

**PENGARUH PROGRAM MAKAN BERGIZI GRATIS, HARI
KEAGAMAAN, DAN VOLUME PERDAGANGAN SAHAM TERHADAP
HARGA SAHAM SYARIAH: ANALISIS *GENERALIZED
AUTOREGRESSIVE CONDITIONAL HETEROSKEDASTICITY***

SKRIPSI



Oleh :

RISMA GUNAWAN

NIM 220503110018

**PROGRAM STUDI PERBANKAN SYARIAH
FAKULTAS EKONOMI
UIN MAULANA MALIK IBRAHIM MALANG
2025**

**PENGARUH PROGRAM MAKAN BERGIZI GRATIS, HARI
KEAGAMAAN, DAN VOLUME PERDAGANGAN SAHAM TERHADAP
HARGA SAHAM SYARIAH: ANALISIS *GENERALIZED
AUTOREGRESSIVE CONDITIONAL HETEROSKEDASTICITY***

SKRIPSI

Diajukan Kepada:
Universitas Islam Negeri (UIN) Maulana Malik Ibrahim Malang
Untuk Memenuhi Salah Satu Persyaratan dalam Memperoleh
Gelar Sarjana Ekonomi (SE)



Oleh :
RISMA GUNAWAN
NIM 220503110018

**PROGRAM STUDI PERBANKAN SYARIAH
FAKULTAS EKONOMI
UIN MAULANA MALIK IBRAHIM MALANG
2025**

LEMBAR PERSETUJUAN

PENGARUH PROGRAM MAKAN BERGIZI GRATIS, HARI KEAGAMAAN, DAN VOLUME PERDAGANGAN SAHAM TERHADAP HARGA SAHAM SYARIAH: ANALISIS *GENERALIZED AUTOREGRESSIVE CONDITIONAL HETEROSKEDASTICITY*

SKRIPSI

Oleh

RISMA GUNAWAN

NIM : 220503110018

Telah Disetujui Pada Tanggal 25 November 2025

Dosen Pembimbing,



Ahmad Tibrizi Soni Wicaksono, M.E

NIP. 199007132019031013

LEMBAR PENGESAHAN

**PENGARUH PROGRAM MAKAN BERGIZI GRATIS, HARI KEAGAMAAN, DAN
VOLUME PERDAGANGAN SAHAM TERHADAP HARGA SAHAM SYARIAH:
ANALISIS *GENERALIZED AUTOREGRESSIVE CONDITIONAL HETEROSKEDASTICITY***

SKRIPSI

Oleh

RISMA GUNAWAN

NIM : 220503110018

Telah Dipertahankan di Depan Dewan Penguji
Dan Dinyatakan Diterima Sebagai Salah Satu Persyaratan
Untuk Memperoleh Gelar Sarjana Perbankan Syariah (S.E.)
Pada 19 Desember 2025

Susunan Dewan Penguji:

1 Ketua Penguji

Kurniawati Meylianingrum, M.E

NIP. 199205022019032029

2 Anggota Penguji

Iffat Maimunah, S.S., M.Pd

NIP. 197905272014112001

3 Sekretaris Penguji

Ahmad Tibrizi Soni Wicaksono, M.E

NIP. 199007132019031013

Tanda Tangan



Disahkan Oleh:

Ketua Program Studi,



Dr. Fani Firmansyah, SE., M.M

NIP. 197701232009121001

SURAT PERNYATAAN

Yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Risma Gunawan
NIM : 220503110018
Fakultas/Jurusan : Ekonomi/Perbankan Syariah

menyatakan bahwa "Skripsi" yang saya buat untuk memenuhi persyaratan kelulusan pada Jurusan Perbankan Syariah Fakultas Ekonomi Universitas Islam Negeri (UIN) Maulana Malik Ibrahim Malang, dengan judul:

Pengaruh Program Makan Bergizi Gratis, Hari Keagamaan, dan Volume Perdagangan Saham Terhadap Harga Saham Syariah: Analisis *Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity* adalah hasil karya saya sendiri, bukan "duplikasi" dari karya orang lain.

Selanjutnya apabila di kemudian hari ada "klaim" dari pihak lain, bukan menjadi tanggung jawab Dosen Pembimbing dan atau pihak Fakultas Ekonomi, tetapi menjadi tanggung jawab saya sendiri.

Demikian surat pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya dan tanpa paksaan dari siapapun.

Malang, 06 Desember 2025

Hormat saya,



Risma Gunawan
NIM : 220503110018

HALAMAN PERSEMBAHAN

Dengan penuh rasa syukur kepada Tuhan Yang Maha Esa, skripsi ini
saya persembahkan untuk :

Kedua Orang Tua Tercinta

Terima kasih atas kasih sayang, doa, dukungan, dan segala pengorbanan tanpa henti yang selalu menjadi sumber kekuatan dan penyemangat di setiap langkah saya.

Keluarga Besar Tersayang

Untuk Kakak, Kakek, Nenek, Paman, Bibi, dan para sepupu yang selalu mendampingi perjalanan saya dengan perhatian, dorongan semangat, serta kebahagiaan selama proses ini.

Dosen-dosen yang Saya Hormati

Atas kesabaran dalam mengajar, membimbing, dan mendidik, serta atas ilmu dan inspirasi yang diberikan selama masa studi saya di kampus tercinta ini.

Teman-teman Seperjuangan

Yang telah menemani setiap proses, memberikan dukungan moral, serta menjadi penyemangat dalam perjalanan panjang ini.

Almamater dan Beasiswa yang Saya Banggakan

*UIN Malang tercinta, tempat saya belajar, berkembang, dan mengejar impian.
Beasiswa BIB-LPDP, yang telah memberikan dukungan dan kesempatan berharga selama masa studi saya.*

HALAMAN MOTTO

يُسْرًا أَلْعُسْرَ مَعَ إِنَّ

“Sesungguhnya bersama kesulitan itu ada kemudahan.”

(Q.S. Al-Insyirah : 6)

“Semua jatuh bangunmu hal yang biasa, angan dan pertanyaan waktu yang menjawabnya, berikan tenggat waktu bersedihlah secukupnya, rayakan perasaan mu sebagai manusia.”

(Baskara Putra – Hindia)

KATA PENGANTAR

Assalamu'alaikum Warahmatullahi Wabarakatuh

Segala puji dan syukur senantiasa kita panjatkan ke hadirat Allah SWT, Tuhan Yang Maha Esa, atas limpahan rahmat, taufik, dan hidayah-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul **“Pengaruh Program Makan Bergizi Gratis (MBG), Hari Keagamaan, dan Volume Perdagangan Saham Terhadap Harga Saham Syariah: Analisis *Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity*”** ini dengan baik.

Shalawat serta salam semoga senantiasa tercurah kepada Nabi Muhammad SAW, suri teladan bagi seluruh umat manusia, beserta keluarga, sahabat, dan pengikutnya hingga akhir zaman. Skripsi ini merupakan salah satu syarat untuk menyelesaikan program Sarjana (S1) pada Jurusan Perbankan Syariah, Fakultas Ekonomi, Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang.

Dalam penyusunan skripsi ini, penulis menyadari bahwa prosesnya tidak dapat diselesaikan tanpa adanya bantuan, dukungan, serta doa dari banyak pihak. Untuk itu, dengan segala kerendahan hati, penulis menyampaikan apresiasi dan ucapan terima kasih yang tulus kepada:

1. Ibu Prof. Dr. Hj. Ilfi Nur Diana, M.Si., CAHRM., CRMP, selaku Rektor Universitas Islam Negeri (UIN) Maulana Malik Ibrahim Malang.
2. Bapak Dr. H. Misbahul Munir, Lc., M.EI, selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Islam Negeri (UIN) Maulana Malik Ibrahim Malang.
3. Bapak Dr. Fani Firmansyah, S.E., M.M, selaku Ketua Program Studi Perbankan Syariah Fakultas Ekonomi Universitas Islam Negeri (UIN) Maulana Malik Ibrahim Malang.
4. Bapak Ahmad Tibrizi Soni Wicaksono, M.E., selaku Dosen Pembimbing yang dengan penuh kesabaran telah memberikan arahan dan bimbingan kepada penulis sepanjang proses penyusunan skripsi ini hingga terselesaikan.
5. Bapak dan Ibu Dosen Program Studi Perbankan Syariah, beserta seluruh staf akademik yang telah memberikan ilmu, bimbingan, serta dukungan kepada penulis selama menempuh pendidikan di Universitas Islam Negeri (UIN) Maulana Malik Ibrahim Malang.
6. Orang tua penulis, Bapak Gunawan Hadi dan Ibu Siti Mariyamah yang senantiasa memberi kasih sayang, semangat, perhatian, serta doa tanpa henti dalam setiap proses yang penulis jalani.
7. Kakak kandung penulis, Renim Gunawan, yang telah memberikan dukungan selama perjalanan studi ini.

8. Teman-teman seperjuangan Perbankan Syariah angkatan 2022, yang telah menjadi rekan bertumbuh, belajar, dan berjuang bersama sejak awal perkuliahan hingga penyusunan skripsi ini.
9. Teman-teman BIB-LPDP angkatan 2022, yang telah menjadi ruang berbagi pengalaman, ilmu, dan motivasi. Terima kasih atas dukungan dan kebersamaan selama masa studi ini.
10. Sahabat terdekat penulis, Teuku Muhammad Abid Adzikra, yang selalu hadir di berbagai sisi kehidupan, memberi ketenangan, dukungan, dan semangat yang tidak pernah putus. Terima kasih telah menjadi sahabat paling dekat dalam setiap langkah perjalanan di masa studi ini.
11. Terakhir, penulis juga ingin mengucapkan terima kasih kepada diri sendiri, kepada jiwa yang terus berjuang, Risma Gunawan. Terima kasih telah bertahan sejauh ini, untuk malam-malam penuh lelah yang tetap dilalui, pagi-pagi penuh ragu yang tetap dihadapi, serta ketakutan yang berhasil dikalahkan perlahan. Terima kasih kepada hati yang tetap ikhlas, keberanian yang muncul di saat genting, dan tubuh yang terus melangkah meski sering tersembunyi letihnya. Penulis bangga kepada diri sendiri yang mampu melewati berbagai fase sulit. Semoga langkah ke depan tetap kuat, hati tetap lapang, dan diri ini terus tumbuh menjadi pribadi yang lebih baik.
12. Serta semua pihak yang perannya tidak dapat disebutkan satu per satu namun tetap sangat berarti.

Penulis menyadari sepenuhnya bahwa penelitian ini masih jauh dari sempurna. Oleh karena itu, kritik dan saran yang membangun dari para pembaca sangat diharapkan demi penyempurnaan penelitian ini. Penulis berharap penelitian ini dapat memberikan kontribusi bagi pengembangan penelitian selanjutnya.

Wassalamu'alaikum Warahmatullahi Wabarakatuh

Malang, 06 Desember 2025

Hormat saya,

Risma Gunawan

DAFTAR ISI

HALAMAN SAMPUL	Error! Bookmark not defined.
HALAMAN JUDUL	Error! Bookmark not defined.
LEMBAR PERSETUJUAN	iii
LEMBAR PENGESAHAN	iv
SURAT PERNYATAAN	v
HALAMAN PERSEMBAHAN	vi
HALAMAN MOTTO	vii
KATA PENGANTAR	viii
DAFTAR ISI	x
DAFTAR TABEL	xiii
DAFTAR GAMBAR	xv
DAFTAR LAMPIRAN	xvi
ABSTRAK	xvii
ABSTRACT	xviii
ملخص البحث	xix
BAB I	1
PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Rumusan Masalah.....	9
1.3 Tujuan Penelitian	9
1.4 Manfaat Penelitian	9
BAB II	11
KAJIAN PUSTAKA	11
2.1 Penelitian Terdahulu	11
2.2 Kajian Teoritis	16
2.2.1 Teori Pasar Efisien.....	16
2.2.2 Maqashid Syariah dalam Investasi dan Pasar Modal Syariah	18
2.2.3 Saham	19
2.2.4 Program Makan Bergizi Gratis (MBG)	21
2.2.5 Hari Keagamaan.....	22
2.2.6 Volume Perdagangan Saham.....	23
2.3 Hubungan Antar Variabel.....	24
2.3.1 Hubungan Program Makan Bergizi Gratis (MBG) Terhadap Harga Saham	24

2.3.2 Hubungan Hari Keagamaan Terhadap Harga Saham	25
2.3.3 Hubungan Volume Perdagangan Saham Terhadap Harga Saham.....	26
2.4 Kerangka Konseptual.....	26
2.5 Hipotesis Penelitian	28
BAB III	29
METODOLOGI PENELITIAN	29
3.1 Jenis dan Pendekatan Penelitian.....	29
3.2 Data dan Sumber Data	29
3.3 Populasi dan Sampel.....	29
3.3.1 Populasi	29
3.3.2 Sampel	29
3.4 Teknik Pengambilan Sampel.....	30
3.5 Teknik Pengumpulan Data	30
3.6 Definisi Operasional Variabel	31
3.7 Analisis Data	35
3.7.1 Statistik Deskriptif.....	35
3.7.2 Uji Stasioneritas (<i>Unit Root Test</i>).....	35
3.7.3 Penentuan Lag Optimal	36
3.7.4 Uji Kointegrasi.....	37
3.7.5 Uji <i>Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity</i> (GARCH).....	38
BAB IV	41
HASIL PENELITIAN	41
4.1 Hasil Penelitian	41
4.1.1 Gambaran Umum Objek Penelitian	41
4.1.2 Uji Statistik Deskriptif.....	41
4.1.3 Uji Stasioneritas (<i>Unit Root Test</i>).....	46
4.1.4 Penentuan Lag Optimal	48
4.1.5 Estimasi Model <i>Autoregressive Distributed Lag</i> (ARDL)	49
4.1.6 Uji Kointegrasi.....	55
4.1.7 Uji <i>Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity</i> (GARCH).....	57
4.2 Pembahasan.....	64
4.2.1 Pengaruh Program Makan Bergizi Gratis (MBG) Terhadap Harga Saham Syariah.....	64
4.2.2 Pengaruh Hari Keagamaan Terhadap Harga Saham Syariah.....	65
4.2.3 Pengaruh Volume Perdagangan Saham Terhadap Harga Saham Syariah.....	66
4.2.4 Pengaruh <i>Gross Domestic Product</i> (GDP) Terhadap Harga Saham Syariah.....	67

4.2.5 Pengaruh Inflasi Terhadap Harga Saham Syariah.....	68
4.2.6 Pengaruh Suku Bunga Terhadap Harga Saham Syariah.....	69
BAB V	71
PENUTUP	71
5.1 Kesimpulan	71
5.2 Saran.....	72
DAFTAR PUSTAKA.....	73
LAMPIRAN-LAMPIRAN.....	93

DAFTAR TABEL

Tabel 2. 1 Penelitian-Penelitian Terdahulu	11
Tabel 3. 1 Sampel Penelitian	30
Tabel 3. 2 Definisi Operasional Variabel.....	32
Tabel 4. 1 Daftar Sampel Penelitian.....	41
Tabel 4. 2 Uji Statistik Deskriptif CPIN.....	42
Tabel 4. 3 Uji Statistik Deskriptif ICBP	43
Tabel 4. 4 Uji Statistik Deskriptif INDF	44
Tabel 4. 5 Uji Statistik Deskriptif UNVR	45
Tabel 4. 6 Hasil Uji Stasioneritas.....	47
Tabel 4. 7 Hasil Penentuan Lag Optimal.....	48
Tabel 4. 8 Hasil Estimasi ARDL-CPIN Tanpa Kontrol.....	49
Tabel 4. 9 Hasil Estimasi ARDL-CPIN Dengan Kontrol.....	50
Tabel 4. 10 Hasil Estimasi ARDL-ICBP Tanpa Kontrol.....	51
Tabel 4. 11 Hasil Estimasi ARDL-ICBP Dengan Kontrol	51
Tabel 4. 12 Hasil Estimasi ARDL-INDF Tanpa Kontrol	52
Tabel 4. 13 Hasil Estimasi ARDL-INDF Dengan Kontrol.....	53
Tabel 4. 14 Hasil Estimasi ARDL-UNVR Tanpa Kontrol.....	53
Tabel 4. 15 Hasil Estimasi ARDL-UNVR Dengan Kontrol.....	54
Tabel 4. 16 Uji Kointegrasi CPIN	55
Tabel 4. 17 Uji Kointegrasi ICBP	55
Tabel 4. 18 Uji Kointegrasi INDF.....	56
Tabel 4. 19 Uji Kointegrasi UNVR.....	56
Tabel 4. 20 Hasil Estimasi Model GJR-GARCH (1,1) CPIN	57
Tabel 4. 21 Hasil Estimasi Model GJR-GARCH (1,1) ICBP	59

Tabel 4. 22 Hasil <i>Re-Estimate</i> ICBP	60
Tabel 4. 23 Hasil Estimasi Model GJR-GARCH (1,1) INDF	61
Tabel 4. 24 Hasil Re-Estimate INDF	61
Tabel 4. 25 Hasil Estimasi Model GJR-GARCH (1,1) UNVR	62

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1. 1 Grafik Kapitalisasi JII 2024.....	4
Gambar 2. 1 Kerangka Konseptual	27
Gambar 4. 1 <i>Conditional Variance</i> CPIN.....	58
Gambar 4. 2 <i>Conditional Variance</i> ICBP	60
Gambar 4. 3 <i>Conditional Variance</i> INDF	62
Gambar 4. 4 <i>Conditional Variance</i> UNVR.....	63

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Uji stasioneritas tahap level	93
Lampiran 2 Uji stasioneritas pada <i>first difference</i>	98
Lampiran 3 Hasil Estimasi ARDL	104
Lampiran 4 <i>Bound Testing</i>	108
Lampiran 5 Hasil Estimasi GARCH	109
Lampiran 6 Grafik <i>Conditional Variance</i>	110
Lampiran 7 Surat Keterangan Bebas Plagiarisme	111
Lampiran 8 Jurnal Bimbingan	112
Lampiran 9 Biodata Peneliti	113

ABSTRAK

Risma Gunawan. 2025. SKRIPSI. Judul: “Pengaruh Program Makan Bergizi Gratis (MBG), Hari Keagamaan, dan Volume Perdagangan Saham Terhadap Harga Saham Syariah: Analisis *Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity*”

Pembimbing : Ahmad Tibrizi Soni Wicaksono, M.E

Kata Kunci : Harga Saham Syariah, Program MBG, Hari Keagamaan, Volume Perdagangan, Makroekonomi.

Pergerakan harga saham syariah pada sektor makanan dan minuman dipengaruhi oleh dinamika ekonomi, kebijakan publik, serta momentum sosial. Namun, pengaruh kebijakan Program Makan Bergizi Gratis (MBG), hari keagamaan, dan volume perdagangan terhadap saham syariah masih relatif terbatas dalam kajian empiris, terutama ketika dikombinasikan dengan variabel kontrol makroekonomi seperti GDP, inflasi, dan suku bunga. Penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh jangka pendek dan jangka panjang dari ketiga variabel utama tersebut terhadap harga saham syariah emiten sektor makanan dan minuman di *Jakarta Islamic Index* (JII), sekaligus menilai dampaknya terhadap volatilitas saham.

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan analisis deret waktu harian. Empat emiten syariah dianalisis secara terpisah menggunakan model *Autoregressive Distributed Lag* (ARDL) untuk menguji pengaruh jangka pendek dan kointegrasi jangka panjang, serta model *Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity* (GARCH) untuk menangkap dinamika dan asimetri volatilitas. Variabel kontrol berupa GDP, inflasi, dan suku bunga dimasukkan dalam model guna memberikan estimasi yang lebih komprehensif.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel MBG memiliki pengaruh signifikan jangka pendek terhadap harga saham, namun tidak memiliki hubungan jangka panjang dan dampak yang relatif lemah terhadap volatilitas. Hari keagamaan hanya berpengaruh pada emiten ICBP dalam jangka pendek, namun tidak menunjukkan hubungan jangka panjang atau efek volatilitas. Volume perdagangan juga hanya signifikan pada emiten INDF dan tidak berpengaruh pada perusahaan lainnya. Selain itu, variabel kontrol GDP dan suku bunga tidak memberikan pengaruh signifikan baik dalam jangka pendek maupun terhadap volatilitas. Variabel inflasi hanya menunjukkan pengaruh terhadap emiten CPIN dan UNVR. Secara keseluruhan, temuan ini menegaskan bahwa pergerakan harga dan volatilitas saham syariah sektor makanan dan minuman lebih dipengaruhi oleh faktor internal perusahaan dan sentimen pasar mikro dibandingkan kebijakan sosial, momentum keagamaan, aktivitas volume, maupun indikator makroekonomi.

ABSTRACT

Risma Gunawan. 2025. THESIS. Title: *"The Effect of the Free Nutritional Meal Program (MBG), Religious Days, and Stock Trading Volume on Sharia Stock Prices: Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity Analysis"*

Advisor : Ahmad Tibrizi Soni Wicaksono, M.E

Keywords : Sharia Stock Price, MBG Program, Religious Days, Trading Volume, Macroeconomics.

Sharia compliant stock price movements in the food and beverage sector are influenced by economic dynamics, public policy, and social momentum. However, the influence of the Free Nutritional Meal Program (MBG) policy, religious holidays, and trading volume on sharia-compliant stocks remains relatively limited in empirical studies, especially when combined with macroeconomic control variables such as GDP, inflation, and interest rates. This study aims to analyze the short and long-term effects of these three key variables on sharia-compliant stock prices of food and beverage issuers listed on the Jakarta Islamic Index (JII), while also assessing their impact on stock volatility.

This study uses a quantitative approach with daily time series analysis. Four sharia-compliant issuers are analyzed separately using the Autoregressive Distributed Lag (ARDL) model to test for short-term effects and long-term cointegration, and the Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity (GARCH) model to capture volatility dynamics and asymmetries. Control variables such as GDP, inflation, and interest rates are included in the model to provide more comprehensive estimates.

The results show that the MBG variable has a significant short-term effect on stock prices, but no long-term relationship and a relatively weak impact on volatility. Religious holidays only have a short-term effect on ICBP issuers, but no long-term relationship or volatility effect. Trading volume is also significant only for INDF issuers and has no effect on other companies. Furthermore, the control variables GDP and interest rates do not have a significant effect either in the short term or on volatility. The inflation variable only shows an effect on CPIN and UNVR issuers. Overall, these findings confirm that price movements and volatility of sharia-compliant stocks in the food and beverage sector are more influenced by internal company factors and micromarket sentiment than by social policies, religious momentum, volume activity, or macroeconomic indicators.

البحث ملخص

الأسهم تداول وحجم، الدينية والأيام، المجانية الغذائية الوجبات برنامج أثر: "العنوان. أطروحة. 2025. غوناوان ريسما المعمم التلقائي الشرطي التباين تحليل: الإسلامية الشريعة مع المتوافقة الأسهم أسعار على" الهندسة في ماجستير، ويكاسونو سوني تيريزي أحمد: المشرف حجم، الدينية الأيام، المجانية الغذائية الوجبات برنامج، الإسلامية الشريعة مع المتوافقة الأسهم أسعار: المفتاحية الكلمات الكلي الاقتصاد، التداول

التفاعلات خلال من والمشروبات الأغذية قطاع في الإسلامية الشريعة مع المتوافقة الشركات أسهم أسعار تحركات تتحدد المجانية الغذائية الوجبات برنامج تأثير زال ما، ذلك ومع. الاجتماعية والظروف العامة والسياسات الاقتصادية العوامل بين جنبًا دراستها عند خاصة، التجريبية الأدبيات في الحضور محدود الأسهم هذه على التداول وحجم الدينية والأعياد (MBG) فحص إلى الدراسة هذه وتهدف. الفائدة وأسعار والتضخم الإجمالي المحلي الناتج مثل الكلي الاقتصاد متغيرات مع جنب إلى قطاع في الإسلامية الشريعة مع المتوافقة الشركات أسهم أسعار على الثلاثة المتغيرات لهذه الأجل وطويلة قصيرة التأثيرات الأسعار تقلبات على أثرها تحليل جانب إلى، (JII) الإسلامي جاكوتا مؤشر ضمن المدرجة والمشروبات الأغذية

الشريعة مع متوافقة شركات أربع تحليل وتم. اليومية الزمنية السلاسل بيانات باستخدام الكمي المنهج على الدراسة تعتمد الأجل قصيرة التأثيرات لاختبار (ARDL) الموزعة للفجوات الذاتي الانحدار نموذج خلال من منفصل بشكل الإسلامية (GARCH) المتجانس غير المعمم الشرطي الذاتي الانحدار نموذج إلى إضافة، الأجل طويلة المشترك التكامل وعلاقات وأسعار والتضخم الإجمالي المحلي الناتج في تتمثل تحكم متغيرات أدرجت كما. التماثل وعدم التقلبات ديناميكيات لرصد شمولية أكثر تقديرات على الحصول أجل من الفائدة.

إلى التأثير هذا يمتد أن دون، الأسهم أسعار على القصير الأجل في معنويًا تأثيرًا يُحدث MBG برنامج أن إلى النتائج تشير على فقط الأجل قصير تأثيرًا أظهرت فقد، الدينية الأعياد أما. نسبيًا محدودًا يُعد التقلبات على أثره أن كما، الطويل المدى دلالة ذو التداول حجم أن اتضح، كذلك. التقلبات على ملحوظ تأثير أو الأجل طويلة علاقة وجود دون من، ICBP شركة متغيرات تُسجل لم، ذلك إلى إضافة. الأخرى الشركات على يُذكر تأثيرًا يظهر لم بينما، فقط INDF لشركة بالنسبة إحصائية اقتصر حين في، الأسهم تقلبات على أو القصير المدى على سواء معنوي تأثير أي الفائدة وأسعار الإجمالي المحلي الناتج الأسهم وتقلبات الأسعار تحركات أن النتائج هذه تؤكد، عامة وبصورة. UNVR و CPIN شركتي على التضخم تأثير وبمشاعر للشركات الداخلية بالعوامل أكبر درجة تتأثر والمشروبات الأغذية قطاع في الإسلامية الشريعة مع المتوافقة الكلي الاقتصاد. مؤشرات أو التداول نشاط أو الديني الزخم أو الاجتماعية بالسياسات بتأثرها مقارنة، الأجل قصيرة السوق

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Perkembangan dan perluasan aktivitas pasar modal di berbagai negara saat ini telah menjadi fenomena yang menonjol di tengah arus globalisasi (Kusumah et al., 2021). Popularitasnya terus meningkat dan menarik minat banyak individu untuk berinvestasi meskipun kerap dilakukan tanpa disertai pemahaman yang mendalam (Putri et al., 2025). Kondisi tersebut menegaskan pentingnya edukasi keuangan sebagai upaya untuk mengantisipasi berbagai risiko yang mungkin muncul di pasar modal (Felita & Herlina, 2025). Pasar modal merupakan wadah bagi berbagai entitas, baik pemerintah maupun perusahaan, untuk menghimpun dana melalui penawaran berbagai instrumen investasi kepada para investor secara fundamental (Rusmini et al., 2023). Berdasarkan Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, pasar modal diartikan sebagai rangkaian aktivitas yang berhubungan dengan penawaran umum dan transaksi efek, termasuk perusahaan publik yang menerbitkan efek, serta lembaga dan profesi yang terlibat di dalamnya (Kemenkeu, 2025).

Kegiatan perdagangan efek di pasar modal mempunyai peranan penting dalam mendorong pertumbuhan ekonomi suatu negara (Lubis et al., 2024). Dalam konteks ini, keberadaan pasar modal memberikan kontribusi besar terhadap pertumbuhan ekonomi, khususnya melalui pembiayaan bagi perusahaan agar dapat berkembang serta menyediakan alternatif investasi bagi individu yang ingin mengembangkan modalnya di luar sektor perbankan (Harianto et al., 2024; Yuliantika et al., 2024). Oleh sebab itu, perkembangan pasar modal menjadi salah satu komponen krusial dalam sistem keuangan nasional karena berfungsi sebagai wadah penghimpunan dana dari para investor (Purnamasari, 2025). Dalam pasar modal terdapat dua kelompok utama, yaitu pasar perdana dan pasar sekunder (Putri et al., 2025). Keduanya memiliki peran penting dalam memfasilitasi aktivitas investasi, sebab pasar modal menjadi tempat bertemunya pihak yang membutuhkan dana dengan pihak yang memiliki surplus dana, yang pada akhirnya mendorong pertumbuhan investasi serta perkembangan pasar modal secara keseluruhan (Mengga, 2020). Investasi sendiri diartikan sebagai suatu komitmen penanaman sejumlah dana atau sumber daya lainnya pada masa sekarang dengan tujuan untuk memperoleh keuntungan di masa mendatang (Tandelilin, 2012). Namun, setiap instrumen investasi memiliki besarnya peluang keuntungan serta tingkat risiko yang tidak sama antara satu dan lainnya (Selasi et al., 2024). Oleh sebab itu, investor perlu mempertimbangkan terlebih dahulu sejauh mana kemampuan mereka dalam

menanggung risiko (Ruwaida, 2024). Umumnya, jika suatu investasi menawarkan peluang imbal hasil yang lebih tinggi, maka konsekuensi risikonya pun biasanya ikut meningkat (Sabatimy & Nur, 2023).

Investasi di pasar modal dapat dilakukan melalui berbagai instrumen atau efek yang tersedia, misalnya melalui instrumen saham, obligasi, maupun reksa dana (Setiawan et al., 2024). Dalam beberapa tahun terakhir, saham menjadi instrumen investasi yang banyak menarik minat masyarakat Indonesia untuk menanamkan dananya di pasar modal (OJK, 2025; Putri et al., 2025). Berdasarkan data yang dirilis oleh Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI), jumlah investor saham mencapai 6,38 juta pada Desember 2024, meningkat sekitar 21,42% dibandingkan akhir tahun 2023 yang tercatat sebanyak 5,26 juta investor (KSEI, 2024). Saham termasuk aset keuangan yang bisa dimiliki sekaligus diperdagangkan dalam pasar modal (Asiah & Mulyani, 2020). Dengan membeli saham, investor secara tidak langsung memiliki sebagian kepemilikan atas aset atau modal perusahaan tersebut (Reis & Pinto, 2021). Investor berpeluang memperoleh keuntungan apabila harga saham yang dimilikinya mengalami kenaikan, serta dapat menerima bagian dari laba perusahaan dalam bentuk dividen (Yuliana et al., 2021).

Saham memiliki peran penting dalam proses intermediasi keuangan, baik di negara maju maupun berkembang (Konstantakopoulou, 2023), karena berfungsi sebagai sarana untuk menyalurkan dana dari pihak yang memiliki dana berlebih (surplus) kepada pihak yang memerlukan pembiayaan (defisit) dalam kegiatan perekonomian (Abere et al., 2021; Roulet, 2020). Hal yang sejalan juga terjadi di Indonesia, di mana saham memiliki peranan yang krusial karena pergerakan harganya secara langsung mencerminkan persepsi serta tingkat kepercayaan investor terhadap kondisi perekonomian (Fianto et al., 2024). Perubahan harga saham menggambarkan penilaian investor terhadap stabilitas ekonomi, arah kebijakan pemerintah, dan potensi pertumbuhan di masa depan, sehingga dapat dijadikan tolok ukur penting dalam menilai kondisi ekonomi suatu negara (Kizi, 2023; Raihan et al., 2023). Saham yang beredar di pasar modal dikelompokkan menjadi dua kategori, yakni saham konvensional dan saham berbasis syariah (Nadhifah et al., 2025). Saham konvensional beroperasi dalam sistem pasar bebas dengan orientasi utama pada perolehan keuntungan semaksimal mungkin (Ashlihah et al., 2022). Sebaliknya, saham syariah berlandaskan pada prinsip-prinsip Islam dan bertujuan menghasilkan keuntungan yang sesuai dengan aturan serta nilai-nilai syariah (Sari et al., 2021). Dalam aspek regulasi, saham syariah harus mematuhi ketentuan DSN-MUI, sementara saham konvensional tidak terikat pada peraturan syariah tertentu (Muchtar, 2019). Potensi keuntungan pada saham konvensional umumnya

lebih tinggi, sedangkan saham syariah cenderung memberikan imbal hasil yang lebih konsisten dan stabil (Nurfajar & Putri, 2023).

Saham yang berbasis konvensional maupun syariah merupakan instrumen yang memiliki tingkat sensitivitas tinggi terhadap perubahan situasi ekonomi (Sukma, 2023). Volatilitas harga saham menggambarkan adanya ketidakpastian terhadap arah pergerakan pasar dan kondisi ekonomi di masa mendatang (Raihan et al., 2023). Situasi tersebut dapat membuat investor enggan menanamkan modal apabila tingkat risikonya dinilai terlalu besar (Bhowmik & Wang, 2020; Kostopoulos et al., 2022). Dalam prinsip syariah, investor diperbolehkan menghasilkan profit melalui perbedaan antara harga jual dan beli saham (*capital gain*) maupun penerimaan bagian keuntungan yang dibagikan dalam wujud dividen, tetapi tidak diperkenankan menerima imbal hasil tetap dengan persentase tertentu setiap bulan yang menjamin keuntungan karena hal tersebut termasuk dalam praktik riba (Arfah et al., 2022; Hartati, 2021). Tingkat pengembalian (*return*) saham syariah bergantung pada kinerja serta kondisi keuangan perusahaan, tanpa adanya jaminan keuntungan pasti pada periode tertentu (Kusumaningrum et al., 2024). Selain itu, praktik *short selling* tidak diperbolehkan dalam saham syariah karena instrumen ini ditujukan untuk investasi jangka panjang guna menghindari tindakan spekulatif yang menimbulkan unsur *gharar*, yaitu aktivitas menebak harga tanpa dasar analisis fundamental yang dapat menjadikan transaksi saham tersebut tidak sesuai dengan prinsip halal (Rahman & Ramle, 2021).

Indonesia berpotensi besar dalam pengembangan pasar modal syariah karena didukung oleh mayoritas penduduknya yang beragama Islam (Putri et al., 2024), menjadikannya fondasi kuat bagi pertumbuhan investasi serta pasar modal berbasis prinsip syariah di masa depan (N. Maulana et al., 2024). Oleh sebab itu, saham syariah memiliki manfaat yang signifikan ditinjau dari aspek ekonomi, etika, maupun sosial, sehingga penelitian ini difokuskan pada pembahasan mengenai saham syariah.

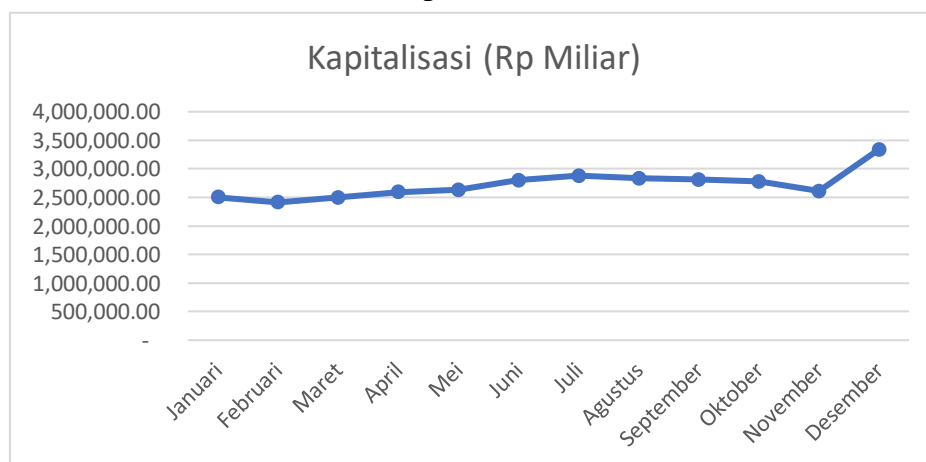
Saham perusahaan pada sektor makanan dan minuman (*food and beverage*) menjadi kategori saham syariah yang menarik untuk dikaji. Sektor ini memiliki kontribusi besar terhadap perekonomian Indonesia karena tingkat permintaan terhadap produk konsumsi yang relatif stabil serta terus meningkat sejalan dengan pertumbuhan penduduk dan meningkatnya daya beli masyarakat (Surbakti & Christianti, 2023). Sektor makanan dan minuman menyumbang sekitar 40,17% terhadap PDB nonmigas pada kuartal III 2024, yang didorong oleh meningkatnya permintaan serta pertumbuhan ekonomi domestik yang solid (IBAI, 2025). Disamping itu, tingkat konsumsi pangan masyarakat Indonesia diproyeksikan akan

terus mengalami peningkatan hingga tahun 2045, sejalan dengan pertumbuhan jumlah penduduk dan pergeseran pola konsumsi (Arifin et al., 2019).

Kinerja saham pada sektor makanan dan minuman tidak hanya mencerminkan kondisi finansial perusahaan, tetapi juga mencerminkan stabilitas operasional, efektivitas manajemen, dan seberapa besar keyakinan pasar terhadap potensi perkembangan usaha perusahaan tersebut (Rahmiyati, 2022). Pergerakan harga saham pada emiten sektor makanan dan minuman dipengaruhi oleh faktor-faktor fundamental seperti profitabilitas, likuiditas, dan solvabilitas, yang masing-masing mencerminkan kapasitas perusahaan dalam mencetak laba, memenuhi kewajiban finansial jangka pendeknya, serta mempertahankan struktur modal yang sehat (Maranatha & Pujiarti, 2025). Di sisi lain, peningkatan nilai perusahaan pada sektor ini umumnya berbanding lurus dengan kenaikan harga saham, karena para investor memandang sektor makanan dan minuman memiliki prospek pertumbuhan jangka panjang yang relatif stabil (Hartati et al., 2024).

Jakarta Islamic Index (JII) dapat dijadikan acuan oleh investor untuk memantau saham syariah khususnya pada emiten yang beroperasi di industri *food and beverage* (Hasbiy et al., 2023). Indeks ini memuat 30 saham syariah dengan tingkat likuiditas tertinggi di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang telah memenuhi ketentuan dan prinsip syariah (Indonesia Stock Exchange, 2025). Melalui *Jakarta Islamic Index (JII)*, investor dapat menilai kinerja saham-saham syariah di sektor makanan dan minuman serta mengambil keputusan investasi yang sejalan dengan prinsip syariah dan prospek pertumbuhan industri konsumsi. Berikut disajikan grafik perkembangan kapitalisasi pasar *Jakarta Islamic Index (JII)* :

Gambar 1. 1
Grafik Kapitalisasi JII 2024



Sumber : Data diolah peneliti, 2024

Grafik tersebut memperlihatkan perkembangan kapitalisasi pasar saham selama kurun waktu Januari – Desember 2024 pada *Jakarta Islamic Index (JII)*. Secara konseptual, besaran

kapitalisasi pasar ditentukan melalui perhitungan harga saham dikalikan dengan total saham beredar pada waktu tertentu (Koropit et al., 2020). Sepanjang tahun 2024, JII mencatat nilai kapitalisasi sebesar Rp 2.504.222,26 pada bulan Januari dan menunjukkan tren peningkatan hampir setiap bulan, meskipun sempat mengalami fluktuasi di beberapa periode. Puncak kapitalisasi pasar terjadi pada bulan Desember 2024 dengan nilai mencapai Rp 3.340.604,23, yang menandakan adanya pertumbuhan positif dan meningkatnya optimisme investor pada kumpulan saham syariah yang menjadi bagian dari indeks tersebut (Halim, 2021).

Kenaikan kapitalisasi pasar di Indonesia tidak terlepas dari meningkatnya optimisme pelaku pasar terhadap kinerja sektor riil yang menjadi penggerak utama perekonomian nasional (Riantani et al., 2023). Pertumbuhan Produk Domestik Bruto (PDB) sebagai indikator utama aktivitas sektor riil berpengaruh positif terhadap nilai pasar saham dan kapitalisasi pasar secara keseluruhan (Siska et al., 2023). Artinya, ketika sektor riil mengalami ekspansi, kepercayaan investor terhadap prospek ekonomi turut meningkat, yang pada akhirnya mendorong permintaan saham dan memperbesar kapitalisasi pasar (Siska et al., 2023; Wijaya & Imelda, 2023). Sejalan dengan hal tersebut, kinerja sektor riil seperti industri makanan dan minuman memiliki peran sentral dalam menjaga kestabilan konsumsi domestik serta menopang pertumbuhan ekonomi pasca pandemi (Thorbecke, 2023). Sektor ini dianggap strategis karena memberikan kontribusi besar terhadap perekonomian nasional dan menunjukkan ketahanan yang kuat terhadap tekanan eksternal (Isa et al., 2024).

Dalam beberapa tahun terakhir, perhatian terhadap keterkaitan antara kebijakan pemerintah dan dinamika pasar modal mengalami peningkatan (Prayoga & Kim, 2022; Sinaga et al., 2022). Peristiwa politik seperti pemilihan umum memberikan pengaruh nyata terhadap volume perdagangan saham syariah (Fidelia et al., 2024). Kondisi ini mengindikasikan bahwa penilaian investor tidak terbatas pada performa perusahaan saja, melainkan memperhatikan aspek stabilitas regulasi dan kondisi politik. Selanjutnya, kebijakan stimulus pemerintah menunjukkan bahwa langkah-langkah ekonomi darurat mampu memicu reaksi pasar saham dalam bentuk *abnormal return*, yang berarti kebijakan pemerintah memiliki peranan langsung terhadap sentimen pasar (Sakke & Wibowo, 2022). Sementara itu, volatilitas *return* saham di Bursa Efek Indonesia meningkat secara signifikan ketika terjadi peristiwa politik, sehingga kebijakan politik dipandang sebagai faktor eksternal penting yang memengaruhi risiko di pasar modal (Nurlita & Naomi, 2019).

Sejalan dengan kebijakan pemerintah yang memengaruhi pasar modal, maka kebijakan publik yang berfokus pada peningkatan kesejahteraan masyarakat juga berpotensi memengaruhi kinerja sektor riil maupun pasar saham (Sinaga et al., 2022). Ketika suatu

kebijakan mampu mendorong konsumsi atau memperkuat daya beli masyarakat, maka sektor-sektor yang fokus pada aktivitas pembuatan dan penyaluran barang konsumsi akan memperoleh dampak positif secara fundamental (Masshaumi et al., 2025). Nilai perusahaan di sektor pertanian juga sangat dipengaruhi oleh tingkat profitabilitas dan pertumbuhan usaha, yang cenderung meningkat apabila didukung oleh kebijakan yang memperkuat rantai pasokan pangan (Natsir et al., 2023). Selanjutnya, penelitian Natsir & Gusni (2025) terhadap industri *food and beverage* di Indonesia menunjukkan bahwa profitabilitas serta komposisi modal perusahaan terbukti berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan, menegaskan bahwasanya ekspektasi terhadap pendapatan di masa depan menjadi salah satu indikator utama yang diperhatikan investor dalam menilai valuasi saham.

Salah satu bentuk kebijakan pemerintah yang berpotensi berdampak pada sektor riil dan pasar saham adalah Program Makan Bergizi Gratis (MBG), yaitu program nasional yang dirancang untuk meningkatkan mutu asupan nutrisi bagi peserta didik di lingkungan sekolah (Ga'a et al., 2025). Program penyediaan makanan bergizi untuk siswa telah diterapkan di banyak negara (Wineman et al., 2022; Yoon & Nozue, 2022). Pada tahun 2022, inisiatif serupa telah merambah sekitar 418 juta anak di seluruh dunia melalui berbagai skema, seperti *National School Lunch Program* di Amerika Serikat, *Mid-Day Meal Scheme* di India, serta *Homegrown School Feeding* di sejumlah negara Afrika (Kementrian Keuangan, 2025). Menurut laporan World Bank (2023) upaya pemerintah dalam menjalankan program penurunan stunting terbukti efektif, ditunjukkan dengan menurunnya tingkat prevalensi stunting pada balita. Sementara itu, laporan WFP (2025) mengungkapkan bahwa sejak tahun 2020, jumlah anak yang menerima makanan di sekolah melalui program pemerintah meningkat signifikan, sekitar 80 juta anak lebih banyak dibandingkan tahun sebelumnya. Program-program makan bergizi tersebut tidak hanya memperkuat ketahanan pangan, tetapi juga berkontribusi terhadap penguatan ekonomi lokal petani, memperpendek rantai pasok, serta menurunkan emisi karbon secara global (Verguet et al., 2020; Wang et al., 2024).

Laporan Kemenkeu RI (2025) menyebut program Makan Bergizi Gratis (MBG) tidak semata-mata berfungsi sebagai kebijakan sosial, tetapi juga sebagai langkah strategis ekonomi yang mampu mendorong permintaan terhadap bahan pangan utama seperti beras, telur, sayur, dan susu. INDEF (2024) menunjukkan bahwa pelaksanaan MBG memiliki *backward* dan *forward linkage* terhadap perekonomian daerah, sebab peningkatan produksi serta distribusi pangan lokal mampu menciptakan efek berantai bagi pendapatan petani dan usaha kecil. Senada dengan itu, penelitian Andriyanty & Widyastutik (2025) juga menilai

bahwa MBG dapat meningkatkan kesejahteraan petani sekaligus memperluas pasar bagi produk olahan pangan lokal di sektor pertanian dan industri pengolahan domestik.

