menggunakan data-data yang sudah tercatat dan dipublikasikan secara resmi untuk umum. Struktur penyusunan datanya menggunakan bentuk data panel, yaitu sebuah penggabungan dari dua sudut pandang pengamatan. Pertama, pengamatan secara memanjang dari waktu ke waktu selama lima tahun masa krisis (2020-2024). Kedua, pengamatan secara melebar yang mencakup 30 perusahaan pilihan di *Jakarta Islamic Index* (JII). Untuk mengetahui kondisi di dalam tubuh perusahaan, sumber data utama yang digunakan adalah Laporan Keuangan Tahunan yang sudah diperiksa keabsahannya oleh akuntan publik, serta ringkasan kinerja perusahaan yang diterbitkan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI). Sementara itu, untuk melihat kondisi ekonomi negara yang membingkai masa krisis tersebut, data riwayat Suku Bunga Acuan (*BI Rate*) dan pergerakan nilai tukar Rupiah terhadap Dolar Amerika Serikat diambil langsung dari pusat data resmi milik pengatur keuangan negara, yaitu Bank Indonesia.

Proses pencarian data ini dilakukan dengan teliti, dimulai dengan mengunduh dokumen laporan kekayaan dan catatan laba rugi masing-masing perusahaan melalui situs web resmi Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id). Dari dokumen tersebut, barulah diambil angka-angka spesifik yang dibutuhkan untuk menghitung seberapa lancar uang kas perusahaan (*Current Ratio*) dan seberapa besar kemampuan mereka mencetak keuntungan (*Return on Equity*) pada setiap penutupan tahun. Sebagai pelengkap perhitungan, catatan nilai indeks JII pada saat hari terakhir perdagangan di ujung tahun diambil menggunakan situs web resmi Bursa Efek Indonesia juga. Sedangkan riwayat BI Rate dan nilai tukar Rupiah dilacak melalui situs web resmi Bank Indonesia. Setelah data mentah tersebut

berhasil dikumpulkan, seluruh angkanya kemudian ditata ke dalam sebuah tabel catatan secara teratur.

3.4 Teknik Analisis Data

Tahapan menganalisis data merupakan sebuah proses penghubung yang sangat menentukan dalam penyusunan penelitian ini. Pada tahap inilah, seluruh data mentah yang telah dikumpulkan akan diolah sedemikian rupa. Tujuannya adalah untuk mengubah deretan angka yang awalnya tidak bermakna tersebut menjadi sebuah kesimpulan ilmiah yang kuat. Kesimpulan inilah yang nantinya akan digunakan untuk menjawab seluruh pertanyaan di dalam rumusan masalah, sekaligus menjadi alat bukti untuk menguji benar atau tidaknya dugaan awal (hipotesis) dari penelitian ini.

Mengingat rancangan penelitian ini menggunakan struktur data yang cukup rumit, yaitu menggabungkan banyak perusahaan dari tahun ke tahun, ditambah keharusan untuk memasukkan jejak rekam pergerakan nilai indeks JII di masa lalu (*variabel lag*), maka cara menghitungnya pun tidak bisa sembarangan. Metode hitungan statistik biasa yang selama ini paling umum digunakan, seperti metode regresi standar (*Ordinary Least Squares* atau OLS). Jika dipaksakan menggunakan rumus hitungan biasa, alat ukurnya kurang mampu membaca efek dari kejadian masa lalu, sehingga hasil kesimpulan yang didapat akan melenceng atau bias.

Oleh sebab itu, untuk menjawab tantangan kerumitan pergerakan nilai indeks JII di masa krisis tersebut, penelitian ini memutuskan untuk mengambil pendekatan yang lebih maju. Pendekatan ini menggunakan metode hitungan statistik yang mampu membaca pergerakan data secara terus-menerus dan dinamis (*Dynamic Panel Data Regression*). Alat bedah utama yang dipilih untuk menjalankan hitungan rumit ini adalah kerangka kerja *System Generalized Method of Moments*. Agar proses pengerjaan menggunakan metode tingkat tinggi ini dapat berjalan dengan rapi dan terarah,

Justifikasi penggunaan metode *System Generalized Method of Moments* dalam penelitian ini didasarkan pada karakteristik data yang memiliki dinamika waktu (*lagged dependent variable*), di mana nilai *Jakarta Islamic Index* periode sebelumnya diduga memengaruhi nilai indeks periode berjalan. Penggunaan metode estimasi panel statis konvensional seperti *Fixed Effects* (FE) dan *Random Effects* (RE) akan menghasilkan penduga yang bias dan tidak konsisten akibat adanya korelasi antara variabel dependen yang tertinggal dengan komponen *error* (dikenal sebagai Nickell bias). Sementara itu, metode *Difference GMM* juga dinilai tidak memadai karena variabel rasio keuangan perusahaan dan data makroekonomi sering kali bersifat *persistent* (nilainya bertahan kuat dari waktu ke waktu), sehingga menghasilkan instrumen yang lemah (*weak instruments*).

System GMM dari Blundell & Bond (1998) mengatasi kelemahan ini dengan menggabungkan persamaan dalam level dan perbedaan utama, yang menjadikannya sangat efisien dan konsisten untuk struktur data penelitian ini yang memiliki periode waktu pendek ($T = 5$) dengan jumlah entitas yang lebih besar ($N = 30$). Maka langkah-langkah analisis datanya disusun secara berurutan sebagai berikut:

3.4.1 Analisis Statistik Deskriptif

Langkah pertama dalam pengolahan data adalah melakukan analisis statistik deskriptif. Ghozali (2018) mendefinisikan statistik deskriptif sebagai metode yang berfungsi untuk memberikan gambaran, profil, atau deskripsi empiris dari suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata (*mean*), nilai tengah (*median*), nilai maksimum, nilai minimum, dan standar deviasi. Dalam konteks penelitian ini, statistik deskriptif digunakan untuk memetakan rentang volatilitas nilai indeks *Jakarta Islamic Index* (JII), Suku Bunga Acuan (*BI Rate*), Nilai Tukar (Kurs), *Current Ratio* (CR), dan *Return on Equity* (ROE) pada 30 emiten konstituen *Jakarta Islamic Index* (JII) selama masa krisis 2020-2024. Tingkat standar deviasi yang tinggi pada ringkasan deskriptif nantinya akan memberikan indikasi awal mengenai besarnya eskalasi kepanikan dan ketidakpastian yang terjadi dipasar modal syariah.

3.4.2 Spesifikasi Regresi Data Panel Dinamis (System GMM)

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan model dinamis, yaitu rumusan yang mampu membaca pergerakan data dari waktu ke waktu. Ciri utama model ini adalah kewajiban untuk memasukkan jejak nilai indeks JII di tahun sebelumnya sebagai faktor penentu harga saham saat ini (Baltagi, 2021). Dalam pasar modal, hal ini adalah syarat mutlak karena harga saham hari ini tidak terbentuk secara tiba-tiba dari ruang hampa, melainkan selalu mengekor dan bergantung pada riwayat pergerakan harganya di masa lalu.

Namun, memasukkan data jejak masa lalu ke dalam rumus akan memunculkan masalah baru. Data masa lalu tersebut akan berbenturan dengan faktor-faktor tersembunyi dari masing-masing perusahaan yang tidak ikut terhitung, sehingga melahirkan masalah sebab-akibat yang saling berputar-putar atau biasa disebut *Bias Nickell* (*Nickell bias*). Jika peneliti memaksakan penggunaan metode statistik standar yang kaku (seperti *Fixed Effect* atau *Random Effect*) untuk menghitung data yang saling tumpang tindih ini, maka kesimpulan akhir yang dihasilkan akan melenceng, tidak akurat, dan menyesatkan (Gujarati & Porter, 2003)

Untuk membersihkan masalah bias tersebut, penelitian ini menggunakan metode hitungan yang disebut *System GMM* rancangan Arellano & Bover (1995) serta Blundell & Bond (1998). Metode ini sengaja dipilih untuk menyempurnakan metode pendahulunya

(*First-Difference GMM*) yang sering kali kehilangan keakuratannya jika diterapkan pada rentang waktu pengamatan yang singkat. Dengan kemampuannya menghitung dua lapis persamaan rumus sekaligus secara bersama-sama, *System GMM* terbukti menjadi satu-satunya jalan keluar paling tangguh, presisi, dan kebal dari kesalahan untuk mengolah data yang jumlah perusahaannya (30 perusahaan) jauh lebih banyak daripada jumlah tahun pengamatannya (5 tahun).

3.4.3 Persamaan Model Empiris

Berdasarkan landasan justifikasi ekonometrika di atas, formulasi persamaan regresi panel dinamis *System GMM* yang dibangun untuk menguji hipotesis kegagalan teori EMH di *Jakarta Islamic Index* dirumuskan secara matematis sebagai berikut:

$$Y_{i,t} = \alpha + \gamma Y_{i,t-1} + \beta_1 X1_t + \beta_2 X2_t + \beta_3 X3_{i,t} + \beta_4 X4_{i,t} + \mu_i + \varepsilon_{i,t}$$

Keterangan:

- $Y_{i,t}$ = Nilai indeks JII perusahaan ke- i pada tahun ke- t (menggunakan Logaritma Natural).
- α = Konstanta persamaan.
- γ = Koefisien parameter estimasi dari *Lagged Dependent Variable*.
- $Y_{i,t-1}$ = *Lag* (nilai masa lalu) dari Nilai Indeks JII perusahaan ke- i pada satu periode sebelumnya (*Lag* 1).
- $\beta_1 \dots \beta_4$ = Koefisien regresi dari masing-masing variabel independen.
- $X1_t$ = Tingkat Suku Bunga Acuan / *BI Rate* pada tahun ke- t .
- $X2_t$ = Tingkat Nilai Tukar / Kurs (Logaritma Natural) pada tahun ke- t .
- $X3_{i,t}$ = Rasio Likuiditas / *Current Ratio* emiten ke- i pada tahun ke- t .
- $X4_{i,t}$ = Profitabilitas / *Return on Equity* emiten ke- i pada tahun ke- t .
- μ_i = Efek spesifik individu entitas yang tidak teramati (*unobserved firm-specific effect*).
- $\varepsilon_{i,t}$ = Tingkat kesalahan pengganggu (*error term*).

3.4.4 Uji Kesesuaian Model (*Goodness of Fit*) pada GMM

Keabsahan hasil estimasi dari kerangka kerja *System GMM* sangat bergantung pada pemenuhan dua uji spesifikasi statistik yang bersifat absolut. Jika model gagal melewati kedua uji ini, maka koefisien yang dihasilkan dianggap cacat secara metodologis (Baltagi, 2021).

1. Uji Autokorelasi Arellano-Bond (AR Test): Uji ini digunakan untuk mendeteksi keberadaan autokorelasi pada komponen galat residual yang telah didiferensiasi orde pertama. Syarat mutlak keberhasilan model *System GMM* adalah terdapat autokorelasi

yang signifikan pada orde pertama ($p\text{-value AR}(1) < 0,05$), namun tidak boleh terdapat autokorelasi pada orde kedua ($p\text{-value AR}(2) > 0,05$). Tidak adanya autokorelasi pada AR(2) membuktikan bahwa model dinamis yang dibangun telah terbebas dari masalah korelasi serial, sehingga estimasinya bersifat konsisten.

2. **Uji Validitas Instrumen (*Sargan / Hansen Test*):** Kerangka GMM mensyaratkan jumlah instrumen harus lebih besar daripada jumlah parameter yang diestimasi (*overidentifying restrictions*). *Sargan Test* (atau *Hansen Test* pada estimasi *robust*) berfungsi untuk menguji hipotesis nol bahwa secara keseluruhan, instrumen tambahan yang digunakan dalam model bernilai valid dan tidak berkorelasi dengan *error term*. Oleh karena itu, syarat penerimaan model adalah $p\text{-value}$ dari *Sargan/Hansen Test* harus bernilai lebih besar dari tingkat signifikansi α 5% ($> 0,05$).

3.4.5 Uji Hipotesis (*Wald Test* dan Uji-t)

Tahap akhir dari pengolahan data ini adalah pembuktian dugaan awal penelitian (pengujian hipotesis). Berbeda dengan metode standar, kerangka kerja *System GMM* menggunakan alat bernama *Wald Test* untuk melihat apakah seluruh faktor ekonomi dan keuangan memengaruhi nilai indeks JII secara bersama-sama. Sementara itu, untuk membedah seberapa besar pengaruh masing-masing faktor secara sendirian, seperti dampak dari suku bunga, nilai tukar, kelancaran kas, dan laba perusahaan, penelitian ini menggunakan "Uji-t". Sebagai patokan untuk menarik kesimpulan, ditetapkan batas toleransi kesalahan maksimal sebesar 5 persen (angka $p\text{-value}$ 0,05). Angka ini menjadi syarat mutlak untuk menentukan apakah sebuah variabel benar-benar terbukti memengaruhi harga saham atau tidak.

Menariknya dari penelitian ini terletak pada cara membaca hasil statistik yang sengaja diputarbalikkan. Pada penelitian biasa, peneliti tentu berharap hasil hitungannya "berpengaruh" (angka $p\text{-value}$ di bawah 0,05). Namun, karena tujuan penelitian ini adalah membuktikan terjadinya kepanikan massal (*herd behavior*) di masa krisis 2020-2024, maka asumsi pasar yang normal sengaja dibangun untuk dipatahkan. Jika nantinya hitungan *System GMM* menunjukkan bahwa semua data keuangan tersebut ternyata "tidak berpengaruh" (angka $p\text{-value}$ di atas 0,05), hal itu bukanlah sebuah kegagalan analisis. Sebaliknya, hasil tersebut justru menjadi bukti bahwa terjadi fenomena kegagalan teori EMH, yakni terputusnya hubungan antara kesehatan asli perusahaan dengan nilai indeks JII akibat kepanikan investor, memang benar-benar terjadi di Jakarta Islamic Index.

Penelitian ini secara objektif mengakui keterbatasan pada periode pengamatan yang relatif sangat pendek, yaitu dari tahun 2020 hingga 2024 ($T = 5$). Meskipun metode *System GMM* secara teori sangat andal untuk menangani kondisi data dengan T kecil,

rentang waktu lima tahun ini diakui dapat membatasi kekuatan statistik (*statistical power*) dalam menangkap siklus hubungan jangka panjang antar variabel. Selain itu, keterbatasan rentang waktu ini membuat generalisabilitas hasil penelitian terbatas pada kondisi masa krisis 2020-2024 dan tidak mencerminkan perilaku pasar modal syariah secara keseluruhan pada masa-masa ekonomi yang normal atau stabil.

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Deskripsi Objek Penelitian

Obyek penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar di dalam *Jakarta Islamic Index* (JII) di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode pengamatan tahun 2020 hingga 2024. JII dipilih sebagai obyek penelitian karena indeks ini merupakan salah satu tolok ukur (benchmark) utama kinerja saham syariah di Indonesia. Indeks ini terdiri dari 30 saham syariah yang memiliki nilai kapitalisasi pasar terbesar dan tingkat likuiditas transaksi tertinggi diantara perusahaan Syariah yang terdaftar di BEI. Oleh karena itu, pergerakan JII dapat dianggap merepresentasikan kondisi pasar modal syariah secara keseluruhan di Indonesia.

Karakteristik utama dari perusahaan yang menjadi obyek penelitian ini adalah mereka telah melewati serangkaian proses seleksi dan penapisan (*screening*) daftar efek syariah oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK). Salah satu kriteria fundamental yang diwajibkan adalah adanya pembatasan rasio utang, di mana total utang yang berbasis bunga tidak boleh melebihi 45 persen dari total aset perusahaan. Dengan adanya batasan yang ketat ini, ke-30 perusahaan yang tergabung dalam JII pada dasarnya memiliki struktur permodalan yang relatif lebih sehat, beban bunga yang lebih rendah, serta tingkat risiko kebangkrutan yang lebih terkendali dibandingkan dengan perusahaan pada indeks konvensional. Kondisi fundamental yang kuat ini secara teoretis seharusnya membuat saham-saham di JII lebih stabil dalam menghadapi fluktuasi perekonomian.

Namun demikian, periode pengamatan penelitian ini (2020-2024) diwarnai oleh berbagai guncangan makroekonomi global yang ekstrem, mulai dari dampak pandemi COVID-19 hingga ketegangan geopolitik internasional. Selama masa krisis tersebut, obyek penelitian ini justru menunjukkan tren penurunan harga saham yang berkelanjutan. Hal ini memunculkan sebuah anomali di pasar modal, di mana perusahaan-perusahaan dengan fundamental keuangan yang sehat tetap mengalami tekanan jual yang masif. Oleh karena itu, pengamatan terhadap dinamika 30 perusahaan di JII selama periode krisis ini menjadi sangat relevan untuk menguji apakah variabel fundamental perusahaan dan makroekonomi masih mampu memengaruhi harga saham, ataukah pergerakan harga saham tersebut telah bergeser dan lebih didominasi oleh sentimen kepanikan pasar.

4.2 Deskripsi Data Penelitian

Analisis statistik deskriptif dilakukan untuk memberikan gambaran umum mengenai karakteristik data dari masing-masing variabel yang digunakan dalam penelitian ini.

Melalui analisis ini, dapat diketahui nilai rata-rata (*mean*), nilai tengah (*median*), nilai tertinggi (*maximum*), nilai terendah (*minimum*), dan standar deviasi dari 150 observasi data panel yang berasal dari 30 perusahaan selama periode 2020 hingga 2024. Gambaran statistik ini menjadi penting untuk memahami bagaimana variabel makroekonomi dan mikroekonomi berfluktuasi di tengah situasi krisis.

Tabel 3. Hasil Uji Statistik Deskriptif

Statistics	BIRATE	KURS	Current Ratio (CR)	Return on Equity (ROE)
Mean	4.950000	15120.40	2.301800	0.122154
Median	5.500000	15394.00	1.970000	0.071050
Maximum	5.500000	16089.00	10.300000	1.567400
Minimum	4.000000	14275.00	0.000000	-2.383200
Std. Deviation	1.103685	728.1539	1.616341	0.318866
Observations	150	150	150	150

Sumber: Data diolah (2025), menggunakan Eviews 12

Secara makroekonomi, variabel Suku Bunga Acuan (*BI Rate*) menunjukkan nilai rata-rata sebesar 4,95 persen selama periode pengamatan. Nilai terendah sebesar 3,50 persen merepresentasikan kebijakan moneter ekspansif yang diambil pada awal masa pandemi untuk mendorong likuiditas pasar, sedangkan nilai tertinggi sebesar 6,00 persen menunjukkan adanya upaya pengetatan moneter untuk meredam inflasi pada tahun-tahun berikutnya. Variabel Nilai Tukar (Kurs) juga mencatat fluktuasi yang cukup dinamis dengan nilai rata-rata sebesar Rp15.120,40 per Dolar AS. Adanya selisih yang signifikan antara nilai terendah (Rp14.275,00) dan nilai tertinggi (Rp16.089,00) mengonfirmasi bahwa nilai tukar Rupiah berada dalam kondisi volatilitas moderat hingga tinggi selama rentang waktu penelitian.

Dari sisi mikroekonomi, variabel profitabilitas yang diukur melalui *Return on Equity* (ROE) menunjukkan nilai rata-rata sebesar 0,122154 atau 12,21 persen. Namun, variabel ini memiliki rentang nilai yang sangat lebar, yaitu mulai dari -2,383200 (merugi) hingga 1,567400 (sangat untung). Standar deviasi yang mencapai 0,318866 menandakan adanya variabilitas atau ketimpangan performa yang sangat tinggi di antara konstituen JII, di mana sebagian perusahaan mampu mengelola laba dengan efisien di masa krisis, sementara sebagian lainnya mengalami penurunan laba yang signifikan.

Sementara itu, variabel likuiditas yang diukur melalui *Current Ratio* (CR) memiliki nilai rata-rata sebesar 2,301800. Nilai tertinggi yang mencapai 10,300000 dan nilai terendah pada angka 0,000000 mencerminkan perbedaan strategi pengelolaan kas di antara

perusahaan sampel. Standar deviasi sebesar 1,616341 mempertegas adanya variasi tingkat likuiditas yang cukup besar. Tingginya nilai maksimum pada rasio lancar ini mengindikasikan bahwa beberapa perusahaan kemungkinan besar melakukan penumpukan kas sebagai langkah antisipasi terhadap ketidakpastian operasional selama periode krisis 2020-2024.

4.3 Uji Hipotesis dan Analisis

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini dieksekusi menggunakan regresi data panel dinamis dengan pendekatan *System Generalized Method of Moments* (System GMM). Berbeda dengan regresi data panel statis (seperti *Fixed Effect* atau *Random Effect*) yang mengharuskan dilakukannya uji asumsi klasik secara penuh, kelayakan model System GMM dievaluasi menggunakan seperangkat uji diagnostik yang spesifik. Sebelum melakukan interpretasi terhadap koefisien regresi untuk menjawab rumusan masalah, model GMM harus terlebih dahulu dipastikan lolos dari dua uji kelayakan utama, yaitu uji autokorelasi (Uji Arellano-Bond) dan uji validitas instrumen (Uji Sargan). Uji diagnostik ini berfungsi sebagai prasyarat mutlak untuk memastikan bahwa spesifikasi model telah dibentuk secara tepat, sehingga hasil estimasi yang dihasilkan bersifat konsisten, efisien, dan terbebas dari bias.

4.3.1 Uji Kelayakan Model (Diagnostik GMM)

a. Uji Autokorelasi (Arellano-Bond Test)

Uji diagnostik pertama yang wajib dipenuhi dalam pemodelan data panel dinamis adalah pengujian autokorelasi menggunakan instrumen *Arellano-Bond Test*. Pengujian ini bertujuan untuk mendeteksi kehadiran korelasi serial (hubungan berulang) pada nilai residual dari model yang diestimasi. Syarat utama agar model System GMM dianggap sah dan terbebas dari gangguan autokorelasi adalah tidak terdapatnya korelasi serial pada *first-differenced errors* di orde kedua, atau yang umum direpresentasikan sebagai AR(2).

Tabel 4. Hasil Uji Autokorelasi (Arellano-Bond Test)

Test order	m-Statistic	Rho	SE(rho)	Prob.
AR(1)	-0.096284	-0.008800	0.083917	0.9234
AR(2)	-0.035812	-0.003005	0.083910	0.9715

Sumber: Data diolah (2025), menggunakan Eviews 12

Berdasarkan hasil pengolahan data statistik, nilai probabilitas untuk pengujian tingkat autokorelasi orde kedua (AR-2) menunjukkan angka sebesar 0,9715. Mengingat nilai probabilitas tersebut secara signifikan berada jauh di atas tingkat batas toleransi kesalahan yang ditetapkan, yaitu $\alpha = 0,05$ (5 persen), maka hipotesis nol (H_0) gagal ditolak. Hal ini memberikan pembuktian empiris bahwa spesifikasi model regresi dalam penelitian ini telah terbebas dari masalah gangguan autokorelasi pada orde kedua. Dengan demikian, estimasi parameter regresi yang dihasilkan oleh model ini dapat dikategorikan stabil dan konsisten.

b. Uji Validitas Instrumen (Sargan Test / Hansen Test)

Uji kelayakan model yang kedua adalah pengujian terhadap keabsahan variabel instrumen dengan menggunakan Uji Sargan (*Sargan Test of Overidentifying Restrictions*). Pada dasarnya, keunggulan metode System GMM bergantung pada kemampuannya menggunakan variabel instrumen internal yang berasal dari nilai jeda (*lag*) variabel itu sendiri untuk mengatasi masalah endogenitas. Oleh karena itu, Uji Sargan krusial untuk dilakukan guna memastikan bahwa keseluruhan instrumen tersebut memang valid dan tidak memiliki korelasi dengan *error term* (komponen pengganggu).

Tabel 5. Hasil Uji Validitas (Sargan Test)

Test order	Score
Prob (J-Statistic)	0.769149

Sumber: Data diolah (2025), menggunakan Eviews 12

Berdasarkan hasil uji regresi, pengujian Sargan menghasilkan nilai probabilitas *J-statistic* sebesar 0,769149. Karena nilai probabilitas ini terbukti lebih besar dari batas signifikansi 0,05, maka dapat disimpulkan bahwa variabel-variabel instrumen yang diaplikasikan dalam pemodelan penelitian ini valid secara keseluruhan. Hasil ini secara definitif memastikan bahwa model persamaan tidak mengalami masalah kelebihan identifikasi (*over-identification problem*), sehingga instrumen-instrumen tersebut layak digunakan dalam tahap pengujian hipotesis selanjutnya.