Meningkatnya permintaan pangan akibat implementasi program makan bergizi di sekolah berpotensi memperbaiki proyeksi arus kas perusahaan di sektor konsumsi, sehingga menjadi sinyal positif bagi valuasi saham (Verguet et al., 2020), terutama pada emiten *food and beverage* yang tergabung dalam *Jakarta Islamic Index* (JII). Fenomena ini sejalan dengan teori *Efficient Market Hypothesis* (EMH) yang dipaparkan oleh Fama (1970) bahwasanya harga saham mencerminkan seluruh informasi publik, termasuk kebijakan pemerintah yang memengaruhi prospek ekonomi di masa depan. Dalam konteks ini, kebijakan MBG dapat dianggap sebagai informasi baru yang direspons positif oleh pasar melalui kenaikan harga saham sektor pangan, sekaligus memperkuat ekspektasi jangka panjang terhadap stabilitas ekonomi nasional.

Selain dipengaruhi oleh kebijakan pemerintah, dinamika harga saham pada sektor konsumsi juga berkaitan erat dengan momentum sosial dan budaya, termasuk periode hari-hari besar keagamaan (Febriana & Prasetyo, 2025). Perayaan keagamaan sering berdampak pada sektor makanan dan minuman (Prastowo et al., 2024), karena peningkatan konsumsi untuk kebutuhan ibadah maupun perayaan dapat mendorong kinerja perusahaan dan pada akhirnya memengaruhi harga sahamnya (Selvia & Yumna, 2022). Perayaan hari-hari besar keagamaan umumnya juga diiringi dengan meningkatnya aktivitas sosial dan kegiatan filantropi (Subekti & Rahmawati, 2020), yang secara tidak langsung memberi dampak positif pada sektor-sektor yang berkaitan dengan kebutuhan masyarakat dan kegiatan sosial. Peristiwa keagamaan yang erat dengan nilai-nilai sosial dan moral kerap mendorong meningkatnya minat investor syariah, dimana sebagian besar dari mereka cenderung memilih berinvestasi pada perusahaan yang berkontribusi terhadap kesejahteraan sosial serta pemberdayaan komunitas (Siska & Arigawati, 2020).

Gifari (2020) dalam penelitiannya menemukan bahwa perayaan hari besar Islam memberikan pengaruh signifikan terhadap *abnormal return* pada sektor barang konsumsi, sedangkan Ningsih & Rusliati (2024) mendapati adanya perbedaan signifikan pada tingkat *return* saham sebelum dan sesudah Idul Fitri, yang mencerminkan adanya respon pasar terhadap momentum keagamaan tersebut. Husen et al. (2021) menyebut bahwa meningkatnya aktivitas konsumsi masyarakat selama periode perayaan keagamaan dapat memperkuat kinerja pasar saham sehingga menegaskan bahwa dinamika sosial dan budaya, termasuk tradisi keagamaan memiliki hubungan erat dengan fluktuasi harga saham di sektor *consumer goods*.

Temuan berbagai penelitian mengungkapkan bahwasanya peristiwa keagamaan dapat menimbulkan reaksi pasar yang tidak hanya terlihat dari perubahan perilaku investor, tetapi juga dari meningkatnya aktivitas transaksi di pasar saham (Situngkir & Nugraha, 2021). Dalam hal ini, volume perdagangan saham berperan penting karena memengaruhi harga melalui permintaan dan penawaran, di mana peningkatan volume mencerminkan tingginya aktivitas dan minat investor yang berpotensi mendorong harga naik, sedangkan penurunan volume menandakan melemahnya partisipasi pasar yang dapat menekan harga saham (Natsir et al., 2023; Oktaviana et al., 2024). Volume perdagangan memiliki keterkaitan erat dengan fluktuasi harga saham karena mencerminkan reaksi investor terhadap informasi yang tersedia (Gueyie et al., 2022). Sejalan dengan itu, hubungan antara harga dan volume saling memengaruhi melalui mekanisme informasi serta tekanan likuiditas (Alvarez et al., 2023)

Chiah & Zhong (2020) menemukan bahwa perubahan besar pada volume perdagangan dapat berfungsi sebagai indikator awal pergerakan harga, khususnya ketika pasar berada dalam kondisi ketidakpastian tinggi seperti masa pandemi. Selanjutnya, Hoekstra & Guler (2024) menegaskan bahwa volume perdagangan juga mencerminkan hubungan antara perilaku investor dan pergerakan harga saham, menunjukkan aktivitas pasar melalui transaksi yang terjadi, sehingga menjadi alat penting untuk memahami dinamika harga dan perilaku investor di pasar modal.

Meskipun latar belakang sebelumnya telah membahas hubungan antara faktor fundamental maupun non fundamental dengan kinerja saham syariah pada sektor makanan dan minuman, terdapat kesenjangan penelitian yang cukup signifikan. Penelitian Sakke & Wibowo (2022) meneliti pengaruh stimulus ekonomi terhadap abnormal return saham sektor konsumsi menggunakan pendekatan *event study*. Ningsih & Rusliati (2024) juga menerapkan metode serupa untuk menilai dampak momentum keagamaan terhadap *return saham* sektor konsumsi. Sementara itu, Fidelia et al. (2024) menganalisis reaksi pasar terhadap peristiwa politik dengan regresi linier pada indeks saham syariah dan Gifari (2020) mengkaji pengaruh hari besar keagamaan terhadap *return* saham sektor konsumsi menggunakan *event study* dan analisis deskriptif. Subekti & Rahmawati (2020) menemukan bahwa peristiwa keagamaan memengaruhi *trading volume activity* saham JII, namun belum dikaitkan dengan kebijakan sosial pemerintah. Verguet et al. (2020) menyoroti dampak ekonomi program makan bergizi di negara berkembang, tetapi belum dikaji dalam konteks pasar modal. Di sisi lain, Thorbecke (2023) menunjukkan kebijakan fiskal dan sosial dapat meningkatkan optimisme investor dan kapitalisasi pasar, meskipun pengaruhnya terhadap saham syariah sektor konsumsi belum diteliti.

Penelitian ini menggabungkan analisis kebijakan publik dengan momentum keagamaan sebagai suatu *event* sosial-ekonomi yang berpotensi memengaruhi pasar saham syariah pada sektor makanan dan minuman. Untuk menganalisis pengaruh tersebut, penelitian menggunakan model *Autoregressive Distributed Lag* (ARDL) dalam menilai hubungan jangka pendek dan jangka panjang (Stewart, 2025), sekaligus menerapkan model *Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity* (GARCH) guna menangkap perubahan volatilitas pasar secara dinamis (Osho, 2024).

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan, peneliti melakukan penelitian berjudul **“Pengaruh Program Makan Bergizi Gratis (MBG), Hari Keagamaan, Dan Volume Perdagangan Saham Terhadap Harga Saham Syariah: Analisis *Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity* (GARCH)”**.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah disusun, rumusan masalah dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Apakah program Makan Bergizi Gratis (MBG) berpengaruh signifikan terhadap harga saham syariah sektor makanan dan minuman pada *Jakarta Islamic Index* (JII)?
2. Apakah hari keagamaan berpengaruh signifikan terhadap harga saham syariah sektor makanan dan minuman pada *Jakarta Islamic Index* (JII)?
3. Apakah volume perdagangan saham berpengaruh signifikan terhadap harga saham syariah sektor makanan dan minuman pada *Jakarta Islamic Index* (JII)?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah yang telah disusun, tujuan dari penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Untuk mengetahui pengaruh program Makan Bergizi Gratis (MBG) terhadap harga saham syariah sektor makanan dan minuman pada *Jakarta Islamic Index* (JII).
2. Untuk mengetahui pengaruh hari keagamaan terhadap harga saham syariah sektor makanan dan minuman pada *Jakarta Islamic Index* (JII).
3. Untuk mengetahui pengaruh volume perdagangan saham terhadap harga saham syariah sektor makanan dan minuman pada *Jakarta Islamic Index* (JII).

1.4 Manfaat Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah dan tujuan yang telah disusun, manfaat dari penelitian sebagai berikut :

1. Manfaat Teoritis

Penelitian ini memberikan kontribusi dalam penyediaan informasi terkait harga saham syariah pada sektor makanan dan minuman yang tercatat di *Jakarta Islamic Index* (JII), khususnya yang dipengaruhi oleh Program Makan Bergizi Gratis (MBG), hari keagamaan, serta volume perdagangan saham. Hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi sumber referensi bagi studi-studi sejenis, sekaligus menjadi acuan untuk pengembangan penelitian di masa mendatang, serta memperkaya literatur yang telah ada terkait topik ini.

2. Manfaat Praktis

a. Bagi Perusahaan

Penelitian ini memiliki kegunaan sebagai sumber informasi untuk menganalisis pengaruh Program Makan Bergizi Gratis (MBG), hari keagamaan, dan volume perdagangan saham terhadap harga saham syariah pada sektor makanan dan minuman di *Jakarta Islamic Index* (JII).

b. Bagi Akademisi

Hasil penelitian ini dapat dijadikan sebagai referensi untuk memahami pengaruh Program Makan Bergizi Gratis (MBG), hari keagamaan, dan volume perdagangan saham terhadap harga saham syariah di sektor makanan dan minuman yang tercatat dalam *Jakarta Islamic Index* (JII).

c. Bagi Praktisi

Hasil penelitian ini dapat menjadi pertimbangan yang bermakna serta memberikan kontribusi pengetahuan yang signifikan mengenai pengaruh Program Makan Bergizi Gratis (MBG), hari keagamaan, dan volume perdagangan saham terhadap harga saham syariah pada sektor makanan dan minuman di *Jakarta Islamic Index* (JII).

d. Bagi Peneliti Berikutnya

Penelitian ini dapat dijadikan sebagai sumber informasi penting dan sarana pembelajaran mengenai variabel-variabel yang memengaruhi harga saham syariah pada sektor makanan dan minuman, khususnya terkait pengaruh Program Makan Bergizi Gratis (MBG, hari keagamaan, dan volume perdagangan saham).

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Penelitian Terdahulu

Dalam merumuskan pokok bahasan penelitian mengenai pengaruh program makan bergizi gratis, hari keagamaan, dan volume penjualan saham terhadap harga saham syariah sektor makanan dan minuman pada *Jakarta Islamic Index* (JII), berbagai temuan sebelumnya menunjukkan hasil yang beragam. Temuan-temuan tersebut, baik dari penelitian dalam maupun luar negeri, menjadi landasan penting bagi penelitian yang sedang dilaksanakan. Hasil dan kesimpulan dari penelitian-penelitian terdahulu yang menjadi rujukan dalam penelitian ini dapat dilihat pada tabel 2.1 berikut:

Tabel 2. 1
Penelitian-Penelitian Terdahulu

No	Nama, Tahun, Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
1	Wati, (2024) Efek Prabowo Gibran Terhadap Harga Saham Perusahaan Sektor <i>Food and Beverage</i> di Indonesia	Independen = Inisiasi makan gratis Prabowo-Gibran, kinerja keuangan perusahaan, kondisi makroekonomi, sentimen pasar, tren industri. Dependen = Harga saham perusahaan <i>food and beverage</i> pada Bursa Efek Indonesia.	Metode kualitatif menggunakan pendekatan deskriptif dengan metode pengumpulan data melalui wawancara dan observasi	Hasil penelitian mengungkapkan bahwa harga saham sektor <i>food and beverage</i> dipengaruhi faktor internal (kinerja keuangan) dan eksternal (makroekonomi, sentimen pasar, tren industri). Program makan gratis Prabowo-Gibran diperkirakan dapat meningkatkan permintaan produk, keuntungan investor, serta kinerja perusahaan jangka panjang.
2	Haikal & Anbiya, (2024) Pengaruh Program Makan Siang dan Susu Gratis Prabowo Gibran terhadap Sektor Industri Manufaktur	Independen = Program makan siang dan susu gratis Dependen = Industri manufaktur	Metode kualitatif menggunakan <i>Systematic Literature Review</i> (SLR)	Hasil penelitian mengungkapkan bahwa program makan siang dan susu gratis diproyeksikan dapat memperkuat kontribusi industri manufaktur makanan dan minuman terhadap PDB serta mendorong UMKM. Meski demikian, program ini menghadapi risiko berupa potensi korupsi, ketidakjelasan mekanisme, dan kekhawatiran investor

				asing terkait beban fiskal yang tinggi.
3	Iskandar & Setijaningsih, (2024) <i>A Comparative Study of Food & Beverage Company Stock Prices Before and After the Victory of Prabowo-Gibran</i>	Independen = Kemenangan Prabowo-Gibran, Kebijakan Makan Bergizi Gratis Dependen = Harga saham perusahaan <i>food and beverage</i> pada Bursa Efek Indonesia.	Metode kuantitatif menggunakan analisis data <i>paired sample t-test</i>	Hasil penelitian mengungkapkan bahwa terdapat perubahan signifikan pada PT Ultrajaya (ULTJ), PT Garudafood (GOOD), serta PT Tiga Pilar (AISA). Sementara itu, PT Indofood CBP (ICBP) dan PT Indofood Sukses Makmur (INDF) menunjukkan kondisi yang relatif stabil sehingga tidak terdampak signifikan.
4	Sakke & Wibowo, (2022) Stock Market Reaction to Government Stimulus Packages: Evidence from Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore, and Thailand	Independen = Kebijakan stimulus pemerintah Dependen = <i>Abnormal return</i> saham	Metode kuantitatif menggunakan pendekatan <i>event study</i>	Hasil penelitian mengungkapkan bahwa paket stimulus pemerintah bereaksi negatif terhadap pasar saham di Indonesia, Singapura, Malaysia, dan Filipina. Sementara itu, pasar Thailand bereaksi positif dengan adanya paket stimulus.
5	Subekti & Rahmawati, (2020) Reaksi Pasar Modal Dari Dampak Peristiwa Hari Besar Agama Islam Terhadap <i>Abnormal Return</i> dan <i>Trading Volume Activity</i> Saham Perusahaan Indeks JII Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia	Independen = Peristiwa hari besar agama islam Dependen = <i>Abnormal return & Trading Volume Activity</i> (TVA) saham perusahaan dalam JII	Metode kuantitatif melalui analisis data <i>paired simple t-test & wilcoxon signed rank test</i>	Hasil penelitian mengungkapkan bahwa peristiwa Idul Adha terbukti memberikan dampak signifikan terhadap kedua variabel dependen. Sebaliknya, pada Maulid Nabi, Idul Fitri, dan Tahun Baru Islam tidak ditemukan pengaruh signifikan terhadap <i>abnormal return</i> , meskipun terdapat pengaruh signifikan pada TVA. Adapun peristiwa Isra Mi'raj tidak berpengaruh signifikan baik terhadap keduanya.
6	Firlianti & Mildawati, (2021) Analisis Perbandingan <i>Holiday Effect</i> Terhadap <i>Return</i> dan <i>Volume</i>	Independen = <i>Holiday effect</i> Dependen = <i>Abnormal return & volume</i> perdagangan saham	Metode kuantitatif melalui analisis uji beda <i>wilcoxon</i>	Hasil penelitian mengungkapkan bahwa <i>holiday effect</i> tidak terdapat perbedaan terhadap return saham. Namun, terdapat perbedaan signifikan

	Perdagangan Saham Pada Pasar Saham Di Bursa Efek Indonesia			pada volume perdagangan saham.
7	Alianty et al., (2022) Analisis Perbedaan <i>Pre- dan Post-Islamic Holiday Effect</i> pada <i>Abnormal Return</i> di Bursa Efek Indonesia (BEI) Selama Pandemi	Independen = <i>Islamic holiday effect</i> Dependen = <i>Abnormal return</i>	Metode kuantitatif melalui analisis <i>Paired Simple T-Test</i> dan <i>Wilcoxon Signed Ranks Test</i>	Hasil penelitian mengungkapkan bahwa pada beberapa saham terdapat perbedaan <i>abnormal return</i> , sementara pada sebagian lainnya tidak ditemukan perbedaan <i>abnormal return</i> sebelum maupun sesudah peristiwa hari libur islam.
8	Faih, (2022) Analisis Efek Ramadhan Terhadap <i>Abnormal Return</i> dan <i>Trading Volume Activity</i> Pada Perusahaan Lq-45 Di Bursa Efek Indonesia Periode 2015-2019	Independen = <i>Ramadhan effect</i> Dependen = <i>Abnormal Return</i> dan <i>Trading Volume Activity</i>	Metode kuantitatif melalui analisis uji <i>one sample t-test</i> , uji <i>one sample Wilcoxon signed rank test</i> , uji <i>paired sample t-test</i> , uji <i>paired samples Wilcoxon signed rank test</i>	Hasil penelitian mengungkapkan bahwa terdapat <i>abnormal return</i> dan aktivitas volume perdagangan yang signifikan selama bulan Ramadhan pada perusahaan LQ-45.
9	Gifari, (2020) Pengaruh Hari Raya Islam Terhadap <i>Abnormal Return</i> Indeks Saham Sektoral Di Indonesia	Independen = Hari raya islam Dependen = <i>Abnormal return</i>	Metode kuantitatif melalui analisis uji beda menggunakan anova	Hasil penelitian mengungkapkan bahwa perayaan Idul Fitri dan Idul Adha berpengaruh terhadap peningkatan <i>abnormal return</i> .
10	Romadhany et al., (2024) Pengaruh Volume Penjualan Saham, Profitabilitas, Solvabilitas, <i>Earning Volatility</i> dan <i>Trading Volume</i> terhadap Volatilitas Harga Saham dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Mediasi	Independen = Volume penjualan saham, profitabilitas (ROA), solvabilitas (<i>debt ratio</i>), <i>earning volatility</i> , dan <i>trading volume</i> Dependen = Volatilitas harga saham Mediasi = Kebijakan dividen	Metode kuantitatif melalui <i>path analysis</i>	Hasil penelitian mengungkapkan bahwa volume perdagangan memiliki pengaruh signifikan terhadap volatilitas harga saham.
11	Putra & Tumirin, (2024) Pengaruh Profitabilitas, <i>Leverage</i> , Volume	Independen = Profitabilitas, <i>leverage</i> , volume perdagangan saham	Metode kuantitatif melalui analisis regresi linear berganda	Hasil penelitian mengungkapkan bahwa volume perdagangan tidak berpengaruh terhadap harga saham.

	Perdagangan Saham Terhadap Volatilitas Harga Saham	Dependen = Volatilitas harga saham		
12	Hartanto, (2024) Pengaruh Volume dan Frekuensi Perdagangan Terhadap Harga Saham Pada Bank Index LQ45 - Periode 2020 – 2024	Independen = Volume perdagangan dan frekuensi perdagangan Dependen = Harga saham	Metode kuantitatif melalui analisis regresi linear berganda	Hasil penelitian mengungkapkan bahwa volume perdagangan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap harga saham.
13	Safrani & Kusumawati, (2022) Pengaruh Volume Perdagangan Saham, <i>Dividend Yield</i> , <i>Earning Volatility</i> , <i>Firm Size</i> , Dan Nilai Tukar Terhadap Volatilitas Harga Saham (Studi Empiris Perusahaan yang Terdaftar Indeks LQ45 Periode 2016-2020)	Independen = Volume Perdagangan Saham, <i>Dividend Yield</i> , <i>Earning Volatility</i> , <i>Firm Size</i> , Dan Nilai Tukar Dependen = Volatilitas harga saham	Metode kuantitatif melalui analisis regresi linear berganda	Hasil penelitian mengungkapkan bahwa volume perdagangan berpengaruh positif dan signifikan terhadap volatilitas harga saham.
14	Fitriansyah et al., (2024) Pengaruh Volatilitas Laba, Volume Perdagangan Saham dan <i>Leverage</i> Terhadap Volatilitas Harga Saham dengan <i>Strategic Deviation</i> sebagai Variabel Moderasi (Studi pada Perusahaan Energi yang Terdaftar di BEI Periode 2018 – 2022)	Independen = Volatilitas Laba, Volume Perdagangan Saham dan <i>Leverage</i> Dependen = Volatilitas harga saham Moderasi = <i>Strategic deviation</i>	Metode kuantitatif menggunakan analisis SEM	Hasil penelitian mengungkapkan bahwa volume perdagangan tidak berpengaruh terhadap volatilitas harga saham.
15	Gunardi et al., (2023) <i>The Effect Of Money Supply And Interest Rate On Stock Price</i>	Independen = <i>Money supply</i> dan suku bunga Dependen = IHSG <i>Stock price</i> di Indonesia dan Malaysia	Metode kuantitatif menggunakan analisis uji data panel	Hasil penelitian mengungkapkan bahwa di Indonesia jumlah uang beredar dan tingkat suku bunga berpengaruh terhadap harga saham, sedangkan di Malaysia hanya suku bunga yang terbukti memengaruhi harga saham.
16	Pangestuti, (2023)	Independen =	Metode kuantitatif melalui analisis	Hasil penelitian mengungkapkan bahwa

	<i>Effect Of Macroeconomic Variables On Composite Stock Price Index</i>	Nilai tukar, suku bunga, dan inflasi Dependen = Indeks harga saham gabungan di BEI	regresi linear berganda	nilai tukar, suku bunga, dan inflasi secara simultan berpengaruh terhadap harga saham IHSG. Namun, secara parsial hanya nilai tukar dan suku bunga yang berpengaruh signifikan, sedangkan inflasi tidak memberikan pengaruh signifikan terhadap harga saham.
17	Ilyas, (2022) Pengaruh Indikator Makroekonomi terhadap Harga Saham Perusahaan (Studi pada Perusahaan yang Tercatat dalam Indeks LQ45)	Independen = Inflasi, nilai tukar rupiah, <i>BI rate</i>, dan PDB Dependen = Harga saham indeks LQ45	Metode kuantitatif melalui analisis regresi data panel dengan model <i>fixed effect</i>	Hasil penelitian mengungkapkan bahwa inflasi dan PDB tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham, sedangkan nilai tukar rupiah dan <i>BI rate</i> terbukti berpengaruh signifikan terhadap harga saham.
18	Kharisma & Daeli, (2024) Pengaruh Inflasi, Suku Bunga dan Nilai Tukar Rupiah Terhadap Harga Saham Perusahaan PT Indo Tambangraya Megah Tbk Periode 2013-2023	Independen = Inflasi, suku bunga dan nilai tukar rupiah Dependen = Harga saham	Metode kuantitatif melalui analisis regresi linear berganda	Hasil penelitian mengungkapkan bahwa inflasi dan nilai tukar berpengaruh signifikan terhadap harga saham, suku bunga berpengaruh negatif signifikan, dan secara simultan ketiganya berpengaruh terhadap harga saham.
19	Febrianti & Nurhayati, (2020) Pengaruh DER, PDB Dan EPS Terhadap Harga Saham Perusahaan Asuransi yang Terdaftar di BEI	Independen = <i>Debt Equity Ratio</i> (DER), <i>Gross Domestic Product</i> (GDP), and <i>Earning Per Share</i> (EPS) Dependen = Harga saham	Metode kuantitatif melalui analisis regresi data panel	Hasil penelitian mengungkapkan bahwa DER berpengaruh negatif signifikan terhadap harga saham, sedangkan EPS dan GDP berpengaruh positif signifikan pada perusahaan asuransi di BEI.
20	Nurlaila et al., (2024) <i>The Influence of Financial Performance, Inflation Rate And Gdp Growth on Property and Real Company Stock Prices</i> <i>estaton the Indonesian Stock</i>	Independen = <i>Earning Per Share</i>, <i>Price Earning Ratio</i>, <i>Return On Equity</i>, inflasi, dan GDP Dependen = Harga saham	Metode kuantitatif melalui analisis regresi data panel	Hasil penelitian mengungkapkan bahwa PER, ROE, dan pertumbuhan GDP berpengaruh positif signifikan terhadap harga saham, sedangkan EPS dan inflasi tidak berpengaruh signifikan.

	<i>Exchange (BEI)</i>			
	<i>Period 2013-2019</i>			

Sumber : data diolah peneliti, 2025

Berdasarkan penelitian-penelitian terdahulu pada tabel 2.1, mengungkapkan adanya perbedaan temuan. Penelitian Wati (2024) mengungkapkan bahwasanya inisiasi program makan bergizi gratis berpotensi memberikan pengaruh positif terhadap kinerja perusahaan, sedangkan Iskandar & Setijaningsih (2024) menemukan bahwa dampaknya hanya dirasakan sebagian perusahaan, sementara lainnya tidak terdampak signifikan. Sebaliknya, Haikal & Anbiya (2024) menekankan bahwa program tersebut justru menimbulkan tantangan, seperti risiko fiskal dan sentimen negatif dari investor asing dan Sakke & Wibowo (2022) menjelaskan bahwa kebijakan stimulus pemerintah bereaksi positif terhadap pasar saham di sebagian negara saja. Di sisi lain, Gifari (2020) dan Subekti & Rahmawati (2020) menemukan bahwa hari besar keagamaan, khususnya Idul Adha, memberikan pengaruh signifikan terhadap *abnormal return*, sementara peristiwa lainnya cenderung tidak berpengaruh. Berbeda dengan temuan tersebut, Alianty et al. (2022) dan Firlianti & Mildawati (2021) menyatakan bahwa *return* saham tidak menunjukkan perbedaan signifikan, meskipun volume perdagangan mengalami perubahan. Perlu dicermati bahwa sebagian besar penelitian tersebut menggunakan *abnormal return*, *return* saham, maupun *trading volume activity* sebagai indikator, yang pada dasarnya merepresentasikan kinerja saham di pasar modal.

Adapun penelitian ini memiliki perbedaan karena menitikberatkan pada harga saham sebagai variabel dependen. Lebih lanjut, Hartanto (2024), Romadhany et al. (2024) serta Safrani & Kusumawati (2022) mengungkapkan bahwa volume perdagangan saham berpengaruh signifikan terhadap harga maupun volatilitas saham. Bertolak belakang dengan hasil penelitian Fitriansyah et al. (2024) dan Putra & Tumirin (2024) yang menemukan bahwa volume perdagangan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap harga saham.

2.2 Kajian Teoritis

2.2.1 Teori Pasar Efisien

Menurut Tandelilin (2010) pasar efisien merupakan kondisi ketika harga seluruh sekuritas yang diperdagangkan telah merefleksikan seluruh informasi yang tersedia. Apabila pada suatu waktu terjadi reaksi harga saham terhadap faktor di luar konsep pasar efisien, maka fenomena tersebut dapat dikategorikan sebagai anomali atau penyimpangan. Gumanti & Utami (2002) juga berpendapat bahwa pasar dianggap efisien ketika tidak ada pihak, yang

mampu meraih *abnormal return* setelah memperhitungkan risiko meskipun memanfaatkan strategi perdagangan yang tersedia.

Jogiyanto (2000) menjelaskan bahwasanya setiap informasi atau pengumuman yang dirilis oleh emiten akan dinilai oleh para pelaku pasar modal, dan respons tersebut dapat memicu perubahan pada aktivitas jual beli saham, sehingga dampaknya terlihat pada pergeseran volume dan frekuensi transaksi, fluktuasi harga saham, *bid/ask spread*, proporsi kepemilikan, serta aspek-aspek lainnya. Fama (1970) membagi efisiensi pasar modal menjadi tiga kategori yang didasarkan pada jenis informasi yang menjadi dasar pengambilan keputusan :

a. Bentuk Lemah

Efisiensi pasar dalam bentuk lemah menunjukkan bahwa harga sekuritas telah merefleksikan seluruh data historis, sehingga investor tidak dapat memperoleh laba *abnormal* hanya melalui data harga masa lalu.

b. Bentuk Setengah Kuat

Efisiensi bentuk setengah kuat menegaskan bahwa harga sekuritas tidak hanya mengakomodasi data historis, tetapi juga seluruh informasi yang tersedia untuk publik, seperti laporan keuangan, dividen, merger, maupun kebijakan akuntansi. Dalam kondisi ini, investor tidak mampu meraih laba *abnormal* dengan memanfaatkan informasi publik tersebut.

c. Bentuk Kuat

Efisiensi bentuk kuat menyatakan bahwa harga sekuritas mencerminkan informasi publik maupun privat. Dalam kondisi ini, pihak yang mempunyai akses terhadap informasi khusus berpotensi meraih keuntungan di atas normal.

Dalam kerangka teori pasar efisien, pengumuman program Makan Bergizi Gratis (MBG) akan segera tercermin pada harga saham sektor makanan dan minuman setelah informasi tersebut dipublikasikan. Investor rasional akan menilai potensi peningkatan pendapatan dan permintaan produk, sehingga harga saham menyesuaikan tanpa memberikan peluang keuntungan *abnormal* pasca pengumuman. Hal serupa juga berlaku pada momentum keagamaan seperti Idul Fitri dan Natal, di mana pasar akan mengantisipasi peningkatan konsumsi dan mencerminkannya dalam pergerakan harga saham. Dalam pandangan Islam, prinsip ini selaras dengan nilai transparansi, kejujuran, dan keadilan sebagaimana ditegaskan dalam Al-Qur'an. Allah SWT berfirman dalam Surah An-Nisa ayat 29 :

تَقْتُلُوا وَلَا كُمْ مِّن تَرَاوٍ عَن تِجَارَةٍ تَكُونُ أَن إِلَّا بِالْبَاطِلِ بَيْنَكُمْ أَمْوَالُكُمْ تَأْكُلُوا لَا أَمْنُوا الَّذِينَ يَأْيُهَا
رَحِيمًا بِكُمْ كَانَ اللَّهُ إِنَّ أَنْفُسَكُمْ

Artinya :

“Wahai orang-orang yang beriman, janganlah kamu memakan harta sesamamu dengan cara yang batil (tidak benar), kecuali berupa perniagaan atas dasar suka sama suka di antara kamu. Janganlah kamu membunuh dirimu. Sesungguhnya Allah adalah Maha Penyayang kepadamu”. Ayat ini menggarisbawahi bahwa perdagangan harus berlangsung secara adil dan terbuka tanpa merugikan salah satu pihak. Prinsip tersebut sejalan dengan konsep teori pasar efisien, di mana setiap informasi yang dipublikasikan perlu tersedia secara merata bagi seluruh pelaku pasar agar segera tercermin dalam harga saham.

2.2.2 Maqashid Syariah dalam Investasi dan Pasar Modal Syariah

Maqashid syariah merujuk pada tujuan pokok yang menjadi landasan dalam penerapan hukum Islam serta praktik ekonomi Islam (Adesty et al., 2025). Konsep ini menegaskan bahwa setiap aktivitas muamalah tidak semata-mata diarahkan pada perolehan keuntungan, melainkan juga pada pencapaian kemaslahatan serta perlindungan terhadap kepentingan manusia (Saphira et al., 2025). Secara umum, maqashid syariah mencakup lima tujuan utama, yaitu perlindungan agama (*hifdz al-din*), jiwa (*hifdz al-nafs*), akal (*hifdz al-‘aql*), keturunan (*hifdz al-nasl*), dan harta (*hifdz al-mal*) (Rifnawati & Epriyani, 2025).

Dalam konteks investasi dan pasar modal syariah, *hifdz al-mal* merupakan maqashid yang paling relevan karena berkaitan secara langsung dengan pengelolaan serta keamanan harta investor (Aini et al., 2023). *Hifdz al-mal* dimaknai sebagai upaya menjaga harta agar diperoleh dan dikembangkan melalui mekanisme yang halal dan adil, serta terhindar dari unsur *gharar*, *maysir*, maupun praktik spekulatif yang berlebihan (Marhanian et al., 2024). Oleh karena itu, aktivitas investasi di pasar modal syariah tidak hanya dituntut untuk memberikan imbal hasil, tetapi juga harus menjamin adanya mekanisme perlindungan terhadap risiko yang berpotensi merugikan pemilik modal (Maulana, 2025).

Penerapan prinsip *hifdz al-mal* dalam pasar modal syariah direalisasikan melalui berbagai instrumen dan regulasi, antara lain proses seleksi saham syariah, keterbukaan informasi, serta pengawasan terhadap aktivitas perdagangan (Purnomo et al., 2025). Penelitian Damayanti (2025) menunjukkan bahwa mekanisme *screening* saham syariah, keterbukaan informasi, serta pengawasan perdagangan bertujuan menciptakan pasar modal syariah yang adil dan efisien, di mana harga saham mencerminkan nilai fundamental perusahaan dan tidak mudah terdistorsi oleh spekulasi yang tidak sejalan dengan prinsip

syariah. Selain itu, volatilitas harga saham yang tinggi berkorelasi dengan risiko yang lebih besar terhadap kerugian investasi, sehingga stabilitas harga menjadi aspek penting dalam menjaga keamanan harta investor (Hidayati & Sukmaningrum, 2021). Penelitian (Falasifa et al., 2025) mengungkapkan bahwa pergerakan harga dan tingkat volatilitas saham syariah memiliki relevansi penting dalam perspektif maqashid syariah, khususnya pada aspek *hifdz al-mal*, karena tidak hanya mencerminkan dinamika pasar modal secara ekonomi, tetapi juga menunjukkan sejauh mana pasar modal syariah mampu menjalankan fungsi perlindungan harta sesuai dengan tujuan syariah.

Prinsip perlindungan harta (*hifdz al-mal*) dalam Islam menempatkan keadilan serta larangan praktik batil sebagai landasan utama dalam aktivitas ekonomi, sebagaimana ditegaskan dalam Al-Qur'an Surah Al-Baqarah ayat 188:

تَعْلَمُونَ □ وَأَنْتُمْ بِالْأَمْوَالِ النَّاسِ أَمْوَالٍ مِّنْ قَرِيبًا لِّتَأْكُلُوا الْحُكَّامَ إِلَىٰ بِهَآ وَتُدْأَلُوا بِالْبَاطِلِ بَيْنَكُمْ أَمْوَالَكُمْ تَأْكُلُوا وَلَا

Artinya :

“Janganlah kamu makan harta di antara kamu dengan jalan yang batil dan (janganlah) kamu membawa (urusan) harta itu kepada para hakim dengan maksud agar kamu dapat memakan sebagian harta orang lain itu dengan jalan dosa, padahal kamu mengetahui”. Ayat tersebut menegaskan bahwa kegiatan ekonomi harus dijalankan secara adil serta terhindar dari praktik yang merugikan pihak lain. Dalam konteks pasar modal syariah, prinsip ini sejalan dengan tujuan *hifdz al-mal*, yakni menjaga keamanan dan keberlanjutan harta investor melalui mekanisme transaksi yang transparan, berkeadilan, dan bebas dari spekulasi berlebihan.

2.2.3 Saham

Saham merupakan tanda kepemilikan atau penyertaan seseorang maupun suatu badan pada sebuah perusahaan, misalnya pada PT. Saham biasanya berbentuk lembaran kertas yang mencantumkan identitas pemilik sebagai tanda kepemilikan atas perusahaan yang menerbitkannya (Setiawan & Satrianto, 2021). Di sisi lain, saham menjadi salah satu instrumen investasi yang banyak diminati investor karena berpotensi memberikan tingkat keuntungan yang relatif tinggi (BEI, 2024). Oleh karena itu, saham tidak hanya berfungsi sebagai sarana bagi perusahaan untuk memperoleh dana dalam rangka pengembangan dan ekspansi, tetapi juga memberikan peluang bagi investor untuk memperoleh bagian dari keuntungan yang dihasilkan perusahaan. Menurut Suratna et al. (2020) saham dapat diklasifikasikan menjadi dua jenis, yaitu:

1. Saham preferen, yaitu surat berharga yang memberikan hak istimewa kepada pemiliknya dibandingkan dengan pemegang saham biasa. Namun, pemegang saham preferen tidak memiliki hak suara dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).
2. Saham biasa, yaitu surat berharga yang menjadi bukti kepemilikan atas suatu perusahaan. Pemilik saham ini berhak memperoleh bagian keuntungan perusahaan berupa dividen, sekaligus harus bersedia menanggung potensi kerugian perusahaan.

2.2.3.1 Saham Syariah

Menurut Wahyudi et al. (2021) saham syariah adalah saham yang memiliki karakteristik sesuai dengan prinsip-prinsip Islam atau sering disebut sebagai *sharia compliant*. Secara konsep, saham merupakan bukti penyertaan modal dalam suatu perusahaan di mana pemilik modal berhak memperoleh keuntungan. Konsep ini sejalan dengan prinsip muamalah dalam Islam yang dikenal dengan istilah *musyarakah* atau *syirkah*. Di sisi lain, Fajar et al. (2022) mengungkapkan bahwa saham syariah adalah saham yang berlandaskan prinsip-prinsip Islam dan tidak bertentangan dengan ketentuan syariah, dengan Al-Qur'an, Sunnah Nabi Muhammad SAW, serta ijtihad para ulama sebagai sumber acuannya.

Di pasar modal Indonesia, terdapat dua kategori saham syariah yang diakui secara resmi. Pertama, saham yang memenuhi kriteria seleksi saham syariah sebagaimana diatur dalam Peraturan OJK Nomor 35/POJK.04/2017 mengenai Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah. Kedua, saham yang ditetapkan sebagai saham syariah oleh emiten atau perusahaan publik syariah sesuai dengan ketentuan Peraturan OJK Nomor 17/POJK.04/2015 (Bursa Efek Indonesia, 2024). Munawiroh & Rumawi (2022) menyebut bahwa saham syariah menilai seluruh pihak yang terlibat telah memenuhi prinsip-prinsip syariah, sehingga transaksi yang dilakukan menghasilkan investasi yang halal serta menjadi sarana untuk mendekatkan diri kepada Allah SWT. Seiring dengan munculnya isu mengenai kepatuhan syariah, keberadaan saham syariah di Indonesia semakin diperkuat melalui penetapan Fatwa DSN-MUI tentang saham, yang memberikan legitimasi dan mempertegas eksistensinya (Majelis Ulama Indonesia, 2020).

2.2.3.2 Harga Saham Syariah

Harga saham syariah merupakan harga saham yang tercatat di pasar modal syariah. Secara umum, mekanismenya sama dengan harga saham konvensional, namun dibedakan oleh prinsip-prinsip syariah yang telah ditetapkan. Menurut Kurnia (2019) harga saham adalah harga penutupan pada pasar saham yang dijadikan sampel penelitian

dan pergerakannya selalu diperhatikan oleh para investor. Sedangkan Fadila & Nuswandari (2022) menjelaskan bahwa harga saham merupakan nilai per lembar saham yang berlaku di pasar modal. Harga saham di pasar modal umumnya diklasifikasikan menjadi tiga jenis, yakni harga tertinggi (*high price*), harga terendah (*low price*), dan harga penutupan (*close price*). Harga tertinggi maupun terendah menunjukkan nilai transaksi tertinggi dan terendah yang terjadi dalam satu hari perdagangan bursa. Sementara itu, harga penutupan adalah harga terakhir yang tercatat pada saat berakhirnya jam perdagangan bursa (Husnan, 2005).

Harga saham mencerminkan nilai yang diterima investor, yang dipengaruhi oleh berbagai faktor seperti kinerja perusahaan, kondisi perekonomian, serta sentimen pasar. Perubahan pada faktor-faktor tersebut sering menimbulkan fluktuasi harga yang cukup signifikan di bursa, sehingga membentuk dinamika interaksi antara permintaan dan penawaran (Prayuna et al., 2025). Dengan demikian, harga saham tidak hanya merefleksikan nilai intrinsik perusahaan, tetapi juga menggambarkan ekspektasi investor terhadap prospek pertumbuhan dan tingkat risiko di masa depan (Indrayani et al., 2025)

2.2.4 Program Makan Bergizi Gratis (MBG)

Program Makan Bergizi Gratis (MBG) merupakan bentuk intervensi sosial yang dirancang untuk memperkuat ketahanan pangan sekaligus meningkatkan kualitas gizi masyarakat. Menurut Yusriadi (2025), program ini dinilai mampu memperluas akses masyarakat terhadap makanan sehat, mengurangi masalah malnutrisi, serta memperkuat keamanan pangan, meskipun implementasinya masih menghadapi hambatan pada aspek pendanaan dan koordinasi kebijakan. Sejalan dengan itu, Albaburrahim et al. (2025) menyoroti bahwa MBG memberikan dampak positif bagi kesehatan, capaian akademik, serta persiapan menuju generasi emas 2045, meskipun implementasinya masih menghadapi sejumlah kendala. Lebih lanjut, penelitian Danira (2025) menunjukkan bahwa program ini mampu memperkuat rantai pasok pertanian, mendorong pengembangan UMKM, serta menekan kesenjangan pembangunan antarwilayah, khususnya di daerah terpencil. Basit & Ramadani (2025) menambahkan bahwa program ini tidak hanya meningkatkan status gizi anak, tetapi juga menghasilkan efek pengganda pada sektor pertanian, UMKM, dan daya beli rumah tangga berpendapatan rendah, sehingga dapat dipandang sebagai bentuk investasi sosial yang mendorong pembangunan ekonomi berkelanjutan.

Dalam kerangka teori ekonomi pembangunan, program MBG dapat dikategorikan sebagai bagian dari *social safety net* atau jaring pengaman sosial, yaitu upaya perlindungan

pemerintah untuk menjaga kesejahteraan kelompok rentan dari dampak guncangan ekonomi. Penelitian Prayitno et al. (2018) membuktikan bahwa berbagai program jaring pengaman di Jawa Timur berkontribusi nyata dalam meningkatkan pendapatan rumah tangga miskin. Oleh karena itu, MBG dapat dipahami sebagai instrumen *safety net* yang berfungsi mengurangi kerentanan gizi sekaligus memperkuat stabilitas sosial masyarakat.

Selain itu, program MBG dapat dikaitkan dengan konsep *human capital investment*. Perspektif ini menekankan bahwa pengeluaran untuk sektor pendidikan dan kesehatan merupakan bentuk investasi jangka panjang yang mampu meningkatkan produktivitas tenaga kerja di masa mendatang. Becker (1993) menjelaskan bahwa investasi dalam gizi, pendidikan, dan kesehatan anak akan menghasilkan *return* berupa peningkatan keterampilan, daya saing, serta pendapatan pada usia dewasa. Sejalan dengan itu, Hanushek & Woessmann (2020) menegaskan bahwa kualitas sumber daya manusia, khususnya melalui perbaikan gizi dan pendidikan, menjadi faktor kunci yang mendorong pertumbuhan ekonomi berkelanjutan. Dengan demikian, MBG tidak hanya relevan sebagai kebijakan sosial, melainkan juga sebagai strategi investasi dalam pembangunan modal manusia yang berperan penting bagi tercapainya visi Indonesia Emas 2045.

2.2.5 Hari Keagamaan

Salah satu bentuk anomali di pasar modal adalah *holiday effect*, yaitu fenomena yang dalam sejumlah penelitian dikaitkan dengan kinerja bursa efek pada periode hari libur tertentu. Hari libur nasional merupakan suatu peristiwa yang dapat memengaruhi aktivitas perdagangan di pasar modal (Subekti & Rahmawati, 2020). Secara konseptual, *holiday effect* dapat dipahami melalui pendekatan psikologi investor, di mana atmosfer perayaan hari keagamaan mendorong terbentuknya sentimen optimisme di pasar modal. Pada periode menjelang libur keagamaan, investor biasanya menunjukkan sikap lebih positif dengan kecenderungan meningkatkan aktivitas pembelian saham. Hal ini didorong oleh meningkatnya konsumsi masyarakat serta ekspektasi terhadap kondisi ekonomi yang dianggap lebih baik selama periode tersebut (Abiprayu et al., 2024; Cheema & Fianto, 2024; Liu et al., 2022). Ariel (1990) menyatakan bahwa pergerakan harga saham pada periode sebelum, selama, dan setelah hari raya cenderung membentuk pola yang berbeda dibandingkan dengan hari-hari biasa, fenomena ini umumnya ditandai dengan peningkatan *return* menjelang hari raya.

Di sisi lain, momentum hari keagamaan turut memengaruhi pola aktivitas perdagangan saham, di mana volatilitas maupun volume transaksi cenderung berfluktuasi akibat adanya faktor sosial dan budaya yang ikut memengaruhi perilaku serta pengambilan keputusan

investasi (Pinto et al., 2022; Wang, 2022). Dalam kerangka teori efisiensi pasar (*Efficient Market Hypothesis*), *holiday effect* dikategorikan sebagai bentuk anomali yang mencerminkan bahwa pasar tidak sepenuhnya efisien dalam mengolah informasi, terutama yang berkaitan dengan momen keagamaan yang memunculkan pengaruh psikologis pada investor. Konsekuensinya, fenomena ini membuka peluang bagi investor yang mampu membaca pola tersebut untuk memperoleh *abnormal return* selama periode hari libur keagamaan (Kasidi & Abdulkadir, 2022).

2.2.6 Volume Perdagangan Saham

Volume perdagangan saham merujuk pada total lembar saham yang berpindah tangan dalam suatu hari. Secara umum, volume perdagangan menggambarkan jumlah saham suatu emiten yang ditransaksikan dalam periode tertentu (Lo & Wang, 2000). Tingginya volume perdagangan menandakan bahwa pertukaran informasi antar pelaku pasar semakin aktif, sehingga peluang terbentuknya harga yang lebih efisien juga semakin besar (Rahmadani & Manurung, 2024).