4.3.2 Hasil Estimasi Model System GMM (Pengujian Hipotesis)

Tabel 6. Hasil Estimasi Regresi System GMM

Variable	Coefficient	Std. error	T-Stats	Probability
Y(-1)	0.983099	0.012937	75.98986	0.0000
BIRATE	-1.162458	0.977974	-1.187833	0.2366
KURS	0.001039	0.000795	1.306413	0.1935
<i>Current Ration (CR)</i>	-0.488243	0.897807	-0.543763	0.5875
<i>Return on Equity (ROE)</i>	-0.492996	0.668193	-0.737035	0.4619

Sumber: Data diolah (2025), menggunakan Eviews 12

Setelah spesifikasi model dipastikan valid dan terbebas dari bias melalui serangkaian uji diagnostik, tahapan selanjutnya adalah menginterpretasikan hasil estimasi regresi System GMM. Pengujian hipotesis dalam regresi ini dilakukan untuk melihat pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara bersama-sama (simultan) maupun per-variabel (parsial). Pengujian simultan pada kerangka GMM dievaluasi menggunakan Uji Wald (Wald Test). Berdasarkan hasil pengolahan data statistik, didapatkan bahwa nilai probabilitas dari pengujian simultan menunjukkan angka yang lebih besar dari tingkat batas toleransi kesalahan yang ditetapkan, yakni $\alpha = 0,05$ (5 persen). Secara statistik, hasil ini mengindikasikan bahwa variabel Suku Bunga (*BI Rate*), Nilai Tukar (Kurs), *Current Ratio (CR)*, dan *Return on Equity (ROE)* secara bersama-sama tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pergerakan nilai indeks *Jakarta Islamic Index (JII)* selama periode observasi 2020-2024.

Selain pengujian variabel independen utama, model System GMM secara inheren juga mengestimasi pengaruh dari nilai masa lalu variabel terikat, yakni nilai indeks JII pada tahun sebelumnya atau *lagged dependent variable (Y-1)*. Hasil regresi menunjukkan bahwa variabel Y(-1) memiliki koefisien regresi sebesar 0,983099 dengan nilai probabilitas sebesar 0,0000. Mengingat nilai probabilitas tersebut berada di bawah 0,05, maka dapat disimpulkan bahwa riwayat nilai indeks JII pada masa lalu memiliki pengaruh positif dan

signifikan terhadap pembentukan nilai indeks JII pada masa kini. Temuan empiris ini secara langsung mengonfirmasi adanya sifat ketergantungan masa lalu (*path-dependency*) pada pergerakan nilai indeks JII. Signifikansinya variabel $Y(-1)$ ini sekaligus memvalidasi bahwa penggunaan spesifikasi model dinamis dalam penelitian ini adalah keputusan metodologis yang tepat, karena terbukti mampu menangkap pergerakan harga yang berkesinambungan.

Selanjutnya, pengujian hipotesis secara parsial dilakukan untuk melihat signifikansi dari masing-masing variabel independen. Pada kelompok variabel makroekonomi, hasil estimasi untuk Suku Bunga (*BI Rate*) menunjukkan koefisien sebesar -1,162458 dengan nilai probabilitas 0,2370. Karena nilai probabilitas tersebut lebih besar dari 0,05 ($0,2366 > 0,05$), maka hipotesis yang menyatakan bahwa *BI Rate* berpengaruh terhadap Lag (nilai masa lalu) dari nilai indeks JII ditolak. Pola yang sama juga terlihat pada variabel Nilai Tukar (Kurs), yang mencatatkan koefisien sebesar 0,001039 dengan nilai probabilitas 0,1935. Nilai signifikansi yang berada di atas ambang batas toleransi ini mengindikasikan bahwa fluktuasi nilai tukar Rupiah terhadap Dolar AS tidak terbukti secara empiris memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai indeks JII.

Pada kelompok variabel kinerja fundamental mikroekonomi, hasil regresi juga menunjukkan pola ketidaksignifikanan yang konsisten. Variabel likuiditas yang diukur dengan *Current Ratio* (CR) memiliki nilai koefisien -0,488243 dan tingkat probabilitas sebesar 0,5875. Angka probabilitas ($0,5875 > 0,05$) ini membuktikan bahwa tingkat kelancaran kas perusahaan tidak memiliki pengaruh yang nyata terhadap valuasi saham di pasar. Hal serupa terjadi pada variabel profitabilitas, yakni *Return on Equity* (ROE), yang menghasilkan koefisien -0,492996 dengan probabilitas 0,4619. Secara keseluruhan, uji parsial ini mengarah pada satu temuan empiris yang seragam, selama periode krisis 2020-2024, seluruh variabel makroekonomi dan mikroekonomi yang diuji terbukti tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap fluktuasi nilai indeks JII.

4.4 Pembahasan

Bila ditelaah melalui perbandingan visual antara pergerakan *Jakarta Islamic Index* (JII) dengan indikator makroekonomi utama (seperti Kurs dan *BI Rate*) selama 2020–2024, terlihat adanya diskoneksi yang tajam. Pada periode puncak pandemi (2020), meskipun indikator makroekonomi menunjukkan volatilitas ekstrem, pemulihan nilai indeks JII terjadi jauh lebih cepat dari yang diprediksi oleh indikator fundamentalnya. Grafik tren menunjukkan bahwa nilai indeks JII seringkali bergerak melawan arus fundamental (*divergence*), yang secara intuitif memberikan indikasi awal adanya fenomena kegagalan teori EMH sebelum dibuktikan secara empiris melalui model System GMM.

Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa seluruh variabel independen (BI Rate, Kurs, CR, dan ROE) tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai indeks JII. Sebelum menyimpulkan adanya kegagalan teori EMH, penelitian ini telah melakukan serangkaian uji diagnostik untuk memastikan hasil ini bukan disebabkan oleh kesalahan model. Penggunaan System GMM telah memitigasi potensi salah spesifikasi model dengan mengontrol variabel endogen. Meskipun keterbatasan jumlah sampel ($T = 5$) dapat memengaruhinya, namun konsistensi hasil di berbagai pengujian menunjukkan bahwa ketidaksignifikanan ini memang mencerminkan kondisi riil di pasar, di mana sinyal fundamental gagal ditransmisikan menjadi pergerakan harga saham, yang memperkuat klaim terjadinya kegagalan teori EMH.

Berdasarkan hasil pengujian statistik menggunakan spesifikasi ekonometrika *model System Generalized Method of Moments* (System GMM), didapatkan sebuah temuan sentral yang secara seragam menolak seluruh hipotesis rasionalitas yang diajukan dalam penelitian ini. Fakta empiris yang ditarik dari observasi selama lima tahun menunjukkan bahwa variabel makroekonomi (Suku Bunga Acuan/*BI Rate* dan Nilai Tukar/Kurs) serta variabel fundamental mikroekonomi internal perusahaan (*Current Ratio* dan *Return on Equity*) secara simultan maupun parsial tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pergerakan nilai indeks JII. Temuan ketidaksignifikanan yang serempak ini bukanlah sebuah bias dari kegagalan instrumen statistik, melainkan konfirmasi empiris mengenai terjadinya fenomena kegagalan teori EMH di pasar modal syariah selama periode krisis 2020-2024.

Fenomena ini mengindikasikan sebuah anomali struktural di mana instrumen laporan keuangan dan indikator makroekonomi telah sepenuhnya kehilangan daya penjelas dan fungsi prediktifnya di lantai bursa. Dalam literatur keuangan tradisional yaitu Teori Hipotesis Pasar Efisien (*Efficient Market Hypothesis*), harga sebuah instrumen investasi diasumsikan selalu mencerminkan seluruh informasi fundamental yang tersedia secara rasional. Akan tetapi, temuan dari penelitian ini membantah argumen tersebut dan menunjukkan bahwa dalam situasi krisis yang tidak berpreseden, pasar modal syariah Indonesia mengalami disrupsi paradigma. Temuan ini sejalan dengan argumen yang diajukan oleh Smolo et al. (2023), yang menegaskan bahwa kinerja pasar keuangan syariah pada masa sebelum pandemi memiliki karakteristik rasionalitas yang jauh berbeda jika dibandingkan dengan kinerjanya ketika guncangan pandemi COVID-19 menghantam. Dalam masa krisis, arsitektur fundamental yang biasanya menjadi dasar valuasi menjadi tidak relevan akibat besarnya skala guncangan eksternal.

Hasil penelitian ini menemukan bahwa BI Rate dan Kurs tidak signifikan berbeda dengan studi klasik oleh Wooldridge (2001) atau penelitian dalam kondisi normal. Perbedaan ini kemungkinan besar berakar pada konteks 'krisis bertingkat' (*multi-layered crisis*) 2020-2024. Dalam kondisi krisis, investor cenderung mengabaikan data rilis makroekonomi dan lebih bereaksi terhadap sentimen ketakutan atau kebijakan darurat pemerintah. Hal ini sejalan dengan teori *noise trader risk* dari De Long et al. (1990) yang menyatakan bahwa dalam kondisi irasional, pergerakan pasar didorong oleh perilaku *herding*, bukan oleh valuasi fundamental. Dengan demikian, hasil penelitian ini tidak membantah teori fundamental secara umum, melainkan memberikan batasan (*boundary condition*) bahwa teori tersebut kehilangan relevansinya dalam kondisi masa krisis 2020-2024.

Kehilangan rasionalitas pasar ini semakin diperparah oleh rentetan krisis yang terjadi secara beruntun. Runtuhnya efisiensi pasar pada obyek penelitian ini tidak hanya diakibatkan oleh krisis kesehatan global, tetapi langsung disambung oleh ketidakpastian makroekonomi akibat ketegangan politik antarnegara. Merujuk pada kajian M. Yang et al. (2021) eskalasi risiko geopolitik memiliki pengaruh yang signifikan terhadap volatilitas pasar saham, terutama di negara-negara berkembang (*emerging economies*). Lonjakan risiko geopolitik ini menciptakan lingkungan investasi yang dipenuhi oleh ketidakpastian ekstrem. Hal ini mengakibatkan para investor ritel maupun institusional tidak lagi memiliki ruang mental untuk melakukan analisis perhitungan rasio utang maupun proyeksi laba rugi perusahaan, melainkan lebih memprioritaskan likuidasi aset untuk mengamankan posisi kas mereka.

Lebih jauh lagi, untuk memahami anomali ini secara komprehensif, analisis tidak dapat lagi hanya bersandar pada teori keuangan klasik, melainkan harus menggunakan lensa perilaku keuangan. Perilaku investor di bursa syariah selama rentang 2020-2024 mengalami pergeseran dari pengambilan keputusan berbasis kalkulasi data kinerja menjadi keputusan yang digerakkan oleh rasa takut dan ketidakpastian kolektif. Konsep ini didukung kuat oleh temuan Su (2025), yang memvalidasi bahwa sentimen investor merupakan motor penggerak utama bagi nilai indeks JII, yang bahkan mampu mendistorsi dan mengesampingkan indikator keuangan riil sebuah perusahaan. Pada tingkat ketakutan tertentu, pasar dikuasai oleh fenomena ikut-ikutan, di mana pelaku pasar lebih mempercayai respons panik dari mayoritas bursa dibandingkan dengan tingkat kesehatan laporan keuangan emiten syariah yang sebenarnya sudah diverifikasi oleh otoritas.

Melalui landasan argumentasi ini, penjabaran mendalam dari masing-masing variabel yang diuji (Suku Bunga, Kurs, *Current Ratio*, dan *Return on Equity*) tidak lagi

ditujukan untuk membuktikan kausalitas rasional, melainkan untuk membongkar anatomi kepanikan pasar. Berikut adalah elaborasi empiris dari setiap anomali yang terjadi pada variabel makroekonomi dan mikroekonomi selama masa penelitian:

4.4.1 Pengaruh Suku Bunga Acuan (*BI Rate*) terhadap Nilai Indeks JII

Hipotesis pertama dalam penelitian ini menduga bahwa Suku Bunga Acuan (*BI Rate*) memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pergerakan nilai indeks JII. Namun, berdasarkan hasil estimasi regresi data panel dinamis menggunakan System GMM, variabel *BI Rate* menunjukkan nilai koefisien sebesar -1,162458 dengan tingkat probabilitas sebesar 0,2370. Mengingat nilai probabilitas tersebut berada jauh di atas ambang batas toleransi signifikansi yang ditetapkan, yakni 0,05 ($0,2366 > 0,05$), maka hipotesis pertama secara statistik ditolak. Keputusan penolakan ini memberikan bukti empiris bahwa manuver kebijakan moneter oleh Bank Indonesia, baik dalam bentuk pelonggaran maupun pengetatan suku bunga, tidak memengaruhi arah pergerakan dan keputusan valuasi nilai indeks pada indeks saham syariah unggulan selama rentang krisis 2020-2024.

Ketidaksignifikanan instrumen *BI Rate* ini merupakan sebuah anomali struktural yang besar apabila ditinjau dari kacamata teori makroekonomi klasik. Merujuk pada kajian Wang (2025) mengenai fluktuasi suku bunga pasar, tingkat suku bunga pada dasarnya beroperasi sebagai jangkar utama dalam mekanisme transmisi moneter dan valuasi aset. Secara teoretis, ketika bank sentral memangkas suku bunga, biaya modal dan tingkat diskonto perusahaan akan mengalami penurunan. Kondisi ini seharusnya menjadi stimulus yang kuat bagi para investor untuk memindahkan alokasi dana mereka dari instrumen perbankan yang bersifat bebas risiko (seperti deposito) menuju instrumen pasar saham yang menawarkan potensi nilai indeks yang lebih tinggi. Akan tetapi, realitas empiris yang terekam pada pergerakan JII selama periode krisis justru mematahkan jalur transmisi teori klasik tersebut.

Kegagalan transmisi moneter ini dapat dibedah menjadi dua fase krisis yang berbeda. Pada fase pertama, yakni era pandemi COVID-19 (tahun 2020 hingga pertengahan 2022), Bank Indonesia merespons kepanikan pasar dengan mengimplementasikan kebijakan moneter yang ekspansif (*easy money policy*). *BI Rate* dipangkas secara tajam hingga menyentuh titik terendah historisnya di level 3,50 persen. Insentif "uang murah" ini secara logika seharusnya menjadi katalis positif untuk mendorong gairah investasi dan menguatkan nilai indeks JII. Namun, hal ini tidak terjadi. Seperti argumentasi oleh Smolo

et al. (2023), kinerja pasar keuangan syariah di masa pandemi sering kali tidak merespons stimulus konvensional karena adanya disrupsi pada tingkat fundamental yang mendasar. Di tengah kebijakan karantina wilayah berskala besar (*lockdown*), terhentinya rantai pasok global secara tiba-tiba, serta kelumpuhan mobilitas sosial yang mematikan daya beli masyarakat, stimulus suku bunga rendah menjadi suatu instrumen yang tidak relevan. Pelaku pasar sangat menyadari bahwa fasilitas pinjaman bank yang murah tidak akan mampu memberikan nilai tambah ekonomis bagi perusahaan syariah apabila sektor riil sedang berada dalam kondisi "*mati suri*". Alhasil, sentimen ketakutan terhadap risiko kebangkrutan operasional jauh lebih mendominasi struktur psikologi pasar dibandingkan dengan daya tarik suku bunga bank sentral yang rendah.

Memasuki fase kedua, yakni krisis inflasi dan eskalasi geopolitik (tahun 2023 hingga 2024), kegagalan variabel suku bunga ini semakin terkonfirmasi dengan jelas. Merespons tekanan inflasi global yang mengancam stabilitas perekonomian negara, Bank Indonesia secara terpaksa memutar arah kebijakannya menjadi agresif (*hawkish*), dengan menaikkan *BI Rate* secara bertahap hingga menyentuh puncaknya di angka 6,25 persen. Dalam kondisi pasar yang normal, siklus pengetatan moneter ini akan langsung direspons oleh bursa dengan aksi tekanan jual yang proporsional dan rasional. Akan tetapi, karena pasar telah terlanjur diselimuti oleh histeria dan ketidakpastian sejak era pandemi, efek kenaikan suku bunga ini justru ditelan oleh kepanikan yang lebih besar. Hal ini selaras dengan temuan M. Yang et al. (2021) yang menyatakan bahwa ketika risiko geopolitik global melonjak secara signifikan, pengaruh dari variabel makroekonomi domestik (seperti suku bunga lokal) akan kehilangan kekuatannya karena investor lebih memusatkan perhatian pada usaha melikuidasi aset berisiko guna mengamankan portofolio mereka. Pada akhirnya, instrumen *BI Rate* gagal menjalankan fungsinya sebagai sinyal investasi di JII karena rasionalitas pelaku pasar telah terkubur oleh kuatnya sentimen dan bias kognitif yang memicu pelarian modal.

4.4.2 Pengaruh Nilai Tukar (Kurs Rupiah terhadap Dolar AS) terhadap Nilai Indeks JII

Hipotesis kedua dalam penelitian ini menguji apakah fluktuasi Nilai Tukar (Kurs) mata uang Rupiah terhadap Dolar Amerika Serikat memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pergerakan nilai indeks JII. Berdasarkan hasil estimasi regresi menggunakan spesifikasi *System GMM*, variabel Kurs mencatatkan nilai koefisien positif sebesar

0,001039 dengan nilai probabilitas sebesar 0,1935. Mengingat nilai probabilitas tersebut berada di atas ambang batas signifikansi 0,05 ($0,1934 > 0,05$), maka hipotesis kedua secara statistik ditolak. Hasil ini memberikan konfirmasi empiris bahwa volatilitas atau tren pelemahan nilai tukar Rupiah tidak memiliki pengaruh yang nyata dan terukur terhadap keputusan valuasi investor pada nilai indeks JII pada periode 2020-2024.

Ketidaksignifikanan variabel Kurs ini mempertegas eksistensi anomali dan irasionalitas di pasar modal Indonesia selama masa krisis yang panjang. Dalam paradigma keuangan internasional dan teori makroekonomi standar, nilai tukar mata uang domestik merupakan salah satu indikator risiko sistematis yang paling sensitif bagi bursa saham. Secara logika, ketika mata uang Rupiah mengalami depresiasi yang tajam, seperti yang terjadi pada awal kepanikan pandemi di tahun 2020 dan kembali terulang akibat gejolak geopolitik global yang mengganggu pasokan energi di rentang 2023 hingga 2024, pasar seharusnya merespons dengan melakukan penyesuaian harga secara kalkulatif. Depresiasi Rupiah yang bahkan sempat menyentuh level psikologis Rp16.000 per Dolar AS seharusnya memicu reaksi berantai berupa pelarian modal asing (*capital outflow*), di mana investor global secara rasional akan menarik dananya dari negara berkembang untuk menghindari kerugian selisih kurs, lalu memindahkannya ke aset perlindungan nilai di negara maju.

Akan tetapi, realitas yang terekam pada pergerakan nilai indeks JII justru menunjukkan berlakunya fenomena kegagalan teori EMH yang parah. Dalam kondisi krisis, aksi jual besar-besaran yang terjadi di bursa syariah tidak lagi didasarkan pada kalkulasi proporsional mengenai seberapa besar eksposur utang valuta asing dari masing-masing perusahaan. Investor diselimuti oleh histeria massal yang membuat mereka mengesampingkan sebuah fakta fundamental yang sangat krusial, perusahaan-perusahaan yang tergabung di dalam JII sebenarnya telah melewati proses penapisan (*screening*) Otoritas Jasa Keuangan (OJK) yang membatasi rasio utang mereka secara ketat. Artinya, perusahaan di JII pada dasarnya memiliki paparan utang berbasis Dolar yang sangat minim dan memiliki ketahanan fundamental yang jauh lebih superior dalam menghadapi pelemahan Rupiah jika dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan di indeks konvensional. Secara rasional, saham-saham JII seharusnya dipertahankan oleh investor sebagai tempat berlindung yang aman.

Namun, kegagalan pasar dalam melihat dan mengapresiasi fundamental utang yang sehat ini menjadi bukti tak terbantahkan dari berlakunya fenomena kepanikan ikut-ikutan. Fenomena ini sejalan dengan kerangka pemikiran Su (2025), yang menegaskan bahwa ketika sentimen ketakutan telah mendominasi, informasi akuntansi dan fundamental tidak

lagi mampu menembus bias kognitif pelaku pasar. Besarnya skala ketidakpastian membuat indikator depresiasi kurs tidak lagi dianalisis secara objektif. Ditambah lagi dengan eskalasi risiko geopolitik global, seperti yang dikaji oleh M. Yang et al. (2021) pasar saham di negara berkembang sering kali menjadi korban dari ketidakstabilan emosi global di mana investor lebih memilih bereaksi secara berlebihan. Investor ritel maupun institusional lebih memilih untuk membuang seluruh portofolio saham mereka secara agresif demi mengamankan uang tunai (likuiditas), tanpa memedulikan apakah perusahaan tersebut dirugikan oleh pelemahan Rupiah atau justru diuntungkan (misalnya perusahaan berorientasi ekspor). Pada titik inilah, mekanisme penetapan nilai indeks JII kehilangan efisiensinya, nilai tukar gagal bertindak sebagai variabel penjelas karena rasionalitas kalkulasi kerugian kurs telah sepenuhnya ditelan oleh gelombang ketakutan sistemik.

4.4.3 Pengaruh Likuiditas (*Current Ratio*) terhadap Nilai Indeks JII

Hipotesis ketiga dalam penelitian ini diarahkan untuk menguji sejauh mana tingkat likuiditas internal perusahaan memengaruhi fluktuasi nilai indeks JII. Berdasarkan hasil estimasi regresi data panel dinamis menggunakan model *System GMM*, variabel likuiditas yang diukur melalui *Current Ratio* (CR) menghasilkan nilai koefisien sebesar -0,488243 dengan tingkat probabilitas sebesar 0,5875. Karena nilai probabilitas ini signifikan berada jauh di atas ambang batas toleransi 0,05 ($0,5875 > 0,05$), maka hipotesis ketiga secara statistik ditolak. Temuan ini memberikan konfirmasi empiris bahwa ketersediaan aset lancar atau kemampuan membayar utang jangka pendek pada emiten-emiten syariah unggulan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap arah pergerakan nilai indeks JII selama rentang periode krisis 2020-2024.

Ketidaksignifikanan variabel likuiditas ini membongkar sebuah realitas pasar yang sangat kontradiktif jika disandingkan dengan asumsi konvensional dalam analisis laporan keuangan. Dalam kondisi ekuilibrium ekonomi yang stabil, rasio likuiditas yang tinggi (seperti CR di atas angka 2) selalu diinterpretasikan oleh pasar sebagai sinyal fundamental yang sangat positif. Hal ini dikarenakan tingginya aset lancar mencerminkan bahwa perusahaan memiliki penyangga kas (*cash buffer*) yang memadai, fleksibilitas operasional yang kuat, serta terhindar dari risiko gagal bayar (*default risk*). Akan tetapi, dalam konteks krisis sistemik dan ketidakpastian ekstrem yang dipicu oleh pandemi COVID-19 serta ketegangan geopolitik global, tingginya angka *Current Ratio* pada banyak perusahaan nyatanya bukanlah representasi dari sebuah keunggulan kompetitif. Tingginya ketersediaan aset lancar tersebut lebih merupakan manifestasi dari fenomena penimbunan kas secara pasif atau yang dikenal dengan istilah *cash hoarding*.

Di tengah kebijakan pembatasan mobilitas, disrupsi rantai pasok logistik, dan kelumpuhan daya beli masyarakat, manajemen perusahaan di JII dipaksa untuk mengubah strategi mereka menjadi mode bertahan hidup. Mereka cenderung menghentikan seluruh agenda ekspansi bisnis, menunda pembagian dividen, serta menahan pengeluaran belanja modal demi menjaga ketersediaan uang tunai. Kondisi penumpukan kas yang bersifat defensif ini ternyata ditangkap oleh pelaku pasar bukan sebagai sebuah kekuatan fundamental yang patut diapresiasi, melainkan sebagai cerminan nyata dari stagnasi bisnis. Investor pasar modal sangat menyadari bahwa kas yang sekadar mengendap di dalam neraca tanpa adanya penyaluran pada kegiatan-kegiatan operasional yang produktif tidak akan mampu menghasilkan penciptaan nilai (*value creation*) di masa depan.

Pengabaian pasar terhadap tingkat likuiditas perusahaan ini dapat dijelaskan secara komprehensif melalui lensa perilaku keuangan. Sebagaimana yang dikemukakan oleh Su (2025), sentimen investor memiliki kapasitas yang luar biasa untuk mendistorsi nilai fundamental sebuah aset. Ketika tingkat pesimisme dan ketakutan mendominasi bursa, investor cenderung memandang setiap data laporan keuangan dengan bias kognitif yang negatif. Meskipun perusahaan di JII memiliki tingkat likuiditas yang terjaga, bahkan tergolong paling sehat karena tunduk pada aturan ketat syariah OJK, pasar secara irasional memilih untuk tidak memedulikan indikator tersebut. Kondisi ini selaras dengan temuan Smolo et al. (2023), yang menggarisbawahi bahwa di masa pandemi, pasar modal syariah ikut terseret ke dalam pusaran kepanikan global dan kehilangan karakteristik stabilitas fundamentalnya. Pada akhirnya, nilai indeks JII terlepas dari logika efisiensi pengelolaan aset lancar emiten, karena gerak indeks sepenuhnya didikte oleh arus keluar masuk modal yang didorong oleh kepanikan sistemik, alih-alih oleh evaluasi rasional terhadap kesehatan likuiditas perusahaan.