Menurut perspektif Islam, perdagangan saham tidak semata-mata bertujuan memperoleh keuntungan materi, tetapi harus berlandaskan nilai halal dan berkah. Harta yang diperoleh dianggap sebagai amanah Allah SWT yang harus dijaga sesuai syariah. Oleh karena itu, meskipun volume perdagangan saham yang tinggi menunjukkan potensi keuntungan, pada akhirnya hasil tersebut merupakan rezeki dari Allah SWT. Hal ini ditegaskan dalam QS. Saba' ayat 39.

خَيْرٌ وَهُوَ هُوَ يُخْلِفُ فَهُوَ شَيْءٌ مِّنْ أَنْفَقْتُمْ وَمَا لَهُ وَيَقْدِرُ عِبَادِهِ مَن يَشَاءُ لِمَن الرِّزْقُ يَبْسُطُ رَبِّي إِنْ قُلُ
الرَّزْقِينَ

Artinya :

“Katakanlah (Nabi Muhammad), “Sesungguhnya Tuhanku melapangkan rezeki kepada siapa yang Dia kehendaki di antara hamba-hamba-Nya dan menyempitkannya.” Suatu apa pun yang kamu infakkan pasti Dia akan menggantinya. Dialah sebaik-baik pemberi rezeki.” Makna ayat tersebut adalah bahwa Allah SWT melimpahkan rezeki kepada hamba pilihan-Nya. Sebagai bentuk ikhtiar, manusia dapat mencarinya melalui berbagai aktivitas ekonomi, termasuk perdagangan saham.

Volume perdagangan saham dipandang sebagai indikator utama dalam kajian pasar modal karena menunjukkan intensitas minat serta aktivitas investor pada suatu emiten. Dari sisi konsep, volume transaksi mencerminkan likuiditas saham dan berperan sebagai sinyal

penting dalam proses penentuan harga di bursa. Perhitungan volume perdagangan saham dilakukan dengan formula sebagai berikut:

$$TVA_{it} = \frac{\text{Jumlah saham (i) yang diperdagangkan pada periode (t)}}{\text{Jumlah saham (i) yang beredar pada periode (t)}} \dots\dots\dots(2.1)$$

2.3 Hubungan Antar Variabel

2.3.1 Hubungan Program Makan Bergizi Gratis (MBG) Terhadap Harga Saham

Program Makan Bergizi Gratis (MBG) yang mulai diterapkan pemerintah sejak awal 2025 diposisikan sebagai langkah strategis untuk menanggulangi persoalan gizi anak usia sekolah sekaligus memperkuat kualitas sumber daya manusia (SDM) nasional. Seperti dijelaskan oleh Febryanti et al. (2025), inisiatif ini muncul akibat tingginya prevalensi stunting dan wasting yang bila tidak ditangani, berpotensi menekan produktivitas nasional di masa mendatang. Sejalan dengan hal tersebut, RAPBN 2025 mencatat alokasi anggaran kesehatan sebesar Rp197,8 triliun, yang diarahkan antara lain untuk percepatan penurunan stunting, pengendalian penyakit menular, serta penyediaan layanan pemeriksaan kesehatan gratis (Pratomo, 2024). Kebijakan ini mencerminkan komitmen pemerintah terhadap intervensi kesehatan yang menysasar populasi secara luas. Upaya peningkatan status gizi melalui MBG tidak hanya memberikan dampak sosial, melainkan juga menimbulkan konsekuensi ekonomi jangka panjang, termasuk pada pandangan investor, karena SDM yang sehat dan berkualitas kerap dianggap sebagai fondasi utama pembangunan ekonomi yang berkesinambungan.

Hasil penelitian di Indonesia menunjukkan bahwa kebijakan kesehatan atau stimulus di sektor kesehatan publik dapat memengaruhi pergerakan pasar modal melalui reaksi investor, meskipun dampaknya tidak selalu langsung maupun besar. Sebagai contoh, Faidah et al. (2022) menemukan bahwa pengumuman serta implementasi vaksinasi COVID-19 menimbulkan perubahan signifikan pada harga saham emiten kesehatan, meski di sisi lain volume perdagangan sejumlah saham justru mengalami penurunan setelah program vaksinasi berlangsung. Selain itu, pemberitaan di media mengindikasikan bahwa meskipun pemerintah meluncurkan program pemeriksaan kesehatan gratis, indeks sektor kesehatan (IDXHEALTH) belum menunjukkan penguatan yang berarti, bahkan sejumlah saham kesehatan masih mengalami pelemahan (Usman, 2025). Kondisi ini menandakan bahwa investor cenderung menimbang faktor risiko serta kinerja fundamental emiten kesehatan sebelum merespons kebijakan tersebut.

Wati (2024) menunjukkan bahwa program makan bergizi gratis berpotensi meningkatkan kinerja perusahaan, sementara Iskandar & Setijaningsih (2024) menilai dampaknya hanya terbatas pada sebagian perusahaan. Sebaliknya, Haikal & Anbiya (2024) menyoroti risiko fiskal serta sentimen negatif investor asing. Dengan demikian, meskipun program MBG berpotensi memberi sinyal positif bagi investor, respon pasar modal bisa beragam. Sektor terkait seperti farmasi, rumah sakit, dan distribusi makanan akan diuntungkan bila program dijalankan transparan dan konsisten, namun jika pelaksanaannya bermasalah atau dianggap membebani biaya, dampaknya bisa terbatas bahkan negatif. Dalam perspektif maqashid syariah, khususnya *hifdz al-mal*, respon pasar terhadap kebijakan seperti program Makan Bergizi Gratis mencerminkan bagaimana kebijakan publik dipersepsikan dalam menjaga keberlanjutan dan keamanan nilai investasi. Stabilitas harga saham yang terbentuk dari kebijakan yang transparan dan konsisten menjadi salah satu indikator tercapainya perlindungan harta investor sesuai dengan tujuan syariah (Wathon, 2024).

2.3.2 Hubungan Hari Keagamaan Terhadap Harga Saham

Hari-hari keagamaan kerap memengaruhi pola konsumsi masyarakat serta menggerakkan dinamika ekonomi yang berbeda dari kondisi normal. Selama bulan Ramadan, misalnya, tingkat konsumsi masyarakat mengalami peningkatan yang signifikan terutama pada kebutuhan pangan, sehingga berdampak pada tren inflasi (Imron, 2025). Permatasari et al. (2023) juga menunjukkan bahwa harga bahan pokok seperti daging, ayam, dan telur cenderung berfluktuasi naik akibat lonjakan permintaan menjelang Idul Fitri. Fenomena serupa juga ditemukan pada perayaan Natal. Kuada & Mamonto (2023) mencatat adanya “*Christmas Effect*” pada saham sektor konsumsi, di mana *abnormal return* meningkat menjelang Natal seiring dengan meningkatnya pengeluaran rumah tangga untuk kebutuhan perayaan.

Hasil studi yang dilakukan oleh Husen et al. (2021) mengungkapkan adanya perbedaan signifikan pada variabel *return* serta aktivitas volume perdagangan saham syariah selama periode Ramadan maupun setelahnya. Namun demikian, aspek volatilitas dan beberapa efek lainnya tidak selalu menunjukkan perbedaan yang berarti. Sejalan dengan itu, penelitian yang dilakukan oleh Gifari (2020) serta Subekti & Rahmawati (2020) menunjukkan bahwa hari besar keagamaan, khususnya Idul Adha, memiliki pengaruh signifikan terhadap *abnormal return*, sementara momen lainnya relatif tidak memberikan dampak berarti. Meskipun demikian, hasil berbeda dilaporkan oleh Alianty et al. (2022) dan Firlianti & Mildawati (2021) yang menemukan bahwa *return* saham tidak mengalami perbedaan signifikan, meskipun terdapat perubahan pada volume perdagangannya.

2.3.3 Hubungan Volume Perdagangan Saham Terhadap Harga Saham

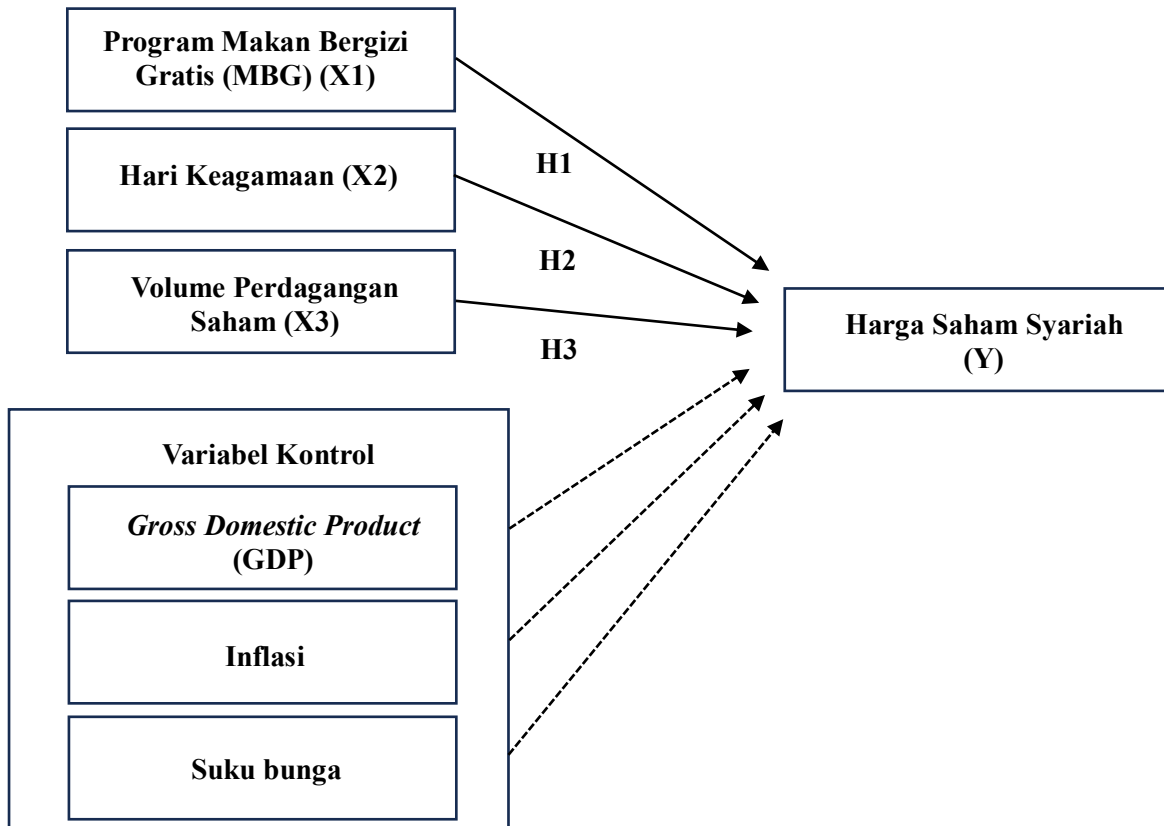
Volume perdagangan seringkali dipandang sebagai cerminan minat investor pada suatu saham, serta menjadi dasar dalam memperkirakan arah pergerakan harga saham melalui mekanisme permintaan dan penawaran (Hartanto, 2024). Dalam perspektif teori efisiensi pasar, khususnya bentuk semi kuat, volume perdagangan mencerminkan tingkat penyerapan informasi publik ke dalam harga saham. Oleh karena itu, tingginya aktivitas perdagangan bukan hanya menandakan minat investor, melainkan juga menggambarkan sejauh mana pasar mampu merespons informasi secara efisien.

Penelitian yang dilakukan Hartanto (2024), Romadhany et al. (2024) serta Safrani & Kusumawati (2022) mengungkapkan bahwa volume perdagangan saham berpengaruh signifikan terhadap harga maupun volatilitas saham. Bertolak belakang dengan hasil penelitian Fitriansyah et al. (2024) dan Putra & Tumirin (2024) yang menemukan bahwa volume perdagangan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap harga saham.

2.4 Kerangka Konseptual

Berdasarkan teori *framework* seperti yang diuraikan oleh Al-Eisawi (2022) dan Tie et al. (2019), kerangka teori berfungsi sebagai landasan konseptual yang menjelaskan mengapa variabel-variabel tertentu dipilih dan bagaimana hubungan antarvariabel tersebut dapat terjadi. Dalam penelitian ini juga dibangun kerangka konseptual yang memetakan hubungan variabel dependen (harga saham syariah) dengan variabel independen (program makan bergizi gratis, hari keagamaan, dan volume perdagangan saham), serta variabel kontrol yang mencakup variabel makroekonomi seperti *Gross Domestic Product* (GDP), inflasi, dan suku bunga. Diagram kerangka konseptual akan memperlihatkan garis anak panah lurus dari variabel independen ke variabel dependen, sebagai tanda pengaruh langsung. Sedangkan variabel kontrol diwakili garis putus-putus menuju variabel dependen, menunjukkan bahwa kontrol ini berfungsi menjaga agar hubungan utama antar variabel tidak dipengaruhi oleh variabel luar yang tidak diteliti. Kerangka konseptual dalam penelitian ini ditampilkan sebagai berikut:

Gambar 2. 1
Kerangka Konseptual



Sumber : Data diolah peneliti (2025)

Penelitian ini didasarkan pada teori pasar efisien (*Efficient Market Hypothesis/EMH*) yang menjelaskan bahwa harga saham telah mencerminkan seluruh informasi yang tersedia di pasar (Fama, 1970). Program makan bergizi gratis menjadi sinyal ekonomi yang memengaruhi harga saham sektor makanan dan minuman melalui peningkatan permintaan dan prospek ekonomi (Rockefeller Foundation, 2021). Selanjutnya, teori perilaku dan budaya (*behavioral and cultural finance*) menyatakan bahwa keputusan investasi dipengaruhi bukan hanya oleh informasi ekonomi, tetapi juga oleh nilai sosial, budaya, dan keagamaan (Fernandez-Perez et al., 2021). Nilai keagamaan tersebut tercermin dalam fenomena *holiday effect*, yang memunculkan sentimen positif dan mendorong peningkatan konsumsi sehingga memengaruhi sentimen investor (Almaida et al., 2024; Liu et al., 2023). Dalam pasar, volume perdagangan menjadi penghubung antara kebijakan dan pergerakan harga saham, karena mencerminkan aktivitas serta likuiditas yang menjadi sinyal perubahan ekspektasi investor (Bajzik, 2021).

GDP digunakan sebagai variabel kontrol karena menjadi indikator utama kondisi ekonomi nasional yang berpengaruh terhadap daya beli masyarakat dan aktivitas investasi (Mahabbah et al., 2025), sehingga membantu menghasilkan estimasi pengaruh variabel MBG, hari keagamaan, dan volume perdagangan saham yang lebih murni terhadap harga saham syariah. Sementara itu, inflasi dan suku bunga dipilih karena keduanya mencerminkan dinamika harga dan kebijakan moneter yang berpengaruh terhadap pola konsumsi, biaya pembiayaan, serta keputusan investasi para investor (Alzoubi, 2022).

2.5 Hipotesis Penelitian

Menurut Sabir (2022) dalam Rapingah et al. (2022) , hipotesis merupakan dugaan sementara yang dirumuskan berdasarkan landasan teori serta kerangka pemikiran, yang selanjutnya perlu dibuktikan kebenarannya melalui pengujian empiris dengan data. Dengan merujuk pada teori tersebut serta kerangka konseptual yang telah disusun, maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

- a) H_0 : Tidak terdapat pengaruh signifikan program makan bergizi gratis (MBG) terhadap harga saham syariah
 H_1 : Terdapat pengaruh signifikan program makan bergizi gratis (MBG) terhadap harga saham syariah
- b) H_0 : Tidak terdapat signifikan pengaruh hari keagamaan terhadap harga saham syariah
 H_2 : Terdapat pengaruh signifikan hari keagamaan terhadap harga saham syariah
- c) H_0 : Tidak terdapat pengaruh signifikan volume perdagangan saham terhadap harga saham syariah
 H_3 : Terdapat pengaruh signifikan volume perdagangan saham terhadap harga saham syariah

BAB III

METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Jenis dan Pendekatan Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dengan pendekatan deskriptif. Menurut Creswell (2014) dalam Hildawati et al. (2024) penelitian kuantitatif ialah metode yang terstruktur dan bersifat objektif dalam mengumpulkan serta menganalisis data berbentuk angka atau numerik, dengan tujuan menguji teori atau hipotesis tertentu. Metode ini mencakup pengukuran variabel yang relevan dan pemanfaatan analisis statistik untuk menilai hubungan antar variabel. Sementara itu, pendekatan deskriptif merupakan proses pengolahan data yang dapat disajikan dengan cara yang jelas dan akurat, sehingga mudah dipahami oleh pihak yang tidak secara langsung mengalami fenomena tersebut (Vardiansyah, 2008).

3.2 Data dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder, yaitu data yang dikumpulkan peneliti dari sumber-sumber yang telah tersedia sebelumnya (Hasan, 2002). Data dikumpulkan secara periodik dalam jangka waktu tertentu untuk mendukung proses analisis penelitian. Seluruh data harga saham dan volume perdagangan saham diperoleh dari laman *Yahoo Finance* (<https://finance.yahoo.com>) sebagai penyedia data pasar global. Sedangkan data program makan bergizi gratis (MBG) diukur menggunakan Google Trends (<https://trends.google.com>) untuk menggambarkan tingkat perhatian publik terhadap kebijakan tersebut dan hari keagamaan ditetapkan dalam bentuk variabel *dummy*. Sementara itu, data makroekonomi yang meliputi GDP, inflasi, dan suku bunga berasal dari publikasi resmi Badan Pusat Statistik (www.bps.go.id), Bank Indonesia (www.bi.go.id), dan *Trading Economics* (<https://tradingeconomics.com/>).

3.3 Populasi dan Sampel

3.3.1 Populasi

Populasi merupakan sekumpulan objek yang menjadi sasaran penelitian untuk ditarik kesimpulannya. Karena jumlahnya biasanya sangat besar atau sulit dijangkau secara keseluruhan, maka penelitian menggunakan sebagian dari populasi tersebut sebagai sampel (Pickard, 2018). Pada penelitian ini, populasi mencakup seluruh perusahaan sektor makanan dan minuman yang terdaftar dalam *Jakarta Islamic Index* (JII) selama periode 28 November 2023 hingga 30 September 2025 (IDX, 2025).

3.3.2 Sampel

Sampel merupakan bagian kecil dari populasi yang dipilih untuk mewakili keseluruhan populasi, sehingga dapat digunakan dalam proses analisis dan penarikan kesimpulan (Rudolph et al., 2023). Dalam penelitian ini, sampel mencakup 4 perusahaan pada sektor makanan dan minuman yang memenuhi kriteria sebagai emiten yang terdaftar dalam *Jakarta Islamic Index* (JII) dan relevan dengan periode penelitian tersebut. Total terdapat 673 observasi harian yang diambil mulai 28 November 2023 hingga 30 September 2025. Penentuan periode penelitian didasarkan pada pertimbangan bahwa 28 November 2023 merupakan awal masa kampanye pemilihan presiden ketika isu kebijakan publik, seperti program makan bergizi gratis mulai diperbincangkan. Sementara itu, 30 September 2025 dipilih sebagai batas akhir karena merupakan periode data terbaru yang tersedia, dengan variabel makroekonomi seperti GDP masih tercatat hingga triwulan III tahun 2025.

3.4 Teknik Pengambilan Sampel

Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan *purposive sampling*. Menurut Campbell et al. (2020), *purposive sampling* memungkinkan peneliti untuk memilih kasus yang paling sesuai dengan tujuan penelitian, sehingga dapat meningkatkan *rigour* atau ketelitian dalam proses analisis. Adapun pertimbangan dalam pemilihan sampel adalah sebagai berikut :

1. Perusahaan yang terdaftar dalam *Jakarta Islamic Index* (JII) selama periode observasi.
2. Perusahaan yang beroperasi pada sektor makanan dan minuman.
3. Perusahaan yang memiliki data harga saham harian lengkap dan terpublikasi secara resmi selama periode observasi.

Berdasarkan kriteria yang telah ditentukan, maka diperoleh sampel penelitian sebagai berikut :

Tabel 3. 1
Sampel Penelitian

No.	Kode Saham	Nama Perusahaan
1	CPIN	PT Charoen Pokphand Indonesia, Tbk
2	ICBP	PT Indofood CBP Sukses Makmur, Tbk
3	INDF	PT Indofood Sukses Makmur, Tbk
4	UNVR	PT Unilever Indonesia, Tbk

Sumber : Data diolah peneliti (2025)

3.5 Teknik Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah teknik dokumentasi. Menurut Ardiansyah et al. (2023), teknik dokumentasi mencakup kegiatan pengumpulan informasi dari berbagai dokumen tertulis, arsip, catatan, maupun bahan tertulis lain yang telah tersedia sebelumnya. Dalam penelitian kuantitatif, khususnya yang berhubungan dengan data pasar, teknik ini memudahkan peneliti untuk memperoleh data historis tanpa harus terlibat langsung dalam proses pengumpulan data di lapangan. Pada penelitian ini, teknik dokumentasi dilakukan dengan memanfaatkan dokumen elektronik dan arsip daring, terutama laporan harga saham syariah yang diakses melalui situs *Yahoo Finance*. Data yang diperoleh kemudian diolah dan disesuaikan untuk memenuhi kebutuhan analisis pada masing-masing variabel penelitian.

3.6 Definisi Operasional Variabel

Andrade (2021) menyatakan bahwa setiap variabel perlu diklasifikasikan dan dioperasionalkan secara tegas agar proses pengukuran dapat berlangsung secara tepat dan konsisten antar penelitian. Sejalan dengan itu, Hardani et al. (2020) menjelaskan dalam bukunya, bahwa uji deskriptif berfungsi untuk menampilkan distribusi nilai suatu variabel dalam populasi atau sampel penelitian, sehingga membantu peneliti memahami pola dan karakteristik data yang diperoleh. Adapun variabel yang digunakan dalam penelitian ini meliputi:

1. Variabel bebas (*independent variable*)

Variabel bebas merupakan variabel yang berperan sebagai penyebab atau faktor yang memicu terjadinya perubahan pada variabel lainnya. Haifa et al. (2025) menjelaskan bahwa variabel bebas adalah variabel yang memberikan pengaruh atau menjadi sumber variasi terhadap variabel terikat dalam suatu model penelitian. Dengan demikian, variabel ini berfungsi sebagai masukan utama yang diasumsikan memiliki kontribusi terhadap hasil penelitian. Dalam konteks penelitian ini, variabel bebas terdiri atas program makan bergizi gratis (X_1), hari keagamaan (X_2), dan volume perdagangan saham (X_3). Ketiga variabel tersebut berperan sebagai faktor yang memengaruhi perubahan pada harga saham syariah, yang menjadi fokus utama dalam analisis.

2. Variabel terikat (*dependent variable*)

Variabel terikat merupakan variabel yang dipengaruhi oleh keberadaan variabel bebas. Haifa et al. (2025) mengemukakan bahwa variabel terikat adalah variabel yang mencerminkan hasil dari pengaruh variabel bebas, sehingga menjadi pusat perhatian utama dalam suatu penelitian. Melalui variabel ini, peneliti dapat menilai seberapa besar pengaruh faktor-faktor penyebab terhadap fenomena yang dikaji. Pada penelitian ini,

variabel terikat yang digunakan adalah harga saham syariah (Y), yang merepresentasikan respon pasar terhadap dinamika faktor ekonomi maupun kebijakan yang berlangsung selama periode pengamatan.

3. Variabel kontrol (*control variable*)

Variabel kontrol merupakan variabel yang dikendalikan oleh peneliti untuk memastikan bahwa hubungan antara variabel bebas dan variabel terikat tidak dipengaruhi oleh faktor lain di luar model penelitian. Variabel kontrol memiliki peran penting dalam menjaga validitas internal penelitian, karena berfungsi membatasi pengaruh variabel eksternal yang berpotensi menimbulkan bias terhadap hasil analisis (Susianti & Srifariyati, 2024). Dalam penelitian ini, variabel kontrol yang digunakan meliputi variabel makroekonomi seperti pertumbuhan ekonomi (GDP), inflasi, dan suku bunga.

Untuk memperjelas pemahaman terkait variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini, peneliti menyusun definisi operasional bagi masing-masing variabel. Definisi operasional tersebut dijabarkan pada Tabel 3.2 berikut:

Tabel 3. 2
Definisi Operasional Variabel

No.	Variabel	Definisi Variabel	Pengukuran	Skala
1	Program Makan Bergizi Gratis (MBG)	Program Makan Bergizi Gratis (MBG) merupakan inisiatif kebijakan publik di Indonesia yang diluncurkan oleh pemerintah melalui Perpres No. 83 Tahun 2024, dengan tujuan menyediakan makanan bernutrisi bagi pelajar untuk meningkatkan status gizi, menekan angka <i>stunting</i> , serta mendukung kesehatan dan produktivitas generasi muda (Virlana & Tjoneng, 2025).	Diukur dengan data <i>Google Trends</i> berupa <i>relative search interest</i> selama periode observasi. Pengukuran dilakukan dengan menggabungkan beberapa istilah yang merepresentasikan kebijakan Program Makan Bergizi Gratis, yaitu “Makan Siang Gratis” (Septiani et al., 2024), “Makan Bergizi Gratis” (BPMI Setpres, 2025), “Program MBG” ((Saptati, 2025), “Makan Anak Sekolah Gratis” (Amani, 2024), serta “Makan Siang dan Susu Gratis” (Amani, 2024). Nilai <i>Google Trends</i> berada pada rentang 0–100, dimana nilai 0 apabila tidak ada pencarian, dan nilai >0 menunjukkan minat relatif yang ditampilkan <i>Google Trends</i> .	Interval
2	Hari Keagamaan	Hari keagamaan dipahami sebagai periode perayaan yang berlandaskan pada kalender keagamaan, di mana momen tersebut umumnya berkaitan dengan	Diukur dengan data <i>dummy</i> , dimana nilai 1 diberikan pada hari yang bertepatan dengan hari keagamaan, sedangkan nilai 0 diberikan pada hari yang tidak	Nominal

		peristiwa bersejarah seperti kelahiran, kematian, penaklukan, kekalahan, dan sebagainya (Sing et al., 2025). Hari-hari keagamaan juga dianggap sebagai salah satu faktor yang berpengaruh terhadap perilaku investor dan berimplikasi signifikan pada pengambilan keputusan investasi, khususnya dalam saham syariah (Priantinah et al., 2023).	bertepatan dengan hari keagamaan.	
3	Volume Perdagangan Saham	Volume perdagangan mencerminkan tingkat aktivitas transaksi saham yang terjadi di pasar modal. Indikator ini digunakan untuk menilai respons pasar terhadap suatu informasi dengan mengamati perubahan jumlah saham yang diperdagangkan (Khoirayanti & Sulistiyo, 2020).	Diukur melalui <i>Trading Volume Activity</i> . TVA dihitung dengan membandingkan banyaknya jumlah saham yang diperdagangkan dengan jumlah saham yang beredar selama periode tertentu. Dalam penelitian ini, jumlah saham yang diperdagangkan didapat secara harian melalui situs resmi https://finance.yahoo.com dan sedangkan jumlah saham beredar didapat melalui situs https://id.investing.com/	Rasio
4	Harga Saham Syariah	Harga saham syariah merujuk pada nilai pasar dari saham yang telah lolos kriteria kepatuhan terhadap prinsip syariah (<i>sharia compliant</i>), yaitu saham yang diterbitkan oleh perusahaan dengan kegiatan usaha serta struktur keuangan yang sejalan dengan ketentuan syariah Islam (Akbar, 2018).	Diukur dengan data harga penutupan saham yang disesuaikan (<i>adjusted closing price</i>) yang sudah tertera. Dalam penelitian ini, data diperoleh secara langsung dari situs resmi https://finance.yahoo.com	Rasio
5	GDP	Produk Domestik Bruto (GDP) merupakan total nilai seluruh barang dan jasa akhir yang dihasilkan dalam suatu negara selama periode tertentu, seperti satu kuartal atau satu tahun (Callen, 2025). Perhitungan GDP mencakup seluruh output yang dihasilkan di	Formula GDP : $GDP = C + I + G + (X - M)$ Ket: C (<i>Consumption</i>): Pengeluaran rumah tangga atas barang dan jasa.	Rasio

		dalam wilayah geografis suatu negara, tanpa mempertimbangkan siapa pemilik perusahaan yang memproduksinya (Bondarenko, 2025).	I (<i>Investment</i>): Investasi atau pengeluaran untuk barang modal. G (<i>Government</i>): Pengeluaran pemerintah untuk barang dan jasa. X (<i>Export</i>): Ekspor barang dan jasa ke luar negeri. M (<i>Import</i>): Impor barang dan jasa dari luar negeri. $\text{Tingkat Pertumbuhan GDP} = \frac{GDP - GDP(t - 1)}{GDP(t - 1)} \times 100\%$ Ket: GDP = <i>Gross Domestic Product</i> tahun ini GDP(t -1) = <i>Gross Domestic Product</i> tahun sebelum nya Dalam penelitian ini, data GDP diperoleh secara langsung dari situs resmi www.bps.go.id	
6	Inflasi	Inflasi merupakan peningkatan harga barang dan jasa secara menyeluruh dan berkelanjutan dalam suatu perekonomian, yang menyebabkan penurunan daya beli uang (Fernando, 2025). Dengan kata lain, inflasi mencerminkan penurunan nilai mata uang secara bertahap, di mana setiap satuan uang mampu membeli lebih sedikit barang atau jasa dibandingkan sebelumnya.	Tingkat inflasi $= \frac{IHk - (IHk - 1)}{IHk - 1} \times 100\%$ Ket: IHk = Indeks harga tahun ini IHk-1 = Indeks harga tahun sebelum nya Dalam penelitian ini, data inflasi diperoleh secara langsung dari situs resmi www.bi.go.id	Rasio
7	Suku Bunga	Suku bunga diartikan sebagai imbal an yang diberikan oleh bank konvensional kepada pihak yang menempatkan dananya, sekaligus merupakan biaya yang wajib dibayar oleh nasabah atas dana yang dipinjam dari bank (Juanda et al., 2025).	Menggunakan data tingkat suku bunga yang diperoleh secara langsung dari situs https://tradingeconomics.com/	Rasio

Sumber : Data diolah peneliti (2025)

3.7 Analisis Data

Analisis data yang digunakan dalam penelitian ini bersifat kuantitatif, yang disajikan dalam bentuk angka dan diolah menggunakan metode statistik dengan bantuan program R Studio. Setiap perusahaan dianalisis secara terpisah dengan menggunakan model ARDL dan GARCH, sehingga terdapat empat model pengujian yang mewakili masing-masing perusahaan. Pendekatan ini memungkinkan peneliti untuk mengetahui variasi pengaruh variabel independen terhadap harga saham di setiap perusahaan secara spesifik, dengan tahapan sebagai berikut:

3.7.1 Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif merupakan metode analisis data yang digunakan untuk menyederhanakan dan menggambarkan karakteristik utama dari suatu kumpulan data sehingga lebih mudah dipahami (Starbuck, 2023). Melalui ukuran seperti rata-rata, nilai minimum dan maksimum, simpangan baku, serta ukuran penyebaran lainnya, metode ini memberikan gambaran umum mengenai distribusi data tanpa melakukan penarikan kesimpulan terhadap populasi secara keseluruhan (Cooksey, 2020). Pada penelitian ini, statistik deskriptif dimanfaatkan untuk menyajikan gambaran umum mengenai karakteristik variabel yang diteliti, yakni program makan bergizi gratis (MBG), hari keagamaan, volume perdagangan saham, harga saham syariah, GDP, inflasi, dan suku bunga.

3.7.2 Uji Stasioneritas (*Unit Root Test*)

Uji stasioneritas merupakan tahapan awal dalam melakukan estimasi pada data deret waktu (Aue & Delft, 2020). Data bersifat stasioner ketika tidak terdapat *unit root* dan karakteristik statistiknya seperti *mean*, *varians*, serta *covariant* tidak berubah sepanjang waktu (Hyndman & Athanasopoulos, 2021). Uji *unit root* dilakukan menggunakan metode *Augmented Dickey-Fuller* (ADF) dengan cara membandingkan nilai statistik ADF terhadap *MacKinnon critical value* pada tingkat signifikansi 1%, 5%, dan 10% (Riezalina & Faturohman, 2021). Gujarati, (2003) menyatakan bahwa persamaan umum untuk pengujian stasioneritas menggunakan metode *Augmented Dickey-Fuller* (ADF) adalah sebagai berikut:

$$\Delta Y_t = a_0 + a_{1t} + \gamma Y_{t-1} + \beta_i \sum_{i=1}^m \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \dots\dots\dots(3.1)$$

Keterangan :

ΔY_t = bentuk dari *first difference*

a_0 = *intersept*

- a_{1t} = tren waktu
 Y = variabel yang diuji stasioneritas
 m = panjang *lag* dalam model
 ε = *error term*

Dembele et al. (2020) menjelaskan apabila hasil uji stasioneritas menunjukkan bahwa nilai statistik ADF lebih kecil dibandingkan nilai kritis *MacKinnon*, maka data dianggap stasioner karena tidak terdapat *unit root*. Sebaliknya, jika nilai statistik ADF lebih besar daripada nilai kritis *MacKinnon*, maka data dinyatakan tidak stasioner pada tingkat level dan perlu dilakukan proses *differencing* hingga mencapai kondisi stasioner.

3.7.3 Penentuan Lag Optimal

Dalam pengujian stasioneritas, penentuan lag optimal merupakan langkah penting karena dapat memengaruhi hasil dan validitas uji. Doornik & Hendry, (2022) ; Smeekes & Wilms, (2023) menyebutkan apabila jumlah lag yang digunakan dalam pengujian stasioneritas terlalu sedikit, maka residual regresi tidak akan menunjukkan sifat *white noise*, sehingga estimasi terhadap kesalahan aktual menjadi kurang akurat. Kondisi ini menyebabkan koefisien γ serta standar error tidak dapat diestimasi dengan baik. Sebaliknya, penggunaan lag yang berlebihan dapat menurunkan kemampuan uji untuk menolak H_0 karena penambahan parameter yang terlalu banyak mengakibatkan berkurangnya *degress of freedom*.

ARDL merupakan perpaduan antara model *Autoregressive* (AR) dan *Distributed Lag* (DL). Dengan menggabungkan kedua model ini, ARDL menjadi model regresi linier yang digunakan untuk menganalisis pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen dari waktu ke waktu, termasuk pengaruh nilai variabel dependen pada periode sebelumnya terhadap nilai saat ini (Gujarati & Porter, 2009). Secara umum model ARDL ($p, q1, q2, \dots, qk$) dituliskan seperti berikut:

$$Y_t = a_0 + \sum_{i=1}^p a_i Y_{t-i} + \sum_{j=1}^k \sum_{i=0}^{qj} \beta_{j,i} X_{j,t-i} + \varepsilon_t \dots\dots\dots(3.2)$$

Keterangan :

- Y_t = variabel dependen
 $X_{j,t}$ = variabel independen
 a_0 = intercept (konstanta)

a_i	= koefisien <i>autoregressive</i> (Y lag)
$\beta_{j,i}$	= koefisien <i>distributed lag</i> (X_j lag)
p	= lag optimal Y_t
q_j	= lag optimal X_j
ε_t	= error term

Pemilihan jumlah lag pada model *Autoregressive Distributed Lag* (ARDL) dilakukan berdasarkan kriteria informasi yang direkomendasikan, yaitu *Final Prediction Error* (FPE), *Akaike Information Criterion* (AIC), *Schwarz Criterion* (SC), dan *Hannan-Quinn* (HQ) (Nasrullah et al., 2021). Kriteria yang digunakan untuk menentukan lag optimal dalam uji stasioneritas dapat dipaparkan sebagai berikut:

$$\text{Final Prediction Error (FPE)} : \ln(|\hat{\Sigma}|) + \ln\left(\frac{T+K}{T-K}\right) \dots \dots \dots (3.3)$$

$$\text{Akaike Information Criterion (AIC)} : \frac{-2\ln(\mathcal{L})}{T} + \frac{2k}{T} \dots \dots \dots (3.4)$$

$$\text{Hannan-Quinn Information Criterion (HQ)} : \frac{-2\ln(\mathcal{L})}{T} + 2k \frac{(\log(T))}{T} \dots \dots \dots (3.5)$$

$$\text{Schwarz Information Criterion (SC)} : \frac{-2\ln(\mathcal{L})}{T} + k \frac{\log(T)}{T} \dots \dots \dots (3.6)$$

Keterangan :

$\ln(\mathcal{L})$	= nilai <i>log likelihood</i>
$\hat{\Sigma}$	= sigma
T	= jumlah observasi
k	= jumlah parameter

Kriteria utama yang dipilih dan digunakan untuk mengidentifikasi lag optimal dalam penelitian ini untuk proses estimasi ARDL adalah *Akaike Information Criterion* (AIC). Kriteria AIC dipilih karena cenderung menghasilkan jumlah lag yang lebih panjang dibandingkan SC/HQ, sehingga mampu menurunkan risiko munculnya autokorelasi pada residual akibat model yang terlalu sederhana (Liu et al., 2023; Zhang et al., 2023).

3.7.4 Uji Kointegrasi

Uji kointegrasi digunakan untuk mengidentifikasi ada atau tidaknya keterkaitan jangka panjang antar variabel yang terdapat dalam model (Azmi et al., 2023; Vacca et al., 2024). Model *Autoregressive Distributed Lag* (ARDL) dipilih karena dapat mengestimasi dinamika jangka pendek dan jangka panjang antar variabel dengan orde integrasi campuran $I(0)$ dan $I(1)$, selama tidak berorde $I(2)$ (Aziz et al., 2024; Kripfganz & Schneider, 2023; Voumik & Sultana, 2022). Selain itu, metode ARDL dinilai lebih efisien untuk digunakan pada data

dengan ukuran sampel yang terbatas serta mampu menghasilkan estimasi parameter jangka panjang yang stabil dan konsisten dibandingkan metode kointegrasi lain seperti *Johansen* maupun *Engle-Granger* (Nkoro & Uko, 2016).

Pengujian kointegrasi menggunakan pendekatan ARDL melalui *Bounds Testing Approach*, dengan menetapkan hipotesis sebagai berikut (Pesaran et al., 2001):

- H_0 : Tidak ada hubungan jangka panjang antar variabel (tidak terkointegrasi).
- H_1 : Ada hubungan jangka panjang antar variabel (terkointegrasi).

Keputusan pengujian ditentukan dengan membandingkan *F-statistic* dari model dengan nilai kritis batas bawah (*Lower Bound*) dan batas atas (*Upper Bound*). Jika *F-statistic* melebihi *Upper Bound*, H_0 ditolak dan dianggap ada kointegrasi. Jika *F-statistic* berada di bawah *Lower Bound*, H_0 diterima, mengindikasikan tidak ada kointegrasi. Sedangkan jika *F-statistic* berada di antara kedua batas tersebut, hasil pengujian bersifat tidak meyakinkan atau *inconclusive* (Pesaran et al., 2001).

Menurut Kripfganz & Schneider (2023) apabila hasil uji *Bounds Testing* mengindikasikan adanya hubungan jangka panjang antar variabel, analisis selanjutnya dilakukan dengan menggunakan *Error Correction Model* (ECM) untuk mengukur seberapa cepat variabel menyesuaikan diri dari kondisi jangka pendek menuju keseimbangan jangka panjang. Persamaan umum ECM dapat dijelaskan sebagai berikut:

$$\Delta Y_t = a_0 + \sum_{i=1}^p \beta_i \Delta X_{it} + \lambda ECT_{t-1} + \varepsilon_t \dots\dots\dots(3.7)$$

Keterangan :

ΔY_t = perubahan (*first difference*) dari Y

ΔX_{it} = perubahan variabel independen

ECT_{t-1} = *error correction term*

λ = koefisien ECT

ε_t = *error term*

3.7.5 Uji *Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity* (GARCH)

Model *Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity* (GARCH) merupakan pengembangan dari model *Autoregressive Conditional Heteroskedasticity* (ARCH) yang dikemukakan oleh Eagle (1982), dan dirancang untuk menangani permasalahan varians yang berfluktuasi dari waktu ke waktu. Bollerslev (1986) kemudian

memperluas model ARCH menjadi model GARCH, di mana varians bersyarat ditentukan tidak hanya oleh kesalahan kuadrat masa lalu tetapi juga oleh nilai varians bersyarat sebelumnya. Pendekatan ini mampu menggambarkan fenomena pengelompokan volatilitas (*volatility clustering*), yakni pola ketika volatilitas tinggi diikuti oleh volatilitas tinggi dan sebaliknya.

Dalam perkembangannya, muncul beberapa bentuk turunan model GARCH seperti eGARCH, GJR-GARCH, iGARCH, fGARCH, dan apARCH yang dirancang untuk menangani isu seperti efek asimetri, membedakan reaksi pasar terhadap berita positif dan negatif, serta memasukkan pengaruh faktor eksternal ke dalam volatilitas (Ghalanos, 2013). Model GARCH secara matematis dapat dijelaskan sebagai berikut (Bollerslev, 1986):

$$\sigma_t^2 = \omega + \alpha_1 \epsilon_{t-1}^2 + \alpha_2 \epsilon_{t-2}^2 + \dots + \alpha_p \epsilon_{t-p}^2 + \beta_1 \sigma_{t-1}^2 + \dots + \beta_q \sigma_{t-q}^2 \dots \dots \dots (3.8)$$

Keterangan :

σ_t^2 = conditional variance

ω = konstanta

ϵ_{t-1}^2 = ARCH term

σ_{t-1}^2 = GARCH term

α_1 = koefisien ARCH

β_1 = koefisien GARCH

p, q = orde model, p merupakan jumlah lag dari *error term* (ARCH order) dan q merupakan jumlah lag dari *conditional variance* (GARCH order)

Tahapan analisis volatilitas saham dengan model GARCH adalah sebagai berikut:

1. Penghitungan *Return Log* Harian

Langkah awal dilakukan dengan mengonversi harga saham harian menjadi *log return* untuk mengukur perubahan relatif harga serta membuat data lebih stasioner dan mengurangi perbedaan skala antar saham (Tsay, 2010).

2. Pembersihan dan Penyelarasan Data

Data selanjutnya diperiksa untuk memastikan tidak ada *missing values* dan panjang periode observasi antar variabel seragam, sehingga hasil estimasi model tidak menimbulkan bias (Gujarati & Porter, 2009).

3. Pemilihan Model Mean ARMA (p,q)

Sebelum mengestimasi volatilitas, ditentukan model *mean equation* ARMA dengan orde optimal berdasarkan kriteria AIC guna menangkap autokorelasi pada *return* saham agar residunya bersifat acak saat dianalisis (Enders, 2015).

4. Spesifikasi Model GARCH

Model varians yang digunakan dalam penelitian ini adalah GJR-GARCH, yang memungkinkan munculnya efek asimetri (*leverage effect*), yaitu kondisi ketika berita negatif memberikan pengaruh lebih besar terhadap volatilitas dibandingkan berita positif, dengan mengikutsertakan *external regressors* ke dalam persamaan varians (Glosten et al., 1993).

5. Estimasi Model dan Pengujian Parameter

Estimasi model dilakukan dengan metode *Maximum Likelihood Estimation* (MLE) menggunakan paket *rugarch* di R (Ghalanos, 2013). Prosedur ini menghasilkan parameter koefisien mean, volatilitas (α dan β), serta pengaruh variabel eksternal (*vxreg*), yang kemudian digunakan untuk menilai tingkat sensitivitas dan persistensi volatilitas saham.

6. Uji Diagnostik Residual

Setelah proses estimasi model selesai, dilakukan beberapa uji diagnostik untuk memastikan keandalan hasil analisis:

- a. Uji Ljung-Box ; digunakan untuk mendeteksi adanya autokorelasi pada *standardized residuals*.
- b. Uji ARCH-LM ; bertujuan untuk mengidentifikasi apakah masih terdapat heteroskedastisitas yang tersisa setelah penerapan model GARCH.
- c. Uji Jarque-Bera ; digunakan untuk menilai kenormalan distribusi residu.

Apabila nilai p-value pada uji Ljung-Box dan ARCH-LM > 0.05 , maka dapat disimpulkan bahwa model GARCH telah mampu menangkap pola autokorelasi dan volatilitas dalam data, sedangkan hasil uji Jarque-Bera yang menunjukkan non-normalitas residu merupakan hal yang umum terjadi pada model GARCH (Tsay, 2010).

7. Interpretasi Nilai *Variance Regressor* (*vxreg*)

Nilai positif dan signifikan mengindikasikan bahwa variabel berkontribusi meningkatkan volatilitas, sedangkan nilai negatif menandakan perannya dalam menurunkan volatilitas (Kur et al., 2021).

BAB IV

HASIL PENELITIAN

4.1 Hasil Penelitian

4.1.1 Gambaran Umum Objek Penelitian

Seiring waktu, pasar modal syariah di Indonesia terus menunjukkan pertumbuhan positif, terlihat dari peningkatan jumlah saham dan investor syariah dalam lima tahun terakhir. Dalam rentang waktu 2019–2024, saham syariah tercatat di BEI meningkat 53% dari 429 menjadi 656 saham, sementara jumlah investor naik 147% dari 68.599 menjadi 169.397. Selain itu, saham syariah mendominasi pasar modal Indonesia, dengan kapitalisasi mencapai 55% dari total pasar dan nilai rata-rata transaksi harian juga sebesar 55% per 31 Januari 2025 (IDX, 2025). Pergerakan harga saham syariah dipengaruhi oleh kebijakan moneter, program pemerintah di sektor pangan, serta perkembangan ekonomi dunia (Sepvira et al., 2024). *Jakarta Islamic Index* (JII) sebagai salah satu indeks saham syariah utama di Indonesia merekam pergerakan harga saham perusahaan yang menjalankan prinsip syariah, termasuk di sektor makanan dan minuman, yang merupakan sektor strategis dengan kontribusi penting terhadap pertumbuhan ekonomi serta stabilitas konsumsi masyarakat.

Dalam penelitian ini, sampel dipilih menggunakan metode *purposive sampling* untuk memastikan bahwa saham yang dianalisis benar-benar mencerminkan karakteristik saham syariah yang aktif diperdagangkan di sektor makanan dan minuman. Periode pengamatan data meliputi 28 November 2023 hingga 30 September 2025. Periode ini dipilih karena bertepatan dengan awal kampanye peluncuran program MBG, sehingga memungkinkan pengamatan terhadap dampak awal program dibahas publik terhadap pergerakan harga saham syariah. Pengumpulan data dihentikan pada kuartal ketiga 2025, karena variabel lain yang menjadi bagian dari penelitian untuk kuartal keempat belum tersedia, sehingga pengamatan dibatasi pada periode terbaru dengan data variabel yang lengkap.

Tabel 4. 1
Daftar Sampel Penelitian

No.	Kode Saham	Nama Perusahaan
1	CPIN	PT Charoen Pokphand Indonesia, Tbk
2	ICBP	PT Indofood CBP Sukses Makmur, Tbk
3	INDF	PT Indofood Sukses Makmur, Tbk
4	UNVR	PT Unilever Indonesia, Tbk

Sumber : Data diolah peneliti (2025)

4.1.2 Uji Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif pada penelitian ini digunakan untuk memberikan gambaran mengenai nilai minimum, maksimum, rata-rata (*mean*), standar deviasi, *skewness*, dan kurtosis dari data yang digunakan. Variabel yang dianalisis meliputi program makan bergizi gratis (MBG), hari keagamaan, volume perdagangan saham, harga saham syariah, GDP, inflasi, dan suku bunga. Jumlah data yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 673 observasi. Berikut hasil uji statistik deskriptif untuk setiap variabel pada masing-masing emiten.

Tabel 4. 2
Uji Statistik Deskriptif CPIN

n : 673	Mean	Minimum	Maximum	Std. Dev.	Skewness	Kurtosis
Variabel						
Harga Saham_CPIN	4.751	3.892	5.427	277,39	-0.24	2.92
RSI_MBG	44.24	0.00	337	47.20	1.54	6.58
Hari Besar	0.15	0.00	1.00	0.353	2.01	5.04
TVA_CPIN	0.00040	0.00006	0.00202	0.00028	1.92	8.05
GDP	5.025	4.850	5.375	98.482	0.39	3.73
Inflasi	2.005	-167.107	3.088	824.921	-1.14	3.84
Suku Bunga	5.83	4.63	6.29	403.06	-1.20	3.79

Sumber : Data diolah peneliti (2025)

Tabel 4.2 menyajikan hasil uji statistik deskriptif untuk tujuh variabel yang digunakan dalam analisis CPIN, berdasarkan total $n = 673$ pengamatan. Nilai terendah pada setiap variabel ditunjukkan oleh nilai *Minimum*, nilai tertinggi ditunjukkan oleh nilai *Maximum*, nilai rata-rata pada setiap variabel digambarkan oleh nilai *Mean*, dan penyebaran data digambarkan oleh nilai standar deviasi. Selain itu, kemiringan distribusi ditunjukkan oleh nilai *Skewness* sedangkan keruncingan dan berat ekor digambarkan oleh nilai *Kurtosis*. Adapun deskriptif pada setiap variabel adalah sebagai berikut:

- 1) Variabel Harga Saham_CPIN memiliki nilai *minimum* sebesar 3.892, nilai *maximum* sebesar 5.427, nilai *mean* sebesar 4.751, dan nilai standar deviasi sebesar 277,39. Nilai *skewness* sebesar -0.24 serta nilai *kurtosis* sebesar 2.92.
- 2) Variabel RSI_MBG memiliki nilai *minimum* sebesar 0, nilai *maximum* sebesar 337, nilai *mean* sebesar 44.24, dan nilai standar deviasi sebesar 47.20. Nilai *skewness* sebesar 1.54 serta nilai *kurtosis* sebesar 6.58.
- 3) Variabel Hari_Besar memiliki nilai *minimum* sebesar 0, nilai *maximum* sebesar 1, nilai *mean* sebesar 0.15, dan nilai standar deviasi sebesar 0.353. Nilai *skewness* sebesar 2.01 serta nilai *kurtosis* sebesar 5.04.

- 4) Variabel TVA_CPIN memiliki nilai *minimum* sebesar 0.00006, nilai *maximum* sebesar 0.00202, nilai *mean* sebesar 0.00040, dan nilai standar deviasi sebesar 0.00028. Nilai *skewness* sebesar 1.92 serta nilai *kurtosis* sebesar 8.05.
- 5) Variabel GDP memiliki nilai *minimum* sebesar 4.850, nilai *maximum* sebesar 5.375, nilai *mean* sebesar 5.025, dan nilai standar deviasi sebesar 98.482. Nilai *skewness* sebesar 0.39 serta nilai *kurtosis* sebesar 3.73.
- 6) Variabel Inflasi memiliki nilai *minimum* sebesar -167.107, nilai *maximum* sebesar 3.088, nilai *mean* sebesar 2.005, dan nilai standar deviasi sebesar 824.921. Nilai *skewness* sebesar -1.14 serta nilai *kurtosis* sebesar 3.84.
- 7) Variabel Suku Bunga memiliki nilai *minimum* sebesar 4.63, nilai *maximum* sebesar 6.29, nilai *mean* sebesar 5.83, dan nilai standar deviasi sebesar 403.06. Nilai *skewness* sebesar -1.20 serta nilai *kurtosis* sebesar 3.79.

Tabel 4. 3
Uji Statistik Deskriptif ICBP

n : 673	Mean	Minimum	Maximum	Std. Dev.	Skewness	Kurtosis
Variabel						
Harga Saham_I CBP	10.611	8.975	12.498	713,72	0.30	2.81
RSI_MBG	44.24	0.00	337	47.20	1.54	6.58
Hari Besar	0.15	0.00	1.00	3.53	2.01	5.04
TVA_I CBP	0.00046	0.00007	0.00219	0.00029	1.77	7.60
GDP	5.025	4.850	5.375	98.482	0.39	3.73
Inflasi	2.005	-167.107	3.088	824.921	-1.14	3.84
Suku Bunga	5.83	4.63	6.29	403.06	-1.20	3.79

Sumber : Data diolah peneliti (2025)

Tabel 4.3 menyajikan hasil uji statistik deskriptif untuk tujuh variabel yang digunakan dalam analisis ICBP, berdasarkan total $n = 673$ pengamatan. Nilai terendah pada setiap variabel ditunjukkan oleh nilai *Minimum*, nilai tertinggi ditunjukkan oleh nilai *Maximum*, nilai rata-rata pada setiap variabel digambarkan oleh nilai *Mean*, dan penyebaran data digambarkan oleh nilai standar deviasi. Selain itu, kemiringan distribusi ditunjukkan oleh nilai *Skewness* sedangkan keruncingan dan berat ekor digambarkan oleh nilai *Kurtosis*. Adapun deskriptif pada setiap variabel adalah sebagai berikut:

- 1) Variabel Harga Saham_I CBP memiliki nilai *minimum* sebesar 8.975, nilai *maximum* sebesar 12.498, nilai *mean* sebesar 10.611, dan nilai standar deviasi sebesar 713,72. Nilai *skewness* sebesar 0.30 serta nilai *kurtosis* sebesar 2.81.

- 2) Variabel RSI_MBG memiliki nilai *minimum* sebesar 0, nilai *maximum* sebesar 337, nilai *mean* sebesar 44.24, dan nilai standar deviasi sebesar 47.20. Nilai *skewness* sebesar 1.54 serta nilai *kurtosis* sebesar 6.58.
- 3) Variabel Hari_Besar memiliki nilai *minimum* sebesar 0, nilai *maximum* sebesar 1, nilai *mean* sebesar 0.15, dan nilai standar deviasi sebesar 3.53. Nilai *skewness* sebesar 2.01 serta nilai *kurtosis* sebesar 5.04.
- 4) Variabel TVA_ICBP memiliki nilai *minimum* sebesar 0.00007, nilai *maximum* sebesar 0.00219, nilai *mean* sebesar 0.00046, dan nilai standar deviasi sebesar 0.00029. Nilai *skewness* sebesar 1.77 serta nilai *kurtosis* sebesar 7.60.
- 5) Variabel GDP memiliki nilai *minimum* sebesar 4.850, nilai *maximum* sebesar 5.375, nilai *mean* sebesar 5.025, dan nilai standar deviasi sebesar 98.482. Nilai *skewness* sebesar 0.39 serta nilai *kurtosis* sebesar 3.73.
- 6) Variabel Inflasi memiliki nilai *minimum* sebesar -167.107, nilai *maximum* sebesar 3.088, nilai *mean* sebesar 2.005, dan nilai standar deviasi sebesar 824.921. Nilai *skewness* sebesar -1.14 serta nilai *kurtosis* sebesar 3.84.
- 7) Variabel Suku Bunga memiliki nilai *minimum* sebesar 4.63, nilai *maximum* sebesar 6.29, nilai *mean* sebesar 5.83, dan nilai standar deviasi sebesar 403.06. Nilai *skewness* sebesar -1.20 serta nilai *kurtosis* sebesar 3.79.

Tabel 4. 4
Uji Statistik Deskriptif INDF

n : 673	Mean	Minimum	Maximum	Std. Dev.	Skewness	Kurtosis
Variabel						
Harga Saham INDF	6.792	5.430	8.525	862,37	0.08	-1.39
RSI_MBG	44.24	0.00	337	47.20	1.53	3.56
Hari Besar	0.15	0.00	1.00	3.53	2.00	2.02
TVA_INDF	0.0010	1.909	3.541	0.0005	1.89	4.78
GDP	5.025	4.850	5.375	98.482	0.39	0.72
Inflasi	2.005	-167.107	3.088	824.921	-1.13	0.83
Suku Bunga	5.83	4.63	6.29	403.06	-1.19	0.78

Sumber : Data diolah peneliti (2025)

Tabel 4.4 menyajikan hasil uji statistik deskriptif untuk tujuh variabel yang digunakan dalam analisis INDF, berdasarkan total $n = 673$ pengamatan. Nilai terendah pada setiap variabel ditunjukkan oleh nilai *Minimum*, nilai tertinggi ditunjukkan oleh nilai *Maximum*, nilai rata-rata pada setiap variabel digambarkan oleh nilai *Mean*, dan penyebaran data digambarkan oleh nilai standar deviasi. Selain itu, kemiringan distribusi ditunjukkan oleh

nilai *Skewness* sedangkan keruncingan dan berat ekor digambarkan oleh nilai *Kurtosis*. Adapun deskriptif pada setiap variabel adalah sebagai berikut:

- 1) Variabel Harga Saham_INDF memiliki nilai *minimum* sebesar 5.430, nilai *maximum* sebesar 8.525, nilai *mean* sebesar 6.792, dan nilai standar deviasi sebesar 862,37. Nilai *skewness* sebesar 0.08 serta nilai *kurtosis* sebesar -1.39.
- 2) Variabel RSI_MBG memiliki nilai *minimum* sebesar 0, nilai *maximum* sebesar 337, nilai *mean* sebesar 44.24, dan nilai standar deviasi sebesar 47.20. Nilai *skewness* sebesar 1.53 serta nilai *kurtosis* sebesar 3.56.
- 3) Variabel Hari_Besar memiliki nilai *minimum* sebesar 0, nilai *maximum* sebesar 1, nilai *mean* sebesar 0.15, dan nilai standar deviasi sebesar 3.53. Nilai *skewness* sebesar 2.00 serta nilai *kurtosis* sebesar 2.02.
- 4) Variabel TVA_INDF memiliki nilai *minimum* sebesar 1.909, nilai *maximum* sebesar 3.541, nilai *mean* sebesar 0.0010, dan nilai standar deviasi sebesar 0.0005. Nilai *skewness* sebesar 1.89 serta nilai *kurtosis* sebesar 4.78.
- 5) Variabel GDP memiliki nilai *minimum* sebesar 4.850, nilai *maximum* sebesar 5.375, nilai *mean* sebesar 5.025, dan nilai standar deviasi sebesar 98.482. Nilai *skewness* sebesar 0.39 serta nilai *kurtosis* sebesar 0.72.
- 6) Variabel Inflasi memiliki nilai *minimum* sebesar -167.107, nilai *maximum* sebesar 3.088, nilai *mean* sebesar 2.005, dan nilai standar deviasi sebesar 824.921. Nilai *skewness* sebesar -1.13 serta nilai *kurtosis* sebesar 0.83.
- 7) Variabel Suku Bunga memiliki nilai *minimum* sebesar 4.63, nilai *maximum* sebesar 6.29, nilai *mean* sebesar 5.83, dan nilai standar deviasi sebesar 403.06. Nilai *skewness* sebesar -1.19 serta nilai *kurtosis* sebesar 0.78.

Tabel 4. 5
Uji Statistik Deskriptif UNVR

n : 673	Mean	Minimum	Maximum	Std. Dev.	Skewness	Kurtosis
Variabel						
Harga Saham_UNVR	2.092	984	3.347	594,75	0.38	2.10
RSI_MBG	44.24	0.00	337	47.20	1.54	6.58
Hari Besar	0.15	0.00	1.00	0.353	2.01	5.04
TVA_UNVR	0.00078	0.00005	0.02060	0.0016	9.59	112.4
GDP	5.025	4.850	5.375	98.482	0.39	3.73
Inflasi	2.005	-167.107	3.088	824.921	-1.14	3.84
Suku Bunga	5.83	4.63	6.29	403.06	-1.20	3.79

Sumber : Data diolah peneliti (2025)

Tabel 4.5 menyajikan hasil uji statistik deskriptif untuk tujuh variabel yang digunakan dalam analisis UNVR, berdasarkan total $n = 673$ pengamatan. Nilai terendah pada setiap variabel ditunjukkan oleh nilai *Minimum*, nilai tertinggi ditunjukkan oleh nilai *Maximum*, nilai rata-rata pada setiap variabel digambarkan oleh nilai *Mean*, dan penyebaran data digambarkan oleh nilai standar deviasi. Selain itu, kemiringan distribusi ditunjukkan oleh nilai *Skewness* sedangkan keruncingan dan berat ekor digambarkan oleh nilai *Kurtosis*. Adapun deskriptif pada setiap variabel adalah sebagai berikut:

- 1) Variabel Harga Saham_UNVR memiliki nilai *minimum* sebesar 984, nilai *maximum* sebesar 3.347, nilai *mean* sebesar 2.092, dan nilai standar deviasi sebesar 594,75. Nilai *skewness* sebesar 0.38 serta nilai *kurtosis* sebesar 2.10.
- 2) Variabel RSI_MBG memiliki nilai *minimum* sebesar 0, nilai *maximum* sebesar 337, nilai *mean* sebesar 44.24, dan nilai standar deviasi sebesar 47.20. Nilai *skewness* sebesar 1.54 serta nilai *kurtosis* sebesar 6.58.
- 3) Variabel Hari_Besar memiliki nilai *minimum* sebesar 0, nilai *maximum* sebesar 1, nilai *mean* sebesar 0.15, dan nilai standar deviasi sebesar 0.353. Nilai *skewness* sebesar 2.01 serta nilai *kurtosis* sebesar 5.04.
- 4) Variabel TVA_UNVR memiliki nilai *minimum* sebesar 0.00005, nilai *maximum* sebesar 0.02060, nilai *mean* sebesar 0.00078, dan nilai standar deviasi sebesar 0.0016. Nilai *skewness* sebesar 9.59 serta nilai *kurtosis* sebesar 112.4.
- 5) Variabel GDP memiliki nilai *minimum* sebesar 4.850, nilai *maximum* sebesar 5.375, nilai *mean* sebesar 5.025, dan nilai standar deviasi sebesar 98.482. Nilai *skewness* sebesar 0.39 serta nilai *kurtosis* sebesar 3.73.
- 6) Variabel Inflasi memiliki nilai *minimum* sebesar -167.107, nilai *maximum* sebesar 3.088, nilai *mean* sebesar 2.005, dan nilai standar deviasi sebesar 824.921. Nilai *skewness* sebesar -1.14 serta nilai *kurtosis* sebesar 3.84.
- 7) Variabel Suku Bunga memiliki nilai *minimum* sebesar 4.63, nilai *maximum* sebesar 6.29, nilai *mean* sebesar 5.83, dan nilai standar deviasi sebesar 403.06. Nilai *skewness* sebesar -1.20 serta nilai *kurtosis* sebesar 3.79.

4.1.3 Uji Stasioneritas (*Unit Root Test*)

Data *time series* dikatakan stasioner apabila nilai rata-rata, varians, dan kovariansnya tetap atau tidak berubah sepanjang periode pengamatan. Salah satu metode yang kini umum digunakan oleh para ekonometrik untuk mengevaluasi sifat stasioner data adalah uji akar unit (*Unit Root Test*). Pada penelitian ini, pengujian dilakukan menggunakan model *Augmented*

Dickey-Fuller (ADF) yang dikembangkan oleh Dickey dan Fuller (1979). Hasil uji akar unit disajikan pada tabel berikut:

Tabel 4. 6
Hasil Uji Stasioneritas

Augmented Dickey Fuller Test					
<i>Kriteria pengujian: $t\text{-statistic} < \text{critical value } (\tau_3) 5\% = -3,41 \rightarrow \text{stasioner}$</i>					
Emiten	Variabel	Level (t-statistic)	Ket. Level	First Difference (t-statistic)	Ket. First Difference
CPIN	Harga Saham	-2.9913	Tidak Stasioner	-19.4055	Stasioner
	RSI MBG	-10.5666	Stasioner	-25.69	Stasioner
	Hari Besar	-7.8334	Stasioner	-27.2979	Stasioner
	TVA	-10.3127	Stasioner	-20.7768	Stasioner
	GDP	-1.2513	Tidak Stasioner	-17.409	Stasioner
	Inflasi	-0.1365	Tidak Stasioner	-16.5408	Stasioner
	Suku Bunga	1.2087	Tidak Stasioner	-13.1704	Stasioner
ICBP	Harga Saham	-2.6245	Tidak Stasioner	-20.8304	Stasioner
	RSI MBG	-10.5666	Stasioner	-25.69	Stasioner
	Hari Besar	-7.8334	Stasioner	-27.2979	Stasioner
	TVA	-10.641	Stasioner	-23.6259	Stasioner
	GDP	-1.2513	Tidak Stasioner	-17.409	Stasioner
	Inflasi	-0.1365	Tidak Stasioner	-16.5408	Stasioner
	Suku Bunga	1.2087	Tidak Stasioner	-13.1704	Stasioner
INDF	Harga Saham	-2.4703	Tidak Stasioner	-18.6078	Stasioner
	RSI MBG	-10.5666	Stasioner	-25.69	Stasioner
	Hari Besar	-7.8334	Stasioner	-27.2979	Stasioner
	TVA	-11.4291	Stasioner	-24.0764	Stasioner
	GDP	-1.2513	Tidak Stasioner	-17.409	Stasioner
	Inflasi	-0.1365	Tidak Stasioner	-16.5408	Stasioner
	Suku Bunga	1.2087	Tidak Stasioner	-13.1704	Stasioner
UNVR	Harga Saham	-1.6737	Tidak Stasioner	-19.0933	Stasioner
	RSI MBG	-10.5666	Stasioner	-25.69	Stasioner
	Hari Besar	-7.8334	Stasioner	-27.2979	Stasioner
	TVA	-9.3282	Stasioner	-17.5894	Stasioner
	GDP	-1.2513	Tidak Stasioner	-17.409	Stasioner
	Inflasi	-0.1365	Tidak Stasioner	-16.5408	Stasioner
	Suku Bunga	1.2087	Tidak Stasioner	-13.1704	Stasioner

Sumber : Data diolah peneliti (2025)

Tabel 4.6 menyajikan hasil uji stasioneritas menggunakan metode *Augmented Dickey-Fuller* (ADF) dengan membandingkan nilai t-statistik masing-masing variabel terhadap nilai kritis pada tingkat signifikansi 5%, yaitu sebesar -3.41 . Penggunaan tingkat signifikansi 5% merujuk pada praktik umum dalam pengujian *unit root* (Dickey & Fuller, 1981; Enders, 2015), sehingga penarikan keputusan dapat dilakukan hanya berdasarkan batas 5% tanpa harus menampilkan nilai kritis 1% dan 10%. Dari hasil pengujian tersebut, terlihat bahwa beberapa variabel pada masing-masing emiten memiliki nilai t-statistik yang lebih kecil daripada nilai kritis pada tahap level, sehingga dapat dinyatakan stasioner. Sementara itu,

variabel lain menunjukkan nilai t-statistik yang lebih besar dari nilai kritis pada tahap level, menandakan bahwa variabel tersebut tidak stasioner dan tahapan *differencing* agar mencapai sifat stasioner sebelum digunakan dalam analisis selanjutnya (Gujarati & Porter, 2009). Pola ini konsisten pada seluruh emiten, dimana variabel seperti *Relative Search Interest* Makan Bergizi Gratis (RSI_MBG), Hari Keagamaan (Hari_Besar), dan *Trading Volume Activity* (TVA) berada dalam kondisi stasioner, sedangkan variabel seperti Harga_Saham, *Gross Domestic Product* (GDP), Inflasi, dan Suku Bunga berada dalam kondisi tidak stasioner.

Setelah dilakukan differencing, seluruh variabel menunjukkan nilai t-statistik yang lebih kecil daripada nilai kritis pada tingkat signifikansi 5%, sehingga dapat dikonfirmasi stasioner pada orde pertama (I(1)) (Dembele et al., 2020). Hasil ini memastikan bahwa seluruh variabel memenuhi syarat integrasi maksimum I(1) dan tidak ada variabel yang berintegrasi pada orde dua (I(2)), sehingga model siap untuk tahap selanjutnya. Langkah *differencing* ini penting untuk mencegah munculnya regresi lancung (*spurious regression*) (Hyndman & Athanasopoulos, 2021), serta memastikan seluruh variabel telah memenuhi syarat untuk dianalisis menggunakan model ARDL maupun GARCH. Tahap selanjutnya adalah penentuan lag optimal untuk estimasi model dan pengujian kointegrasi menggunakan *Bounds Testing Approach* (Pesaran et al., 2001), untuk mengetahui apakah terdapat hubungan jangka pendek maupun jangka panjang antar variabel dalam model.

4.1.4 Penentuan Lag Optimal

Penentuan lag optimal diperlukan agar model ARDL dapat diestimasi secara tepat dan menghasilkan output yang reliabel. Pemilihan lag ini dilakukan dengan menggunakan kriteria informasi seperti *Akaike Information Criterion* (AIC), *Schwarz Criterion* (SC), *Hannan-Quinn* (HQ), dan *Final Prediction Error* (FPE). Dari berbagai kriteria tersebut, AIC dipilih sebagai acuan utama karena dianggap lebih mampu menghasilkan spesifikasi lag yang efisien dan mengurangi potensi autokorelasi pada residual (Liu, Charleston, et al., 2023; Zhang et al., 2023).

Tabel 4. 7
Hasil Penentuan Lag Optimal

Emiten	Lag Optimal (ARDL)	Ket.
CPIN	(2, 3, 0, 0, 0, 0, 0)	AIC terkecil
ICBP	(2, 3, 1, 2, 3, 0, 0)	AIC terkecil
INDF	(2, 3, 0, 1, 0, 0, 0)	AIC terkecil
UNVR	(1, 3, 0, 0, 0, 0, 0)	AIC terkecil

Sumber : Data diolah peneliti (2025)

Berdasarkan Tabel 4.8 pemilihan lag optimal dilakukan menggunakan *Akaike Information Criterion* (AIC), di mana kombinasi lag dengan nilai AIC terkecil ditetapkan sebagai model terbaik untuk setiap emiten. Hasil analisis menunjukkan bahwa masing-masing perusahaan memiliki struktur lag yang berbeda, yaitu PT Charoen Pokphand Indonesia, Tbk (CPIN) dengan model ARDL (2, 3, 0, 0, 0, 0, 0), PT Indofood CBP Sukses Makmur, Tbk (ICBP) dengan ARDL (2, 3, 1, 2, 3, 0, 0), PT Indofood Sukses Makmur, Tbk (INDF) dengan ARDL (2, 3, 0, 1, 0, 0, 0), serta PT Unilever Indonesia, Tbk (UNVR) dengan ARDL (1, 3, 0, 0, 0, 0, 0).

4.1.5 Estimasi Model *Autoregressive Distributed Lag* (ARDL)

Model ARDL digunakan karena mampu mengestimasi hubungan dinamis jangka pendek maupun jangka panjang antara variabel dependen dan independen dengan tingkat integrasi yang berbeda $I(0)$ dan $I(1)$ (Kripfganz & Schneider, 2023; Voumik & Sultana, 2022). Estimasi dilakukan menggunakan metode Ordinary Least Squares (OLS) untuk memperoleh koefisien pada lag antar variabel sesuai struktur lag terbaik (Nkoro & Uko, 2016). Hasil estimasi ini selanjutnya menjadi dasar dalam pengujian kointegrasi melalui *Bounds Test* serta pembentukan *Error Correction Model* (ECM) apabila hubungan jangka panjang teridentifikasi. Estimasi ARDL dalam penelitian ini dilakukan sebanyak dua kali untuk tiap emiten, yakni model tanpa kontrol dan model yang mencakup variabel kontrol, sehingga hasil estimasi dapat dibandingkan untuk menilai konsistensi pengaruh variabel utama pada setiap perusahaan.

Tabel 4. 8
Hasil Estimasi ARDL-CPIN Tanpa Kontrol

Variabel	t-Statistic	Prob.	Ket.
(Intercept)	2.770	0.0058	**
L(Harga_Saham_CPIN, 1)	19.754	0.0000	***
L(Harga_Saham_CPIN, 2)	5.968	0.0000	***
RSI_MBG	-0.226	0.8212	
L(RSI_MBG, 1)	-0.112	0.9112	
L(RSI_MBG, 2)	1.558	0.1197	
L(RSI_MBG, 3)	-2.159	0.0312	*
Hari_Besar	0.041	0.9670	
TVA_CPIN	0.868	0.3857	

Keterangan :

(Signif. codes: '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' not significant)

Sumber : Data diolah peneliti (2025)

Hasil estimasi ARDL untuk emiten CPIN tanpa variabel kontrol menunjukkan bahwa harga saham pada lag pertama dan kedua yang berpengaruh sangat signifikan terhadap harga saham saat ini ($p < 0.001$), sehingga pergerakan harga saham CPIN terutama dipengaruhi oleh pergerakan harga pada periode sebelumnya. Sementara itu, variabel RSI_MBG lag-3 juga berpengaruh negatif signifikan terhadap harga saham, sehingga peningkatan MBG direspons oleh penurunan harga saham CPIN tiga periode sebelumnya. Sebaliknya, variabel penelitian seperti Hari_Besar, dan TVA_CPIN tidak menunjukkan pengaruh signifikan baik pada periode berjalan, dengan seluruh p-value berada di atas 0.10.

Tabel 4. 7
Hasil Estimasi ARDL-CPIN Dengan Kontrol

Variabel	t-Statistic	Prob.	Ket.
(Intercept)	1.031	0.3029	
L(Harga_Saham_CPIN, 1)	19.483	0.000	***
L(Harga_Saham_CPIN, 2)	5.708	0.000	***
RSI_MBG	-0.147	0.8832	
L(RSI_MBG, 1)	-0.059	0.9527	
L(RSI_MBG, 2)	1.754	0.0799	-
L(RSI_MBG, 3)	-1.874	0.0614	-
Hari_Besar	0.123	0.9021	
TVA_CPIN	1.139	0.2552	
L(TVA_CPIN, 1)	-1.596	0.1110	
GDP	-0.171	0.8640	
Inflasi	2.237	0.0256	*
Suku_Bunga	0.543	0.5873	

Keterangan :

(Signif. codes: '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' not significant)

Sumber : Data diolah peneliti (2025)

Hasil estimasi ARDL untuk emiten CPIN dengan variabel kontrol menunjukkan bahwa pola pergerakan harga saham tetap didominasi oleh komponen *autoregressive*, di mana harga saham lag pertama dan lag kedua berpengaruh signifikan kuat terhadap harga saham saat ini ($p < 0.001$). Sementara itu, variabel RSI_MBG pada lag-2 menunjukkan positif signifikansi 10% dan lag-3 menunjukkan negatif signifikansi 10% yang mengindikasikan ada kecenderungan pengaruh terhadap harga saham meskipun tidak cukup kuat pada sig. 90%. Sedangkan variabel inflasi menunjukkan positif signifikansi tingkat 5% ($p=0.0256$) yang artinya berpengaruh terhadap kenaikan harga saham pada hari itu. Variabel lain seperti Hari_Besar, TVA_CPIN, GDP, dan Suku_Bunga tidak menunjukkan pengaruh signifikan.

Tabel 4. 10
Hasil Estimasi ARDL-ICBP Tanpa Kontrol

Variabel	t-Statistic	Prob.	Ket.
(Intercept)	3.139	0.0018	**
L(Harga_Saham_ICBP, 1)	118.269	0.0000	***
RSI_MBG	-2.531	0.0116	*
L(RSI_MBG, 1)	1.102	0.2707	
L(RSI_MBG, 2)	1.480	0.1395	
L(RSI_MBG, 3)	-1.664	0.0966	-
Hari_Besar	0.704	0.4815	
L(Hari_Besar, 1)	-1.663	0.0968	-
TVA_ICBP	-1.279	0.2013	

Keterangan :

(Signif. codes: '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' not significant)

Sumber : Data diolah peneliti (2025)

Hasil estimasi model ARDL untuk ICBP tanpa kontrol menunjukkan bahwa variabel harga saham satu periode sebelumnya memiliki pengaruh signifikan kuat terhadap harga saham saat ini pada taraf 0.1% ($p < 0.001$). Sementara itu, pada variabel RSI_MBG tahap level menunjukkan pengaruh negatif signifikan 5% pada hari yang sama terhadap harga saham, sehingga perubahan kondisi pasar yang tercermin dari MBG langsung direspons oleh harga saham pada hari tersebut. RSI_MBG pada lag 3 atau tiga periode sebelumnya menunjukkan hasil negatif signifikan. Variabel Hari_Besar lag 1 menunjukkan hasil negatif signifikan, mengindikasikan bahwa peningkatan hari keagamaan cenderung direspons oleh penurunan harga saham. Di sisi lain, variabel TVA_ICBP mengungkapkan hasil yang tidak berpengaruh.

Tabel 4. 11
Hasil Estimasi ARDL-ICBP Dengan Kontrol

Variabel	t-Statistic	Prob.	Ket.
(Intercept)	0.732	0.4642	
L(Harga_Saham_ICBP, 1)	99.038	0.0000	***
RSI_MBG	-2.277	0.0231	*
L(RSI_MBG, 1)	1.126	0.2607	
L(RSI_MBG, 2)	1.575	0.1157	
L(RSI_MBG, 3)	-1.474	0.1410	
Hari_Besar	0.690	0.4905	
L(Hari_Besar, 1)	-1.709	0.0880	-
TVA_ICBP	-1.044	0.2966	
L(TVA_ICBP, 1)	-0.402	0.6877	
L(TVA_ICBP, 2)	1.416	0.1573	
GDP	-0.162	0.8717	
Inflasi	-0.874	0.3822	

Suku_Bunga	1.090	0.2761	
------------	-------	--------	--

Keterangan :

(Signif. codes: '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' not significant)

Sumber : Data diolah peneliti (2025)

Hasil estimasi model ARDL untuk ICBP dengan variabel kontrol menunjukkan bahwa harga saham masa lalu memiliki pengaruh yang kuat dan signifikan terhadap harga saham saat ini. Harga saham lag-1 signifikan pada level 0.1% ($p < 0,001$), yang berarti pergerakan harga saham ICBP masih dipengaruhi oleh periode harga pada satu hari sebelumnya. Variabel RSI_MBG menunjukkan negatif signifikansi level 5% ($p = 0,0231$) pada periode berjalan, mengindikasikan adanya pengaruh dari program MBG terhadap harga saham. Sementara itu, variabel Hari_Besar lag 1 menunjukkan negatif signifikansi 10% terhadap harga saham. Sedangkan TVA_ICBP dan seluruh lag-nya serta variabel kontrol tidak menunjukkan signifikansi.

Tabel 4. 12
Hasil Estimasi ARDL-INDF Tanpa Kontrol

Variabel	t-Statistic	Prob.	Ket.
(Intercept)	1.675	0.0945	-
L(Harga_Saham_INDF, 1)	22.303	0.0000	***
L(Harga_Saham_INDF, 2)	3.621	0.0003	***
RSI_MBG	-0.305	0.7601	
L(RSI_MBG, 1)	2.242	0.0253	*
L(RSI_MBG, 2)	1.054	0.2923	
L(RSI_MBG, 3)	-1.769	0.0774	-
Hari_Besar	-0.360	0.7186	
TVA_INDF	4.419	0.0000	***
L(TVA_INDF, 1)	-3.029	0.0026	**

Keterangan :

(Signif. codes: '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' not significant)

Sumber : Data diolah peneliti (2025)

Hasil estimasi ARDL untuk INDF tanpa kontrol menunjukkan bahwa harga saham masa lalu memiliki pengaruh signifikan kuat terhadap harga saham saat ini, ditunjukkan oleh signifikannya lag-1 ($p < 0,001$) dan lag-2 ($p < 0,001$). Variabel RSI_MBG tidak berpengaruh pada hari yang sama ($p = 0,7601$), namun pada lag-1 indikator ini berpengaruh positif signifikan 5% ($p = 0,0253$), sehingga perubahan momentum pasar baru memengaruhi kenaikan harga saham INDF satu hari setelahnya. Lag-3 RSI_MBG menunjukkan negatif signifikansi 10% ($p = 0,0774$), mengindikasikan adanya efek yang lemah. Variabel Hari_Besar tidak memiliki pengaruh signifikan. Variabel Hari_Besar tidak memiliki pengaruh terhadap harga saham. Sementara itu, TVA_INDF di hari yang sama berpengaruh

positif signifikan pada taraf 0.1%, menandakan bahwa peningkatan aktivitas volume perdagangan langsung mendorong naiknya harga saham. Sedangkan, TVA_INDF lag-1 berpengaruh negatif signifikan pada taraf 1% di hari sebelumnya, yang menunjukkan bahwa perubahan aktivitas perdagangan hari sebelumnya dapat menekan harga saham hari ini.

Tabel 4. 13
Hasil Estimasi ARDL-INDF Dengan Kontrol

Variabel	t-Statistic	Prob.	Ket.
(Intercept)	-0.527	0.5984	
L(Harga_Saham_INDF, 1)	22.117	0.0000	***
L(Harga_Saham_INDF, 2)	3.485	0.0005	***
RSI_MBG	-0.192	0.8482	
L(RSI_MBG, 1)	2.283	0.0227	*
L(RSI_MBG, 2)	1.046	0.2960	
L(RSI_MBG, 3)	-1.723	0.0854	-
Hari_Besar	-0.453	0.6509	
TVA_INDF	4.420	0.0000	***
L(TVA_INDF, 1)	-2.979	0.0030	**
GDP	1.184	0.2368	
Inflasi	-1.135	0.2568	
Suku_Bunga	-0.489	0.6251	

Keterangan :

(Signif. codes: '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' not significant)

Sumber : Data diolah peneliti (2025)

Hasil estimasi model ARDL untuk INDF dengan variabel kontrol menunjukkan bahwa harga saham sangat dipengaruhi oleh nilai masa lalunya, dimana lag-1 dan lag-2 ($p < 0,001$) berpengaruh signifikan terhadap harga saham saat ini. Variabel RSI_MBG tidak berpengaruh pada hari yang sama, namun lag-1 menunjukkan pengaruh positif yang signifikan 5% ($p = 0,0227$), sedangkan lag-3 negatif signifikan 10% ($p = 0,0854$). Variabel Hari_Besar tidak menunjukkan pengaruh terhadap harga saham INDF. Volume perdagangan (TVA_INDF) berpengaruh positif signifikan di taraf 0.01% pada hari yang sama ($p < 0,001$), dan volume perdagangan satu hari sebelumnya (lag-1) juga berpengaruh positif signifikan ($p = 0,0030$), mengindikasikan adanya respons kenaikan harga saham terhadap aktivitas perdagangan hari ini dan hari sebelumnya. Sementara itu, seluruh variabel makroekonomi (GDP, inflasi, dan suku bunga) tidak menunjukkan pengaruh signifikan terhadap harga saham INDF.

Tabel 4. 14
Hasil Estimasi ARDL-UNVR Tanpa Kontrol

Variabel	t-Statistic	Prob.	Ket.
(Intercept)	0.640	0.5224	
L(Harga_Saham_UNVR, 1)	271.220	0.0000	***

RSI_MBG	-1.739	0.0826	-
L(RSI_MBG, 1)	0.922	0.3568	
L(RSI_MBG, 2)	0.263	0.7924	
L(RSI_MBG, 3)	0.785	0.4327	
Hari_Besar	0.992	0.3213	
TVA_UNVR	0.016	0.9874	

Keterangan :

(Signif. codes: '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' not significant)

Sumber : Data diolah peneliti (2025)

Hasil estimasi model ARDL untuk UNVR tanpa kontrol menunjukkan bahwa hanya harga saham lag-1 ($p < 0,001$) yang memiliki pengaruh sangat signifikan terhadap harga saham saat ini. Variabel RSI_MBG negatif signifikan pada level di taraf 10% ($p = 0,0826$), sedangkan seluruh lag-nya tidak signifikan ($p > 0,10$). Artinya, program MBG hanya mempengaruhi harga saham UNVR di hari yang sama meskipun pengaruhnya lemah. Variabel TVA_UNVR dan Hari_Besar tidak menunjukkan pengaruh terhadap harga saham ($p > 0,10$).

Tabel 4. 15
Hasil Estimasi ARDL-UNVR Dengan Kontrol

Variabel	t-Statistic	Prob.	Ket.
(Intercept)	0.198	0.8428	
L(Harga Saham UNVR, 1)	194.183	0.0000	***
RSI_MBG	-1.768	0.0775	-
L(RSI_MBG, 1)	0.898	0.3693	
L(RSI_MBG, 2)	0.364	0.7159	
L(RSI_MBG, 3)	0.970	0.3326	
Hari_Besar	0.615	0.5387	
TVA_UNVR	0.339	0.7345	
GDP	-0.551	0.5821	
Inflasi	-3.026	0.0026	**
Suku_Bunga	1.217	0.2242	

Keterangan :

(Signif. codes: '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' not significant)

Sumber : Data diolah peneliti (2025)

Hasil estimasi model ARDL untuk UNVR dengan variabel kontrol menunjukkan bahwa harga saham lag-1 ($p < 0,001$) sangat signifikan terhadap harga saham saat ini. Variabel RSI_MBG menunjukkan negatif signifikan pada taraf 10% ($p = 0,0775$), namun seluruh lag-nya tidak signifikan ($p > 0,10$), sehingga indikator RSI_MBG hanya memberikan pengaruh pada hari yang sama terhadap harga saham UNVR meskipun lemah. Variabel TVA_UNVR dan Hari_Besar tidak menunjukkan pengaruh signifikan. Untuk variabel kontrol makroekonomi, hanya inflasi yang memiliki pengaruh negatif signifikan ($p = 0,0026$) pada taraf 1%, menunjukkan bahwa kenaikan inflasi cenderung menekan harga saham UNVR.

Sementara itu, GDP dan suku bunga tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap harga saham UNVR.

4.1.6 Uji Kointegrasi

Uji kointegrasi digunakan untuk mengetahui apakah terdapat hubungan jangka panjang antar variabel dalam model. Apabila hasil *Bounds Test* menunjukkan adanya kointegrasi, maka analisis dapat dilanjutkan dengan membentuk *Error Correction Model* (ECM) sebagai representasi hubungan jangka panjang (Kripfganz & Schneider, 2023).

Tabel 4. 16
Uji Kointegrasi CPIN

ARDL – Bound F-Test				
Model	F-statistic	p-value	Critical Value 95%	
			Lower Bound I(0)	Upper Bound I(1)
Tanpa Kontrol	2.7848	0.2772	3.05	3.97
Dengan Kontrol	2.2263	0.4171		

Sumber : Data diolah peneliti (2025)

Berdasarkan uji kointegrasi menggunakan pendekatan ARDL – Bound Test, baik model tanpa kontrol maupun dengan kontrol menunjukkan tidak adanya hubungan jangka panjang antara harga saham CPIN dan variabel independennya. Untuk model tanpa kontrol, *F-statistic* sebesar 2.7848 berada di bawah *lower bound* I(0) sebesar 3.05 pada tingkat signifikansi 95% dan p-value sebesar $0.2772 > 0.05$, sehingga gagal menolak hipotesis nol. Begitu pula pada model dengan kontrol, *F-statistic* sebesar 2.2263 juga berada di bawah *lower bound* I(0) 3.05 dengan p-value sebesar $0.4171 > 0.05$, sehingga hipotesis nol tidak ditolak. Hasil ini konsisten menunjukkan bahwa pengaruh variabel independen terhadap harga saham hanya terjadi dalam jangka pendek, sementara tidak terdapat bukti efek jangka panjang, baik saat kontrol dimasukkan maupun tidak.

Tabel 4. 17
Uji Kointegrasi ICBP

ARDL – Bound F-Test				
Model	F-statistic	p-value	Critical Value 95%	
			Lower Bound I(0)	Upper Bound I(1)
Tanpa Kontrol	1.8802	0.5828	3.05	3.97
Dengan Kontrol	2.6695	0.3082		

Sumber : Data diolah peneliti (2025)

Berdasarkan uji kointegrasi menggunakan pendekatan ARDL – Bound Test, baik model tanpa kontrol maupun dengan kontrol menunjukkan tidak adanya hubungan jangka panjang antara harga saham ICBP dan variabel independennya. Untuk model tanpa kontrol, *F-statistic* sebesar 1.8802 berada di bawah *lower bound* I(0) sebesar 3.05 pada tingkat signifikansi 95% dan p-value sebesar $0.5828 > 0.05$, sehingga gagal menolak hipotesis nol. Begitu pula pada model dengan kontrol, *F-statistic* sebesar 2.6695 juga berada di bawah *lower bound* I(0) 3.05 dengan p-value sebesar $0.3082 > 0.05$, sehingga hipotesis nol tidak ditolak. Hasil ini konsisten menunjukkan bahwa pengaruh variabel independen terhadap harga saham hanya terjadi dalam jangka pendek, sementara tidak terdapat bukti efek jangka panjang, baik saat kontrol dimasukkan maupun tidak.

Tabel 4. 18
Uji Kointegrasi INDF

ARDL – Bound F-Test				
Model	F-statistic	p-value	Critical Value 95%	
			Lower Bound I(0)	Upper Bound I(1)
Tanpa Kontrol	2.0407	0.5214	3.05	3.97
Dengan Kontrol	1.3129	0.7946		

Sumber : Data diolah peneliti (2025)

Berdasarkan uji kointegrasi menggunakan pendekatan ARDL – Bound Test, baik model tanpa kontrol maupun dengan kontrol menunjukkan tidak adanya hubungan jangka panjang antara harga saham INDF dan variabel independennya. Untuk model tanpa kontrol, *F-statistic* sebesar 2.0407 berada di bawah *lower bound* I(0) sebesar 3.05 pada tingkat signifikansi 95% dan p-value sebesar $0.5214 > 0.05$, sehingga gagal menolak hipotesis nol. Begitu pula pada model dengan kontrol, *F-statistic* sebesar 1.3129 juga berada di bawah *lower bound* I(0) 3.05 dengan p-value sebesar $0.7946 > 0.05$, sehingga hipotesis nol tidak ditolak. Hasil ini konsisten menunjukkan bahwa pengaruh variabel independen terhadap harga saham hanya terjadi dalam jangka pendek, sementara tidak terdapat bukti efek jangka panjang, baik saat kontrol dimasukkan maupun tidak.