4.4.4 Pengaruh Profitabilitas (*Return on Equity*) terhadap Nilai Indeks JII

Hipotesis keempat sekaligus hipotesis terakhir dalam penelitian ini diarahkan untuk membuktikan pengaruh tingkat profitabilitas perusahaan terhadap nilai indeks di *Jakarta Islamic Index* (JII). Hasil pengolahan data menggunakan metode *System GMM* menunjukkan bahwa variabel *Return on Equity* (ROE) mencatatkan nilai koefisien sebesar -0,492996 dengan tingkat probabilitas sebesar 0,4619. Dengan angka probabilitas yang melampaui batas toleransi signifikansi 0,05 secara sangat lebar ($0,4619 > 0,05$), maka hipotesis keempat secara definitif ditolak. Keputusan statistik ini memberikan penegasan akhir bahwa keandalan dan kemampuan emiten-emiten syariah dalam menghasilkan laba bersih bagi pemegang sahamnya tidak terbukti secara empiris memengaruhi pergerakan nilai indeks JII sepanjang periode guncangan krisis 2020-2024.

Penolakan terhadap hipotesis variabel profitabilitas ini merupakan temuan yang krusial karena secara langsung mempertegas terjadinya fenomena kegagalan teori EMH di pasar modal Syariah pada periode krisis 2020-2024. Dalam seluruh literatur valuasi aset dan analisis fundamental tradisional, ROE senantiasa diakui sebagai metrik keuangan yang paling absolut. Rasio ini merepresentasikan efektivitas tertinggi dari kapabilitas manajemen dalam mengelola modal ekuitas untuk menciptakan keuntungan riil. Secara teoretis, perusahaan-perusahaan anggota JII yang berhasil mempertahankan tingkat profitabilitas yang positif di tengah lesunya ekonomi seharusnya diganjar dengan apresiasi atau premi harga saham oleh pelaku pasar. Akan tetapi, anomali ini terjadi karena adanya satu sifat inheren dari ilmu akuntansi yang sering kali luput dari kalkulasi konvensional, yaitu laporan keuangan pada dasarnya memiliki sifat yang merekam kinerja masa lalu, sedangkan instrumen pasar modal secara murni digerakkan oleh ekspektasi dan proyeksi terhadap masa depan.

Ketidakrelevanan rekam jejak profitabilitas masa lalu di masa krisis ini sejalan dengan argumentasi yang dibangun oleh Smolo et al. (2023)). Dalam studinya mengenai performa pasar syariah, disimpulkan bahwa ketika sebuah guncangan bersifat masif dan tidak memiliki preseden historis, seperti pandemi global yang merusak seluruh pilar struktur ekonomi, data fundamental dari periode sebelumnya menjadi kehilangan daya tariknya. Pandemi menciptakan sebuah ruang hampa informasi di mana masa depan perekonomian tidak lagi dapat diprediksi secara kalkulatif dan linear. Dalam benak investor institusional maupun ritel, fakta bahwa sebuah perusahaan di JII mencetak ROE yang sangat tinggi pada kuartal sebelumnya menjadi tidak ada artinya jika pada kuartal berikutnya operasional bisnis mereka terancam ditutup total akibat resesi berkepanjangan. Ekspektasi pertumbuhan laba telah tergantikan oleh ekspektasi kebangkrutan massal.

Disrupsi informasi ini semakin diperparah ketika pasar memasuki fase krisis geopolitik energi dan pangan. Sebagaimana yang dikaji oleh M. Yang et al. (2021), ketidakpastian geopolitik memiliki daya transmisi ketakutan yang merambat sangat cepat ke negara-negara berkembang. Ketika guncangan-guncangan ini bertumpuk, rasionalitas investor dalam membedah kualitas laba perusahaan sepenuhnya runtuh. Hal ini memberikan konfirmasi empiris yang tak terbantahkan terhadap teori perilaku keuangan yang diajukan oleh Su (2025), yang menyatakan bahwa pada titik krisis ekstrem, sentimen psikologis dan ketakutan kolektif mengambil alih kendali pasar dari tangan data fundamental. Pengabaian terhadap rekam jejak laba ROE ini menjadi bukti bahwa selama periode krisis 2020-2024, mekanisme pembentukan nilai indeks JII telah bermigrasi dari perhitungan fundamental menuju sentimen murni. Pergerakan nilai indeks tidak lagi

mencerminkan apresiasi atas prestasi keuangan perusahaan syariah, melainkan merupakan manifestasi visual dari persepsi risiko, histeria massal, dan emosi kolektif para pelaku pasar yang terdistorsi oleh ketidakpastian krisis global.

4.4.5 Keterkaitan Variabel dalam Kerangka *Dynamic Panel System GMM*

Sebagai bagian akhir dari analisis pembahasan, perlu dilakukan sintesis menyeluruh mengenai bagaimana variabel makroekonomi dan mikroekonomi secara kolektif berinteraksi terhadap nilai indeks JII dalam kerangka model dinamis. Penggunaan metode *System Generalized Method of Moments* (System GMM) dalam penelitian ini bukan sekadar pilihan teknis, melainkan sebuah upaya untuk menangkap kompleksitas hubungan antarvariabel yang sering kali bersifat timbal balik (endogen) dan bergantung pada waktu. Namun, hasil estimasi menunjukkan sebuah pola yang seragam, yaitu ketika seluruh variabel tersebut diuji dalam satu sistem yang terintegrasi, daya penjelasannya tetap tidak mampu mengungguli dominasi sentimen pasar.

Salah satu temuan paling krusial dalam model GMM ini adalah signifikansi yang kuat pada variabel *lagged dependent variable* (Y-1) atau nilai indeks pada periode sebelumnya. Nilai koefisien yang mendekati angka satu (0,983099) dengan probabilitas mutlak 0,0000 memberikan indikasi bahwa pergerakan nilai indeks JII pada masa krisis lebih banyak ditentukan oleh perilaku momentum atau tren masa lalu dibandingkan oleh informasi fundamental baru yang masuk ke pasar. Hal ini sejalan dengan pandangan Su (2025) yang menyatakan bahwa dalam kondisi pasar yang tidak efisien, investor cenderung melakukan *herding* dengan mengikuti arah pergerakan harga sebelumnya tanpa melakukan verifikasi ulang terhadap data ekonomi yang ada. Ketergantungan pada riwayat harga masa lalu ini menjadi bukti bahwa pasar sedang berada dalam fase irasionalitas.

Lebih jauh lagi, kegagalan variabel makro dan mikro secara serempak dalam model *System GMM* ini memberikan catatan tambahan bagi teori keuangan arus utama. Secara ekonometrika, model GMM telah dirancang untuk membersihkan segala macam gangguan data, termasuk masalah korelasi antarvariabel independen dan bias observasi. Namun, meskipun model telah dioptimalkan secara teknis, variabel *BI Rate*, *Kurs*, *Current Ratio*, dan *ROE* tetap tidak menunjukkan signifikansi. Hal ini membuktikan bahwa kegagalan teori EMH yang terjadi bukan disebabkan oleh kesalahan pengukuran atau kelemahan model, melainkan merupakan realitas objektif yang terjadi di lantai bursa. Fenomena ini mengonfirmasi argumen Smolo et al. (2023) bahwa pasar modal syariah, meskipun memiliki karakteristik instrumen yang berbeda, tetap tidak luput dari guncangan psikologis yang mampu melumpuhkan seluruh logika fundamental.

Keterkaitan seluruh variabel terhadap nilai indeks JII selama periode 2020-2024 menunjukkan sebuah pola "ketidakberdayaan fundamental". Ketika risiko geopolitik global meningkat (M. Yang et al., 2021) dan ketidakpastian pandemi belum sepenuhnya mereda, pasar mengalami disrupsi informasi. Dalam kondisi ini, variabel makroekonomi tidak lagi berfungsi sebagai pemberi sinyal (indeks moneter), dan variabel mikroekonomi tidak lagi berfungsi sebagai pengukur nilai intrinsik. Model *System GMM* berhasil membongkar bahwa variabel yang mengendarai di indeks JII ini adalah variabel riwayat harga itu sendiri, yang mencerminkan psikologi kolektif investor. Sintesis ini menyimpulkan bahwa nilai indeks JII telah bermigrasi dari pasar yang digerakkan oleh informasi (*information-driven market*) menjadi pasar yang digerakkan oleh sentimen (*sentiment-driven market*), di mana seluruh parameter ekonomi rasional telah kehilangan daya penjelasnya di hadapan gelombang ketakutan sistemik.

BAB V

SIMPULAN DAN SARAN

5.1. Simpulan

Berdasarkan keseluruhan proses pengujian statistik, pengolahan data menggunakan model System GMM, dan analisis yang telah dijabarkan pada bab-bab sebelumnya, penelitian ini bermuara pada sebuah konklusi yang mematahkan logika konvensional di pasar modal. Secara garis besar, penelitian ini menyimpulkan bahwa masa krisis yang terjadi sepanjang tahun 2020 hingga 2024 telah melumpuhkan rasionalitas investasi pada Jakarta Islamic Index (JII). Untuk menjawab rumusan masalah yang diajukan, simpulan dalam penelitian ini diuraikan sebagai berikut:

a) Pengaruh Suku Bunga (*BI Rate*) terhadap Nilai Indeks JII

Suku Bunga Acuan (*BI Rate*) tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai indeks Jakarta Islamic Index (JII) selama masa krisis 2020-2024. Kebijakan bank sentral yang sangat dramatis—mulai dari menurunkan suku bunga secara ekstrem untuk menyuntikkan uang murah di awal pandemi, hingga menaikkannya secara agresif untuk meredam inflasi—ternyata diabaikan oleh para pelaku pasar. Dalam kondisi ekonomi riil yang sedang mati suri, murah atau mahal nya biaya pinjaman modal tidak lagi menjadi pertimbangan utama bagi keputusan investasi.

b) Pengaruh Nilai Tukar (*Kurs Rupiah/Dolar AS*) terhadap Nilai Indeks JII

Fluktuasi nilai tukar Rupiah terhadap Dolar AS tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai indeks Jakarta Islamic Index (JII) selama periode krisis 2020-2024. Pelemahan Rupiah yang cukup parah gagal memicu evaluasi rasional dari pelaku pasar. Investor tidak lagi memilah mana perusahaan syariah yang aman dari utang Dolar dan mana yang tidak. Hal ini menyimpulkan bahwa di tengah krisis, indikator nilai tukar tidak lagi berdaya di hadapan rasa takut investor dan kehilangan fungsinya sebagai instrumen valuasi.

c) Pengaruh Likuiditas (*Current Ratio*) terhadap Nilai Indeks JII

Tingkat kelancaran keuangan perusahaan yang dilihat dari Current Ratio (CR) tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai indeks Jakarta Islamic Index (JII) pada masa krisis 2020-2024. Tingginya uang kas yang dimiliki oleh perusahaan-perusahaan di JII tidak dipandang oleh pasar sebagai sebuah kekuatan operasional, melainkan murni sebagai bentuk penimbunan kas secara pasif (*cash hoarding*) akibat ketidakmampuan manajemen untuk melakukan ekspansi bisnis di tengah ketidakpastian.

d) Pengaruh Profitabilitas (*Return on Equity*) terhadap Nilai Indeks JII

Kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba yang diukur dengan Return on Equity (ROE) tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai indeks Jakarta Islamic

Index (JII) selama periode krisis 2020-2024. Rekam jejak perusahaan dalam mencetak laba bersih di masa lalu ternyata tidak mampu menyelamatkan nilai indeks dari kejatuhan. Pelaku pasar menyadari bahwa sehebat apa pun data kesehatan keuangan masa lalu, dokumen tersebut menjadi usang karena tidak bisa menjamin keselamatan perusahaan di masa depan jika resesi global terjadi berkepanjangan.

Sebagai sintesis dari keempat temuan di atas, simpulan dari penelitian ini adalah terbuktinya fenomena kegagalan teori EMH di Jakarta Islamic Index. Ketidaksignifikanan seluruh variabel ekonomi (makro dan mikro) tersebut membuktikan bahwa pasar sedang tidak digerakkan oleh informasi dan data kinerja, melainkan murni dikendalikan oleh sentimen kepanikan massal. Aturan syariah yang ketat serta pembatasan utang yang membatasi perusahaan di JII ternyata tidak mampu membuat mereka kebal dari histeria pasar konvensional, menandakan pergeseran total dari pasar yang rasional menjadi pasar yang didikte oleh ketakutan.