Tabel 4. 19
Uji Kointegrasi UNVR

ARDL – Bound F-Test				
Model	F-statistic	p-value	Critical Value 95%	
			Lower Bound I(0)	Upper Bound I(1)

Tanpa Kontrol	1.1465	0.8482	3.05	3.97
Dengan Kontrol	2.2117	0.4242		

Sumber : Data diolah peneliti (2025)

Berdasarkan uji kointegrasi menggunakan pendekatan ARDL – Bound Test, baik model tanpa kontrol maupun dengan kontrol menunjukkan tidak adanya hubungan jangka panjang antara harga saham UNVR dan variabel independennya. Untuk model tanpa kontrol, *F-statistic* sebesar 1.1465 berada di bawah *lower bound* $I(0)$ sebesar 3.05 pada tingkat signifikansi 95% dan *p-value* sebesar $0.8482 > 0.05$, sehingga gagal menolak hipotesis nol. Begitu pula pada model dengan kontrol, *F-statistic* sebesar 2.2117 juga berada di bawah *lower bound* $I(0)$ 3.05 dengan *p-value* sebesar $0.4242 > 0.05$, sehingga hipotesis nol tidak ditolak. Hasil ini konsisten menunjukkan bahwa pengaruh variabel independen terhadap harga saham hanya terjadi dalam jangka pendek, sementara tidak terdapat bukti efek jangka panjang, baik saat kontrol dimasukkan maupun tidak.

Hasil uji Bound F-Test menunjukkan bahwa baik model tanpa kontrol maupun dengan kontrol tidak ditemukan kointegrasi di seluruh perusahaan. Dengan hasil yang konsisten di semua model, analisis tidak perlu dilanjutkan ke *Error Correction Model* (ECM).

4.1.7 Uji *Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity* (GARCH)

Model GARCH digunakan untuk menganalisis volatilitas saham dengan menangkap fluktuasi varians yang berubah-ubah dan fenomena pengelompokan volatilitas. Model ini menghasilkan koefisien variabel eksternal (*vxreg*) yang menunjukkan pengaruh faktor utama dan makro terhadap volatilitas saham. Nilai diagnostik residual seperti Ljung-Box, ARCH-LM, dan Jarque-Bera digunakan untuk menilai keandalan model. Sementara itu, koefisien *vxreg* positif menunjukkan kontribusi variabel meningkatkan volatilitas dan negatif menunjukkan pengaruh menurunkan volatilitas (Kur et al., 2021).

Tabel 4. 8
Hasil Estimasi Model GJR-GARCH (1,1) CPIN

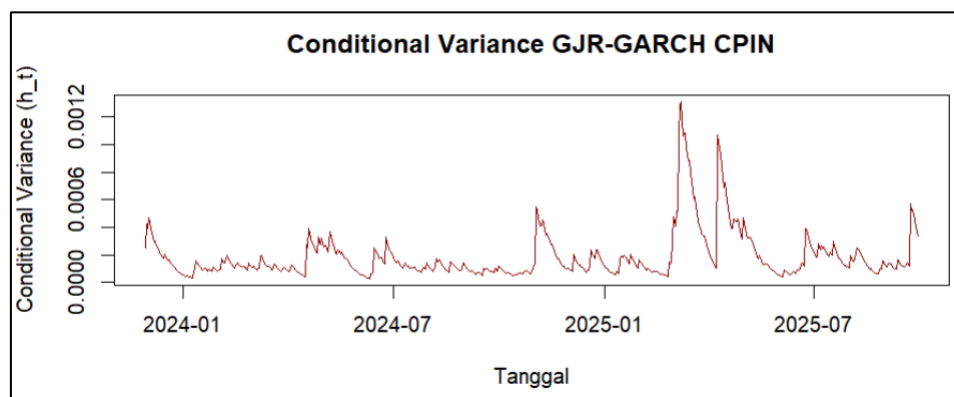
Emiten	Model	ARMA (p,q)	Vxreg	Nilai Vxreg	Diagnostik Residual	p-value
CPIN	Tanpa Kontrol	(1,0)	RSI_MBG	1.16e-08	Ljung-Box	0.2312
			Hari_Besar	7.00e-18	ARCH-LM	0.9992
			TVA_CPIN	1.34e-08	Jarque-Bera	0.0000
	Dengan Kontrol		RSI_MBG	8.27e-09	Ljung-Box	0.1999
			Hari_Besar	2.77e-17	ARCH-LM	0.9991
			TVA_CPIN	1.40e-08	Jarque-Bera	0.0000
			GDP	1.64e-08		
			Inflasi	8.60e-09		
			Suku Bunga	5.33e-09		

Sumber : Data diolah peneliti (2025)

Hasil estimasi model GARCH untuk saham CPIN menunjukkan bahwa baik dengan maupun tanpa variabel kontrol, model mean ARMA(p,q) yang dipilih adalah ARMA(1,0), mengindikasikan bahwa *return* saham hari ini memiliki ketergantungan signifikan pada *return* satu hari sebelumnya. Nilai *variance regressors* (vxreg) untuk semua variabel eksternal (RSI_MBG, Hari_Besar, TVA_CPIN, GDP, Inflasi, dan Suku_Bunga) sangat kecil (dalam orde e-08 sampai e-18), hal ini menandakan kontribusi terhadap pembentukan volatilitas dari variabel-variabel tersebut relatif terbatas atau sangat lemah dibandingkan dengan dinamika volatilitas internal saham itu sendiri.

Secara diagnostik, model telah memenuhi asumsi GARCH. Nilai residual p-value Ljung-Box dan ARCH-LM > 0.05 untuk kedua kasus, sehingga residual tidak menunjukkan autokorelasi maupun heteroskedastisitas tersisa. Hal ini menandakan model GARCH telah menangkap pola volatilitas dengan baik, meskipun residual tidak normal (*Jarque-Bera* $p = 0$) yang umum terjadi pada model GARCH. Untuk memberikan gambaran yang lebih jelas mengenai dinamika volatilitas yang berhasil dimodelkan, grafik *conditional variance* (h_t) GJR-GARCH CPIN ditampilkan sebagai berikut:

Gambar 4. 1
Conditional Variance CPIN



Sumber : Data diolah R Studio versi 2025

Gambar 4.1 menunjukkan dinamika *conditional variance* saham CPIN berdasarkan model GJR-GARCH(1,1) dan *mean* ARMA (1,1). Secara visual terlihat pola *volatility clustering*, di mana periode volatilitas tinggi maupun rendah muncul secara berkelompok, menandakan adanya memori volatilitas yang berhasil ditangkap oleh model (Cont, 2007; Subramoney et al., 2025). Lonjakan risiko paling signifikan terjadi pada akhir 2024 hingga awal 2025, ketika *conditional variance* meningkat hingga sekitar 0.0012, menunjukkan peningkatan risiko yang substansial pada periode tersebut. Hal ini dapat dapat mencerminkan respons pasar terhadap kombinasi faktor seperti dinamika aktivitas perdagangan (P. Wang et

al., 2005), serta variabilitas musiman termasuk periode *holiday effect* yang terbukti memengaruhi volatilitas pasar (Ju & Tanizaki, 2024). Di luar fase puncak itu, volatilitas berada pada tingkat dasar yang relatif rendah, yaitu di kisaran 0.0000–0.0003. Secara keseluruhan, grafik ini menegaskan bahwa model GJR-GARCH(1,1) mampu memberikan estimasi volatilitas yang lebih halus dan informatif.

Tabel 4. 9
Hasil Estimasi Model GJR-GARCH (1,1) ICBP

Emiten	Model	ARMA (p,q)	Vxreg	Nilai Vxreg	Diagnostik Residual	p-value
ICBP	Tanpa Kontrol	(1,1)	RSI_MBG	5.51e-09	Ljung-Box	0.5073
			Hari_Besar	5.79e-14	ARCH-LM	0.0842
			TVA_ICBP	1.44e-07	Jarque-Bera	0.0000
	Dengan Kontrol		RSI_MBG	4.35e-09	Ljung-Box	0.0060
			Hari_Besar	1.52e-17	ARCH-LM	0.3092
			TVA_ICBP	1.76e-08	Jarque-Bera	0.0000
			GDP	7.26e-09		
			Inflasi	1.02e-08		
			Suku Bunga	5.12e-09		

Sumber : Data diolah peneliti (2025)

Hasil estimasi model GARCH untuk saham CPIN menunjukkan bahwa baik dengan maupun tanpa variabel kontrol, model mean ARMA(p,q) yang dipilih adalah ARMA(1,0), mengindikasikan bahwa *return* saham hari ini memiliki ketergantungan signifikan pada *return* satu hari sebelumnya. Nilai *variance regressors* (vxreg) untuk semua variabel eksternal (RSI_MBG, Hari_Besar, TVA_CPIN, GDP, Inflasi, dan Suku_Bunga) sangat kecil (dalam orde e-08 sampai e-17), hal ini menandakan kontribusi terhadap pembentukan volatilitas dari variabel-variabel tersebut relatif lemah dibandingkan dengan dinamika volatilitas internal saham itu sendiri.

Dari hasil diagnostik residual, untuk model dengan kontrol, nilai p-value Ljung-Box < 0.05 menunjukkan masih terdapat autokorelasi pada residual, sedangkan ARCH-LM > 0.05 menandakan tidak ada heteroskedastisitas tersisa. Hal ini mengindikasikan perlu dilakukan re-estimasi model dengan memasukkan variabel eksogen pada *mean equation* melalui *ugarchspec* menggunakan parameter *external.regressors* pada *mean.model* agar residual menjadi *white noise* (Arneric, 2025). Untuk model tanpa kontrol, Ljung-Box > 0.05 dan ARCH-LM > 0.05 tidak menunjukkan autokorelasi maupun heteroskedastisitas tersisa, meskipun distribusi residual tidak normal (*Jarque-Bera* p = 0) yang umum terjadi pada model GARCH.

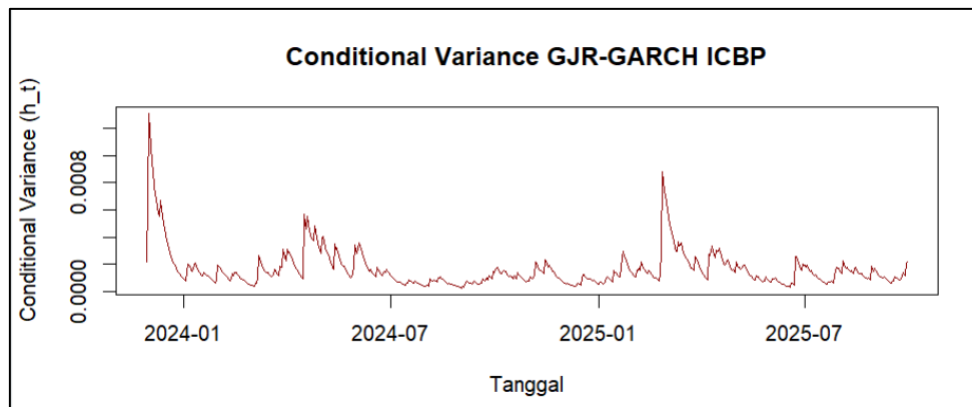
Tabel 4. 10
Hasil *Re-Estimate* ICBP

ICBP_mean_exog	ARMA (p,q)	(1,1)
	Ljung-Box	0.6898

Sumber : Data diolah peneliti (2025)

Hasil *re-estimate* menunjukkan bahwa untuk saham ICBP, model mean ARMA(1,1) sudah sesuai, karena $p\text{-value Ljung-Box} = 0.6898 > 0.05$, artinya residual tidak menunjukkan autokorelasi dan sudah acak. Untuk memberikan gambaran yang lebih jelas mengenai dinamika volatilitas yang berhasil dimodelkan, grafik *conditional variance* (h_t) GJR-GARCH ICBP ditampilkan sebagai berikut:

Gambar 4. 2
Conditional Variance ICBP



Sumber : Data diolah R Studio versi 2025

Gambar 4.2 menggambarkan pergerakan *conditional variance* saham ICBP berdasarkan estimasi model GJR-GARCH(1,1) dan *mean* ARMA (1,1). Terlihat adanya pola *volatility clustering*, yaitu fase volatilitas tinggi maupun rendah yang muncul berurutan dalam kelompok, menandakan keberadaan memori volatilitas yang berhasil ditangkap oleh model. Puncak volatilitas yang paling menonjol muncul pada awal 2024, ketika nilai *conditional variance* mencapai 0.0009, menunjukkan lonjakan risiko pasar yang cukup tajam dalam periode singkat. Lonjakan ini sejalan dengan adanya variabilitas musiman, termasuk periode hari keagamaan dan perubahan aktivitas perdagangan yang biasanya memengaruhi dinamika permintaan dan penawaran saham (Firlianti & Mildawati, 2021). Setelah fase tersebut, volatilitas cenderung mereda dan stabil pada tingkat dasar yang rendah, lalu kembali mengalami peningkatan di awal 2025 meskipun tidak setinggi lonjakan sebelumnya. Secara keseluruhan, pola yang tergambar menunjukkan bahwa model GJR-GARCH efektif dalam memetakan dinamika risiko yang asimetris, terutama karena volatilitas lebih sensitif terhadap

kejutan negatif dibandingkan kejutan positif yang merupakan karakteristik umum pada pasar saham di Indonesia.

Tabel 4. 11
Hasil Estimasi Model GJR-GARCH (1,1) INDF

Emiten	Model	ARMA (p,q)	Vxreg	Nilai Vxreg	Diagnostik Residual	p-value
INDF	Tanpa Kontrol	(1,1)	RSI MBG	1.25e-08	Ljung-Box	0.0047
			Hari Besar	2.23e-18	ARCH-LM	0.3972
			TVA INDF	1.45e-08	Jarque-Bera	0.0000
	Dengan Kontrol		RSI MBG	1.07e-08	Ljung-Box	0.0048
			Hari Besar	2.97e-09	ARCH-LM	0.4060
			TVA INDF	1.27e-08	Jarque-Bera	0.0000
			GDP	1.21e-15		
			Inflasi	2.76e-09		
			Suku Bunga	1.68e-08		

Sumber : Data diolah peneliti (2025)

Hasil estimasi GARCH untuk saham INDF menunjukkan bahwa model mean yang dipilih adalah ARMA(1,1) baik dengan maupun tanpa kontrol. Nilai *variance regressors* (vxreg) untuk semua variabel eksternal sangat kecil (dalam orde e-08 sampai e-18), menandakan keterbatasan kontribusi variabel-variabel tersebut terhadap pembentukan volatilitas. Dari hasil diagnostik residual, untuk model dengan kontrol, nilai p-value Ljung-Box < 0.05 menunjukkan masih terdapat autokorelasi pada residual, sedangkan ARCH-LM > 0.05 menandakan tidak ada heteroskedastisitas tersisa. Hal serupa juga terjadi pada model tanpa kontrol yang memiliki nilai p-value Ljung-Box < 0.05 dan ARCH-LM > 0.05. Hal ini mengindikasikan perlu dilakukan re-estimasi model. Kedua model memiliki distribusi residual tidak normal (*Jarque-Bera* p = 0) yang umum terjadi pada model GARCH.

Tabel 4. 12
Hasil Re-Estimate INDF

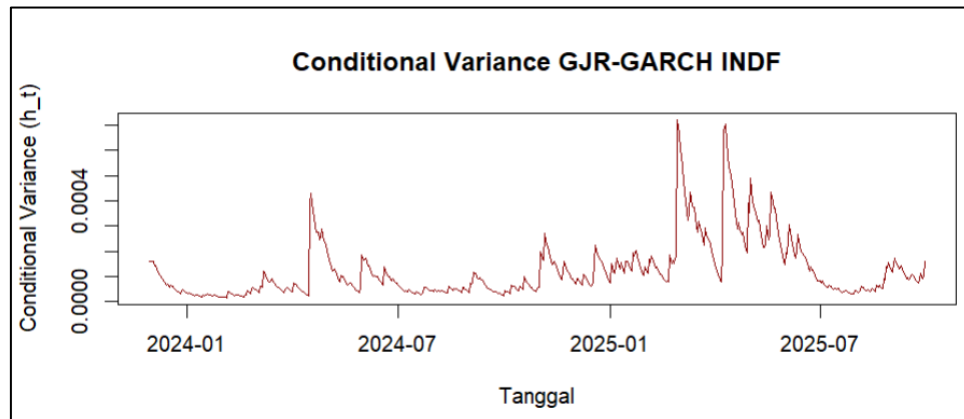
INDF_mean_exog	Model	ARMA (p,q)	Ljung-Box
	Tanpa kontrol	(4,4)	0.0621
	Dengan kontrol	(4,5)	0.0555

Sumber : Data diolah peneliti (2025)

Hasil *re-estimate* menunjukkan bahwa untuk saham INDF, model mean ARMA(4,4) tanpa kontrol sudah sesuai dengan p-value Ljung-Box = 0.0621 > 0.05, sedangkan model mean ARMA(4,5) dengan kontrol juga sudah sesuai dengan p-value Ljung-Box = 0.0555 > 0.05, artinya residual tidak menunjukkan autokorelasi dan sudah acak. Untuk saham INDF, kombinasi ARMA awal untuk *re-estimate* tidak mampu menghilangkan autokorelasi pada residual, sehingga digunakan ARMA yang lebih tinggi dengan tujuan agar residual menjadi acak dan memenuhi asumsi diagnostik model (Razak & Ismail, 2019). Untuk memberikan

gambaran yang lebih jelas mengenai dinamika volatilitas yang berhasil dimodelkan, grafik *conditional variance* (h_t) GJR-GARCH INDF ditampilkan sebagai berikut:

Gambar 4. 3
Conditional Variance INDF



Sumber : Data diolah R Studio versi 2025

Gambar 4.3 menggambarkan pergerakan *conditional variance* saham INDF menggunakan model GJR-GARCH(1,1) dan *mean* ARMA(4,5). Pola *volatility clustering* tampak jelas, di mana fase volatilitas tinggi dan rendah cenderung muncul berkelompok, menunjukkan adanya memori volatilitas yang berhasil ditangkap oleh model. Sepanjang 2024, volatilitas berada pada level rendah hingga sedang, berkisar sekitar 0.0002–0.0004, dengan beberapa lonjakan kecil seperti di pertengahan tahun yang mencapai sekitar 0.0004. Hal ini dapat dikaitkan dengan variasi musiman biasanya memengaruhi sentimen dan perilaku investor, sehingga aktivitas perdagangan ikut berubah. Puncak volatilitas terjadi pada awal 2025 ketika *conditional variance* melonjak hingga sekitar 0.0007, mencerminkan kejutan pasar yang kuat dan peningkatan ketidakpastian. Setelah itu, volatilitas menurun kembali ke kisaran 0.0001–0.0006, meskipun tetap fluktuatif. Secara keseluruhan, grafik ini menegaskan bahwa model GJR-GARCH(1,1) mampu memberikan estimasi volatilitas yang lebih halus dan informatif.

Tabel 4. 13
Hasil Estimasi Model GJR-GARCH (1,1) UNVR

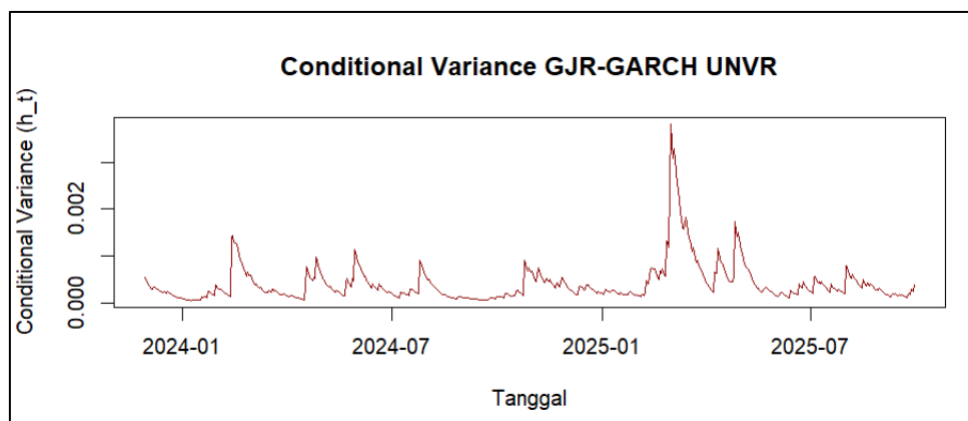
Emiten	Model	ARMA (p,q)	Vxreg	Nilai Vxreg	Diagnostik Residual	p-value
UNVR	Tanpa Kontrol	(0,0)	RSI_MBG	2.26e-08	Ljung-Box	0.4117
			Hari Besar	4.80e-19	ARCH-LM	0.9098
			TVA_UNVR	7.45e-09	Jarque-Bera	0.0000
	Dengan Kontrol		RSI_MBG	1.53e-08	Ljung-Box	0.4969
			Hari Besar	3.13e-09	ARCH-LM	0.9570
			TVA_UNVR	8.61e-09	Jarque-Bera	0.0000
			GDP	3.12e-09		
			Inflasi	1.89e-16		

			Suku Bunga	8.40e-09	
--	--	--	------------	----------	--

Sumber : Data diolah peneliti (2025)

Hasil estimasi model GARCH untuk saham UNVR menunjukkan bahwa baik dengan maupun tanpa variabel kontrol, model mean ARMA(p,q) yang dipilih adalah ARMA(0,0). Nilai *variance regressors* (vxreg) untuk semua variabel eksternal sangat kecil (dalam orde e-08 sampai e-19), menandakan keterbatasan kontribusi variabel-variabel tersebut terhadap pembentukan volatilitas. Dari hasil diagnostik residual, nilai p-value Ljung-Box dan ARCH-LM > 0.05 untuk kedua kasus, sehingga residual tidak menunjukkan autokorelasi maupun heteroskedastisitas tersisa, menandakan model GARCH telah menangkap pola volatilitas dengan baik, meskipun residual tidak normal (Jarque-Bera $p = 0$) yang umum terjadi pada model GARCH. Untuk memberikan gambaran yang lebih jelas mengenai dinamika volatilitas yang berhasil dimodelkan, grafik *conditional variance* (h_t) GJR-GARCH UNVR ditampilkan sebagai berikut:

Gambar 4. 4
Conditional Variance UNVR



Sumber : Data diolah R Studio versi 2025

Gambar 4.4 menggambarkan pergerakan *conditional variance* saham UNVR menggunakan model GJR-GARCH(1,1) dan *mean* ARMA(1,1). Pola *volatility clustering* tampak jelas, di mana fase volatilitas tinggi dan rendah muncul secara berkelompok. Sepanjang 2024, tingkat volatilitas bergerak pada kisaran rendah hingga menengah dengan beberapa peningkatan kecil di sekitar 0.0005–0.0010, sejalan dengan kondisi pasar yang cenderung stabil serta tidak banyak dipengaruhi oleh perubahan signifikan pada variabel fundamental seperti inflasi dan suku bunga. Beberapa lonjakan kecil pada 2024 dapat dikaitkan dengan variasi musiman, seperti hari keagamaan serta perubahan aktivitas perdagangan. Lonjakan terbesar muncul pada awal 2025 ketika *conditional variance* mencapai sekitar 0.0025, yang berpotensi berkaitan dengan dinamika fundamental seperti perubahan ekspektasi inflasi dan penyesuaian suku bunga (R. N. Hidayati, 2024), maupun

pergeseran sentimen pasar terhadap faktor kebijakan seperti program MBG. Setelah mencapai puncaknya, volatilitas berangsur menurun namun tetap berfluktuasi moderat. Pola ini mengindikasikan adanya persistensi volatilitas serta *leverage effect*, di mana kejutan negatif memicu peningkatan varians yang lebih besar dibandingkan kejutan positif.

4.2 Pembahasan

4.2.1 Pengaruh Program Makan Bergizi Gratis (MBG) Terhadap Harga Saham Syariah

Hasil penelitian menunjukkan bahwa program MBG memiliki pengaruh terhadap harga saham syariah di seluruh emiten saham (dengan dan tanpa variabel kontrol). Namun, pengaruh tersebut tidak bersifat seragam, ditunjukkan oleh perbedaan arah (positif dan negatif) serta variasi lag antar emiten. Temuan ini mengindikasikan bahwa respons pasar terhadap program MBG lebih bersifat jangka pendek dan dipengaruhi oleh dinamika sentimen serta perilaku spekulatif investor, bukan oleh ekspektasi fundamental yang konsisten dalam jangka panjang. Sementara itu, hasil *Bound Test* menyatakan tidak adanya kointegrasi, sehingga tidak ada hubungan jangka panjang antara program MBG dan harga saham. Hasil ini membuktikan bahwa program MBG belum memenuhi kriteria sebagai variabel penentu harga saham dalam jangka panjang, meskipun program MBG mampu memicu respons pasar dalam jangka pendek.

Dari perspektif teori pasar efisien (*Efficient Market Hypothesis/EMH*), pasar modal mencerminkan semua informasi yang tersedia dalam harga saham (Pujianto, 2024). Dengan asumsi ini, kebijakan sosial yang tidak langsung memengaruhi profitabilitas atau risiko perusahaan tidak diharapkan menjadi faktor fundamental yang memengaruhi harga saham jangka panjang (Abdelaziz et al., 2024). Oleh karena itu, fluktuasi harga saham yang muncul setelah pengumuman MBG lebih bersifat *market noise* dan cepat hilang, bukan reaksi terhadap perubahan nilai kas masa depan. Simarmata et al. (2025) menemukan bahwa pelaksanaan program makan bergizi gratis (MBG) berjalan stabil dari sisi operasional tanpa perbedaan signifikan lintas bulan, menandakan efisiensi dalam aspek sosial program. Namun, stabilitas operasional ini tidak cukup kuat untuk membentuk ekspektasi fundamental di pasar modal. Temuan dari model GARCH-X mendukung kesimpulan ini, karena nilai *variance regressors* untuk program MBG sangat kecil, artinya dampaknya terhadap volatilitas hampir dapat diabaikan (Djohanputro, 2011). Penemuan tersebut sejalan dengan penelitian Hunjra et al. (2021) yang menyatakan bahwa beberapa kebijakan sosial memiliki pengaruh yang terbatas bahkan tidak signifikan terhadap volatilitas pasar.

Penelitian Sakke & Wibowo, (2022) juga mengungkapkan bahwa paket stimulus pemerintah tidak selalu positif dan dapat bersifat sementara. Variabel eksternal global dan

kondisi makroekonomi yang lebih luas menjadi faktor mayoritas yang masih sangat menentukan ekspektasi pasar modal (Izzuddin, 2024; Supriani et al., 2022). Selain itu, meskipun program MBG secara konsep dirancang untuk memberi manfaat sosial dan mendukung kesejahteraan masyarakat, dampak tersebut lebih bersifat mikro dan sosial (Aji, 2025; Khatimah et al., 2025), sehingga program ini belum cukup kuat memengaruhi persepsi fundamental investor secara konsisten di pasar modal. Oleh karena itu, respons pasar yang muncul terhadap program MBG cenderung tercermin dalam pergerakan harga jangka pendek antar emiten, tanpa diikuti oleh perubahan volatilitas maupun ekspektasi nilai jangka panjang perusahaan.

Dalam perspektif maqashid syariah, khususnya *hifdz al-mal*, temuan ini menunjukkan bahwa program Makan Bergizi Gratis (MBG) belum berperan sebagai faktor fundamental dalam pembentukan nilai jangka panjang saham syariah, tetapi tetap memiliki relevansi tidak langsung dalam menjaga stabilitas ekonomi. Program MBG yang diposisikan sebagai kebijakan sosial bertujuan meningkatkan kualitas sumber daya manusia dan ketahanan sosial, sehingga berpotensi menekan risiko ekonomi ekstrem yang dapat mengganggu stabilitas pasar (Rismawati et al., 2025). Dengan demikian, meskipun tidak berpengaruh signifikan terhadap volatilitas maupun ekspektasi nilai jangka panjang perusahaan, program MBG tetap selaras dengan prinsip perlindungan harta dalam Islam melalui penciptaan stabilitas sosial dan ekonomi sebagai prasyarat keamanan nilai investasi.

4.2.2 Pengaruh Hari Keagamaan Terhadap Harga Saham Syariah

Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel hari keagamaan hanya memberikan pengaruh signifikan jangka pendek terhadap harga saham syariah pada emiten ICBP, baik dalam model ARDL dengan maupun tanpa variabel kontrol. Selain itu, hasil *Bound Test* menunjukkan bahwa nilai *F-statistic* berada di bawah batas *lower bound*, menandakan tidak adanya kointegrasi dan hubungan jangka panjang antara hari keagamaan dan harga saham syariah. Temuan ini mengindikasikan bahwa peristiwa hari keagamaan tidak membentuk pola yang cukup kuat untuk memengaruhi dinamika harga saham, baik secara reaktif maupun fundamental. Dalam model GARCH-X, nilai *variance regressors* untuk hari keagamaan sangat kecil, menunjukkan bahwa dampaknya terhadap volatilitas hampir dapat diabaikan.

Dari perspektif teori pasar efisien (EMH), pasar saham mencerminkan semua informasi yang tersedia (Scalamonti, 2025). Informasi terkait hari keagamaan cenderung bersifat non-ekonomi dan temporer, sehingga tidak diharapkan memengaruhi harga saham jangka panjang (Ramdani, 2023). Selain itu, karakteristik hari keagamaan di Indonesia yang bertepatan dengan hari libur nasional dan penurunan jam perdagangan mengurangi aktivitas pasar dan

likuiditas, sehingga peluang untuk terjadinya *price discovery* menjadi rendah (Apriani & Komariah, 2022). Penelitian Hood & Lesseig (2017) menunjukkan bahwa aktivitas pasar cenderung menurun di sekitar hari libur, dengan volume perdagangan lebih rendah dan perhatian investor terhadap informasi pasar berkurang, fenomena ini dikenal sebagai *investor inattention*. Fenomena tersebut selaras dengan *ostrich effect*, di mana investor cenderung mengabaikan informasi non-ekonomi pada periode aktivitas pasar rendah (Farhanto, 2022). Hal ini menjelaskan mengapa pengaruh hari keagamaan terhadap harga saham sering kali tidak signifikan atau hanya bersifat sementara.

Hasil penelitian ini sejalan dengan temuan Subekti & Rahmawati (2020), yang menyatakan bahwa peristiwa hari besar keagamaan tidak menimbulkan pengaruh signifikan terhadap *abnormal return* saham syariah di JII. Konsistensi ini menunjukkan bahwa baik harga saham maupun *abnormal return* sama-sama tidak memberikan respons berarti terhadap musim hari raya. *Holiday effects* bisa muncul hanya pada periode tertentu atau dalam kondisi pasar tertentu, seperti sebelum libur panjang atau dalam konteks pasar berkembang dengan likuiditas rendah, tetapi tidak secara konsisten terjadi di semua pasar (Njoroge & Matanda, 2023). Temuan lainnya oleh Khanh et al. (2020) yang menggunakan model GARCH untuk menguji *holiday effect* di Vietnam, mendapati bahwa pengaruhnya tidak konsisten, sehingga mendukung pandangan bahwa pasar bersifat efisien terhadap informasi terkait hari libur. Hasil penelitian ini juga diperkuat oleh penelitian Apriani & Komariah (2022) yang menunjukkan tidak adanya perbedaan signifikan antara *return* sebelum hari libur dan hari biasa dalam periode tertentu di Bursa Efek Indonesia, yang semakin memperkuat argumen bahwa *holiday effects* tidak selalu dapat diandalkan sebagai faktor penentu harga saham.

4.2.3 Pengaruh Volume Perdagangan Saham Terhadap Harga Saham Syariah

Hasil penelitian menunjukkan bahwa volume perdagangan saham yang dipresentasikan oleh *Trading Volume Activity* (TVA) tidak memberikan pengaruh jangka pendek yang konsisten pada harga saham syariah di semua emiten. Hanya pada emiten INDF yang menunjukkan pengaruh signifikan, sementara pada ICBP, UNVR, dan CPIN tidak berpengaruh pada lag mana pun. Selain itu, hasil *Bound Test* tidak menunjukkan kointegrasi antara TVA dan harga saham syariah, sehingga tidak ada hubungan jangka panjang yang stabil. Temuan ini menegaskan bahwa meskipun volume perdagangan meningkat di beberapa titik, perubahan TVA tidak terlihat sebagai variabel penentu fundamental harga saham syariah. Model GARCH-X juga mendukung kesimpulan ini bahwa nilai *variance regressors* untuk TVA sangat kecil, yang berarti kontribusinya terhadap volatilitas harga saham syariah bisa diabaikan.

Dari perspektif teori pasar efisien (EMH), harga saham mencerminkan semua informasi yang relevan secara cepat dan akurat (Beechey et al., 2000). Shi et al. (2013) mengungkapkan bahwa lonjakan volume umumnya dipicu oleh perilaku *crowd trading* seperti spekulasi, *overconfidence*, dan *attention-driven trading*, sehingga volume tinggi tidak serta-merta mencerminkan revaluasi nilai intrinsik perusahaan. Dengan demikian, tingginya volume perdagangan tidak selalu mencerminkan perubahan nilai intrinsik saham, karena pasar tetap menilai harga berdasarkan informasi fundamental yang memengaruhi arus kas di masa depan.

Hasil penelitian ini didukung oleh literatur sebelumnya. Rak et al. (2015) menemukan bahwa volume lebih kuat berkorelasi dengan aktivitas transaksi jangka pendek dibandingkan dengan *return* atau informasi fundamental. Trijasa & Sholahuddin (2025) menyatakan bahwa volume perdagangan tidak signifikan terhadap volatilitas harga saham JII. Mereka menyimpulkan bahwa volume di pasar syariah lebih dipengaruhi oleh *trader* jangka pendek dan bukan investor jangka panjang yang melihat fundamental perusahaan. Selain itu, penelitian Fitriansyah et al. (2024) ; Putra & Tumirin (2024) juga menemukan bahwa volume perdagangan saham tidak berpengaruh signifikan terhadap volatilitas maupun harga saham itu sendiri. Fluktuasi volume perdagangan yang lebih dipicu aktivitas spekulatif hanya mencerminkan transaksi jangka pendek dan tidak cukup kuat untuk memengaruhi pembentukan harga saham.

4.2.4 Pengaruh *Gross Domestic Product* (GDP) Terhadap Harga Saham Syariah

Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel *Gross Domestic Product* (GDP) sebagai variabel kontrol tidak memberikan pengaruh jangka pendek terhadap seluruh emiten. Hal ini mengindikasikan bahwa fluktuasi GDP tidak diterjemahkan langsung oleh pasar modal syariah menjadi perubahan harga saham. Selain itu, hasil *Bound Test* menunjukkan bahwa nilai *F-statistic* seluruh emiten berada di bawah batas *lower bound*, sehingga tidak ditemukan hubungan jangka panjang antara GDP dan harga saham syariah. Dengan demikian, GDP tidak menjadi variabel penentu fundamental bagi harga saham syariah dalam jangka panjang. Pada model GARCH-X, nilai *variance regressors* untuk GDP sangat kecil, sehingga kontribusi GDP terhadap volatilitas harga saham syariah dapat diabaikan.

Perubahan GDP terhadap harga saham syariah terbatas karena sesuai teori pasar efisien, harga saham hanya mencerminkan informasi yang langsung relevan dengan arus kas atau profitabilitas perusahaan (Silva, 2022). GDP sebagai indikator makro sering bersifat *lagging* dan efeknya tersebar di berbagai sektor, sehingga pasar jangka pendek tidak menilai perubahan GDP sebagai informasi yang memengaruhi nilai fundamental perusahaan secara langsung (Azhar & Chasanah, 2023). Hal ini menunjukkan bahwa meskipun GDP adalah

indikator makroekonomi utama, perubahannya tidak memicu reaksi risiko yang kuat di pasar modal syariah.

Temuan ini sejalan dengan Ilyas (2022) yang menemukan bahwa GDP tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham pada perusahaan LQ45. Sedangkan penemuan Tejokusumo et al. (2022) bahwa GDP tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham dikarenakan sektor tertentu responnya dipengaruhi lebih kuat oleh suku bunga, inflasi, dan nilai tukar. Garnia et al. (2022) menyimpulkan bahwa GDP sering memberikan sinyal makro yang terlambat atau dimoderasi oleh faktor sektoral dan kebijakan lokal sehingga tidak muncul sebagai *driver* jangka pendek. Sebaliknya, Junaid et al. (2024) menemukan adanya pengaruh *economic growth* (GDP) terhadap indeks saham pada periode tertentu seperti Covid-19. Begitu pula dengan penelitian Febrianti & Nurhayati (2020) yang menemukan GDP berpengaruh positif signifikan harga pada saham perusahaan asuransi di Bursa Efek Indonesia (BEI). Perbedaan ini dapat dijelaskan oleh karakteristik pasar, sektor, atau instrumen yang berbeda, serta oleh sensitivitas investor terhadap faktor makroekonomi tertentu. Secara keseluruhan, temuan penelitian ini mengindikasikan bahwa pada pasar saham syariah, pergerakan GDP bukan merupakan faktor penentu utama baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Faktor-faktor lain, seperti kebijakan moneter, inflasi, nilai tukar, dan kondisi sektoral, kemungkinan memiliki peranan yang lebih dominan dalam mempengaruhi harga saham syariah dan volatilitasnya.

4.2.5 Pengaruh Inflasi Terhadap Harga Saham Syariah

Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel inflasi memiliki pengaruh jangka pendek yang terbatas terhadap harga saham syariah pada emiten tertentu, yaitu CPIN dan UNVR, sedangkan emiten lainnya tidak menunjukkan hubungan yang konsisten. Ini mengindikasikan bahwa fluktuasi tingkat inflasi tidak secara merata diterjemahkan oleh semua perusahaan syariah menjadi pergerakan harga saham. Selain itu, hasil *Bound Test* menunjukkan bahwa nilai *F-statistic* seluruh emiten berada di bawah batas *lower bound*, sehingga tidak ditemukan hubungan jangka panjang antara inflasi dan harga saham syariah, ini artinya inflasi bukanlah faktor fundamental jangka panjang yang menentukan pergerakan harga saham syariah. Pada model GARCH-X, nilai *variance regressors* untuk inflasi sangat kecil, hal ini menjelaskan bahwa perubahan inflasi tidak memicu reaksi risiko yang kuat dari para investor syariah, sehingga dampaknya terhadap volatilitas harga saham bisa diabaikan secara relatif.

Sesuai teori pasar efisien, harga saham mencerminkan informasi yang langsung relevan dengan arus kas atau profitabilitas perusahaan (Silva, 2022). Inflasi sebagai indikator makro

tidak selalu memengaruhi arus kas perusahaan syariah secara langsung, sehingga pasar jangka pendek tidak menilai inflasi sebagai informasi fundamental yang signifikan terhadap harga saham (Rahmayanti, 2021). Meskipun inflasi memengaruhi ekonomi makro secara umum, pasar saham syariah menilai risiko dan nilai saham berdasarkan fundamental perusahaan secara mikro (Fisamawati, 2025). Selain itu, investor syariah cenderung mempertimbangkan faktor lain seperti suku bunga, nilai tukar, dan kebijakan moneter ketika menilai risiko dan potensi *return* (Saputri & Hanase, 2021).

Temuan ini sejalan dengan Halim (2020) ; Setyani (2017) ; Wahhab & Masruroh (2025) yang menganalisis harga saham ISSI dan menemukan bahwa inflasi tidak berpengaruh karena faktor lain (seperti profitabilitas) lebih dominan dalam menentukan harga saham syariah. Begitu pula dengan penelitian Akmal et al. (2024) yang menemukan bahwa inflasi memiliki efek negatif terhadap kinerja saham syariah JII, tetapi pengaruhnya tidak signifikan secara statistik. Sebaliknya, hasil penelitian Kharisma & Daeli (2024) justru mengungkapkan bahwa inflasi berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Perbedaan ini dapat dijelaskan oleh karakteristik pasar, sektor, atau instrumen yang berbeda, serta oleh sensitivitas investor terhadap faktor makroekonomi tertentu. Spesifikasi model, seperti struktur GARCH, dapat memengaruhi hasil penelitian karena masing-masing model menangkap sensitivitas harga terhadap inflasi secara berbeda. Secara keseluruhan, hasil penelitian menunjukkan bahwa inflasi bukan faktor utama dalam menentukan harga saham syariah, baik jangka pendek maupun jangka panjang. Aktivitas investor syariah cenderung lebih fokus pada faktor fundamental perusahaan dan kondisi ekonomi makro lainnya yang dianggap lebih langsung memengaruhi nilai saham.

4.2.6 Pengaruh Suku Bunga Terhadap Harga Saham Syariah

Hasil penelitian menunjukkan bahwa suku bunga tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap harga saham syariah dalam jangka pendek untuk semua emiten yang dianalisis. Tidak ada satu pun emiten yang menunjukkan respons harga saham yang konsisten terhadap perubahan suku bunga, yang mengindikasikan bahwa fluktuasi suku bunga tidak langsung diterjemahkan oleh pasar modal syariah ke dalam pergerakan harga saham. Hasil *Bound Test* penelitian ini tidak menemukan bukti hubungan jangka panjang yang signifikan antara suku bunga dan harga saham syariah. Nilai statistik uji menunjukkan bahwa suku bunga bukan variabel fundamental jangka panjang yang menentukan pergerakan harga saham syariah. Pada model GARCH-X, nilai *variance regressors* untuk suku bunga sangat kecil yang artinya perubahannya tidak memicu reaksi risiko yang kuat dari investor syariah.

Perubahan suku bunga konvensional tidak langsung memengaruhi arus kas atau profitabilitas perusahaan syariah karena struktur pembiayaan syariah berbasis bagi hasil, bukan bunga (Khotimah et al., 2024). Sesuai teori pasar efisien, harga saham mencerminkan informasi yang langsung relevan dengan fundamental perusahaan, sehingga pasar jangka pendek tidak menilai suku bunga sebagai informasi yang signifikan bagi penentuan harga saham (Aditiya & Arafat, 2025). Dengan demikian, pengaruh suku bunga yang terbatas terhadap harga saham syariah konsisten dengan EMH.

Temuan penelitian ini sejalan dengan Suliyani & Benarda (2023) yang menemukan suku bunga SBI tidak berpengaruh signifikan terhadap return saham syariah (JII). Mereka berpendapat bahwa perusahaan syariah memiliki profil risiko dan preferensi investor yang berbeda, sehingga reaksi investasi terhadap suku bunga konvensional menjadi lebih lemah. Salehman et al. (2024) juga menemukan suku bunga tidak berpengaruh signifikan terhadap saham ISSI. Dalam penelitian tersebut disebutkan bahwa secara individual suku bunga mungkin kurang dominan karena investor dan perusahaan syariah menganggap faktor-faktor lain (misalnya, inflasi, nilai tukar) lebih relevan untuk kinerja jangka pendek. Di sisi lain, Indarwati (2021) ; Pratiwi et al. (2021) menemukan bahwa suku bunga berpengaruh positif tapi tidak signifikan pada pasar saham syariah (JII), meskipun suku bunga naik, mereka berpendapat bahwa pasar mungkin sudah mengantisipasi atau menilai bahwa kenaikan tidak cukup besar untuk secara signifikan mempengaruhi valuasi syariah dalam jangka pendek. Hal ini menunjukkan bahwa investor syariah cenderung lebih mengutamakan faktor lain daripada respons langsung suku bunga. Secara keseluruhan, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa suku bunga bukan faktor utama dalam menentukan harga saham syariah. Investor dan perusahaan syariah cenderung lebih fokus pada faktor fundamental perusahaan dan kondisi ekonomi makro lain yang dianggap lebih langsung memengaruhi nilai saham.