5.2. Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini telah menggunakan metodologi yang ketat melalui model System GMM. Namun, terdapat beberapa keterbatasan yang perlu diakui agar kesimpulan penelitian tidak digeneralisasi secara berlebihan. Keterbatasan tersebut meliputi:

a) Rentang Waktu Pengamatan pada Kondisi Krisis Ekstrem

Penelitian ini secara eksklusif menggunakan periode 2020-2024 yang diwarnai oleh krisis berlapis, yakni pandemi COVID-19 dan eskalasi geopolitik. Oleh karena itu, temuan mengenai fenomena kegagalan teori EMH hanya berlaku pada kondisi pasar yang penuh ketidakpastian ekstrem. Pada kondisi ekonomi yang normal dan stabil, variabel fundamental mungkin kembali berperan sebagai penentu arah pergerakan nilai indeks JII.

b) Pengukuran Sentimen Pasar Secara Deduktif (Tidak Langsung)

Kepanikan pasar dan perilaku ikut-ikutan dalam penelitian ini disimpulkan secara tidak langsung, yakni melalui bukti bahwa seluruh variabel rasional terbukti tidak signifikan. Penelitian ini belum memasukkan indikator pengukur sentimen secara langsung (seperti Indeks Volatilitas atau analisis sentimen media) karena adanya keterbatasan akses data sekunder yang komprehensif untuk pasar saham syariah di Indonesia.

c) Sampel Terbatas pada Saham Syariah Unggulan

Obyek penelitian ini hanya menggunakan konstituen Jakarta Islamic Index (JII) yang berisi saham-saham berkapitalisasi besar dengan fundamental yang sangat sehat dan batasan utang yang ketat. Fenomena kepanikan pasar ini mungkin akan menunjukkan pola atau hasil yang berbeda apabila diujikan pada kelompok saham berkapitalisasi kecil-menengah atau pada indeks konvensional yang tidak memiliki batasan utang valuta asing.

Meskipun memiliki keterbatasan tersebut, penelitian ini tetap memberikan kontribusi orisinal dalam mengisi celah penelitian. Penelitian ini memberikan jawaban bahwa inkonsistensi hasil studi terdahulu terjadi karena perbedaan konteks ekonomi, di mana analisis fundamental pada Jakarta Islamic Index terbukti kehilangan relevansinya secara sistematis saat dihadapkan pada guncangan krisis multidimensi.

5.3. Saran

Berpijak pada kesimpulan utama mengenai runtuhnya logika fundamental dan berlakunya fenomena kegagalan teori EMH di Jakarta Islamic Index pada masa krisis, penelitian ini merumuskan beberapa rekomendasi strategis. Saran-saran ini ditujukan sebagai bahan pertimbangan praktis maupun akademis bagi berbagai pihak yang bersinggungan langsung dengan ekosistem pasar modal di Indonesia. Adapun saran yang dapat diberikan adalah sebagai berikut:

a. Saran Bagi Pengembangan Ilmu Pengetahuan (Peneliti Selanjutnya)

Bagi kalangan akademisi dan peneliti yang berminat untuk mengkaji dinamika pasar modal di masa depan, disarankan untuk mulai memperluas cakrawala penelitian dengan melepaskan diri dari ketergantungan absolut pada variabel-variabel rasional klasik. Penelitian ini telah membuktikan batas akhir dari kemampuan analisis fundamental keuangan konvensional di masa krisis. Oleh karena itu, riset-riset selanjutnya sangat dianjurkan untuk mulai beralih menggunakan lensa perilaku keuangan.

Peneliti di masa depan disarankan untuk menginkorporasikan variabel-variabel pengukur sentimen secara langsung ke dalam model persamaan statistik mereka. Penggunaan proksi sentimen yang lebih mutakhir, seperti Indeks Ketakutan dan Kecerakahan (*Fear and Greed Index*), Indeks Volatilitas, atau pengukuran sentimen dari analisis teks data besar (*big data text mining*) di media sosial, akan sangat membantu dalam memodelkan psikologi pasar. Selain itu, perluasan sampel yang membandingkan indeks syariah unggulan dengan indeks konvensional yang berisiko tinggi akan sangat berguna untuk memetakan apakah anomali kepanikan ini memiliki tingkat keparahan yang berbeda di berbagai lapisan pasar modal.

b. Saran Bagi Otoritas Pembuat Kebijakan (Regulator)

Bagi pihak regulator pasar modal, seperti Bursa Efek Indonesia (BEI) dan Otoritas Jasa Keuangan (OJK), hasil penelitian ini memberikan masukan penting mengenai perlunya evaluasi terhadap mekanisme jaring pengaman psikologis di lantai bursa. Terbuktinya kepanikan massal yang meniadakan faktor fundamental menunjukkan bahwa pasar membutuhkan instrumen intervensi penenang (*circuit breaker* atau penghentian perdagangan otomatis) yang mungkin perlu didesain lebih responsif dan berjenjang ketika

terjadi guncangan di luar batas kewajaran normal. Regulator tidak bisa hanya sekadar mengandalkan himbauan literasi agar investor bersikap rasional, karena bukti empiris dalam skripsi ini menunjukkan bahwa rasionalitas tersebut lumpuh saat krisis terjadi.

Selain itu, bagi otoritas moneter seperti Bank Indonesia, temuan ini memberikan perspektif bahwa instrumen suku bunga (*BI Rate*) memiliki batasan efektivitas yang nyata. Dalam krisis yang bersumber dari kelumpuhan sektor riil atau ketakutan geopolitik, stimulus moneter tidak akan mampu menggerakkan roda investasi di pasar saham. Oleh karena itu, bauran kebijakan dalam menangani krisis tidak boleh hanya bertumpu pada pelonggaran atau pengetatan moneter secara matematis, melainkan harus diiringi dengan kebijakan komunikasi publik yang masif untuk memulihkan kepercayaan dan rasa aman masyarakat secara psikologis terlebih dahulu.

c. Saran Bagi Pelaku Pasar

Bagi para pelaku investasi di bursa saham, khususnya barisan investor ritel yang sering kali menjadi pihak paling rentan terombang-ambing dalam gejolak volatilitas, disarankan untuk bersikap lebih mawas diri dan adaptif saat menghadapi situasi krisis makro berskala global. Terbuktinya fenomena kegagalan teori EMH dalam penelitian ini memberikan pelajaran berharga bahwa ketika pasar sedang dikuasai oleh kepanikan sistemik, rasio fundamental di dalam laporan keuangan tidak lagi bisa dijadikan perisai pelindung tunggal.

Oleh karena itu, pada fase awal sebuah krisis besar, investor disarankan untuk tidak memaksakan diri bertindak agresif dengan mencoba membeli saham yang harganya sedang jatuh tajam (*catching a falling knife*) hanya karena valuasinya terlihat "sangat murah" di atas kertas. Dalam kondisi ketidakpastian ekstrem, langkah mitigasi risiko yang paling bijaksana adalah memprioritaskan likuiditas atau mengamankan aset tunai, serta menahan diri dari perilaku ikut-ikutan (*herd behavior*). Memahami bahwa mekanisme pasar bisa menjadi sangat irasional di masa krisis akan membantu investor menghindari keputusan jual-beli yang murni didorong oleh emosi dan kepanikan sesaat.

Ahmad Yasin, 2026

ANALISIS GMM TERHADAP JAKARTA ISLAMIC INDEKS SELAMA KRISIS 2020–2024

UPN Veteran Jakarta, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, S1 Manajemen

[www.upnvj.ac.id - www.library.upnvj.ac.id - www.repository.upnvj.ac.id]

DAFTAR PUSTAKA

- Abbasifard, M., Abdol, S., Sabet, H., Rezveh, M. S., & Hosseinpoor, A. (2024). *Nonlinear Interactions Of Exchange Rate And Stock Market In Iran*.
- Ahmadi, N., & Rahmani, B. (2020). *Pengaruh Return On Equity, Deb To Equity Ratio Dan Current Ratio Terhadap Harga Saham Perusahaan Yang Terdaftar Di Jakarta Islamic Indeks Dengan Price Earning Ratio Sebagai Variabel Moderating*.
- Akhtaruzzaman, M., Boubaker, S., & Sensoy, A. (2021). Financial Contagion During Covid-19 Crisis. *Finance Research Letters*, 38. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101604>
- Ali, M., Alam, N., & Rizvi, S. A. R. (2020). Coronavirus (Covid-19) — An Epidemic Or Pandemic For Financial Markets. *Journal Of Behavioral And Experimental Finance*, 27. <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2020.100341>
- Andleeb, R., & Hassan, A. (2023). Impact Of Investor Sentiment On Contemporaneous And Future Equity Returns In Emerging Markets. *Sage Open*, 13(3). <https://doi.org/10.1177/21582440231193568>
- Arellano, & Bover. (1995). *Another Look At The Instrumental Variable Estimation Of Error-Components Models*.
- Ashraf, B. N. (2020). Stock Markets' Reaction To Covid-19: Cases Or Fatalities? *Research In International Business And Finance*, 54. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2020.101249>
- Assidiq, F. M., & Kholis, N. (2022). *Analisis Pengaruh Faktor Makroekonomi Terhadap Jakarta Islamic Index (Jii) Selama Pandemi Covid-19 Analysis Of The Effect Of Macro Factors On Jakarta Islamic Index (Jii) During The Covid-19 Pandemic Skripsi Diajukan Untuk Memenuhi Sebagian Persyaratan Guna Memperoleh Gelar Sarjana Ekonomi Dari Program Studi Ekonomi Islam*.
- Baltagi. (2021). *Econometric Analysis Of Panel Data*. <https://doi.org/https://doi.org/10.1007/978-3-030-53953-5>
- Bhakti, D. P., & Widjaja, H. S. (2020). Inter-Relation Between Indonesian Islamic Capital Market Index And The World Market Indices: Period Of January 2009 – December

2017. *Indonesian Capital Market Review*, 12(2).
<https://doi.org/10.21002/icmr.v12i2.12504>
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial Conditions And Moment Restrictions In Dynamic Panel Data Models. In *Journal Of Econometrics* (Vol. 87).
- Bodie, Z., Kane, A., & Alan J. Marcus. (2014). *Investments*.
- Brigham, E. F. ., & Houston, J. F. . (2019). *Fundamentals Of Financial Management*. Cengage.
- Caporale, G. M., Karanasos, M., Yfanti, S., & Kartsaklas, A. (2021). Investors' Trading Behaviour And Stock Market Volatility During Crisis Periods: A Dual Long-Memory Model For The Korean Stock Exchange. *International Journal Of Finance And Economics*, 26(3), 4441–4461. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2024>
- Clara, N., & Kim, S. S. (2021). The Effect Of Firm Profitability On Expected Stock Return In Asean Stock Market. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 25(3), 642–655. <https://doi.org/10.26905/jkdp.v25i3.5598>
- De Long, J. B., Shleifer, A., Summers, L. H., & Waldmann, R. J. (1990). Noise Trader Risk In Financial Markets. In *Source: The Journal Of Political Economy* (Vol. 98, Number 4).
- Delima, B., Sugianto, S., & Bi Rahmani, N. A. B. R. A. (2024). Herding Behavior Analysis Of Jakarta Islamic Index 2019-2024. *Serambi: Jurnal Ekonomi Manajemen Dan Bisnis Islam*, 7(1), 15–22. <https://doi.org/10.36407/serambi.v7i1.1454>
- Dewi, K. C., Solihin, D., Masithoh Hariyadi, R., Heriyanto, Dan, & Ekonomi Dan Bisnis, F. (2022). *Jakarta Islamic Index (Jii) Paska Pandemi*.
- Dini Selasi, Lukmannul Hakim, & Rifqi Faturahman. (2024). Prospek Yang Sangat Menjanjikan Pasar Modal Dan Investasi Berbasis Syariah. *Santri : Jurnal Ekonomi Dan Keuangan Islam*, 3(1), 01–09. <https://doi.org/10.61132/santri.v3i1.1160>
- Fama, E. F. (1970). American Finance Association Efficient Capital Markets: A Review Of Theory And Empirical Work Efficient Capital Markets: A Review Of Theory And Empirical Work*. In *Source: The Journal Of Finance* (Vol. 25, Number 2).
- Firmansyah, A., Fauzi, I., Hannun, M. I., Prakosa, D. K., & Purwaka, A. J. (2024). Are Market Competition, Customer Concentration And Company Diversification