BAB V

PENUTUP

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian dan analisis data yang telah dilakukan pada empat emiten syariah, dapat disimpulkan bahwa :

1. Pengaruh program makan bergizi gratis (MBG) terhadap harga saham syariah bersifat jangka pendek dan heterogen. Program MBG menunjukkan signifikansi dengan arah dan pola pengaruhnya tidak seragam antar lag, baik dengan maupun tanpa variabel kontrol. Hasil *Bound Test* menunjukkan tidak adanya hubungan jangka panjang, sedangkan uji GARCH-X memperlihatkan nilai *variance regressors* sangat kecil, menandakan dampaknya terhadap volatilitas relatif lemah. Hal ini menunjukkan bahwa pasar merespons MBG secara sementara dan spekulatif, serta belum memandangnya sebagai faktor yang membentuk ekspektasi fundamental investor dalam jangka panjang.
2. Variabel hari keagamaan hanya memberikan pengaruh terhadap emiten ICBP saja. Hasil *Bound Test* pada variabel ini tidak menunjukkan hubungan jangka panjang. Nilai vxreg pada uji GARCH sangat kecil, menunjukkan pengaruh minimal terhadap volatilitas. Periode hari keagamaan cenderung bertepatan dengan hari libur, sehingga likuiditas rendah dan aktivitas pasar menurun, membuat pasar tidak merespons hari keagamaan sebagai informasi yang bernilai ekonomi.
3. Volume perdagangan hanya signifikan pada emiten INDF, sedangkan emiten lainnya tidak menunjukkan pengaruh. Hasil *Bound Test* tidak menemukan kointegrasi, dan nilai vxreg pada uji GARCH sangat kecil, menunjukkan kontribusi terbatas terhadap volatilitas. Hal ini menegaskan bahwa lonjakan volume lebih mencerminkan aktivitas spekulatif jangka pendek daripada perubahan fundamental perusahaan.
4. Variabel GDP tidak signifikan pada seluruh emiten yang dianalisis, sehingga tidak menunjukkan pengaruh dalam jangka pendek. Hasil *Bound Test* menunjukkan tidak ada hubungan jangka panjang, dan uji GARCH mengindikasikan kontribusi GDP terhadap volatilitas sangat kecil. Temuan ini menunjukkan bahwa meskipun GDP merupakan indikator makroekonomi utama, perubahannya tidak diterjemahkan secara langsung ke harga saham syariah.
5. Inflasi hanya memberikan pengaruh jangka pendek pada emiten CPIN dan UNVR, sedangkan emiten lainnya tidak menunjukkan respons signifikan. Hasil *Bound Test* menunjukkan tidak adanya hubungan jangka panjang, dan GARCH menunjukkan

nilai $vxreg$ kecil. Hal ini mengindikasikan bahwa inflasi bukan merupakan faktor fundamental utama dalam penentuan harga saham syariah, karena investor cenderung mempertimbangkan variabel makroekonomi lain dalam menilai risiko dan potensi imbal hasil.

6. Suku bunga tidak signifikan pada seluruh emiten yang dianalisis. Hasil *Bound Test* tidak menemukan kointegrasi, dan GARCH menunjukkan nilai *variance regressors* kecil, menandakan pengaruh terbatas terhadap volatilitas. Hal ini menggambarkan bahwa investor syariah tidak merespons perubahan suku bunga secara langsung, melainkan lebih mempertimbangkan faktor lain seperti kondisi sektoral, inflasi, nilai tukar, dan dinamika pasar secara keseluruhan.

5.2 Saran

Saran yang dapat diberikan berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan adalah sebagai berikut:

1. Penelitian selanjutnya disarankan untuk memperpanjang periode observasi, khususnya setelah Program Makan Bergizi Gratis (MBG) berjalan penuh secara nasional, agar dapat menangkap potensi dampak jangka panjang yang mungkin belum terlihat pada periode awal implementasi.
2. Variabel lain yang bersifat *high-frequency* seperti sentimen media, indeks ketidakpastian ekonomi, atau indikator mikro-struktur pasar (*bid-ask spread*) dapat ditambahkan untuk memperoleh gambaran yang lebih komprehensif mengenai faktor-faktor yang memengaruhi harga saham syariah secara harian.
3. Model ekonometrika alternatif seperti ARDL-ECM, EGARCH, atau TGARCH dapat dipertimbangkan pada penelitian berikutnya untuk membandingkan hasil dengan model GJR-GARCH yang digunakan dalam penelitian ini, khususnya menguji kemungkinan adanya efek asimetri volatilitas yang tidak tertangkap oleh model GJR-GARCH dalam penelitian ini.
4. Penelitian mendatang dapat memperluas sampel ke sektor syariah lainnya, seperti sektor energi, barang konsumen non-primer, atau kesehatan, untuk membandingkan apakah pola ketidakpekaan terhadap MBG, hari keagamaan, volume perdagangan, serta variabel makro juga terjadi pada sektor-sektor tersebut.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdelaziz, F. Ben, Chibane, M., & Kuhanathan, A. (2024). Can corporate social performance mitigate the risk of extreme stock returns? *Quarterly Review of Economics and Finance*, 98. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.qref.2024.101917>
- Abere, M. A., Daramola, K. O., Ogunsanwo, O. F., & Adebayo, A. O. (2021). Effect of Capital Market Development on Economic Growth in Nigeria. *FUOYE : Journal of Finance and Contemporary*, 1(1), 111–121. <https://doi.org/10.5430/bmr.v9n2p49>
- Abiprayu, K. B., Cahyaningdyah, D., Maruto, S. N., & Bhakti, M. I. N. (2024). Investor Attention And The Religious Sentiment : Empirical Evidence From Ramadan Return On The Indonesia Stock Exchange. *Management Analysis Journal*, 13(3), 355–364. <http://maj.unnes.ac.id/>
- Adesty, R., Azzahra, S., & Aisyah, S. (2025). Maqashid Syariah dalam Perspektif Ekonomi Islam : Konsep , Peran , dan Implementasi. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Dan Manajemen*, 3(6), 274–284. <https://doi.org/https://doi.org/10.61722/jiem.v3i6.5194>
- Aditiya, A., & Arafat, F. (2025). Pengaruh Tingkat Suku Bunga Bank Indonesia, Jumlah Uang Beredar dan Tingkat Inflasi Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan di Indonesia. *JEMSI (Jurnal Ekonomi, Manajemen, Dan Akuntansi)*, 11(2). <https://doi.org/https://doi.org/10.35870/jemsi.v11i2.3933>
- Aini, K., Sirojuddin, W., Suharsono, S., & Irbah, A. N. (2023). Keberadaan Prinsip (Maqashid Al-Syariah) Hifdzul Mal dalam Kegiatan Investasi Konvensional Non Maisir. *Investama : Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 9(2).
- Aji, R. H. S. (2025). Free Nutritional Meals Program (Mbg) in Indonesia: Human Development according to an Islamic Perspective (Sharia Economic Review on Aspects of Insaniyah Development). *SALAM: Jurnal Sosial Dan Budaya Syar-I*, 12(1). <https://doi.org/https://doi.org/10.15408/sjsbs.v12i1.45560>
- Akbar, T. (2018). Determination Of Sharia Stock Price Through Analysis Of Fundamental Factors And Macro Economic Factors. *Account and Financial Management Journal*, 03(10). <https://doi.org/10.31142/afmj/v3i10.01>
- Akmal, D., Aini, A., Evania, K. E., Aguspriyani, Y., & Juheti, J. (2024). The Role of Inflation and Interest Rates in Influencing the Performance of Sharia Stocks. *Ekonomi, Keuangan, Investasi Dan Syariah (EKUITAS)*, 6(2). <https://doi.org/https://doi.org/10.47065/ekuitas.v6i2.6233>
- Al-Eisawi, D. (2022). A Design Framework for Novice Using Grounded Theory Methodology and Coding in Qualitative Research: Organisational Absorptive Capacity and Knowledge Management. *International Journal of Qualitative Methods*, 21. <https://doi.org/10.1177/16094069221113551>
- Albaburrahim, A., Putikadyanto, A. P. A., Efendi, A. N., Mochamad, Alatas, A., Romadhon, S., & Wachidah, L. R. (2025). Program Makan Bergizi Gratis: Analisis Kritis Transformasi Pendidikan Indonesia Menuju Generasi Emas 2045. *ENTITA: Jurnal Pendidikan Ilmu Pengetahuan Sosial Dan Ilmu-Ilmu Sosial*. <https://doi.org/https://doi.org/10.19105/ejpis.v1i.19191>
- Alianty, A., Azib, A., & Setiyawan, S. (2022). Analisis Perbedaan Pre-dan Post-Islamic Holiday Effect pada Abnormal Return di Bursa Efek Indonesia (BEI) Selama Pandemi.

Bandung Conference Series: Business and Management, 2(2).
<https://doi.org/10.29313/bcsbm.v2i2.3563>

- Almaida, A., Abbas, U., Watto, W. A., Asdullah, M. A., Fahlevi, M., & Ichdan, D. A. (2024). The Islamic effect: Exploring the dynamics of Islamic events on sustainable performance of Islamic and conventional stock markets. *Uncertain Supply Chain Management*, 12(1), 235–248. <https://doi.org/10.5267/j.uscm.2023.10.002>
- Alvarez, E., Brida, G., Moreno, L., & Sosa, A. (2023). The dynamical relation between price changes and trading volume: A multidimensional clustering analysis. *Quality and Quantity*, 57(6), 5355–5379. <https://doi.org/10.1007/s11135-022-01605-4>
- Alzoubi, M. (2022). Stock market performance: Reaction to interest rates and inflation rates. *Banks and Bank Systems*, 17(2), 189–198. [https://doi.org/10.21511/bbs.17\(2\).2022.16](https://doi.org/10.21511/bbs.17(2).2022.16)
- Amani, N. (2024). *Debat Capres 4 Februari 2024 Harus Beri Solusi Kemiskinan yang Masih di Angka 9,36%*. Liputan 6. <https://www.liputan6.com/bisnis/read/5519758/debat-capres-4-februari-2024-harus-beri-solusi-kemiskinan-yang-masih-di-angka-936?page=3>
- Andrade, C. (2021). A Student's Guide to the Classification and Operationalization of Variables in the Conceptualization and Design of a Clinical Study: Part 1. *Indian Journal of Psychological Medicine*, 43(2), 177–179. <https://doi.org/10.1177/0253717621994334>
- Andriyanty, R., & Widyastutik, W. (2025). Kebijakan Makan Bergizi Gratis (MBG): Bagaimana Pengaruhnya Terhadap Kesejahteraan Petani. *Jurnal Risalah Kebijakan Pertanian Dan Lingkungan*, 12(2). <https://doi.org/https://doi.org/10.29244/jkebijakan.v12i2.66225>
- Apriani, S. S., & Komariah, S. (2022). Holiday effect di Bursa Efek Indonesia , di Bursa Efek Amerika dan di Bursa Efek Jepang sebelum , sesaat dan sesudah pandemi covid-19. *Fair Value : Jurnal Ilmiah Akuntansi Dan Keuangan*, 5(5), 2339–2352.
- Ardiansyah, A., Risnita, R., & Jailani, M. S. (2023). Teknik Pengumpulan Data Dan Instrumen Penelitian Ilmiah Pendidikan Pada Pendekatan Kualitatif dan Kuantitatif. *Jurnal IHSAN : Jurnal Pendidikan Islam*, 1(2), 1–9. <https://doi.org/10.61104/ihsan.v1i2.57>
- Arfah, A., Hidayati, P. N., Pidola, V. A., & Lubis, R. F. (2022). Analisis Keuntungan Berinvestasi Pada Saham Syariah Lq45 Periode 2017-2021 Di Pasar Modal Indonesia. *Jurnal Penelitian Ekonomi Manajemen Dan Bisnis*, 1(3), 79–87. <https://doi.org/10.55606/jekombis.v1i3.484>
- Ariel, R. A. (1990). High Stock Returns before Holidays: Existence and Evidence on Possible Causes. *The Journal of Finance*, 45(5), 1611. <https://doi.org/10.2307/2328753>
- Arifin, B., Achسانی, N. A., Martianto, D., Sari, L. K., & Firdaus, A. H. (2019). The Future of Indonesian Food Consumption. *IEJ: Jurnal Ekonomi Indonesia*, 8(1), 71–102. <https://doi.org/10.52813/jei.v8i1.13>
- Arneric, J. (2025). GARCH modelling in R. In *Financial econometrics using R*. Bookdown.org. https://bookdown.org/jarneric/financial_econometrics/
- Ashlihah, A., Rahmatika, A. N., & Umam, M. F. (2022). Analisis Tentang Dasar Pertimbangan Investor Dalam Memilih Saham Syariah Dan Saham Konvensional. *Izdihar: Jurnal Ekonomi Syariah*, 2(2), 82–96. <https://doi.org/10.32764/izdihar.v2i2.3006>
- Asiah, N., & Mulyani, Y. S. (2020). Pengaruh Laba Akuntansi dan Arus Kas Operasi Terhadap

- Harga Saham. *Jurnal Akuntansi Bisnis Pelita Bangsa*, 5(1), 43–62.
- Aue, A., & Delft, A. Van. (2020). Testing For Stationarity Of Functional Time Series In The Frequency Domain. *The Annals of Statistic*, 48(5), 2505–2547. <https://doi.org/http://www.imstat.org/>
- Azhar, J. A., & Chasanah, S. I. U. (2023). Determinan Harga Saham Syariah Dengan Risiko Sistematis (Beta) Sebagai Variabel Mediasi (Studi Kasus : Saham Syariah Jakarta Islamic Index (JII)). *PROSIDING KONFERENSI INTEGRASI INTERKONEKSI ISLAM DAN SAINS*.
- Aziz, G., Bakoben, H. B. M., & Sarwar, S. (2024). Repercussions of Pakistan’s renewable and non-renewable energies to the environmental footprint: Applying the non-linear ARDL estimation. *Heliyon*, 10(13), e33472. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2024.e33472>
- Azmi, S. N., Khan, T., Azmi, W., & Azhar, N. (2023). A panel cointegration analysis of linkages between international trade and tourism: case of India and South Asian Association for Regional Cooperation (SAARC) countries. *Quality & Quantity*, 57(6), 5157–5176. <https://doi.org/10.1007/s11135-022-01602-7>
- Bajzik, J. (2021). Trading volume and stock returns: A meta-analysis. *International Review of Financial Analysis*, 78, 101923. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101923>
- Basit, M., & Ramadani, H. (2025). Analisis Implementasi Program Makan Bergizi Gratis Terhadap Perkembangan Ekonomi. *Journal of Economics Development Research*, 1(2), 49–54. <https://doi.org/10.71094/joeder.v1i2.105>
- Becker, G. S. (1993). *Human Capital : A Theoretical and Empirical Analysis*. University of Chicago Press. <https://doi.org/10.7208/chicago/9780226041223.001.0001>
- Beechey, M., Gruen, D., & Vickery, J. (2000). *The Efficient Market Hypothesis: A Survey*.
- BEI. (2024). *Bursa Efek Indonesia*. Bursa Efek Indonesia. <https://www.idx.co.id/id/produk/saham/>
- Bhowmik, R., & Wang, S. (2020). Stock Market Volatility and Return Analysis: A Systematic Literature Review. *Entropy*, 22(5), 522. <https://doi.org/10.3390/e22050522>
- Bollerslev, T. (1986). Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity. *Journal of Econometrics*, 31, 307–327. <https://doi.org/10.1016/j.jeconom.2023.02.001>
- Bondarenko, P. (2025). *Gross domestic product*. Britannica Money.
- BPMI Setpres. (2025). *Presiden Prabowo: Program Makan Bergizi Gratis Adalah Investasi untuk Masa Depan Bangsa*. Biro Pers, Media Dan Informasi Sekretariat Presiden. <https://www.presidentri.go.id/siaran-pers/presiden-prabowo-program-makan-bergizi-gratis-adalah-investasi-untuk-masa-depan-bangsa/>
- Bursa Efek Indonesia. (2024). *Produk Saham*. Bursa Efek Indonesia. <https://www.idx.co.id/id/produk/saham/>
- Callen, T. (2025). *Gross Domestic Product : An Economy’s All*. International Monetary Fund. [file:///C:/Users/ip slim 3/Downloads/callen-gdp.pdf](file:///C:/Users/ip%20slim%203/Downloads/callen-gdp.pdf)
- Campbell, S., Greenwood, M., Prior, S., Shearer, T., Walkem, K., Young, S., Bywaters, D., & Walker, K. (2020). Purposive sampling: complex or simple? Research case examples. *Journal of Research in Nursing*, 25(8), 652–661.

<https://doi.org/10.1177/1744987120927206>

- Cheema, M. A., & Fianto, B. A. (2024). Investor sentiment and stock market anomalies: Evidence from Islamic countries. *Pacific-Basin Finance Journal*, 88, 102557. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2024.102557>
- Chiah, M., & Zhong, A. (2020). Trading from home: The impact of COVID-19 on trading volume around the world. *Finance Research Letters*, 37, 101784. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101784>
- Cont, R. (2007). Volatility Clustering in Financial Markets: Empirical Facts and Agent-Based Models. In Teyssi re, G., Kirman, A.P. (eds) *Long Memory in Economics*. Springer, Berlin, Heidelberg. https://doi.org/https://doi.org/10.1007/978-3-540-34625-8_10
- Cooksey, R. W. (2020). Descriptive Statistics for Summarising Data. In *Illustrating Statistical Procedures: Finding Meaning in Quantitative Data* (pp. 61–139). Springer Singapore. https://doi.org/10.1007/978-981-15-2537-7_5
- Creswell, J. W. (2014). Perbedaan Penelitian Kuantitatif Dan Penelitian Kualitatif. In E. Efitra (Ed.), *Buku Ajar Metodologi Penelitian Kuantitatif & Aplikasi Pengolahan Analisa Data Statistik* (1st ed.). PT. Sonpedia Publishing Indonesia.
- Damayanti, I. A. (2025). Islamic Investment and Capital Market : Analysis of Developments and Challenges in the Modern Era. *Journal Corner of Education, Linguistics, and Literature*, 5(1), 366–375. <https://doi.org/https://doi.org/10.54012/jcell.v5i001.586>
- Danira, O. (2025). Exploring The Potential Economic Impact Of Indonesia’s Free School Meal Program. *International Education and Research Journal (IERJ)*, 11(3). <https://doi.org/https://doi.org/10.5281/zenodo.15583624>
- Dembele, A., Ozcelik, A., Ouedraogo, E., & Diakite, L. (2020). Intermediaries and Asymmetric Pricing : Evidence From the Market of Local Millet in Mali. *Review of Agricultural and Applied Economics*, 23(1), 3–12. <https://doi.org/10.15414/raae.2020.23.01.3-12>
- Dickey, D. A., & Fuller, W. A. (1981). Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series with a Unit Root. *Econometrica*, 49(4). <https://doi.org/https://doi.org/10.2307/1912517>
- Djohanputro, B. (2011). Market Return , Volatility And Trading Volume Dynamics After Economic Crisis. *Journal of Indonesian Economy and Business*, 26(3), 325–340.
- Doornik, J. A., & Hendry, D. F. (2022). *Empirical Econometric Modelling– PcGive 16: Volume I*. Timberlake Consultants Ltd.
- Eagle, R. F. (1982). Autoregressive Conditional Heteroscedasticity with Estimates of the Variance of United Kingdom Inflation. *Econometrica*, 50(4), 987–1007. <https://www.jstor.org/stable/1912773>
- Enders, W. (2015). *Applied econometric time series* (4th ed.). John Wiley & Sons, Inc.
- Fadila, A. N., & Nuswandari, C. (2022). Apa Saja Faktor - Faktor Yang Mempengaruhi Harga Saham. *E-Bisnis : Jurnal Ilmiah Ekonomi Dan Bisnis*, 15(2), 283–293. <https://doi.org/10.51903/e-bisnis.v15i2.837>
- Faidah, F., Karatri, R. H., & Alfari, S. (2022). The Impact of the Provision of the COVID-19

- Vaccine on Healthcare Stocks in Indonesia. *Shirkah: Journal of Economics and Business*, 7(1), 49–69. <https://doi.org/10.22515/shirkah.v7i1.433>
- Faih, A. (2022). Analisis Efek Ramadhan Terhadap Abnormal Return Dan Trading Volume Activity Pada Perusahaan Lq-45 Di Bursa Efek Indonesia Periode 2015-2019. *Jurnal Ekonomi Syariah Darussalam*, 3(2), 92–114. <https://doi.org/10.30739/jesdar.v3i2.1510>
- Fajar, F., Rizali, R., & Rahmini, N. (2022). Kontribusi Saham Syariah, Sukuk, Reksadana Syariah dan Saham Konvensional Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Nasional. *Syntax Idea*, 4(1), 77. <https://doi.org/10.36418/syntax-idea.v4i1.1750>
- Falasifa, A., Muhyidin, M., & Nashihin, N. (2025). Market Maker Movements in Sharia Stocks from the Perspective of Maqasid Syariah and Fiqh Muamalah. *Al Wajiz: Journal of Sharia and Economics Studies*, 1(1), 39–52. <https://ejournal.mahadalysunandrajat.ac.id/index.php/alwajiz/article/view/5>
- Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Farhanto, D. (2022). Peranan Investor Attention Dalam Pembentukan Herding Behavior Di Pasar Modal Indonesia. *Syntax Literate: Jurnal Ilmiah Indonesia*, 7(9).
- Febriana, R. P., & Prasetyo, T. J. (2025). Analisis Reaksi Pasar Modal Atas Hari Raya Idul Fitri (Event Study Pada Perusahaan Consumer Goods Industry). *Neraca Akuntansi Manajemen, Ekonomi*, 19(3). <https://doi.org/10.8734/musytari.v1i2.365>
- Febrianti, P. A., & Nurhayati, N. (2020). Pengaruh DER, PDB Dan EPS Terhadap Harga Saham Perusahaan Asuransi yang Terdaftar di BEI. *Media Ekonomi*, 27(2), 163–170. <https://doi.org/10.25105/me.v27i2.6303>
- Febryanti, I., Indiaty, I., Alwiadi Pane, M., & Astuti, P. (2025). Implementasi Kebijakan Makan Bergizi Gratis (MBG) (Studi Kasus pada SDN 3 Kepanjen Kabupaten Malang). *Dialogue: Jurnal Ilmu Administrasi Publik*, 7(1), 67–079. <https://doi.org/10.14710/dialogue.v7i1.26628>
- Felita, A. H., & Herlina, H. (2025). Pengaruh Literasi Keuangan dan Persepsi Risiko terhadap Minat Investasi Generasi Z di Pasar Modal Indonesia. *Jiip - Jurnal Ilmiah Ilmu Pendidikan*, 8(8), 8834–8842. <https://doi.org/10.54371/jiip.v8i8.8778>
- Fernandez-Perez, A., Gilbert, A., Indriawan, I., & Nguyen, N. H. (2021). COVID-19 pandemic and stock market response: A culture effect. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 29, 100454. <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2020.100454>
- Fernando, J. (2025). *Inflation : What It Is and How to Control Inflation Rates*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/i/inflation.asp?utm>
- Fianto, B. A., Nugroho, P. A., Ali Shah, S. A., & Busser, R. (2024). Stock market responses to Covid-19: Evidence from Jakarta Islamic Index. *Jurnal Ekonomi & Keuangan Islam*, 10(2), 191–199. <https://doi.org/10.20885/JEKI.vol10.iss2.art4>
- Fidelia, R., Rosiyani, P., Luqyana, I. F., Mubarak, A. A. S., & Hidayah, N. (2024). Islamic Capital Market Responses to Political Events: Evidence from Indonesia. *Jurnal Ekonomi Syariah Teori Dan Terapan*, 11(4), 373–381. <https://doi.org/10.20473/vol11iss20244pp373-381>
- Firlianti, A., & Mildawati, T. (2021). Analisis Perbandingan Holiday Effect Terhadap Return

- Dan Volume Perdagangan Saham Pada Pasar Saham Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akutansi*, 10(6), 1–20.
- Fisamawati, H. (2025). Pengaruh Inflasi dan Nilai Tukar Rupiah terhadap Kinerja Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) di Bursa Efek Indonesia (BEI). *Selekta Manajemen: Jurnal Mahasiswa Bisnis & Manajemen*, 3(2), 154–162. <https://journal.uii.ac.id/selma/article/view/42290>
- Fitriansyah, D. B., Kushermanto, A., Mahmudah, D. A., Alisa, I. R., & Ukhriyawati, C. F. (2024). Pengaruh Volatilitas Laba, Volume Perdagangan Saham dan Leverage Terhadap Volatilitas Harga Saham dengan Strategic Deviation sebagai Variabel Moderasi (Studi pada Perusahaan Energi yang Terdaftar di BEI Periode 2018 – 2022). *Jurnal Dimensi*, 13(2), 561–573. <https://doi.org/10.33373/dms.v13i2.6667>
- Ga'a, M. E., Kasi, Y. F., & Epu, Y. D. A. (2025). Program Makan Bergizi Gratis Di Kabupaten Nagekeo: Tujuan Dan Tahapannya. *Jurnal Inspirasi Peternakan*, 5(2). <https://doi.org/https://doi.org/10.36085/jinak.v5i2.8783>
- Garnia, E., Rizal, D., Tahmat, T., & Lebeharia, A. A. F. (2022). Impacts of Macroeconomic Factors on Stock Returns in the Property Sector. *The Second Economics, Law, Education and Humanities International Conference (ELEHIC-2021)*. <https://doi.org/https://doi.org/10.18502/kss.v7i6.10609>
- Ghalanos, A. (2013). *Introduction to the rugarch package* (1.0-14). University of Washington. https://faculty.washington.edu/ezivot/econ589/Introduction_to_the_rugarch_package.pdf
- Gifari, J. (2020). *Pengaruh Hari Raya Islam Terhadap Abnormal Return Indeks Saham Sektoral Di Indonesia*. Universitas Brawijaya.
- Glosten, L. R., Jagannathan, R., & Runkle, D. E. (1993). On the Relation between the Expected Value and the Volatility of the Nominal Excess Return on Stocks. *The Journal of Finance*, 48(5), 1779–1801. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb05128.x>
- Gueyie, J. P., Diallo, M. S., & Diallo, M. F. (2022). Relationship between Stock Returns and Trading Volume at the Bourse Régionale des Valeurs Mobilières, West Africa. *International Journal of Financial Studies*, 10(4). <https://doi.org/10.3390/ijfs10040113>
- Gujarati, D. N. (2003). *Basic econometrics* (4th ed.). McGraw Hill.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic Econometrics* (5th ed.). McGraw-Hill Irwin.
- Gumanti, T. A., & Utami, E. S. (2002). Bentuk Pasar Efisiensi Dan Pengujiannya. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 4(1), 54–68.
- Gunardi, G., Nugraha, N., Disman, D., & Sari, M. (2023). The Effect Of Money Supply And Interest Rate On Stock Price. *Central European Management Journal*, 31(1). <https://doi.org/10.57030/23364890.cemj.31.1.24>
- Haifa, N. M., Nabilla, I., Rahmatika, V., Hidayatullah, R., & Harmonedi, H. (2025). Identifikasi Variabel Penelitian, Jenis Sumber Data dalam Penelitian Pendidikan. *Dinamika Pembelajaran: Jurnal Pendidikan Dan Bahasa*, 2(2), 256–270. <https://doi.org/10.62383/dilan.v2i2.1563>
- Haikal, A. A., & Anbiya, H. H. (2024). Pengaruh Program Makan Siang dan Susu Gratis Prabowo Gibran terhadap Sektor Industri Manufaktur. *National Conference on Electrical*,

Informatics and Industrial Technology (NEIT), 1–8. <https://ojs.ft.uniska-kediri.ac.id/index.php/neiit/index>

- Halim, S. (2020). Analysis of the effect on inflation, interest rate, dow jones Islamic Malaysia Index and profitability on stock prices as selected as Indonesia Sharia Stock Index. *Journal of Islamic Accounting and Finance Research*, 2(2). <https://doi.org/https://doi.org/10.21580/jiafr.2020.2.2.6357>
- Halim, S. (2021). The Effect of Dow Jones Islamic Market World Index, Foreign Exchange, Foreign Investment and Domestic Investment with the Intervening Composite Stock Price Index on the Indonesian Sharia Stock Index. *Al-Iqtishad: Jurnal Ilmu Ekonomi Syariah*, 13(2), 369–410.
- Hanushek, E. A., & Woessmann, L. (2020). Education, knowledge capital, and economic growth. In *The Economics of Education* (pp. 171–182). Elsevier. <https://doi.org/10.1016/B978-0-12-815391-8.00014-8>
- Hardani, H., Sukmana, D. J., Andriani, H., & Fardani, R. (2020). *Metode Penelitian Kualitatif dan Kuantitatif* (H. Abadi (ed.); 1st ed.). CV. Pustaka Ilmu.
- Harianto, A., Sht, P. A. S., Fauzan, M. H. Al, & Malik, A. (2024). The Role of Capital Markets in Improving the Economy in Indonesia. *Jurnal Intelek Insan Cendikia*, 1(10), 7237–7247. <https://jicnusantara.com/index.php/jiic>
- Hartanto, H. (2024). Pengaruh Volume dan Frekuensi Perdagangan Terhadap Harga Saham Pada Bank Index LQ45 - Periode 2020 – 2024. *Ekonis: Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 26(2). <https://doi.org/10.30811/ekonis.v26i2.6044>
- Hartati, L., H, R. E. E., & Sutomo, S. (2024). Effect of Profitability and Liquidity on Firm Value (Empirical Study On Food and Beverage Companies Listed On The Indonesia Stock Exchange). *International Journal of Finance and Business Management (IJFBM)*, 2(4), 559–570. <https://doi.org/https://doi.org/10.59890/48m7t920>
- Hartati, N. (2021). Investasi Saham Syariah di Bursa Efek Indonesia dalam Perspektif Hukum Ekonomi Syariah. *Jurnal Hukum Ekonomi Syariah*, 5(1), 31–48. <https://doi.org/10.26618/j-hes.v5i01.4819>
- Hasan, M. I. (2002). *Pokok-pokok materi metodologi penelitian dan aplikasinya* (1st ed.). Ghalia Indonesia.
- Hasbiy, K. U., Basir, A., Mambuhu, N., Alfiana, A., & Olimsar, F. (2023). Jakarta Islamic Index (JII) in The Context of Investigating Financial Ratios as Determinant of Company Share Returns. *International Journal of Economics Development Research (IJEDR)*, 4(3), 1223–1230. <https://doi.org/https://doi.org/10.37385/ijedr.v4i3.3874>
- Hidayati, N., & Sukmaningrum, P. S. (2021). Factors Affecting Stock Price Volatility In Companies Registered in Jakarta Islamic Index. *Jurnal Ekonomi Syariah Teori Dan Terapan*, 8(6), 706–713. <https://doi.org/10.20473/vol8iss20216pp706-713>
- Hidayati, R. N. (2024). Analisis Volatilitas Ihsg: Pengaruh Suku Bunga Dan Nilai Tukar Dalam Dinamika Pasar Saham Indonesia. *Jurnal Ekonomi, Bisnis Dan Pendidikan*, 4(5). <https://doi.org/https://doi.org/10.17977/um066v4i52024p4>
- Hildawati, H., Suhirman, L., Prisuna, B. F., Husnita, L., Mardikawati, B., Isnaini, S., Wakhyudin, W., Setiawan, H., Hadiyat, Y., Sroyer, A. M., & Saktisyahputra, S. (2024). *Buku Ajar Metodologi Penelitian Kuantitatif & Aplikasi Pengolahan Analisa* (E. Efitra

- (ed.); 1st ed.). PT. Sonpedia Publishing Indonesia.
- Hoekstra, J., & Guler, D. (2024). The Mediating Effect of Trading Volume on the Relationship between Investor Sentiment and the Return of Tech Companies. *Journal of Behavioral Finance*, 25(3), 356–373. <https://doi.org/10.1080/15427560.2022.2138394>
- Hood, M., & Lesseig, V. (2017). Investor inattention around stock market holidays. *Finance Research Letters*, 23. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2017.07.015>
- Hunjra, A. I., Kijkasiwat, P., Arunachalam, M., & Hammami, H. (2021). Covid-19 health policy intervention and volatility of Asian capital markets. *Technological Forecasting & Social Change*. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2021.120840>
- Husen, U., Nasarudin, I. Y., & Mubarak, F. (2021). The Effect of Ramadan on the Indonesian Sharia Stock Index. *Equilibrium: Jurnal Ekonomi Syariah*, 9(1), 47. <https://doi.org/10.21043/equilibrium.v9i1.9071>
- Husnan, S. (2005). *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas* (5th ed.). UPP STIM YKPN.
- Hyndman, R. J., & Athanasopoulos, G. (2021). *Forecasting: Principles & Practice* (3rd ed.). OTexts. <https://otexts.com/fpp3/>
- IBAI. (2025). *Food and Beverage Industry Supports Sustainable National Economy*. Italian Business Association in Indonesia. <https://www.rri.co.id/info-kementerian/1560360/industri-makanan-dan-minuman-topang-perekonomian-nasional-berkelanjutan>
- IDX. (2025). *Indeks Saham*. Indonesian Stock Exchange. <https://www.idx.co.id/id/data-pasar/data-saham/indeks-saham>
- Ilyas, S. R. (2022). Pengaruh Indikator Makroekonomi Terhadap Harga Saham Perusahaan (Studi pada Perusahaan yang Tercatat dalam Indeks LQ45). *Jurnal Ekonomi Manajemen Sistem Informasi*, 4(1), 93–105. <https://doi.org/10.31933/jemsi.v4i1.1153>
- Imron, I. (2025). Dinamika konsumsi dan inflasi dalam tren ekonomi di bulan ramadhan. *Madani: Jurnal Ilmiah Multidisiplin*, 3(2), 434–438. <https://doi.org/10.5281/zenodo.15033930>
- Indarwati, S. (2021). Benarkah Suku Bunga Memengaruhi Volatilitas Pasar Saham Syariah? *JIEFs*, 2(1). <https://doi.org/10.47700/jiefes.v2i1.2780>
- INDEF. (2024). *Efek Pengganda Program Makan Bergizi Gratis*.
- Indonesia Stock Exchange. (2025). *Indeks Saham Syariah*. Indonesian Stock Exchange. <https://www.idx.co.id/id/idx-syariah/indeks-saham-syariah/>
- Indrayani, L., Tukiran, M., & Utami, N. V. (2025). Bagaimana Nilai Perusahaan Dan Harga Saham Dipengaruhi Preferensi Risiko Perusahaan. *E-Journal Ekonomi Bisnis Dan Akuntansi*, 12(1), 33–40. <https://ejeba.jurnal.unej.ac.id/index.php/e-JEBAUJ/issue/view/1837>
- Isa, M., Praswatia, A. N., & Zulaekah, S. (2024). Factors Driving Sustainability of Food and Beverage Industries. *Ekuilibrium : Jurnal Ilmiah Bidang Ilmu Ekonomi*, 19(2), 162–171. <https://doi.org/10.24269/ekuilibrium.v19i2.2024.pp162-171>
- Iskandar, D. R., & Setijaningsih, H. T. (2024). A Comparative Study of Food & Beverage

- Company Stock Prices Before and After the Victory of Prabowo-Gibran. In *Repository.Untar.Ac.Id* (Issue 3). [http://repository.untar.ac.id/46536/1/Dody Rahman Iskandar 126232098 JA.pdf](http://repository.untar.ac.id/46536/1/Dody%20Rahman%20Iskandar%20126232098%20JA.pdf)
- Izzuddin, H. (2024). *Proyeksi BEI soal Dampak Program Makan Bergizi Gratis hingga 3 Juta Rumah ke Pasar Modal di 2025*. Tempo.Com.
- Jogiyanto, H. (2000). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi* (7th ed.). BPFE-YOGYAKARTA.
- Ju, L., & Tanizaki, H. (2024). Public holidays effects on volatility in Shanghai stock exchange market. *International Journal of Asian Social Science*, 14(6), 161–169. <https://doi.org/10.55493/5007.v14i6.5107>
- Juanda, A., Saleh, M., & Afif, Y. K. (2025). Pengaruh Inflasi Dan Suku Bunga Terhadap Profitabilitas (ROA) Bank Syariah Di Indonesia Periode 2019-2023. *Jurnal Ekonomi Dan Keuangan Syariah*, 4(1), 139–153.
- Junaid, A., Muslim, M., Wilda, W., & Said, D. (2024). Volatility Index, Exchange Rate, Economic Growth On Stock Indexes. *Jurnal Akuntansi*, 28(3). <https://doi.org/https://doi.org/10.24912/ja.v28i3.2459>
- Kasidi, K., & Abdulkadir, B. (2022). Efficient Market Hypothesis and Market Anomalies : Empirical Evidence from Nairobi Securities Exchange . *SSRN*. <https://doi.org/https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4270987>
- Kemenkeu. (2025). *Kamus Hukum*. JDIH Kementerian Keuangan. <https://jdih.kemenkeu.go.id/kamus-hukum/pasar-modal?id=3ba3e9f847be637baf0c78dd71300a94>
- Kemenkeu RI. (2025). *Program Makan Bergizi Gratis (MBG): Investasi Gizi dan Ekonomi Daerah*. <https://mediakeuangan.kemenkeu.go.id/article/show/program-makan-bergizi-gratis-investasi-gizi-dan-ekonomi-daerah>
- Kementrian Keuangan. (2025). Pemerintah Salurkan Makan Bergizi Gratis (MBG), Ini Sasaran Utama Penerimaannya. In *Media Keuangan*. <https://mediakeuangan.kemenkeu.go.id/article/show/pemerintah-salurkan-makan-bergizi-gratis-mbg-ini-sasaran-utama-penerimaannya>
- Khanh, P. D., Dat, P. T., & Nhung, B. H. (2020). A Re-examination of the Holiday Effect in Stock Returns : The Case of Vietnam. *Edelweiss Applied Science and Technology*, 4(1), 51–54. <https://doi.org/10.33805/2576-8484.181>
- Kharisma, I., & Daeli, J. A. (2024). Pengaruh Inflasi, Suku Bunga dan Nilai Tukar Rupiah Terhadap Harga Saham Perusahaan PT Indo Tambangraya Megah Tbk Periode 2013-2023. *Bisnis-Net Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 7(2), 745–752. <https://doi.org/10.46576/bn.v7i2.4828>
- Khatimah, A. W. N., Kamaruddin, S. A., & Awaru, A. O. T. (2025). Rasionalisme Dalam Kebijakan Publik: Analisis Dampak Program Makan Bergizi Gratis Terhadap Kesejahteraan Pelajar. *Jurnal Pengabdian Masyarakat Dan Riset Pendidikan*, 3(4).
- Khoirayanti, R. N., & Sulistiyo, H. (2020). Pengaruh Harga Saham, Volume Perdagangan, Dan Frekuensi Perdagangan Terhadap Bid-Ask Spread. *JIAFE (Jurnal Ilmiah Akuntansi Fakultas Ekonomi)*, 6(2), 231–240. <https://doi.org/10.34204/jiafe.v6i2.2305>

- Khotimah, K., Masyari, M. I., Hikam, M. N. A., & Abadi, M. T. (2024). Pengaruh Inflasi, Suku Bunga dan Nilai Tukar Terhadap Profitabilitas Perbankan Syariah. *Journal Sains Student Reasearch*, 2(1). <https://doi.org/https://doi.org/10.61722/jssr.v2i1.635>
- Kizi, B. A. F. (2023). Economic Indicators And Their Impact On Stock Prices. *International Journal of Global Economic Light (JGEL)*, 9(8), 6–8. <https://doi.org/10.36713/epra0003>
- Konstantakopoulou, I. (2023). Financial Intermediation, Economic Growth, and Business Cycles. *Journal of Risk and Financial Management*, 16(12), 514. <https://doi.org/10.3390/jrfm16120514>
- Koropit, P., Rate, P. Van, & Tulung, J. E. (2020). Analisis Komparasi Kinerja Keuangan Berbasis Kapitalisasi Pasar Pada Sub Sektor Food and Beverage. *Jurnal EMBA*, 8(4), 389–398.
- Kostopoulos, D., Meyer, S., & Uhr, C. (2022). Ambiguity about volatility and investor behavior. *Journal of Financial Economics*, 145(1), 277–296. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.07.004>
- Kripfganz, S., & Schneider, D. C. (2023). ardl: Estimating autoregressive distributed lag and equilibrium correction models. *The Stata Journal: Promoting Communications on Statistics and Stata*, 23(4), 983–1019. <https://doi.org/10.1177/1536867X231212434>
- KSEI. (2024). *Statistik Pasar Modal Indonesia*. https://web.ksei.co.id/files/Statistik_Publik_Desember_2024_v3.pdf
- Kuada, M. C., & Mamonto, S. (2023). The “Christmas Effect” on defensive accelerated stocks. *The Contrarian: Finance, Accounting, and Business Research*, 2(2), 56–60. <https://doi.org/10.58784/cfabr.28>
- Kur, A. P., Ngesa, O., & Sarguta, R. (2021). Exponential GARCH Model with Exogenous Covariate for South Sudanese Pounds—USD Exchange Rate Volatility: On the Effects of Conflict on Volatility. *Journal of Mathematical Finance*, 11(03), 466–483. <https://doi.org/10.4236/jmf.2021.113026>
- Kurnia, D. (2019). Pengaruh Profitabilitas, Kebijakan Dividen dan Harga Saham Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur di Provinsi Banten yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2016. *Jurnal Akuntansi: Kajian Ilmiah Akuntansi (JAK)*, 6(2), 178. <https://doi.org/10.30656/jak.v6i2.1433>
- Kusumah, H., Asri, M., Setiawan, K., & Setiyono, B. (2021). Time-varying Integration of Stock Markets from Global and Regional Perspective in Asia-Pacific. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 25(3), 466–491. <https://doi.org/10.26905/jkdp.v25i3.5822>
- Kusumaningrum, N., Gustirina, S., & Andini, Y. (2024). Analisis Return dan Risiko Pada Investasi Syariah. *Eco-Iqtishodi: Jurnal Ilmiah Ekonomi Dan Keuangan Syariah*, 6(1), 100–114.
- Liu, Q., Charleston, M. A., Richards, S. A., & Holland, B. R. (2023). Performance of Akaike Information Criterion and Bayesian Information Criterion in Selecting Partition Models and Mixture Models. *Systematic Biology*, 72(1), 92–105. <https://doi.org/10.1093/sysbio/syac081>
- Liu, Q., Huang, M., Zhao, L., & Lee, W.-S. (2023). The dispositional effects of holidays on investor sentiment: Therapeutic and hygienic. *Journal of Innovation & Knowledge*, 8(2), 100358. <https://doi.org/10.1016/j.jik.2023.100358>

- Liu, Q., Wang, X., & Du, Y. (2022). The weekly cycle of investor sentiment and the holiday effect-- An empirical study of Chinese stock market based on natural language processing. *Heliyon*, 8(12), e12646. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2022.e12646>
- Lo, A. W., & Wang, J. W. (2000). Trading Volume: Definitions, Data Analysis, and Implications of Portfolio Theory. *Review of Financial Studies*, 13(2), 257–300. <https://doi.org/10.1093/rfs/13.2.257>
- Lubis, P. K. D., Silalahi, H. H. B., Sinaga, A. F., Sapma, P. N., & Sitio, V. (2024). Pasar Modal Dan Pengaruhnya Terhadap Perekonomian Di Indonesia. *JAKA (Jurnal Akuntansi, Keuangan, Dan Auditing)*, 5(1), 196–214. <https://doi.org/10.56696/jaka.v5i1.10755>
- Mahabbah, R., Rolianah, W. S., & Muhlis, M. (2025). Analisis Inflasi dan Suku Bunga pada Kinerja Keuangan Perbankan di Indonesia dengan PDB sebagai Variabel Kontrol. *SAUJANA: Jurnal Perbankan Syariah Dan Ekonomi Syariah*, 7(3). <https://doi.org/https://doi.org/10.59636/saujana.v7i3.349>
- Majelis Ulama Indonesia. (2020). *Fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (Fatwa DSN-MUI), No. 135/DSN-MUI/V/2020. Tentang Saham*. <https://dsnmu.or.id/kategori/fatwa/>
- Maranatha, C., & Pujiarti, P. (2025). The Influence of Profitability, Solvency, and Liquidity on Stock Prices of Food and Beverage Subsector Companies Listed on the IDX. *ECO-Buss*, 7(3), 2190–2199. <https://doi.org/10.32877/eb.v7i3.2219>
- Marhanisa, S., Pramudita, L. A., Lestari, S. P., Jasmiko, A., Ardianty, A., Syauqi, W., & Sartika, B. (2024). Perbandingan Perlindungan Harta (Hifdz Al-Mal) Antara Perbankan Syariah Dan Konvensional. *Journal Of Economis and Business*, 2(1), 87–98. <https://doi.org/https://doi.org/10.61994/econis.v2i1.468>
- Masshaumi, M., Sukriadi, H., Suyanti, S., Indriyadi, A., & Yohanes, Y. (2025). Kebijakan Pemerintah Dalam Upaya Meningkatkan Kemampuan Daya Beli Masyarakat Melalui Pasar Murah. *Pendas: Jurnal Ilmiah Pendidikan Dasar*, 10(2). <https://doi.org/https://doi.org/10.23969/jp.v10i02.30308>
- Maulana, N., Mukhtasar, M., Wibowo, M. G., Razali, R., & Safwan, S. (2024). Transformasi Pasar Modal Syariah Indonesia: Menavigasi Tantangan Digitalisasi dan Inklusi Keuangan di Era 5.0. *Jurnal Iqtisaduna*, 10(2), 447–469. <https://doi.org/10.24252/iqtisaduna.v10i2.52677>
- Maulana, R. (2025). Perlindungan Hukum terhadap Investor dalam Pasar Modal Syariah di Indonesia. *Al Itmamiy: Jurnal Hukum Ekonomi Syariah (Muamalah)*, 7(1), 22–40. <https://doi.org/https://doi.org/10.55606/ay.v6i1>
- Mengga, G. S. (2020). Pengaruh Pandemi Covid-19 Terhadap Harga Pasar Sekunder Perusahaan IPO Di Bursa Efek Indonesia. *Paulus Journal of Accounting (PJA)*, 1(2), 11–20.
- Muchtar, E. H. (2019). Proses Screening Saham Syariah (Perspektif Akademisi dan Praktisi Ekonomi Syariah). *Ad-Deenar: Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Islam*, 3(2), 177–186. <https://doi.org/https://doi.org/10.30868/ad.v3i2.534>
- Munawiroh, A., & Rumawi, R. (2022). Implementasi Pasar Modal Syariah: Fenomena Saham Syariah Sebagai Isu Kapitalisasi Halal Di Indonesia. *Jurnal Hukum & Pembangunan*, 52(2). <https://doi.org/https://doi.org/10.21143/jhp.vol52.no2.3352>

- Nadhifah, T., Lestari, W. D., & Ariyanti, O. (2025). Analisis Perbedaan Antara Saham Konvensional Dan Syariah. *TANBIH*, 2(1). file:///C:/Users/ip slim 3/Downloads/Tuti'+Nadhifah+-ANALISIS+PERBEDAAN+ANTARA+SAHAM+KONVENSIONAL+(17+-+29).pdf
- Nasrullah, M., Rizwanullah, M., Yu, X., Jo, H., Sohail, M. T., & Liang, L. (2021). Autoregressive distributed lag (ARDL) approach to study the impact of climate change and other factors on rice production in South Korea. *Journal of Water and Climate Change*, 12(6), 2256–2270. <https://doi.org/10.2166/wcc.2021.030>
- Natsir, A. M., & Gusni, G. (2025). Determination of Firm Value in Indonesian Food and Beverage Industry. *Indonesian Journal of Strategic Management*, 8(2). <https://doi.org/https://doi.org/10.25134/mxg8dx63>
- Natsir, K., Bangun, N., & Ishlah, R. N. (2023). Firm Value Of The Agricultural Sector In Indonesia And Several Influencing Factors. *Jurnal Manajemen*, 27(2), 297–321. <https://doi.org/10.24912/jm.v27i2.1113>
- Natsir, K., Bangun, N., & Waani, A. M. (2023). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Likuiditas Pasar Saham. *Jurnal Ekonomi*, 28(2), 155–176. <https://doi.org/10.24912/je.v28i2.1414>
- Ningsih, H. N. S., & Rusliati, E. (2024). Effects of Eid Al Fitr and January Holidays on Stock Returns in LQ45 Company. *Proceedings of the 8th Global Conference on Business, Management, and Entrepreneurship*, 88–93. https://doi.org/10.2991/978-94-6463-443-3_14
- Njoroge, D. N., & Matanda, J. W. (2023). Holiday Effect And Stock Market Returns Of Commercial Banks Listed At Nairobi Securities Exchange, Kenya. *International Academic Journal of Economics and Finance*, 3(8), 442–478. https://iajournals.org/articles/iajef_v3_i8_442_478.pdf
- Nkoro, E., & Uko, A. K. (2016). Autoregressive Distributed Lag (ARDL) cointegration technique: application and interpretation. *Journal of Statistical and Econometric Methods*, 5(4), 63–91.
- Nurfajar, T., & Putri, R. N. A. (2023). Sharia versus conventional stocks: analysis of return, risk, and coefficient of variation. *INASJIF Indonesian Scientific Journal of Islamic Finance*, 2(1), 33–49. <https://journal.uinsi.ac.id/index.php/INASJIF/index>
- Nurlaila, S., Ekanandra, M., & Lestari, E. P. (2024). The Influence of Financial Performance, Inflation Rate And Gdp Growth on Property and Real Company Stock Pricesestateon the Indonesian Stock Exchange (BEI) Period 2013-2019. *Journal of Economic, Bussines and Accounting (COSTING)*, 7(4), 7123–7130. <https://doi.org/10.31539/costing.v7i4.8509>
- Nurlita, V., & Naomi, P. (2019). Do political events affect stock return volatility on Indonesian Stock Exchange. *Journal of Economics, Business, & Accountancy Ventura*, 22(1), 29–38. <https://doi.org/10.14414/jebav.v22i1.1215>
- OJK. (2024). *Pasar Modal Syariah*. Otoritas Jasa Keuangan. <https://ojk.go.id/id/kanal/pasar-modal/pages/syariah.aspx>
- OJK. (2025). *Mid-Year Capital Market Review 2025: Evaluasi Kinerja Pasar dan Strategi Investasi ke Depan*. OJK Institute. <https://institute.ojk.go.id/ojk-institute/id/capacitybuilding/upcoming/4879/mid-year-capital-market-review-2025->

- Oktaviana, S., Manurung, A. H., Widjanarko, W., Rianto, M. R., & Sinaga, J. (2024). Determinan Likuiditas Pasar di Bursa Efek Indonesia. *MASMAN: Master Manajemen*, 2(3), 47–60. <https://doi.org/10.59603/masman.v2i3.443>
- Osho, G. S. (2024). A Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity GARCH for Forecasting and Modeling Crude Oil Price Volatility. *Journal of Applied Business and Economics*, 26(6). <https://doi.org/10.33423/jabe.v26i6.7385>
- Pangestuti, D. C. (2023). Effect Of Macroeconomic Variables On Composite Stock Price Index. *Journal of Young Entrepreneurs*, 2(3). <https://doi.org/10.1017/S0033291705006665>
- Permatasari, F. A., Utami, K. K., & Az-Zahra, Y. D. (2023). The Effect of Fluctuations in Food Commodity Prices in the Month of Ramadan on Inflation in Indonesia. *ASIAN Economic and Business Development*, 6(1), 23–30. <https://doi.org/10.54204/AEBD/Vol6No1August2023003>
- Pesaran, M. H., Shin, Y., & Smith, R. J. (2001). Bounds testing approaches to the analysis of level relationships. *Journal of Applied Econometrics*, 16(3), 289–326. <https://doi.org/10.1002/jae.616>
- Pickard, A. J. (2018). Sampling: Starting the research process. In *Research Methods in Information* (2nd ed., pp. 59–70). Cambridge University Press. <https://doi.org/https://doi.org/10.29085/9781783300235.008>
- Pinto, P., Bolar, S., Hawaldar, I. T., George, A., & Meero, A. (2022). Holiday Effect and Stock Returns: Evidence from Stock Exchanges of Gulf Cooperation Council. *International Journal of Financial Studies*, 10(4), 103. <https://doi.org/10.3390/ijfs10040103>
- Prastowo, I., Moro, H. K. E. P., Nurusman, A. A., Khoirunnisa, R. M., Dewi, C., Sari, W. W., & Yunita, I. S. (2024). Diversity of Indonesian Lebaran dishes: from history to recent business perspectives. *Journal of Ethnic Foods*, 11(1), 42. <https://doi.org/10.1186/s42779-024-00257-z>
- Pratiwi, F. D., Isamuddin, I., & Busriadi, B. (2021). Pengaruh Tingkat Bunga Dan Kurs Rupiah Terhadap Harga Saham Pada Jakarta Islamic Index (JII) Tahun 2019. *Jurnal Ekonomi Islam: Al Amwal*, 10(1).
- Pratomo, M. N. (2024). *Anggaran Kesehatan Rp197,8 Triliun di 2025, Cek Saham Pilihan*. Bisnis.Com. https://market.bisnis.com/read/20240816/7/1791633/anggaran-kesehatan-rp1978-triliun-di-2025-cek-saham-pilihan?utm_source=chatgpt.com
- Prayitno, H. S. H., Santoso, D. B., & Ekawaty, M. (2018). The Impact of Social Safety Net Programs on Poor Household Income. *JEJAK: Jurnal Ekonomi Dan Kebijakan*, 11(2), 244–262. <https://doi.org/10.15294/jejak.v11i2.16049>
- Prayoga, A. D., & Kim, S. suk. (2022). The Influence of Government Information and Response Related to COVID-19 in Indonesia Stock Market. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 26(4), 832–861. <https://doi.org/10.26905/jkdp.v26i4.8173>
- Prayuna, N. A., Zulfan, U. Z., Alfathanasya, A., Salsabila, D., & Putri, R. R. (2025). Pengaruh Permintaan dan Penawaran terhadap Pasar Modal pada PT. Sinar Andesto Mandiri. *Jurnal Riset Ekonomi Dan Keuangan Syariah*, 2(1), 10. <https://doi.org/doi.org/reksy.v1i1.1>

- Priantinah, D., Dewanti, P. W., Novitasari, B. T., & Sari, R. C. (2023). Factors of Investor Behavior in Sharia Stock: A Theory of Planned Behavior Perspective. *EL DINAR: Jurnal Keuangan Dan Perbankan Syariah*, 11(2), 136–157. <https://doi.org/10.18860/ed.v11i2.17332>
- Pujianto, S. (2024). “ The Day Of The Week Effect ” Anomali Pasar Pada Bursa Efek Indonesia. *Kelola: Jurnal Ilmiah Manajemen*, 10(2), 110–119.
- Purnamasari, S. A. (2025). Mekanisme Perkembangan Pasar Modal Sebagai Salah Satu Produk Investasi di Masyarakat. *Jurnal Rumpun Manajemen Dan Ekonomi*, 2(3), 499–515. <https://doi.org/https://doi.org/10.61722/jrme.v2i3.4739>
- Purnomo, B., Tanjung, A. F., Batubara, N. H., & Rahmat, P. (2025). Pemetaan Investasi Syariah dalam Mengurangi Kerugian bagi Investor Pemula. *JIMEK : Jurnal Ilmu Manajemen, Ekonomi Dan Kewirausahaan*, 5(1), 450–465. <https://doi.org/https://researchhub.id/index.php/jimek>
- Putra, S. D. P., & Tumirin, T. (2024). Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Volume Perdagangan Saham Terhadap Volatilitas Harga Saham. *Journal of Economic, Bussines and Accounting (COSTING)*, 7(5), 3315–3324. <https://doi.org/10.31539/costing.v7i5.12226>
- Putri, D. C., As’adi, F. R. A., Javantara, A. C., Miqdad, M., & Munir, M. B. B. (2024). Capital Market Developments On Indonesia’s Economic Growth In 2019-2023: Challenges And Prospects In The Future. *Journal of Management and Islamic Finance*, 4(2), 242–255. <https://doi.org/10.22515/jmif.v4i2.10176>
- Putri, M. Z., Wulandari, D., Aristawati, P. A., & Apridasari, E. (2025). Tantangan dan Peluang Pasar Modal Indonesia dalam Meningkatkan Minat Investasi di Era Digital. *PENG : Jurnal Ekonomi Dan Manajemen*, 2(2), 3546–3562. <https://doi.org/https://doi.org/10.62710/zmzme312>
- Rahmadani, P., & Manurung, A. H. (2024). Analisis Pengaruh Volume Perdagangan Terhadap Harga Saham Di Bursa Efek Indonesia. *Cerdika: Jurnal Ilmiah Indonesia*, 4(2), 173–182. <https://doi.org/10.59141/cerdika.v4i2.757>
- Rahman, M. H., & Ramle, S. N. S. B. (2021). Shari’ah Issues in Short Selling: Critical Analysis and The Alternatives. *The Journal of Management Theory and Practice (JMTP)*, 2(2), 104–109. <https://doi.org/10.37231/jmtp.2021.2.2.120>
- Rahmayanti, D. (2021). Analisis indikator makro ekonomi terhadap Jakarta Islamic Index. *Journal of Economics Research and Policy Studies*, 1(2). <https://journal.nurscienceinstitute.id/index.php/jerps>
- Rahmiyati, N. (2022). Financial Performance Analysis of Food and Beverage Companies in The Listed Food and Beverage Sector on The Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Social Science and Business*, 6(3), 350–356. <https://doi.org/10.23887/ijssb.v6i3.49990>
- Raihan, A. M., Windijarto, W., & Saksana, J. C. (2023). Analysis Of Stock Price Index Volatility In Indonesia Using Macroeconomic Variables And Global Economic Uncertainty Index. *Assets : Jurnal Ekonomi, Manajemen Dan Akuntansi*, 13(1), 83–100. <https://doi.org/10.24252/assets.v13i1.37616>
- Rak, R., Drozd, S., Kwapien, J., & Oswiecimka, P. (2015). *Detrended cross-correlations between returns, volatility, trading activity, and volume traded for the stock market*

- companies*. <https://doi.org/https://doi.org/10.1209/0295-5075/112/48001>
- Ramdani, E. (2023). Analysis of the Effect of Islamic Holidays on Stock Returns in the Indonesian Capital Market. *JIM UPB*, 11(2). <https://doi.org/https://doi.org/10.33884/jimupb.v11i2.7276>
- Rapingah, N. S., Sugiarto, M., Sabir, M., Haryanto, T., Gaffar, M. I., & Alfalisyanto, A. (2022). *Buku Ajar Metode Penelitian* (A. Leonardo (ed.); 1st ed.). CV. Feniks Muda Sejahtera.
- Razak, R. A., & Ismail, N. (2019). Dependence Modeling and Portfolio Risk Estimation using GARCH-Copula Approach. *Sains Malaysiana*, 48(7), 1547–1555. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.17576/jsm-2019-4807-24>
- Reis, P. M. N., & Pinto, A. P. S. (2021). Corporate ownership concentration drivers in a context dominated by private SME's. *Heliyon*, 7(10), e08163. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2021.e08163>
- Riantani, S., Gusni, G., & Komariah, S. (2023). Market capitalization growth and leverage level on the performance of automotive and component sub-sector shares. *International Journal on Social Sciences, Economics and Arts*, 13(3), 175–184.
- Riezalina, R., & Fatur Rahman, T. (2021). Assessing the Impact of COVID-19 Cases Towards Stock Return: Evidence from Tourism, Hotel, and Restaurant Industries in Indonesia. *Review of Integrative Business and ...*, 10(3), 419–433. https://sibresearch.org/uploads/3/4/0/9/34097180/riber_10-s3_30_s21-070_419-433.pdf
- Rifnawati, F., & Epriyani, A. (2025). Pengaruh Maqashid Syariah terhadap Kebahagiaan Muslimah di Indonesia Studi Kasus Ifls 5 Tahun 2014. *Journal of Islamic Economics and Finance*, 3(3), 111–125. <https://doi.org/https://doi.org/10.59841/jureksi.v3i3.2962>
- Rismawati, R., Wahyuni, D. U., & Ulfiandi, I. Z. (2025). Pengaruh Kualitas Sumber Daya Manusia Dalam Pertumbuhan Ekonomi Di Kabupaten Malang. *Journal of Management Specialists*, 3(2), 20–30. <https://doi.org/https://doi.org/10.29313/jer.v9i1.2021>
- Rockefeller Foundation. (2021). *True cost of food: School meals case study* (Issue November). <https://www.rockefellerfoundation.org/wp-content/uploads/2021/11/True-Cost-of-Food-School-Meals-Case-Study-Full-Report-Final.pdf>
- Romadhany, D., Kusumawardhani, R., & Rinofah, R. (2024). Pengaruh Volume Penjualan Saham, Profitabilitas, Solvabilitas, Earning Volatility dan Trading Volume terhadap Volatilitas Harga Saham dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Mediasi. *Ekonomis: Journal of Economics and Business*, 8(2), 1652. <https://doi.org/10.33087/ekonomis.v8i2.1516>
- Roulet, C. (2020). *The changing structure of financial intermediation in Asia: Benefits and risks* (45; OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions). <https://doi.org/10.1787/5km7vxjwzhd4-en>
- Rudolph, J. E., Zhong, Y., Duggal, P., Mehta, S. H., & Lau, B. (2023). Defining representativeness of study samples in medical and population health research. *BMJ Medicine*. <https://doi.org/10.1136/bmjmed-2022-000399>
- Rusmini, R., Illah, G. R. R., Putri, L., Lestari, D., Arbyansyah, R. M., Aminullah, R., & Alfiansyah, F. (2023). Instrumen-Instrumen Pasar Modal Syariah Sebagai Salah Satu Produk Pada Lembaga Keuangan Non Bank Syariah. *Al-Tsaman : Jurnal Ekonomi Dan Keuangan Islam*, 4(2), 125–141. <https://doi.org/10.62097/al-tsaman.v4i02.1143>

- Ruwaida, R. (2024). Analisis pengetahuan investasi terhadap minat investasi saham dengan persepsi risiko sebagai intervening. *KEIZAI: Jurnal Kajian Ekonomi, Manajemen, Dan Akuntansi*, 5(2), 101–122.
- Sabatimy, V., & Nur, D. I. (2023). Memahami Peluang Dan Risiko Investasi Terhadap Masyarakat Dukuh Pakis Surabaya. *JIPM: Jurnal Informasi Pengabdian Masyarakat*, 1(3), 22–29. <https://doi.org/10.47861/jipm-nalanda.v1i3.304>
- Sabir, M. (2022). Konsep Hipotesis Penelitian. In A. Leonardo (Ed.), *Buku Ajar Metode Penelitian* (1st ed., pp. 26–27). CV. Feniks Muda Sejahtera.
- Safrani, D. R., & Kusumawati, E. (2022). Pengaruh Volume Perdagangan Saham, Dividend Yield, Earning Volatility, Firm Size, Dan Nilai Tukar Terhadap Volatilitas Harga Saham (Studi Empiris Perusahaan yang Terdaftar Indeks LQ45 Periode 2016-2020). *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 9(2), 123–134.
- Sakke, F. N., & Wibowo, B. (2022). Stock Market Reaction to Government Stimulus Packages: Evidence from Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore, and Thailand. *Proceedings of the 4th International Conference on Economics, Business and Economic Education Science, ICE-BEES 2021, 27-28 July 2021, Semarang, Indonesia*. <https://doi.org/10.4108/eai.27-7-2021.2316874>
- Salehaman, S., Mongkito, A. W., Fatmah, N., & Rohansyah, M. (2024). Pengaruh Inflasi, Tingkat Suku Bunga Dan Kurs Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) Di Bursa Efek Indonesia Pada Pemulihan Ekonomi Nasional (Periode 2021-2022). *Edunomika*, 8(4). <https://doi.org/https://doi.org/10.29040/jie.v8i4.15466>
- Saphira, N., Putri, F. M., Miqdad, M., & Jalil, M. (2025). Pendekatan Maqashid Syariah dalam Kegiatan Sosial dan Ekonomi pada Perspektif Praktik Fiqh Muamalah Kontemporer. *Media Riset Bisnis Manajemen Akuntansi*, 1(2), 1–11. <https://doi.org/https://doi.org/10.71312/mrbima.v1i2.376>
- Saptati, R. (2025). *Pemerintah Salurkan Makan Bergizi Gratis (MBG), Ini Sasaran Utama Penerimaannya*. Media Keuangan. <https://mediakeuangan.kemenkeu.go.id/article/show/pemerintah-salurkan-makan-bergizi-gratis-mbg-ini-sasaran-utama-penerimaannya>
- Saputri, O. B., & Hanase, M. (2021). Pengaruh Indikator Makroekonomi Terhadap Kinerja Keuangan Bank Umum Syariah Pada Masa Pandemi Covid-19. *Jurnal Tabarru': Islamic Banking and Finance*, 4(1).
- Sari, K. N., Maenadi, D., Mutamimah, M., & Maslihatin, M. Z. (2021). Comparison of Performance of Stock and Sharia Stock. *Indonesian Economic Review*, 2(2), 109–115. <https://doi.org/10.53787/iconv.v2i2.15>
- Scalamonti, F. (2025). The weak-form efficient markets hypothesis: Macroeconomic evidence from MEDA capital markets. *Quantitative Finance and Economics*, 9(3). <https://doi.org/https://doi.org/10.3934/QFE.2025022>
- Selasi, D., Nur'aeni, A., & Septiana, V. M. (2024). Investasi di Pasar Modal : Mengelola Risiko dan Meraih Keuntungan. *SANTRI: Jurnal Ekonomi Dan Keuangan Islam*, 2(6), 239–246. <https://doi.org/10.61132/santri.v2i6.1058>
- Selvia, S., & Yumna, A. (2022). Testing the Ramadan Effect on Consumer Goods Industry and Miscellaneous Industry Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX).

Proceedings of the Eighth Padang International Conference On Economics Education, Economics, Business and Management, Accounting and Entrepreneurship, 222, 112–120.
<https://www.atlantis-press.com/proceedings/piceeba-8-21/125976358>

- Septiani, F. I., Rosiana, N., & Azzahra, A. (2024). Peningkatan Mutu Pendidikan k Makan Siang Gratis Pada Kondisi Keuangan Negara Dan Peningkatan Mutu Pendidikan. *Jupensal*, 1(2).
- Sepvira, S., Arienanda, D. A. N., Romadona, Y. L., Sahbellah, N., & Kusuma, R. T. I. (2024). Dinamika Pasar Modal Syariah: Analisis Pergerakan Saham Dalam Konteks Ekonomi Global. *Journal of Economics and Business*, 2(2), 271–278.
<https://doi.org/10.61994/econis.v2i2.501>
- Setiawan, D., Mukhtar, S., & Zahra, S. F. (2024). Analysis Of The Factors Affecting The Performance Of Indonesian Equity Funds In 2019-2022. *Jurnal Pendidikan Ekonomi, Perkantoran, Dan Akuntansi*, 5(1), 33–42.
- Setiawan, J., & Satrianto, A. (2021). Analisis Harga Saham Syariah di Indonesia: Ketidakpastian Kebijakan, Harga Minyak Dunia dan Harga Emas. *Ecosains: Jurnal Ilmiah Ekonomi Dan Pembangunan*, 10(1), 24.
<https://doi.org/10.24036/ecosains.11563357.00>
- Setyani, O. (2017). Pengaruh Inflasi Dan Nilai Tukar Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia. *ISLAMICONOMIC: Jurnal Ekonomi Islam*, 8(2).
<https://doi.org/https://doi.org/10.32678/ije.v8i2.76>
- Shi, L., Han, B., Zhu, Y., Han, L., Wang, Y., & Piao, Y. (2013). Market Crowds' Trading Behaviors, Agreement Prices, and the Implications of Trading Volume. *Proceedings of 2013 China Finance Review International Conference*.
- Silva, P. P. da. (2022). Market efficiency and the capacity of stock prices to track a firm's future profitability. *Borsa Istanbul Review*, 22(3).
<https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.bir.2021.06.010>
- Simarmata, D. D., Hidayati, A., & Saragih, H. (2025). Evaluation of free nutritious food program distribution in Tanah Sareal sub-district with ANOVA. *Jurnal Mandiri IT*, 14(1).
- Sinaga, J., Wu, T., & Chen, Y. (2022). Impact of government interventions on the stock market during COVID-19: a case study in Indonesia. *SN Business & Economics*, 2(9), 136.
<https://doi.org/10.1007/s43546-022-00312-4>
- Sing, N. B., Lalropuii, L., & Singh, R. G. (2025). Religious practices and market anomalies: an inquiry into the persistence of the religious holiday effect. *Vilakshan - XIMB Journal of Management*. <https://doi.org/10.1108/XJM-02-2024-0037>
- Siska, E., & Arigawati, D. (2020). Reaksi Ramadhan Effect Terhadap Saham Perusahaan Makanan Dan Minuman Di Indonesia. *JABE (Journal of Applied Business and Economic)*, 6(4), 330. <https://doi.org/10.30998/jabe.v6i4.4675>
- Siska, E., Duraipandi, O., & Widodo, P. (2023). Determinants of Indonesian stock market development: Implementation of an ARDL bound testing approach. *Investment Management and Financial Innovations*, 20(4), 69–82.
[https://doi.org/10.21511/imfi.20\(4\).2023.07](https://doi.org/10.21511/imfi.20(4).2023.07)
- Situngkir, T. L., & Nugraha, N. (2021). Volatility of LQ45 Index Situation Before and After Eid al-Fitr. *International Journal of Social Science and Business*, 5(3), 379.

<https://doi.org/10.23887/ijssb.v5i3.34727>

- Smeeke, S., & Wilms, I. (2023). bootUR: An R Package for Bootstrap Unit Root Tests. *Journal of Statistical Software*, 106(12), 1–39. <https://doi.org/10.18637/jss.v106.i12>
- Starbuck, C. (2023). Descriptive Statistics. In *The Fundamentals of People Analytics* (pp. 97–120). Springer International Publishing. https://doi.org/10.1007/978-3-031-28674-2_7
- Stewart, C. (2025). Demonstrating That the Autoregressive Distributed Lag Bounds Test Can Detect a Long-Run Levels Relationship When the Dependent Variable Is I(0). *Econometrics*, 13(4), 39. <https://doi.org/10.3390/econometrics13040039>
- Subekti, S. E., & Rahmawati, I. Y. (2020). Reaksi Pasar Modal Dari Dampak Peristiwa Hari Besar Agama Islam Terhadap Abnormal Return Dan Trading Volume Activity Saham Perusahaan Indeks JII Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen Universitas Bung Hatta*, 15(1), 59–69. <https://doi.org/10.37301/jmubh.v15i1.17122>
- Subramoney, S. D., Chinghamu, K., & Chifurira, R. (2025). Value at Risk long memory volatility models with heavy-tailed distributions for cryptocurrencies. *Front. Appl. Math. Stat.* <https://doi.org/https://doi.org/10.3389/fams.2025.1567626>
- Sukma, A. (2023). A Comparison Of Time-Varying Volatility Of Islamic And Conventional Stock Markets In Indonesia. *Buletin Studi Ekonomi*, 28(2), 123–133. <https://doi.org/10.24843/BSE.2023.v28.i02.p01>
- Suliyani, A., & Benarda, B. (2023). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Inflasi Dan Suku Bunga SBI Terhadap Return Saham Syariah Di Jakarta Islamic Index (JII) Periode 2016-2020. *JPSDa: Jurnal Perbankan Syariah Darussalam*, 3(1). <https://doi.org/https://doi.org/10.30739/jpsda.v3i1.1646>
- Supriani, I., Herianingrum, S., Ninglasari, S. Y., & Budi, R. S. (2022). Islamic Stock Market Performance Pre-Covid-19: Empirical Evidence From Jakarta Islamic Index. *JEBIS: Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Islam*, 8(2), 267–287. <https://doi.org/10.20473/jebis.v8i2.37789>
- Suratna, S., Widjanarko, H., & Wibawa, T. (2020). *Investasi Saham* (H. S. Utomo (ed.)). lppm upn “Veteran” Yogyakarta.
- Surbakti, M. S., & Christianti, A. (2023). Perbandingan Kinerja Sub Sektor Makanan-Minuman dan Farmasi pada Kasus Pertama Covid-19 di Indonesia. *Jurnal Nusantara Aplikasi Manajemen Bisnis*, 8(1), 179–190. <https://doi.org/10.29407/nusamba.v8i1.19718>
- Susianti, O. M., & Srifariyati, S. (2024). Perumusan Variabel Dan Indikator Dalam Penelitian Kuantitatif Kependidikan. *Jurnal Pendidikan Rokania*, 9(1), 18–30. <https://doi.org/10.37728/jpr.v9i1.1066>
- Tandelilin, E. (2010). *Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi* (1st ed.). Yogyakarta: Kanisius.
- Tandelilin, E. (2012). Dasar-dasar Manajemen Investasi. In *Manajemen Investasi*. <https://pustaka.ut.ac.id/lib/wp-content/uploads/pdfmk/EKMA5312-M1.pdf>
- Tejokusumo, P., Anastasia, N., & Atmadja, A. S. (2022). The Influence Of Real Interest Rates, Inflation, Exchange Rate, And Gdp On Stock Return In The Property Sector. *Jurnal Ekonomi Dan Manajemen*, 16(2). <https://doi.org/https://doi.org/10.30650/jem.v16i2.3608>

- Thorbecke, W. (2023). Sectoral evidence on Indonesian economic performance after the pandemic. *Asia and the Global Economy*, 3(2). <https://doi.org/10.1016/j.aglobe.2023.100069>
- Tie, Y. C., Birks, M., & Francis, K. (2019). Grounded theory research: A design framework for novice researchers. *Sage Open Medicine*, 7. <https://doi.org/10.1177/2050312118822927>
- Trijasa, I. S. P., & Sholahuddin, M. (2025). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Volume Perdagangan Saham, dan Kebijakan Dividen Terhadap Volatilitas Harga Saham Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Jakarta Islamic Index. *El-Mal: Jurnal Kajian Ekonomi & Bisnis Islam*, 6(3).
- Tsay, R. S. (2010). *Analysis of Financial Time Series* (3rd ed.). John Wiley & Sons, Inc.
- Usman, R. (2025). *Belum Terimbas Program Cek Kesehatan Gratis, Begini Rekomendasi Emiten Kesehatan*. Kontan.Co.Id. https://investasi.kontan.co.id/news/belum-terimbas-program-cek-kesehatan-gratis-begini-rekomendasi-emiten-kesehatan?utm_source=chatgpt.com
- Vacca, G., Zoia, M., & Bertelli, S. (2024). bootCT: An R Package for Bootstrap Cointegration Tests in ARDL Models. *The R Journal*, 16(1), 39–66. <https://doi.org/10.32614/RJ-2024-003>
- Vardiansyah, D. (2008). Pendekatan Deskriptif. In *Penelitian Kualitatif Ilmu Ekonomi* (p. 181). Raja Grafindo Persada.
- Verguet, S., Limasalle, P., Chakrabarti, A., Husain, A., Burbano, C., Drake, L., & Bundy, D. A. P. (2020). The Broader Economic Value of School Feeding Programs in Low- and Middle-Income Countries: Estimating the Multi-Sectoral Returns to Public Health, Human Capital, Social Protection, and the Local Economy. *Frontiers in Public Health*, 8. <https://doi.org/10.3389/fpubh.2020.587046>
- Virlana, B., & Tjoneng, A. (2025). Kepastian Hukum Program Makan Bergizi Gratis: Kajian atas Usulan Pemanfaatan Dana Zakat. *MORALITY: Jurnal Ilmu Hukum*, 11(1), 57. <https://doi.org/10.52947/morality.v11i1.975>
- Voumik, L. C., & Sultana, T. (2022). Impact of urbanization, industrialization, electrification and renewable energy on the environment in BRICS: fresh evidence from novel CS-ARDL model. *Heliyon*, 8(11), e11457. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2022.e11457>
- Wahhab, H. A. Al, & Masruroh, A. (2025). Pengaruh Harga Emas Dunia Dan Ekonomi Makro Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). *Iqtishaduna*, 6(3). <https://doi.org/https://doi.org/10.24252/iqtishaduna.vi.54957>
- Wahyudi, M., Fani, D., & Pratiwi, I. (2021). Perspektif Hukum Ekonomi Syariah Dalam Investasi Saham Syariah Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal At-Tabayyun*, 4(2), 87–101. <https://doi.org/10.62214/jat.v4i2.69>
- Wang, G., Wang, Y., Li, S., Yi, Y., Li, C., & Shin, C. (2024). Sustainability in Global Agri-Food Supply Chains: Insights from a Comprehensive Literature Review and the ABCDE Framework. *Foods*, 13(18), 2914. <https://doi.org/10.3390/foods13182914>
- Wang, J. (2022). Market distraction and near-zero daily volatility persistence. *International Review of Financial Analysis*, 80, 102022. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102022>

- Wang, P., & Liu, A. (2005). Stock return volatility and trading volume: evidence from the Chinese stock market. *Journal of Chinese Economic and Business Studies*, 3(1), 39–54. <https://doi.org/https://doi.org/10.1080/14765280500040518>
- Wathon, A. (2024). Stabilitas Harga dalam Mekanisme Pasar Syariah. *Jurnal Ekonomi Syariah*, 1(2).
- Wati, S. (2024). *Efek Prabowo Gibran Terhadap Harga Saham Perusahaan Sektor Food and Beverage di Indonesia*.
- WFP. (2025). *WFP report finds 80 million more children now supported by national school meal programmes worldwide*. World Food Programme. <https://www.wfp.org/news/wfp-report-finds-80-million-more-children-now-supported-national-school-meal-programmes>
- Wijaya, F. A., & Imelda, E. (2023). Indonesian Stock Market Reaction Before And After The Announcement Of First Covid-19 Case. *International Journal of Application on Economics and Business (IJAEB)*, 1(2). <https://doi.org/https://doi.org/10.24912/ijaeb.v1.i2.473-483>
- Wineman, A., Ekwueme, M. C., Bigayimpunzi, L., Martin-Daihirou, A., de Gois V. N. Rodrigues, E. L., Etuge, P., Warner, Y., Kessler, H., & Mitchell, A. (2022). School Meal Programs in Africa: Regional Results From the 2019 Global Survey of School Meal Programs. *Frontiers in Public Health*, 10. <https://doi.org/10.3389/fpubh.2022.871866>
- World Bank. (2023). *Bank Dunia Menyetujui Dukungan untuk Memperluas Upaya Indonesia Mengurangi Stunting di Masa Kecil*. World Bank Group. <https://www.worldbank.org/in/news/press-release/2023/06/27/world-bank-approves-support-to-expand-indonesia-s-efforts-to-reduce-childhood-stunting>
- Yoon, J., & Nozue, M. (2022). The Role of School Meal Service Programs. *Journal of Nutritional Science and Vitaminology*, 68(Supplement), S87–S88. <https://doi.org/10.3177/jnsv.68.S87>
- Yuliana, I., Indiyanto, A., Yusuf, M., & Prajawati, M. I. (2021). Dividend as a Moderation Variable to Increase Stock Prices. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 25(4), 880–894. <https://doi.org/10.26905/jkdp.v25i4.5842>
- Yuliantika, A. S. P. D., Jelita, J., Matutu, R. R. dg., & Cahyaningrum, E. (2024). Analisis Tantangan Dan Kontribusi Pasar Modal Syariah Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Di Indonesia. *At-Tawazun : Jurnal Ekonomi Syariah*, 12(02), 10–12. <https://jurnal.staiskutim.ac.id/index.php/at-tawazun>
- Yusriadi, Y. (2025). The Impact of Free Nutritious Meal Programs on Food Security: A Systematic Review. *Journal of Indonesian Scholars for Social Research*, 5(1), 92–97. <https://doi.org/10.59065/jissr.v5i1.177>
- Zhang, J., Yang, Y., & Ding, J. (2023). Information criteria for model selection. *WIREs Computational Statistics*, 15(5). <https://doi.org/10.1002/wics.1607>

LAMPIRAN-LAMPIRAN

Lampiran 1 Uji stasioneritas tahap level

Harga Saham CPIN

#####

Augmented Dickey-Fuller Test Unit Root Test

#####

Test regression trend

Call:

lm(formula = z.diff ~ z.lag.1 + 1 + tt + z.diff.lag)

Residuals:

Min	1Q	Median	3Q	Max
-413.74	-28.25	-0.94	20.89	465.07

Coefficients:

Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)

(Intercept) 166.13203 56.39167 2.946 0.00333 **

z.lag.1 -0.03391 0.01134 -2.991 0.00288 **

tt -0.01568 0.01608 -0.975 0.32986

z.diff.lag -0.23127 0.03746 -6.174 1.15e-09 ***

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 73.49 on 667 degrees of freedom

Multiple R-squared: 0.07488, Adjusted R-squared: 0.07072

F-statistic: 18 on 3 and 667 DF, p-value: 3.065e-11

Value of test-statistic is: -2.9913 | 3.013 | 4.5145

Critical values for test statistics:

1pct 5pct 10pct

tau3 -3.96 -3.41 -3.12

phi2 6.09 4.68 4.03

phi3 8.27 6.25 5.34

Harga Saham ICBP

#####

Augmented Dickey-Fuller Test Unit Root Test

#####

Test regression trend

Call:

lm(formula = z.diff ~ z.lag.1 + 1 + tt + z.diff.lag)

Residuals:

Min	1Q	Median	3Q	Max
-890.40	-46.74	-2.40	40.08	968.68

Coefficients:

Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)

(Intercept) 250.691830 93.712131 2.675 0.00765 **

z.lag.1 -0.022536 0.008587 -2.624 0.00888 **

tt -0.036190 0.031411 -1.152 0.24968

z.diff.lag -0.092364 0.038533 -2.397 0.01680 *

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 155.3 on 667 degrees of freedom

Multiple R-squared: 0.02151, Adjusted R-squared: 0.01711

F-statistic: 4.887 on 3 and 667 DF, p-value: 0.002285

Value of test-statistic is: -2.6245 | 2.4713 | 3.7004

Critical values for test statistics:

1pct 5pct 10pct

tau3 -3.96 -3.41 -3.12

phi2 6.09 4.68 4.03

phi3 8.27 6.25 5.34

Harga Saham INDF

#####

Augmented Dickey-Fuller Test Unit Root Test


```
#####
Test regression trend
Call:
lm(formula = z.diff ~ z.lag.1 + 1 + tt + z.diff.lag)
Residuals:
    Min     1Q   Median     3Q      Max
-546.09 -25.87  -1.58   27.89  484.98
Coefficients:
            Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept) 119.704584  47.672548   2.511 0.012275 *
z.lag.1      -0.021279   0.008614  -2.470 0.013751 *
tt           0.082003   0.038273   2.143 0.032507 *
z.diff.lag   -0.140622   0.038345  -3.667 0.000265 ***
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1
Residual standard error: 91.04 on 667 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.03181,    Adjusted R-squared:  0.02746
F-statistic: 7.305 on 3 and 667 DF, p-value: 7.98e-05
Value of test-statistic is: -2.4703 | 2.25 | 3.0534
Critical values for test statistics:
    1pct  5pct 10pct
tau3 -3.96 -3.41 -3.12
phi2  6.09  4.68  4.03
phi3  8.27  6.25  5.34
```

```
Harga Saham UNVR
#####
# Augmented Dickey-Fuller Test Unit Root Test #
#####
Test regression trend
Call:
lm(formula = z.diff ~ z.lag.1 + 1 + tt + z.diff.lag)
Residuals:
    Min     1Q   Median     3Q      Max
-316.30 -12.02   1.60   9.17  246.16
Coefficients:
            Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept) 23.248474  17.966137   1.294  0.1961
z.lag.1      -0.009870   0.005897  -1.674  0.0947 .
tt          -0.014516   0.018085  -0.803  0.4224
z.diff.lag    0.005254   0.038777   0.135  0.8923
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1
Residual standard error: 45.22 on 667 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.006686,    Adjusted R-squared:  0.002218
F-statistic: 1.496 on 3 and 667 DF, p-value: 0.2143
Value of test-statistic is: -1.6737 | 2.0667 | 2.2434
Critical values for test statistics:
    1pct  5pct 10pct
tau3 -3.96 -3.41 -3.12
phi2  6.09  4.68  4.03
phi3  8.27  6.25  5.34
```

```
Program MBG
#####
# Augmented Dickey-Fuller Test Unit Root Test #
#####
Test regression trend
Call:
lm(formula = z.diff ~ z.lag.1 + 1 + tt + z.diff.lag)
Residuals:
    Min     1Q   Median     3Q      Max
-88.677 -16.878 -4.324  12.203 269.266
Coefficients:
```

```

      Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept) -0.672579  2.533807 -0.265 0.790751
z.lag.1     -0.388425  0.036760 -10.567 < 2e-16 ***
tt           0.053442  0.008153  6.555 1.12e-10 ***
z.diff.lag  -0.147837  0.038647 -3.825 0.000143 ***
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1
Residual standard error: 32.7 on 667 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.245, Adjusted R-squared:  0.2416
F-statistic: 72.16 on 3 and 667 DF, p-value: < 2.2e-16
Value of test-statistic is: -10.5666 | 37.2523 | 55.8601
Critical values for test statistics:
      1pct  5pct 10pct
tau3 -3.96 -3.41 -3.12
phi2  6.09  4.68  4.03
phi3  8.27  6.25  5.34

```

Hari Keagamaan

```

#####
# Augmented Dickey-Fuller Test Unit Root Test #
#####
Test regression trend
Call:
lm(formula = z.diff ~ z.lag.1 + 1 + tt + z.diff.lag)
Residuals:
      Min       1Q   Median       3Q      Max
-0.82570 -0.03459 -0.03048 -0.02495  0.97616
Coefficients:
      Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept)  3.884e-02  1.857e-02  2.092  0.0368 *
z.lag.1     -2.125e-01  2.712e-02 -7.833 1.88e-14 ***
tt           -2.318e-05  4.625e-05 -0.501  0.6163
z.diff.lag  -1.557e-01  3.824e-02 -4.072 5.22e-05 ***
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1
Residual standard error: 0.2317 on 667 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.1471, Adjusted R-squared:  0.1432
F-statistic: 38.34 on 3 and 667 DF, p-value: < 2.2e-16
Value of test-statistic is: -7.8334 | 20.4576 | 30.6865
Critical values for test statistics:
      1pct  5pct 10pct
tau3 -3.96 -3.41 -3.12
phi2  6.09  4.68  4.03
phi3  8.27  6.25  5.34

```

TVA CPIN

```

#####
# Augmented Dickey-Fuller Test Unit Root Test #
#####
Test regression trend
Call:
lm(formula = z.diff ~ z.lag.1 + 1 + tt + z.diff.lag)
Residuals:
      Min       1Q   Median       3Q      Max
-8.132e-04 -9.456e-05 -3.644e-05  6.462e-05  1.345e-03
Coefficients:
      Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept)  1.432e-04  2.166e-05  6.612 7.79e-11 ***
z.lag.1     -3.379e-01  3.277e-02 -10.313 < 2e-16 ***
tt           -2.617e-08  4.204e-08 -0.622  0.5339
z.diff.lag  -8.911e-02  3.739e-02 -2.383  0.0174 *
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1
Residual standard error: 0.0002103 on 667 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.1923, Adjusted R-squared:  0.1887
F-statistic: 52.94 on 3 and 667 DF, p-value: < 2.2e-16
Value of test-statistic is: -10.3127 | 35.4725 | 53.1899

```

Critical values for test statistics:

1pct 5pct 10pct
tau3 -3.96 -3.41 -3.12
phi2 6.09 4.68 4.03
phi3 8.27 6.25 5.34

TVA ICBP

#####

Augmented Dickey-Fuller Test Unit Root Test

#####

Test regression trend

Call:

lm(formula = z.diff ~ z.lag.1 + 1 + tt + z.diff.lag)

Residuals:

Min	1Q	Median	3Q	Max
-6.695e-04	-1.138e-04	-3.186e-05	8.214e-05	1.502e-03

Coefficients:

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t)
(Intercept)	1.620e-04	2.342e-05	6.915	1.1e-11 ***
z.lag.1	-3.680e-01	3.459e-02	-10.641	< 2e-16 ***
tt	2.771e-08	4.599e-08	0.603	0.5470
z.diff.lag	-8.427e-02	3.858e-02	-2.184	0.0293 *

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 0.0002304 on 667 degrees of freedom

Multiple R-squared: 0.2067, Adjusted R-squared: 0.2031

F-statistic: 57.92 on 3 and 667 DF, p-value: < 2.2e-16

Value of test-statistic is: -10.641 | 37.7439 | 56.6153

Critical values for test statistics:

1pct 5pct 10pct
tau3 -3.96 -3.41 -3.12
phi2 6.09 4.68 4.03
phi3 8.27 6.25 5.34

TVA INDF

#####

Augmented Dickey-Fuller Test Unit Root Test

#####

Test regression trend

Call:

lm(formula = z.diff ~ z.lag.1 + 1 + tt + z.diff.lag)

Residuals:

Min	1Q	Median	3Q	Max
-1.215e-03	-2.387e-04	-8.368e-05	1.409e-04	2.656e-03

Coefficients:

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t)
(Intercept)	4.383e-04	5.186e-05	8.451	< 2e-16 ***
z.lag.1	-4.298e-01	3.760e-02	-11.429	< 2e-16 ***
tt	-1.795e-08	9.094e-08	-0.197	0.844
z.diff.lag	-9.944e-02	3.851e-02	-2.582	0.010 *

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 0.0004563 on 667 degrees of freedom

Multiple R-squared: 0.2464, Adjusted R-squared: 0.243

F-statistic: 72.68 on 3 and 667 DF, p-value: < 2.2e-16

Value of test-statistic is: -11.4291 | 43.548 | 65.3218

Critical values for test statistics:

1pct 5pct 10pct
tau3 -3.96 -3.41 -3.12
phi2 6.09 4.68 4.03
phi3 8.27 6.25 5.34

TVA UNVR

#####

Augmented Dickey-Fuller Test Unit Root Test

#####

Test regression trend

```

Call:
lm(formula = z.diff ~ z.lag.1 + 1 + tt + z.diff.lag)
Residuals:
    Min       1Q   Median       3Q      Max
-0.0050958 -0.0001657 -0.0000658  0.0000556  0.0192801
Coefficients:
            Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept)  7.047e-05  7.359e-05   0.958  0.33863
z.lag.1     -2.280e-01  2.444e-02  -9.328 < 2e-16 ***
tt           3.210e-07  1.916e-07   1.675  0.09434 .
z.diff.lag   1.262e-01  3.841e-02   3.286  0.00107 **
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1
Residual standard error: 0.0009453 on 667 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.1155, Adjusted R-squared:  0.1116
F-statistic: 29.04 on 3 and 667 DF, p-value: < 2.2e-16
Value of test-statistic is: -9.3282 | 29.0056 | 43.508
Critical values for test statistics:
    1pct  5pct 10pct
tau3 -3.96 -3.41 -3.12
phi2  6.09  4.68  4.03
phi3  8.27  6.25  5.34