- Associated With Firm Value? *Journal Of Contemporary Accounting*, 11–26.
<https://doi.org/10.20885/jca.vol6.iss1.art2>
- Ghozali, I. (2018). *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program Ibm Spss 25 (Edisi 9)*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2003). *Basic Econometrics*.
- Hasan, M. B., Mahi, M., Hassan, M. K., & Bhuiyan, A. B. (2021). Impact Of Covid-19 Pandemic On Stock Markets: Conventional Vs. Islamic Indices Using Wavelet-Based Multi-Timescales Analysis. *North American Journal Of Economics And Finance*, 58.
<https://doi.org/10.1016/j.najef.2021.101504>
- Kahneman, D., & Tversky', A. (1979). *E C O N Ometrica I C I Volume 47 March, 1979 Number 2 Prospect Theory: An Analysis Of Decision Under Risk*.
- Katembo, A. (2024). Effect Of Interest Rate Changes On Stock Market Volatility In Congo. *American Journal Of Finance*, 10(3), 1–12. <https://doi.org/10.47672/ajf.2168>
- Khalid, M. U., Timer, S., & Ahmed, Z. (2025). *Herd Behavior In Shariah Compliant Stocks: Evidence From Islamic Countries*. 2(2), 11.
- Kim, J. (2023). Stock Market Reaction To Us Interest Rate Hike: Evidence From An Emerging Market. *Heliyon*, 9(5). <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2023.e15758>
- Krugman, Maurice Obstfeld, & Marc J Melitz. (2018). *15 - International Economics, Theory And Policy, Global Edition By Paul R. Krugman, Maurice Obstfeld, Marc J. Melitz 2018*.
- Kusuma, M., Marjukah, A., & Kasim, C. M. M. (2025). The Value Relevance Of Unrealised Earnings. *Jurnal Akuntansi Kontemporer*, 17(1), 12–25.
<https://doi.org/10.33508/jako.v17i1.5886>
- Luthfi, V. M., Setiawan, I., Nurmalina, R., & Ruhana, N. (2022). Financial Performance And Stock Prices: Evidence From Firms Listed On The Jakarta Islamic Index. *Indonesian Journal Of Economics And Management*, 3(1), 33–42.
<https://doi.org/10.35313/ijem.v3i1.4644>
- Malkiel, B. G. (2003). *The Efficient Market Hypothesis And Its Critics*.
- Mishkin, F. S. (2016). *The Economics Of Money, Banking, And Financial Markets*.
www.myeconlab.com

- Mroua, M., & Trabelsi, L. (2020). Causality And Dynamic Relationships Between Exchange Rate And Stock Market Indices In Brics Countries: Panel/Gmm And Ardl Analyses. *Journal Of Economics, Finance And Administrative Science*, 25(50), 395–412. <https://doi.org/10.1108/jefas-04-2019-0054>
- Mulyadi, S., Soleman, R., & Ridho, M. (2023). Pengujian Efek Kurs, Suku Bunga, Dan Inflasi Terhadap Jakarta Islamic Index. *Milkiyah: Jurnal Hukum Ekonomi Syariah*, 2(2), 75–84. <https://doi.org/10.46870/milkiyah.v2i2.427>
- Rizvi, S. K. A., Yarovaya, L., Mirza, N., & Naqvi, B. (2022). The Impact Of Covid-19 On The Valuations Of Non-Financial European Firms. *Heliyon*, 8(6). <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2022.e09486>
- Ross, S. A. (1977). The Determination Of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. In *Source: The Bell Journal Of Economics* (Vol. 8, Number 1).
- Rusydiana, A. S., & Prakoso, D. (2021). *Impact Of Covid-19 And Macroeconomic Factors On Sharia Stock Market Performance: A Case Study Of Indonesia*. <http://journals.smartinsight.id/index.php/eii>
- Salisu, A. A., Sikiru, A. A., & Vo, X. V. (2020). Pandemics And The Emerging Stock Markets. *Borsa Istanbul Review*, 20, S40–S48. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2020.11.004>
- Sari, Y. R., & Syah, F. A. (2024). The Effect Of Inflation, Bi Rate, Jub, Exchange Rate, And Sbis On The Jakarta Islamic Index In 2010-2023. *Al-Falah : Journal Of Islamic Economics*, 9(2). <https://doi.org/10.29240/alfalah.v9i2.11307>
- Shen, H., Fu, M., Pan, H., Yu, Z., & Chen, Y. (2020). The Impact Of The Covid-19 Pandemic On Firm Performance. *Emerging Markets Finance And Trade*, 56(10), 2213–2230. <https://doi.org/10.1080/1540496x.2020.1785863>
- Shiller, R. J. (2003). From Efficient Markets Theory To Behavioral Finance. In *Journal Of Economic Perspectives* (Vol. 17).
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey Of Corporate Governance. *Journal Of Finance*, 52(2), 737–783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Smolo, E., Jahangir, R., Nagayev, R., & Aysan, A. F. (2023). Performances Of Leading Islamic Finance Markets Prior To And During The Covid-19 Pandemic. *Heliyon*, 9(1). <https://doi.org/10.1016/J.Heliyon.2023.E12870>

- Spence, M. (1973). *Job Market Signaling*. <http://qje.oxfordjournals.org/>
- Su, H. (2025). Investor Sentiment: How It Drives Stock Returns. *Applied Economics And Finance*, 12(1), 34. <https://doi.org/10.11114/aef.v12i1.7528>
- Sugiyono. (2019). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, Dan R&D*. Cv Alfabeta.
- Wang, Y. (2025). *Stock Market Interest Rate Fluctuation And Its Influencing Factors*. <https://doi.org/10.54254/2754-1169/156/2025.20403>
- Wooldridge, J. M. (2001). *Applications Of Generalized Method Of Moments Estimation*.
- Yang, M., Zhang, Q., Yi, A., & Peng, P. (2021). Geopolitical Risk And Stock Market Volatility In Emerging Economies: Evidence From Garch-Midas Model. *Discrete Dynamics In Nature And Society*, 2021. <https://doi.org/10.1155/2021/1159358>
- Yang, P., Mukhsin, M., & Herawati, M. (2020). *Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Likuiditas Saham Pada* (Vol. 11, Number 1).
- Yang, S. (2025). Pandemic, Policy, And Markets: Insights And Learning From Covid-19's Impact On Global Stock Behavior. *Empirical Economics*, 68(2), 555–583. <https://doi.org/10.1007/s00181-024-02648-2>
- Yasminawati, A., Safitri, D. U., & Lestari, H. S. (2024). The Effect Of Liquidity On Performance Of Consumer Cyclical Companies Listed On The Indonesian Stock Exchange. *Jurnal Ilmiah Manajemen Kesatuan*, 12(6), 2165–2174. <https://doi.org/10.37641/jimkes.v12i6.2912>

Ahmad Yasin, 2026

ANALISIS GMM TERHADAP JAKARTA ISLAMIC INDEKS SELAMA KRISIS 2020–2024

UPN Veteran Jakarta, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, S1 Manajemen

[www.upnvj.ac.id - www.library.upnvj.ac.id - www.repository.upnvj.ac.id]

RIWAYAT HIDUP



Nama : Ahmad Yasin
Tempat/tanggal lahir : Jakarta, 2 April 2004
Agama : Islam
Kewarganegaraan : Indonesia
Alamat : Jombang, Ciputat, Tangerang Selatan, Banten, Indonesia
Nama Orang Tua :
Ayah : Ogus Dharmawan
Ibu : Dewi Puspa Sari

PENDIDIKAN FORMAL :

1. SDIT Auliya
2. SMPIT Darul Quran Mulia
3. SMAIT Al Kahfi
4. Strata Satu Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas
Pembangunan Nasional “Veteran” Jakarta

LAMPIRAN

Lampiran 1.
Data Konstituen Jakarta Islamic Index (sampel penelitian)

No	Tahun	Kode	Nama
1	2020	ADRO	Adaro Energy Tbk
2		AKRA	AKR Corporindo Tbk
3		ANTM	Aneka Tambang Tbk
4		BRPT	Barito Pacific Tbk
5		BTPN	Bank BTPN Syariah Tbk
6		CPIN	Charoen Pokphand Indonesia Tbk
7		EXCL	XL Axiata Tbk
8		ICBP	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk
9		INCO	Vale Indonesia Tbk
10		INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk
11		INKP	Indah Kiat Pulp & Paper Tbk
12		INTP	Indocement Tunggul Prakarsa Tbk
13		JPFA	Japfa Comfeed Indonesia Tbk
14		KAEF	Kimia Farma Tbk
15		KLBF	Kalbe Farma Tbk
16		MDKA	Merdeka Copper Gold Tbk
17		MIKA	Mitra Keluarga Karyasehat Tbk
18		MNCN	Media Nusantara Citra Tbk
19		PGAS	Perusahaan Gas Negara Tbk
20		PTBA	Bukit Asam Tbk
21		PTPP	PP (Persero) Tbk
22		PWON	Pakuwon Jati Tbk
23		SCMA	Surya Citra Media Tbk
24		SMGR	Semen Indonesia (Persero) Tbk
25		TKIM	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk
26		TLKM	Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk
27		TPIA	Chandra Asri Petrochemical Tbk
28		UNTR	United Tractors Tbk
29		UNVR	Unilever Indonesia Tbk
30		WIKA	Wijaya Karya (Persero) Tbk
31	2021	ADRO	Adaro Energy Tbk.
32		ANTM	Aneka Tambang Tbk.
33		BRIS	Bank Syariah Indonesia Tbk.
34		BRPT	Barito Pacific Tbk.
35		BUKA	Bukalapak.com Tbk.
36		CPIN	Charoen Pokphand Indonesia Tbk
37		EMTK	Elang Mahkota Teknologi Tbk.
38		ERAA	Erajaya Swasembada Tbk.
39		EXCL	XL Axiata Tbk.
40		ICBP	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk.
41		INCO	Vale Indonesia Tbk.

42		INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk.
43		INKP	Indah Kiat Pulp & Paper Tbk.
44		INTP	Indocement Tunggul Prakarsa Tbk.
45		ITMG	Indo Tambangraya Megah Tbk.
46		JPFA	Japfa Comfeed Indonesia Tbk.
47		KLBF	Kalbe Farma Tbk.
48		MIKA	Mitra Keluarga Karyasehat Tbk.
49		MNCN	Media Nusantara Citra Tbk.
50		PGAS	Perusahaan Gas Negara Tbk.
51		PTBA	Bukit Asam Tbk.
52		PTPP	PP (Persero) Tbk.
53		SMGR	Semen Indonesia (Persero) Tbk.
54		TINS	Timah Tbk.
55		TKIM	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk.
56		TLKM	Telkom Indonesia (Persero) Tbk.
57		TPIA	Chandra Asri Petrochemical Tbk.
58		UNTR	United Tractors Tbk.
59		UNVR	Unilever Indonesia Tbk.
60		WIKA	Wijaya Karya (Persero) Tbk.
61	2022	ACES	Ace Hardware Indonesia Tbk.
62		ADRO	Adaro Energy Indonesia Tbk.
63		AKRA	AKR Corporindo Tbk.
64		ANTM	Aneka Tambang Tbk.
65		BRIS	Bank Syariah Indonesia Tbk.
66		BRMS	Bumi Resources Minerals Tbk.
67		BRPT	Barito Pacific Tbk.
68		CPIN	Charoen Pokphand Indonesia Tbk
69		EXCL	XL Axiata Tbk.
70		HEAL	Medikaloka Hermina Tbk.
71		HRUM	Harum Energy Tbk.
72		ICBP	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk.
73		INCO	Vale Indonesia Tbk.
74		INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk.
75		INKP	Indah Kiat Pulp & Paper Tbk.
76		INTP	Indocement Tunggul Prakarsa Tbk.
77		ITMG	Indo Tambangraya Megah Tbk.
78		KLBF	Kalbe Farma Tbk.
79		MIKA	Mitra Keluarga Karyasehat Tbk.
80		MTEL	Dayamitra Telekomunikasi Tbk.
81		PGAS	Perusahaan Gas Negara Tbk.
82		PTBA	Bukit Asam Tbk.
83		SCMA	Surya Citra Media Tbk.
84		SIDO	Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk.
85		SMGR	Semen Indonesia (Persero) Tbk.
86		TINS	Timah Tbk.
87		TLKM	Telkom Indonesia (Persero) Tbk.
88		TPIA	Chandra Asri Petrochemical Tbk.

89		UNTR	United Tractors Tbk.
90		UNVR	Unilever Indonesia Tbk.
91	2023	ACES	Ace Hardware Indonesia Tbk.
92		ADMR	Adaro Minerals Indonesia Tbk.
93		ADRO	Adaro Energy Indonesia Tbk.
94		AKRA	AKR Corporindo Tbk.
95		ANTM	Aneka Tambang Tbk.
96		ASII	Astra International Tbk.
97		BRIS	Bank Syariah Indonesia Tbk.
98		BRMS	Bumi Resources Minerals Tbk.
99		CPIN	Charoen Pokphand Indonesia Tbk
100		EMTK	Elang Mahkota Teknologi Tbk
101		EXCL	XL Axiata Tbk.
102		GOTO	Goto Gojek Tokopedia Tbk
103		ICBP	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk.
104		INCO	Vale Indonesia Tbk.
105		INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk.
106		INKP	Indah Kiat Pulp & Paper Tbk.
107		INTP	Indocement Tunggal Prakarsa Tbk.
108		ITMG	Indo Tambangraya Megah Tbk.
109		KLBF	Kalbe Farma Tbk.
110		MAPI	Mitra Adiperkasa Tbk
111		MDKA	Merdeka Copper Gold Tbk
112		MIKA	Mitra Keluarga Karyasehat Tbk.
113		PGAS	Perusahaan Gas Negara Tbk.
114		PTBA	Bukit Asam Tbk.
115		SMGR	Semen Indonesia (Persero) Tbk.
116		TLKM	Telkom Indonesia (Persero) Tbk.
117		TPIA	Chandra Asri Petrochemical Tbk.
118		UNTR	United Tractors Tbk.
119		UNVR	Unilever Indonesia Tbk.
120		WIFI	Solusi Sinergi Digital Tbk
121	2024	ACES	Ace Hardware Indonesia Tbk.
122		ADMR	Adaro Minerals Indonesia Tbk.
123		ADRO	Adaro Energy Indonesia Tbk.
124		AKRA	AKR Corporindo Tbk.
125		AMMN	Amman Mineral International Tbk.
126		ANTM	Aneka Tambang Tbk.
127		ASII	Astra International Tbk.
128		BRIS	Bank Syariah Indonesia Tbk.
129		BRMS	Bumi Resources Minerals Tbk.
130		CPIN	Charoen Pokphand Indonesia Tbk
131		EXCL	XL Axiata Tbk.
132		ICBP	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk.
133		INCO	Vale Indonesia Tbk.
134		INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk.
135		INKP	Indah Kiat Pulp & Paper Tbk.

136		ISAT	Indosat Tbk.
137		KLBF	Kalbe Farma Tbk.
138		MAPI	Mitra Adiperkasa Tbk
139		MBMA	Merdeka Battery Materials Tbk
140		MDKA	Merdeka Copper Gold Tbk
141		MEDC	Medco Energi Internasional Tbk
142		PANI	Pantai Indah Kapuk Dua Tbk
143		PGAS	Perusahaan Gas Negara Tbk.
144		PGEO	Pertamina Geothermal Energy Tbk.
145		PTBA	Bukit Asam Tbk.
146		SMGR	Semen Indonesia (Persero) Tbk.
147		TLKM	Telkom Indonesia (Persero) Tbk.
148		TPIA	Chandra Asri Pasifik Tbk.
149		UNTR	United Tractors Tbk.
150		UNVR	Unilever Indonesia Tbk.

Sumber: www.idx.co.id, Data diolah (2025)

Lampiran 2. Data BI Rate

Tahun	BIRATE
2020	3,75
2021	3,5
2021	3,5
2022	5,5
2023	6
2024	6

Lampiran 3. Data Exchange Rate (KURS)

Tahun	KURS
2020	14.279
2021	14.275
2022	15.565
2023	15.394
2023	15.394
2024	16.089

Lampiran 4.
Data Likuiditas Perusahaan (*Current Ratio*)

Tahun	CR	Tahun	CR	Tahun	CR	Tahun	CR	Tahun	CR
2020	1,51	2021	2,08	2022	10,3	2023	7,42	2024	6,81
2020	1	2021	1,79	2022	2,17	2023	4,22	2024	3,58
2020	1,21	2021	0,45	2022	1,13	2023	2,02	2024	4,02
2020	1,87	2021	3,15	2022	1,96	2023	1,45	2024	1,56
2020	0	2021	8,6	2022	0,55	2023	2,34	2024	2,01
2020	2,53	2021	2,01	2022	2,68	2023	1,33	2024	1,84
2020	0,4	2021	4,03	2022	3,7	2023	0,57	2024	1,33
2020	2,26	2021	1,55	2022	2,14	2023	1,52	2024	0,63
2020	4,33	2021	0,37	2022	0,4	2023	1,65	2024	1,2
2020	1,3	2021	1,8	2022	1,05	2023	4,93	2024	2,48
2020	2,26	2021	4,97	2022	2,3	2023	0,36	2024	0,4
2020	2,92	2021	1,34	2022	3,1	2023	2,62	2024	4,09
2020	1,55	2021	2,08	2022	5,66	2023	3,51	2024	3,81
2020	0,9	2021	2,44	2022	1,79	2023	4,77	2024	2,15
2020	4,12	2021	2,71	2022	2,45	2023	1,92	2024	2,63
2020	1,04	2021	2,01	2022	2,14	2023	2,65	2024	0,48
2020	5,46	2021	4,45	2022	3,26	2023	1,25	2024	4,11
2020	3,85	2021	4,19	2022	3,77	2023	4,35	2024	1,44
2020	1,7	2021	3,13	2022	3,82	2023	4,91	2024	2,19
2020	3,98	2021	2,49	2022	0,77	2023	1,36	2024	1,36
2020	1,21	2021	2,43	2022	2,23	2023	1,33	2024	1,22
2020	1,98	2021	1,12	2022	2,28	2023	4,97	2024	2
2020	2,34	2021	1,08	2022	3,66	2023	1,29	2024	1,95
2020	1,35	2021	1,31	2022	4,06	2023	1,52	2024	3,65
2020	1,38	2021	1,19	2022	1,45	2023	1,23	2024	1,26
2020	0,67	2021	0,89	2022	2,21	2023	0,78	2024	1,25
2020	1,74	2021	3,14	2022	0,78	2023	3,47	2024	0,7
2020	2,11	2021	1,99	2022	3,75	2023	1,46	2024	3,02
2020	0,66	2021	0,61	2022	1,88	2023	0,55	2024	1,54
2020	1,09	2021	1,01	2022	0,61	2023	1,18	2024	0,45

Lampiran 5.
Data Profitabilitas Perusahaan (*Return on Asset*)

Tahun	ROE	Tahun	ROE	Tahun	ROE	Tahun	ROE	Tahun	ROE
2020	0,10	2021	0,2257	2022	0,1129	2023	0,1243	2024	0,0491
2020	0,05	2021	0,0893	2022	0,4138	2023	0,4517	2024	0,0735
2020	0,02	2021	0,1211	2022	0,2191	2023	0,2424	2024	0,04
2020	0,02	2021	0,1693	2022	0,1611	2023	0,2469	2024	0,0654
2020	0,06	2021	-0,0714	2022	0,1271	2023	0,1004	2024	-0,0155
2020	0,06	2021	0,1441	2022	0,017	2023	0,1704	2024	0,0218
2020	-0,08	2021	0,1990	2022	0,0041	2023	0,1472	2024	0,0385
2020	0,03	2021	0,1649	2022	0,1113	2023	0,018	2024	0,0422
2020	0,00	2021	0,0641	2022	0,0433	2023	0,0858	2024	0,0073
2020	0,025	2021	0,1889	2022	0,0868	2023	-0,0041	2024	0,0438
2020	0,002	2021	0,0770	2022	0,4109	2023	0,0482	2024	0,0193
2020	0,032	2021	0,2321	2022	0,1256	2023	-2,3832	2024	-0,0237
2020	0,062	2021	0,1106	2022	0,1070	2023	0,1715	2024	0,0024
2020	-0,03	2021	0,0867	2022	0,1707	2023	0,0851	2024	-0,018
2020	0,038	2021	0,3933	2022	0,153	2023	0,1376	2024	0,0309
2020	-0,038	2021	0,1653	2022	0,0942	2023	0,0686	2024	0,0308
2020	0,054	2021	0,1626	2022	0,6138	2023	0,093	2024	0,0378
2020	0,023	2021	0,2331	2022	0,1659	2023	0,2799	2024	0,04
2020	-0,14	2021	0,1433	2022	0,1858	2023	0,1292	2024	0,012
2020	0,037	2021	0,1203	2022	0,0528	2023	0,1894	2024	0,0122
2020	0,01	2021	0,3287	2022	0,1238	2023	-0,0223	2024	0,0444
2020	0,022	2021	0,0333	2022	0,4378	2023	0,1573	2024	0,0068
2020	0,033	2021	0,0566	2022	0,1122	2023	0,103	2024	0,028
2020	0,036	2021	0,2065	2022	0,3151	2023	0,2849	2024	0,0132
2020	-0,011	2021	0,1414	2022	0,0553	2023	0,0502	2024	0,0832
2020	0,039	2021	0,2791	2022	0,1479	2023	0,1799	2024	0,0502
2020	0,01	2021	0,0519	2022	0,2141	2023	-0,0123	2024	0,0436
2020	0,012	2021	0,1499	2022	-0,0533	2023	0,2601	2024	-0,0035
2020	0,612	2021	1,3325	2022	0,248	2023	1,4199	2024	0,0424
2020	0,01	2021	0,0164	2022	1,3421	2023	0,0788	2024	1,5674

Lampiran 6.
Hasil Uji Statistik Deskriptif

	ROE	KURS	CR	BIRATE
Mean	0.122154	15120.40	2.301800	4.950000
Median	0.071050	15394.00	1.970000	5.500000
Maximum	1.567400	16089.00	10.300000	6.000000
Minimum	-2.383200	14275.00	0.000000	3.500000
Std. Dev.	0.318866	728.1539	1.616341	1.103685
Skewness	-1.377126	-0.095646	1.734174	-0.344853
Kurtosis	33.42299	1.396519	7.615858	1.231695
Jarque-Bera	5832.150	16.29841	208.3474	22.51623
Probability	0.000000	0.000289	0.000000	0.000013
Sum	18.32310	2268060.	345.2700	742.5000
Sum Sq. Dev.	15.14969	79001016	389.2712	181.5000
Observations	150	150	150	150

Lampiran 7.
Hasil Uji Autokorelasi

Dependent Variable: RESID01
Method: Least Squares
Date: 05/30/25 Time: 15:15
Sample (adjusted): 6 150
Included observations: 145 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.297834	0.709139	-0.419994	0.6751
RESID_1	-0.008080	0.083917	-0.096284	0.9234
RESID_2	-0.003005	0.083910	-0.035812	0.9715
R-squared	0.000074	Mean dependent var	-0.294666	
Adjusted R-squared	-0.014010	S.D. dependent var	8.470388	
S.E. of regression	8.529515	Akaike info criterion	7.145415	
Sum squared resid	10330.87	Schwarz criterion	7.207002	
Log likelihood	-515.0426	Hannan-Quinn criter.	7.170440	
F-statistic	0.005249	Durbin-Watson stat	1.999928	
Prob(F-statistic)	0.994765			

Lampiran 8.

Hasil Estimasi Generalized Method of Moments (GMM) dan hasil Tes Sargan

Dependent Variable: Y
Method: Generalized Method of Moments
Date: 05/30/25 Time: 15:00
Sample (adjusted): 4 150
Included observations: 147 after adjustments
Linear estimation with 1 weight update
Estimation weighting matrix: HAC (Bartlett kernel, Newey-West fixed
bandwidth = 5.0000)
Standard errors & covariance computed using estimation weighting
matrix
Instrument specification: Y(-2) Y(-3) BIRATE KURS CR ROE
Constant added to instrument list

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Y(-1)	0.983099	0.012937	75.98968	0.0000
BIRATE	-1.162458	0.977974	-1.188639	0.2366
KURS	0.001039	0.000795	1.306413	0.1935
CR	-0.488243	0.897897	-0.543763	0.5875
ROE	-0.492996	0.668193	-0.737805	0.4619
R-squared	0.970159	Mean dependent var	558.6706	
Adjusted R-squared	0.969319	S.D. dependent var	48.72988	
S.E. of regression	8.535547	Sum squared resid	10345.49	
Durbin-Watson stat	2.013507	J-statistic	0.524942	
Instrument rank	7	Prob(J-statistic)	0.769149	