```

```

GDP
#####
# Augmented Dickey-Fuller Test Unit Root Test #
#####
Test regression trend
Call:
lm(formula = z.diff ~ z.lag.1 + 1 + tt + z.diff.lag)
Residuals:
    Min       1Q   Median       3Q      Max
-236.725 -0.860   0.074   0.966  66.795
Coefficients:
            Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept) 27.183614  21.600783   1.258   0.209
z.lag.1     -0.005349   0.004275  -1.251   0.211
tt          -0.001626   0.002166  -0.751   0.453
z.diff.lag   0.034097   0.038737   0.880   0.379
Residual standard error: 10.77 on 667 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.003851, Adjusted R-squared: -0.0006296
F-statistic: 0.8595 on 3 and 667 DF, p-value: 0.4618
Value of test-statistic is: -1.2513 | 0.7593 | 0.9563
Critical values for test statistics:
    1pct  5pct 10pct
tau3 -3.96 -3.41 -3.12
phi2  6.09  4.68  4.03
phi3  8.27  6.25  5.34

```

```

Inflasi
#####
# Augmented Dickey-Fuller Test Unit Root Test #
#####
Test regression trend
Call:
lm(formula = z.diff ~ z.lag.1 + 1 + tt + z.diff.lag)
Residuals:
    Min       1Q   Median       3Q      Max
-1007990 -4898  -2033   5855 1002394
Coefficients:
            Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept) -5.497e+03  9.337e+03  -0.589   0.5563
z.lag.1     -4.223e-04  3.093e-03  -0.137   0.8915
tt           1.974e+01  1.319e+01   1.497   0.1348
z.diff.lag   6.456e-02  3.876e-02   1.665   0.0963 .
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

```

Residual standard error: 59510 on 667 degrees of freedom
Multiple R-squared: 0.009191, Adjusted R-squared: 0.004735
F-statistic: 2.062 on 3 and 667 DF, p-value: 0.1039
Value of test-statistic is: -0.1365 | 1.0051 | 1.4985
Critical values for test statistics:
1pct 5pct 10pct
tau3 -3.96 -3.41 -3.12
phi2 6.09 4.68 4.03
phi3 8.27 6.25 5.34

Suku Bunga

Augmented Dickey-Fuller Test Unit Root Test #

Test regression trend
Call:
lm(formula = z.diff ~ z.lag.1 + 1 + tt + z.diff.lag)
Residuals:
Min 1Q Median 3Q Max
-89.557 -1.212 -0.308 1.451 89.076
Coefficients:
Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept) -9.641578 9.765238 -0.987 0.32384
z.lag.1 0.001842 0.001524 1.209 0.22721
tt -0.008276 0.003146 -2.631 0.00871 **
z.diff.lag 0.174733 0.038257 4.567 5.88e-06 ***

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1
Residual standard error: 9.23 on 667 degrees of freedom
Multiple R-squared: 0.1067, Adjusted R-squared: 0.1027
F-statistic: 26.55 on 3 and 667 DF, p-value: 3.129e-16
Value of test-statistic is: 1.2087 | 18.1863 | 18.1792
Critical values for test statistics:
1pct 5pct 10pct
tau3 -3.96 -3.41 -3.12
phi2 6.09 4.68 4.03
phi3 8.27 6.25 5.34

Lampiran 2 Uji stasioneritas pada *first difference*

Harga Saham CPIN
=== FD: Harga Saham ===

Augmented Dickey-Fuller Test Unit Root Test #

Test regression drift
Call:
lm(formula = z.diff ~ z.lag.1 + 1 + z.diff.lag)
Residuals:
Min 1Q Median 3Q Max
-400.60 -25.50 0.40 19.62 472.13
Coefficients:
Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept) -0.39703 2.85165 -0.139 0.889
z.lag.1 -1.18161 0.06089 -19.405 <2e-16 ***
z.diff.lag -0.04909 0.03840 -1.278 0.202

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1
Residual standard error: 73.81 on 667 degrees of freedom
Multiple R-squared: 0.6238, Adjusted R-squared: 0.6227
F-statistic: 553 on 2 and 667 DF, p-value: < 2.2e-16
Value of test-statistic is: -19.4055 188.2859
Critical values for test statistics:
1pct 5pct 10pct
tau2 -3.43 -2.86 -2.57
phi1 6.43 4.59 3.78

```

Harga Saham ICBP
=== FD: Harga Saham ===
#####
# Augmented Dickey-Fuller Test Unit Root Test #
#####
Test regression drift
Call:
lm(formula = z.diff ~ z.lag.1 + 1 + z.diff.lag)
Residuals:
    Min     1Q   Median     3Q      Max
-887.19 -45.82   2.18  36.64 571.44
Coefficients:
            Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept) -2.18474    5.83484  -0.374   0.708
z.lag.1      -1.16095    0.05573 -20.830 <2e-16 ***
z.diff.lag    0.06025    0.03757   1.604   0.109
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1
Residual standard error: 151 on 667 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.5648, Adjusted R-squared:  0.5635
F-statistic: 432.8 on 2 and 667 DF, p-value: < 2.2e-16
Value of test-statistic is: -20.8304 216.9937
Critical values for test statistics:
    1pct  5pct 10pct
tau2 -3.43 -2.86 -2.57
phi1  6.43  4.59  3.78

```

```

Harga Saham INDF
=== FD: Harga Saham ===
#####
# Augmented Dickey-Fuller Test Unit Root Test #
#####
Test regression drift
Call:
lm(formula = z.diff ~ z.lag.1 + 1 + z.diff.lag)
Residuals:
    Min     1Q   Median     3Q      Max
-543.10 -27.37  -2.66  29.26 493.16
Coefficients:
            Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept)  2.65928    3.53173   0.753   0.452
z.lag.1      -1.09221    0.05870 -18.608 <2e-16 ***
z.diff.lag   -0.05148    0.03868  -1.331   0.184
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1
Residual standard error: 91.34 on 667 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.5769, Adjusted R-squared:  0.5756
F-statistic: 454.7 on 2 and 667 DF, p-value: < 2.2e-16
Value of test-statistic is: -18.6078 173.1251
Critical values for test statistics:
    1pct  5pct 10pct
tau2 -3.43 -2.86 -2.57
phi1  6.43  4.59  3.78

```

```

Harga Saham UNVR
=== FD: Harga Saham ===
#####
# Augmented Dickey-Fuller Test Unit Root Test #
#####
Test regression drift
Call:
lm(formula = z.diff ~ z.lag.1 + 1 + z.diff.lag)
Residuals:
    Min     1Q   Median     3Q      Max
-321.58 -14.30   2.42   8.16 252.09
Coefficients:
            Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)

```

```

(Intercept) -2.41813  1.75501 -1.378  0.169
z.lag.1     -1.04392  0.05467 -19.093 <2e-16 ***
z.diff.lag  0.04548  0.03873  1.174  0.241
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1
Residual standard error: 45.32 on 667 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.5004, Adjusted R-squared:  0.4989
F-statistic:  334 on 2 and 667 DF, p-value: < 2.2e-16
Value of test-statistic is: -19.0933 182.2788
Critical values for test statistics:
    1pct  5pct 10pct
tau2 -3.43 -2.86 -2.57
phi1  6.43  4.59  3.78

```

```

Program MBG
=== FD: RSI MBG ===
#####
# Augmented Dickey-Fuller Test Unit Root Test #
#####
Test regression drift
Call:
lm(formula = z.diff ~ z.lag.1 + 1 + z.diff.lag)
Residuals:
    Min     1Q   Median     3Q      Max
-165.811 -15.734  -0.892  13.888  270.508
Coefficients:
            Estimate Std. Error t value
(Intercept)  0.27174    1.33977   0.203
z.lag.1     -1.60500    0.06248 -25.690
z.diff.lag   0.19424    0.03841   5.057
            Pr(>|t|)
(Intercept)  0.839
z.lag.1     < 2e-16 ***
z.diff.lag   5.5e-07 ***
---
Signif. codes:
  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1
Residual standard error: 34.68 on 667 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.6826, Adjusted R-squared:  0.6817
F-statistic: 717.4 on 2 and 667 DF, p-value: < 2.2e-16
Value of test-statistic is: -25.69 329.9879
Critical values for test statistics:
    1pct  5pct 10pct
tau2 -3.43 -2.86 -2.57
phi1  6.43  4.59  3.78

```

```

Hari Keagamaan
=== FD: Hari Besar ===
#####
# Augmented Dickey-Fuller Test Unit Root Test #
#####
Test regression drift
Call:
lm(formula = z.diff ~ z.lag.1 + 1 + z.diff.lag)
Residuals:
    Min     1Q   Median     3Q      Max
    -1     0     0     0     1
Coefficients:
            Estimate Std. Error t value
(Intercept) 0.000000  0.008987   0.000
z.lag.1     -1.612903  0.059085 -27.298
z.diff.lag   0.278150  0.037192   7.479
            Pr(>|t|)
(Intercept)      1
z.lag.1     < 2e-16 ***
z.diff.lag   2.37e-13 ***
---

```

Signif. codes:
 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1
 Residual standard error: 0.2326 on 667 degrees of freedom
 Multiple R-squared: 0.6595, Adjusted R-squared: 0.6585
 F-statistic: 646 on 2 and 667 DF, p-value: < 2.2e-16
 Value of test-statistic is: -27.2979 372.5864
 Critical values for test statistics:
 1pct 5pct 10pct
 tau2 -3.43 -2.86 -2.57
 phi1 6.43 4.59 3.78

TVA CPIN
 == FD: TVA ==
 #####
 # Augmented Dickey-Fuller Test Unit Root Test #
 #####
 Test regression drift
 Call:
 lm(formula = z.diff ~ z.lag.1 + 1 + z.diff.lag)
 Residuals:
 Min 1Q Median 3Q
 -1.254e-03 -7.029e-05 2.680e-06 5.433e-05
 Max
 1.357e-03
 Coefficients:
 Estimate Std. Error t value
 (Intercept) -2.745e-06 8.670e-06 -0.317
 z.lag.1 -1.249e+00 6.012e-02 -20.777
 z.diff.lag 2.189e-02 3.761e-02 0.582
 Pr(>|t|)
 (Intercept) 0.752
 z.lag.1 <2e-16 ***
 z.diff.lag 0.561

Signif. codes:
 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1
 Residual standard error: 0.0002244 on 667 degrees of freedom
 Multiple R-squared: 0.6188, Adjusted R-squared: 0.6176
 F-statistic: 541.3 on 2 and 667 DF, p-value: < 2.2e-16
 Value of test-statistic is: -20.7768 215.8398
 Critical values for test statistics:
 1pct 5pct 10pct
 tau2 -3.43 -2.86 -2.57
 phi1 6.43 4.59 3.78

TVA ICBP
 == FD: TVA ==
 #####
 # Augmented Dickey-Fuller Test Unit Root Test #
 #####
 Test regression drift
 Call:
 lm(formula = z.diff ~ z.lag.1 + 1 + z.diff.lag)
 Residuals:
 Min 1Q Median 3Q
 -1.053e-03 -9.354e-05 9.600e-07 7.491e-05
 Max
 1.476e-03
 Coefficients:
 Estimate Std. Error t value
 (Intercept) -9.618e-07 9.449e-06 -0.102
 z.lag.1 -1.431e+00 6.055e-02 -23.626
 z.diff.lag 1.286e-01 3.803e-02 3.382
 Pr(>|t|)
 (Intercept) 0.918953
 z.lag.1 < 2e-16 ***
 z.diff.lag 0.000763 ***


```

---
Signif. codes:
  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1
Residual standard error: 0.0002446 on 667 degrees of freedom
Multiple R-squared: 0.6446, Adjusted R-squared: 0.6436
F-statistic: 604.9 on 2 and 667 DF, p-value: < 2.2e-16
Value of test-statistic is: -23.6259 279.1045
Critical values for test statistics:
  1pct 5pct 10pct
tau2 -3.43 -2.86 -2.57
phi1 6.43 4.59 3.78

```

```

TVA INDF
=== FD: TVA ===
#####
# Augmented Dickey-Fuller Test Unit Root Test #
#####
Test regression drift
Call:
lm(formula = z.diff ~ z.lag.1 + 1 + z.diff.lag)
Residuals:
  Min      1Q  Median      3Q      Max
-0.0021322 -0.0001838 -0.0000029  0.0001407
0.0027560
Coefficients:
      Estimate Std. Error t value
(Intercept) -3.370e-06  1.875e-05 -0.180
z.lag.1      -1.470e+00  6.105e-02 -24.076
z.diff.lag    1.200e-01  3.766e-02  3.186
      Pr(>|t|)
(Intercept)  0.85739
z.lag.1      < 2e-16 ***
z.diff.lag    0.00151 **

```

```

---
Signif. codes:
  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1
Residual standard error: 0.0004853 on 667 degrees of freedom
Multiple R-squared: 0.6706, Adjusted R-squared: 0.6696
F-statistic: 678.8 on 2 and 667 DF, p-value: < 2.2e-16
Value of test-statistic is: -24.0764 289.8582
Critical values for test statistics:
  1pct 5pct 10pct
tau2 -3.43 -2.86 -2.57
phi1 6.43 4.59 3.78

```

```

TVA UNVR
=== FD: TVA ===
#####
# Augmented Dickey-Fuller Test Unit Root Test #
#####
Test regression drift
Call:
lm(formula = z.diff ~ z.lag.1 + 1 + z.diff.lag)
Residuals:
  Min      1Q  Median      3Q      Max
-0.0087388 -0.0000749  0.0000003  0.0000535
0.0189327
Coefficients:
      Estimate Std. Error t value
(Intercept) -2.828e-07  3.879e-05 -0.007
z.lag.1      -9.587e-01  5.450e-02 -17.589
z.diff.lag    -2.936e-02  3.887e-02 -0.755
      Pr(>|t|)
(Intercept)  0.994
z.lag.1      < 2e-16 ***

```

```

z.diff.lag 0.450
---
Signif. codes:
  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1
Residual standard error: 0.001004 on 667 degrees of freedom
Multiple R-squared: 0.4945, Adjusted R-squared: 0.493
F-statistic: 326.3 on 2 and 667 DF, p-value: < 2.2e-16
Value of test-statistic is: -17.5894 154.697
Critical values for test statistics:
  1pct 5pct 10pct
tau2 -3.43 -2.86 -2.57
phi1 6.43 4.59 3.78

```

```

GDP
=== FD: GDP ===
#####
# Augmented Dickey-Fuller Test Unit Root Test #
#####
Test regression drift
Call:
lm(formula = z.diff ~ z.lag.1 + 1 + z.diff.lag)
Residuals:
  Min    1Q  Median    3Q   Max
-239.189 -0.692  0.246  1.214  67.215
Coefficients:
      Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept) -0.24572   0.41670  -0.590   0.556
z.lag.1      -0.93791   0.05388 -17.409 <2e-16 ***
z.diff.lag   -0.03156   0.03871  -0.815   0.415
---

```

```

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1
Residual standard error: 10.78 on 667 degrees of freedom
Multiple R-squared: 0.4847, Adjusted R-squared: 0.4832
F-statistic: 313.7 on 2 and 667 DF, p-value: < 2.2e-16
Value of test-statistic is: -17.409 151.5374
Critical values for test statistics:
  1pct 5pct 10pct
tau2 -3.43 -2.86 -2.57
phi1 6.43 4.59 3.78

```

```

Inflasi
=== FD: Inflasi ===
#####
# Augmented Dickey-Fuller Test Unit Root Test #
#####
Test regression drift
Call:
lm(formula = z.diff ~ z.lag.1 + 1 + z.diff.lag)
Residuals:
  Min    1Q  Median    3Q   Max
-1004512 -5491  -807   5189 1005928
Coefficients:
      Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept) 307.39361 2299.77003  0.134   0.894
z.lag.1      -0.87249   0.05275 -16.541 <2e-16 ***
z.diff.lag   -0.06301   0.03865  -1.630   0.104
---

```

```

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1
Residual standard error: 59530 on 667 degrees of freedom
Multiple R-squared: 0.4677, Adjusted R-squared: 0.4661
F-statistic: 293 on 2 and 667 DF, p-value: < 2.2e-16
Value of test-statistic is: -16.5408 136.7995
Critical values for test statistics:
  1pct 5pct 10pct
tau2 -3.43 -2.86 -2.57
phi1 6.43 4.59 3.78

```

```

Suku Bunga
=== FD: Suku Bunga ===
#####
# Augmented Dickey-Fuller Test Unit Root Test #
#####
Test regression drift
Call:
lm(formula = z.diff ~ z.lag.1 + 1 + z.diff.lag)
Residuals:
    Min     1Q   Median     3Q      Max
-88.858 -2.164  1.270  1.270  89.213
Coefficients:
            Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept) -1.27037    0.37213  -3.414 0.000679 ***
z.lag.1      -0.61782    0.04691 -13.170 < 2e-16 ***
z.diff.lag   -0.18608    0.03806  -4.889 1.27e-06 ***
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1
Residual standard error: 9.313 on 667 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.4009, Adjusted R-squared:  0.3991
F-statistic: 223.2 on 2 and 667 DF, p-value: < 2.2e-16
Value of test-statistic is: -13.1704 86.7307
Critical values for test statistics:
    1pct 5pct 10pct
tau2 -3.43 -2.86 -2.57
phi1  6.43  4.59  3.78

```

Lampiran 3 Hasil Estimasi ARDL

```

CPIN dengan kontrol
Time series regression with "ts" data:
Start = 4, End = 673
Call:
dynlm::dynlm(formula = full_formula, data = data, start = start,
              end = end)
Residuals:
    Min     1Q   Median     3Q      Max
-433.42 -27.63  -0.38  24.79  477.62

```

Coefficients:	Std. Error	t value	Pr(> t)	(Intercept)
Estimate	(Intercept)	(Intercept)	(Intercept)	L(Harga_Saham_CPIN,
(Intercept)	199.32150784	1.031	0.3029	1) ***
205.51634158	L(Harga_Saham_CPIN,	L(Harga_Saham_CPIN,	L(Harga_Saham_CPIN,	L(Harga_Saham_CPIN,
L(Harga_Saham_CPIN,	1) 0.03784015	1) 19.483	1) <	2) ***
1) 0.73725364	L(Harga_Saham_CPIN,	L(Harga_Saham_CPIN,	0.0000000000000002	RSI_MBG
L(Harga_Saham_CPIN,	2) 0.03776140	2) 5.708	L(Harga_Saham_CPIN,	L(RSI_MBG, 1)
2) 0.21553160	RSI_MBG	RSI_MBG -	2) 0.0000000173	L(RSI_MBG, 2)
RSI_MBG	0.08721213	0.147	RSI_MBG	L(RSI_MBG, 3)
-0.01281780	L(RSI_MBG, 1)	L(RSI_MBG, 1)	0.8832	Hari_Besar
L(RSI_MBG, 1)	0.09551566	-0.059	L(RSI_MBG, 1)	TVA_CPIN
-0.00566566	L(RSI_MBG, 2)	L(RSI_MBG, 2)	0.9527	L(TVA_CPIN, 1)
L(RSI_MBG, 2)	0.09676077	1.754	L(RSI_MBG, 2)	GDP
0.16973930	L(RSI_MBG, 3)	L(RSI_MBG, 3)	0.0799	Inflasi *
L(RSI_MBG, 3)	0.08838438	-1.874	L(RSI_MBG, 3)	Suku_Bunga
-0.16559067	Hari_Besar	Hari_Besar	0.0614	
Hari_Besar	8.45643553	0.123	Hari_Besar	
1.04008952	TVA_CPIN	TVA_CPIN	0.9021	
TVA_CPIN	13939.70077578	1.139	TVA_CPIN	
15874.58185731	L(TVA_CPIN, 1)	L(TVA_CPIN, 1)	0.2552	
L(TVA_CPIN, 1)	13637.16960169	-1.596	L(TVA_CPIN, 1)	
21764.61672228	GDP	GDP -	0.1110	
GDP	0.03597709	0.171	GDP	
0.00616525	Inflasi	Inflasi 2.237	0.8640	
Inflasi	0.00000482	Suku_Bunga	Inflasi	
0.00001078	Suku_Bunga	0.543	0.0256	
Suku_Bunga	0.00967648		Suku_Bunga	
0.00525413			0.5873	

```

Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1
Residual standard error: 73.21 on 657 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.9316, Adjusted R-squared:  0.9303
F-statistic: 745.2 on 12 and 657 DF, p-value: < 0.00000000000000022

```

CPIN tanpa kontrol

Time series regression with "ts" data:

Start = 4, End = 673

Call:

```
dynlm::dynlm(formula = full_formula, data = data, start = start,
  end = end)
```

Residuals:

```
Min    1Q  Median    3Q   Max
-425.21 -27.52 -1.09  22.04 462.31
```

Coefficients:	Std. Error	t value	Pr(> t)	(Intercept) **
Estimate	(Intercept)	(Intercept)	(Intercept)	L(Harga_Saham_CPIN,
(Intercept)	54.41233	2.770	0.00577	1) ***
150.71023	L(Harga_Saham_CPIN,	L(Harga_Saham_CPIN,	L(Harga_Saham_CPIN,	L(Harga_Saham_CPIN,
L(Harga_Saham_CPIN,	1) 0.03763	1) 19.754	1) <	2) ***
1) 0.74335	L(Harga_Saham_CPIN,	L(Harga_Saham_CPIN,	0.0000000000000002	RSI_MBG
L(Harga_Saham_CPIN,	2) 0.03764	2) 5.968	L(Harga_Saham_CPIN,	L(RSI_MBG, 1)
2) 0.22466	RSI_MBG	RSI_MBG -	2) 0.00000000392	L(RSI_MBG, 2)
RSI_MBG -	0.08543	0.226	RSI_MBG	L(RSI_MBG, 3) *
0.01931	L(RSI_MBG, 1)	L(RSI_MBG, 1)	0.82122	Hari_Besar
L(RSI_MBG, 1)	0.09509	-0.112	L(RSI_MBG, 1)	TVA_CPIN
-0.01061	L(RSI_MBG, 2)	L(RSI_MBG, 2)	0.91118	
L(RSI_MBG, 2)	0.09638	1.558	L(RSI_MBG, 2)	
0.15021	L(RSI_MBG, 3)	L(RSI_MBG, 3)	0.11961	
L(RSI_MBG, 3)	0.08646	-2.159	L(RSI_MBG, 3)	
-0.18670	Hari_Besar	Hari_Besar	0.03118	
Hari_Besar	8.43440	0.041	Hari_Besar	
0.34913	TVA_CPIN	TVA_CPIN	0.96699	
TVA_CPIN	10708.56427	0.868	TVA_CPIN	
9295.87381			0.38567	

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 73.43 on 661 degrees of freedom

Multiple R-squared: 0.9307, Adjusted R-squared: 0.9299

F-statistic: 1110 on 8 and 661 DF, p-value: < 0.00000000000000022

ICBP dengan kontrol

Time series regression with "ts" data:

Start = 4, End = 673

Call:

```
dynlm::dynlm(formula = full_formula, data = data, start = start,
  end = end)
```

Residuals:

```
Min    1Q  Median    3Q   Max
-783.48 -48.72 -3.01  42.20 591.45
```

Coefficients:	Std. Error	t value	Pr(> t)	(Intercept) **
Estimate	(Intercept)	(Intercept)	(Intercept)	L(Harga_Saham_ICBP,
(Intercept)	92.121545	3.139	0.00177	1) ***
289.123959	L(Harga_Saham_ICBP,	L(Harga_Saham_ICBP,	L(Harga_Saham_ICBP,	RSI_MBG *
L(Harga_Saham_ICBP,	1) 0.008245	1) 118.269	1) <	L(RSI_MBG, 1)
1) 0.975076	RSI_MBG	RSI_MBG -	<0.0000000000000002	L(RSI_MBG, 2)
RSI_MBG	0.169247	2.531	RSI_MBG -	L(RSI_MBG, 3)
-0.428379	L(RSI_MBG, 1)	L(RSI_MBG, 1)	0.01160	Hari_Besar
L(RSI_MBG, 1)	0.188739	1.102	L(RSI_MBG, 1)	L(Hari_Besar, 1)
0.208055	L(RSI_MBG, 2)	L(RSI_MBG, 2)	0.27072	TVA_ICBP
L(RSI_MBG, 2)	0.191151	1.480	L(RSI_MBG, 2)	
0.282819	L(RSI_MBG, 3)	L(RSI_MBG, 3)	0.13947	
L(RSI_MBG, 3)	0.171397	-1.664	L(RSI_MBG, 3)	
-0.285178	Hari_Besar	Hari_Besar	0.09662	
Hari_Besar	24.301400	0.704	Hari_Besar	
17.116678	L(Hari_Besar, 1)	L(Hari_Besar, 1)	0.48146	
L(Hari_Besar, 1)	24.249075	1.663	L(Hari_Besar, 1)	
-40.326679	TVA_ICBP	TVA_ICBP -	0.09678	
TVA_ICBP -	20136.943635	1.279	TVA_ICBP -	
25759.048446			0.20128	

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 145.7 on 660 degrees of freedom

Multiple R-squared: 0.959, Adjusted R-squared: 0.9585

F-statistic: 1928 on 8 and 660 DF, p-value: < 0.00000000000000022

ICBP tanpa kontrol

Time series regression with "ts" data:

Start = 4, End = 673

Call:

dynlm::dynlm(formula = full_formula, data = data, start = start, end = end)

Residuals:

Min 1Q Median 3Q Max
-795.72 -49.13 -2.87 45.29 565.75

Coefficients: Estimate (Intercept)	Std. Error (Intercept)	t value (Intercept)	Pr(> t) (Intercept)	(Intercept)
284.862908753	388.966911747	0.732	0.4642	L(Harga_Saham_ICBP, 1) ***
L(Harga_Saham_ICBP, 1) 0.969247780	L(Harga_Saham_ICBP, 1) 0.009786593	L(Harga_Saham_ICBP, 1) 99.038	L(Harga_Saham_ICBP, 1) <0.0000000000000002	RSI_MBG *
RSI_MBG -0.397092394	RSI_MBG 0.174430471	RSI_MBG -2.277	RSI_MBG 0.0231	L(RSI_MBG, 1)
L(RSI_MBG, 1) 0.214850250	L(RSI_MBG, 1) 0.190849362	L(RSI_MBG, 1) 1.126	L(RSI_MBG, 1) 0.2607	L(RSI_MBG, 2)
L(RSI_MBG, 2) 0.304244380	L(RSI_MBG, 2) 0.193141293	L(RSI_MBG, 2) 1.575	L(RSI_MBG, 2) 0.1157	L(RSI_MBG, 3)
L(RSI_MBG, 3) -0.260276185	L(RSI_MBG, 3) 0.176606997	L(RSI_MBG, 3) -1.474	L(RSI_MBG, 3) 0.1410	Hari_Besar
Hari_Besar 16.854670663	Hari_Besar 24.430731291	Hari_Besar 0.690	Hari_Besar 0.4905	L(Hari_Besar, 1) .
L(Hari_Besar, 1) -41.595680550	L(Hari_Besar, 1) 24.343066690	L(Hari_Besar, 1) -1.709	L(Hari_Besar, 1) 0.0880	TVA_ICBP
TVA_ICBP 26235.206308833	TVA_ICBP 25117.666332337	TVA_ICBP 1.044	TVA_ICBP 0.2966	L(TVA_ICBP, 1)
L(TVA_ICBP, 1) 11427.618125386	L(TVA_ICBP, 1) 28413.488518581	L(TVA_ICBP, 1) 0.402	L(TVA_ICBP, 1) 0.6877	L(TVA_ICBP, 2)
L(TVA_ICBP, 2) 35240.271625218	L(TVA_ICBP, 2) 24891.206827932	L(TVA_ICBP, 2) 1.416	L(TVA_ICBP, 2) 0.1573	GDP
GDP 0.011821076	GDP 0.073177757	GDP 0.162	GDP 0.8717	Inflasi
Inflasi 0.000008536	Inflasi 0.000009763	Inflasi 0.874	Inflasi 0.3822	Suku_Bunga
Suku_Bunga 0.022000088	Suku_Bunga 0.020184962	Suku_Bunga 1.090	Suku_Bunga 0.2761	

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 145.8 on 655 degrees of freedom

Multiple R-squared: 0.9592, Adjusted R-squared: 0.9584

F-statistic: 1185 on 13 and 655 DF, p-value: < 0.00000000000000022

INDF dengan kontrol

Time series regression with "ts" data:

Start = 4, End = 673

Call:

dynlm::dynlm(formula = full_formula, data = data, start = start, end = end)

Residuals:

Min 1Q Median 3Q Max
-608.16 -27.79 0.47 28.75 432.59

Coefficients: Estimate (Intercept)	Std. Error (Intercept)	t value (Intercept)	Pr(> t) (Intercept)	(Intercept)
126.925511053	240.860473595	0.527	0.598395	L(Harga_Saham_INDF, 1) ***
L(Harga_Saham_INDF, 1) 0.848565034	L(Harga_Saham_INDF, 1) 0.038367478	L(Harga_Saham_INDF, 1) 22.117	L(Harga_Saham_INDF, 1) <0.0000000000000002	L(Harga_Saham_INDF, 2) ***
L(Harga_Saham_INDF, 2) 0.133865381	L(Harga_Saham_INDF, 2) 0.038415568	L(Harga_Saham_INDF, 2) 3.485	L(Harga_Saham_INDF, 2) 0.000526	RSI_MBG *
RSI_MBG -0.020625556	RSI_MBG 0.107702879	RSI_MBG 0.192	RSI_MBG 0.848190	L(RSI_MBG, 1)
L(RSI_MBG, 1) 0.268159373	L(RSI_MBG, 1) 0.117448373	L(RSI_MBG, 1) 2.283	L(RSI_MBG, 1) 0.022737	L(RSI_MBG, 2)
L(RSI_MBG, 2) 0.124628696	L(RSI_MBG, 2) 0.119162977	L(RSI_MBG, 2) 1.046	L(RSI_MBG, 2) 0.296007	L(RSI_MBG, 3)
L(RSI_MBG, 3) -0.187448583	L(RSI_MBG, 3) 0.108818751	L(RSI_MBG, 3) -1.723	L(RSI_MBG, 3) 0.085437	Hari_Besar
Hari_Besar 4.725125994	Hari_Besar 10.439897599	Hari_Besar 0.453	Hari_Besar 0.650984	TVA_INDF ***
TVA_INDF 34742.831141213	TVA_INDF 7860.691792365	TVA_INDF 4.420	TVA_INDF 0.0000116	L(TVA_INDF, 1)
L(TVA_INDF, 1) 23588.136520868	L(TVA_INDF, 1) 7918.370139174	L(TVA_INDF, 1) -2.979	L(TVA_INDF, 1) 0.003000	**
				GDP
				Inflasi
				Suku_Bunga

GDP 0.058763501 Inflasi 0.000008465 Suku_Bunga -0.008201980	GDP 0.049623522 Inflasi 0.000007459 Suku_Bunga 0.016779491	GDP 1.184 Inflasi -1.135 Suku_Bunga 0.489	GDP 0.236768 Inflasi 0.256846 Suku_Bunga 0.625140	
--	---	--	--	--

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 89.8 on 656 degrees of freedom

Multiple R-squared: 0.9893, Adjusted R-squared: 0.9892

F-statistic: 5076 on 12 and 656 DF, p-value: < 0.00000000000000022

INDF tanpa kontrol

Time series regression with "ts" data:

Start = 4, End = 673

Call:

dynlm::dynlm(formula = full_formula, data = data, start = start,
end = end)

Residuals:

Min 1Q Median 3Q Max
-604.15 -28.87 0.22 28.43 431.99

Coefficients:	Std. Error	t value	Pr(> t)	(Intercept)
Estimate	(Intercept)	(Intercept)	(Intercept)	L(Harga_Saham_INDF,
(Intercept)	32.55847	1.675	0.094473	1) ***
54.52473	L(Harga_Saham_INDF,	L(Harga_Saham_INDF,	L(Harga_Saham_INDF,	L(Harga_Saham_INDF,
L(Harga_Saham_INDF,	1) 0.03821	1) 22.303	1) <	2) ***
1) 0.85212	L(Harga_Saham_INDF,	L(Harga_Saham_INDF,	0.0000000000000002	RSI_MBG
L(Harga_Saham_INDF,	2) 0.03804	2) 3.621	L(Harga_Saham_INDF,	L(RSI_MBG, 1) *
2) 0.13772	RSI_MBG	RSI_MBG -	2) 0.000316	L(RSI_MBG, 2)
RSI_MBG	0.10642	0.305	RSI_MBG	L(RSI_MBG, 3)
-0.03251	L(RSI_MBG, 1)	L(RSI_MBG, 1)	0.760123	Hari_Besar
L(RSI_MBG, 1)	0.11696	2.242	L(RSI_MBG, 1)	TVA_INDF
0.26219	L(RSI_MBG, 2)	L(RSI_MBG, 2)	0.025309	***
L(RSI_MBG, 2)	0.11881	1.054	L(RSI_MBG, 2)	L(TVA_INDF, 1)
0.12522	L(RSI_MBG, 3)	L(RSI_MBG, 3)	0.292289	**
L(RSI_MBG, 3)	0.10801	-1.769	L(RSI_MBG, 3)	
-0.19104	Hari_Besar	Hari_Besar -	0.077408	
Hari_Besar -	10.16935	0.360	Hari_Besar	
3.66536	TVA_INDF	TVA_INDF	0.718640	
TVA_INDF	7820.99859	4.419	TVA_INDF	
34564.18483	L(TVA_INDF, 1)	L(TVA_INDF, 1)	0.0000116	
L(TVA_INDF, 1) -	7871.06415	-3.029	L(TVA_INDF, 1)	
23838.11108			0.002553	

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 89.71 on 659 degrees of freedom

Multiple R-squared: 0.9893, Adjusted R-squared: 0.9892

F-statistic: 6782 on 9 and 659 DF, p-value: < 0.00000000000000022

UNVR dengan kontrol

Time series regression with "ts" data:

Start = 4, End = 673

Call:

dynlm::dynlm(formula = full_formula, data = data, start = start,
end = end)

Residuals:

Min 1Q Median 3Q Max
-313.615 -13.032 -0.711 12.840 237.831

Coefficients:	Std. Error	t value	Pr(> t)	(Intercept)
Estimate	(Intercept)	(Intercept)	(Intercept)	L(Harga_Saham_UNV
(Intercept)	120.216476608	0.198	0.84275	R, 1) ***
23.857079812	L(Harga_Saham_UNV	L(Harga_Saham_UNV	L(Harga_Saham_UNV	RSI_MBG
L(Harga_Saham_UNVR	R, 1) 0.005069376	R, 1) 194.183	R, 1) <	L(RSI_MBG, 1)
, 1) 0.984388733	RSI_MBG	RSI_MBG -	0.0000000000000002	L(RSI_MBG, 2)
RSI_MBG -	0.053881860	1.768	RSI_MBG	L(RSI_MBG, 3)
0.095279295	L(RSI_MBG, 1)	L(RSI_MBG, 1)	0.07747	Hari_Besar
L(RSI_MBG, 1)	0.058787225	0.898	L(RSI_MBG, 1)	TVA_UNVR
0.052816869	L(RSI_MBG, 2)	L(RSI_MBG, 2)	0.36928	GDP
L(RSI_MBG, 2)	0.059452155	0.364	L(RSI_MBG, 2)	Inflasi **
0.021643999	L(RSI_MBG, 3)	L(RSI_MBG, 3)	0.71593	Suku_Bunga
L(RSI_MBG, 3)	0.054299555	0.970	L(RSI_MBG, 3)	
0.052648158	Hari_Besar	Hari_Besar	0.33261	
Hari_Besar	5.398799160	0.615	Hari_Besar	
3.320798674			0.53870	

TVA_UNVR 391.049500029 GDP 0.012241484 Inflasi 0.000010227 Suku_Bunga 0.007774048	TVA_UNVR 1152.561541752 GDP 0.022232865 Inflasi 0.000003379 Suku_Bunga 0.006390137	TVA_UNVR 0.339 GDP -0.551 Inflasi 3.026 Suku_Bunga 1.217	TVA_UNVR 0.73450 GDP 0.58209 Inflasi 0.00257 Suku_Bunga 0.22420	
--	---	---	--	--

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 44.98 on 659 degrees of freedom

Multiple R-squared: 0.9943, Adjusted R-squared: 0.9942

F-statistic: 1.147e+04 on 10 and 659 DF, p-value: < 0.00000000000000022

UNVR tanpa kontrol

Time series regression with "ts" data:

Start = 4, End = 673

Call:

dynlm::dynlm(formula = full_formula, data = data, start = start,
end = end)

Residuals:

Min 1Q Median 3Q Max
-315.639 -13.047 0.275 9.810 247.725

Coefficients: Estimate (Intercept)	Std. Error (Intercept)	t value (Intercept)	Pr(> t) (Intercept)	(Intercept)
6.304738	9.851584	0.640	0.5224	L(Harga_Saham_UNV R, 1) ***
L(Harga_Saham_UNVR , 1) 0.995092	L(Harga_Saham_UNV R, 1) 0.003669	L(Harga_Saham_UNV R, 1) 271.220	L(Harga_Saham_UNV R, 1)	RSI_MBG
RSI_MBG -	RSI_MBG	RSI_MBG -	<0.0000000000000002	L(RSI_MBG, 1)
0.092624	0.053275	1.739	0.0826	L(RSI_MBG, 2)
L(RSI_MBG, 1)	L(RSI_MBG, 1)	L(RSI_MBG, 1)	L(RSI_MBG, 1)	L(RSI_MBG, 3)
0.054238	0.058819	0.922	0.3568	Hari_Besar
L(RSI_MBG, 2)	L(RSI_MBG, 2)	L(RSI_MBG, 2)	L(RSI_MBG, 2)	TVA_UNVR
0.015682	0.059572	0.263	0.7924	
L(RSI_MBG, 3)	L(RSI_MBG, 3)	L(RSI_MBG, 3)	L(RSI_MBG, 3)	
0.042226	0.053781	0.785	0.4327	
Hari_Besar	Hari_Besar	Hari_Besar	Hari_Besar	
5.342499	5.383134	0.992	0.3213	
TVA_UNVR	TVA_UNVR	TVA_UNVR	TVA_UNVR	
18.215161	1148.758202	0.016	0.9874	

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 45.23 on 662 degrees of freedom

Multiple R-squared: 0.9942, Adjusted R-squared: 0.9941

F-statistic: 1.62e+04 on 7 and 662 DF, p-value: < 0.00000000000000022

Lampiran 4 Bound Testing

CPIN dengan kontrol

F = 2.2263, p-value = 0.4171

alternative hypothesis: Possible cointegration

null values:

k T
6 1000

CPIN tanpa kontrol

F = 2.7848, p-value = 0.2772

alternative hypothesis: Possible cointegration

null values:

k T
3 1000

ICBP dengan kontrol

F = 2.6695, p-value = 0.3082

alternative hypothesis: Possible cointegration

null values:

k T
6 1000

ICBP tanpa kontrol

F = 1.8802, p-value = 0.5828

alternative hypothesis: Possible cointegration

null values:

k T

3 1000
 INDF dengan kontrol
 $F = 1.3129$, $p\text{-value} = 0.7946$
 alternative hypothesis: Possible cointegration
 null values:
 k T
 6 1000
 INDF tanpa kontrol
 $F = 2.0407$, $p\text{-value} = 0.5214$
 alternative hypothesis: Possible cointegration
 null values:
 k T
 3 1000
 UNVR dengan kontrol
 $F = 2.2117$, $p\text{-value} = 0.4242$
 alternative hypothesis: Possible cointegration
 null values:
 k T
 6 1000
 UNVR tanpa kontrol
 $F = 2.7848$, $p\text{-value} = 0.2772$
 alternative hypothesis: Possible cointegration
 null values:
 k T
 3 1000

Lampiran 5 Hasil Estimasi GARCH

CPIN

Tanpa Kontrol	RSI MBG	0.00000000551	Ljung-Box	0.5073
	Hari Besar	0.00000000000000579	ARCH-LM	0.0842
	TVA ICBP	0.000000144	Jarque-Bera	0.0000
Dengan Kontrol	RSI MBG	0.00000000435	Ljung-Box	0.0060
	Hari Besar	0.000000000000000152	ARCH-LM	0.3092
	TVA ICBP	0.0000000176	Jarque-Bera	0.0000
	GDP	0.00000000726		
	Inflasi	0.0000000102		
	Suku Bunga	0.00000000512		

ICBP

Tanpa Kontrol	RSI MBG	0.00000000551	Ljung-Box	0.5073
	Hari Besar	0.00000000000000579	ARCH-LM	0.0842
	TVA ICBP	0.000000144	Jarque-Bera	0.0000
Dengan Kontrol	RSI MBG	0.00000000435	Ljung-Box	0.0060
	Hari Besar	0.000000000000000152	ARCH-LM	0.3092
	TVA ICBP	0.0000000176	Jarque-Bera	0.0000
	GDP	0.00000000726		
	Inflasi	0.0000000102		
	Suku Bunga	0.00000000512		

INDF

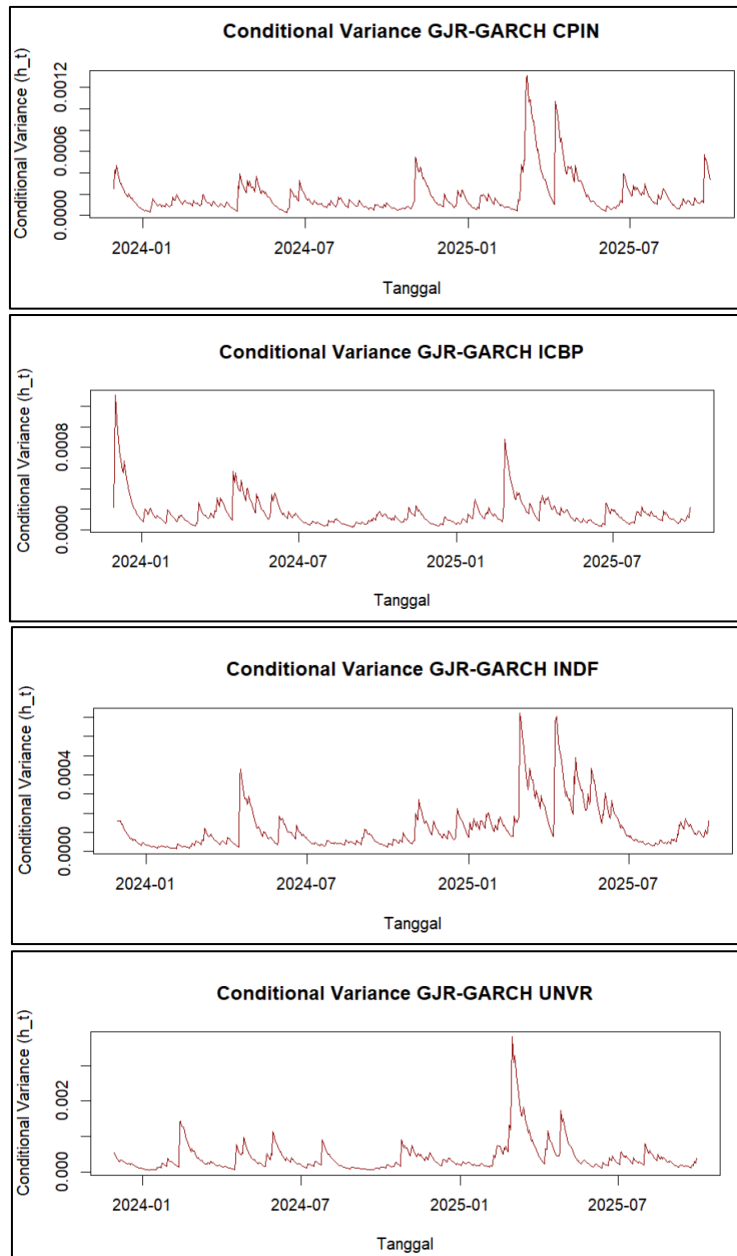
Tanpa Kontrol	RSI MBG	0.0000000125	Ljung-Box	0.0047
	Hari Besar	0.0000000000000000223	ARCH-LM	0.3972
	TVA INDF	0.0000000145	Jarque-Bera	0.0000
Dengan Kontrol	RSI MBG	0.0000000107	Ljung-Box	0.0048
	Hari Besar	0.00000000297	ARCH-LM	0.4060
	TVA INDF	0.0000000127	Jarque-Bera	0.0000
	GDP	0.0000000000000121		
	Inflasi	0.00000000276		
	Suku Bunga	0.0000000168		

UNVR

Tanpa Kontrol	RSI MBG	0.0000000226	Ljung-Box	0.4117
	Hari Besar	0.0000000000000000048	ARCH-LM	0.9098
	TVA UNVR	0.00000000745	Jarque-Bera	0.0000
Dengan Kontrol	RSI MBG	0.0000000153	Ljung-Box	0.4969
	Hari Besar	0.00000000313	ARCH-LM	0.9570
	TVA UNVR	0.00000000861	Jarque-Bera	0.0000
	GDP	0.00000000312		

	Inflasi	0.000000000000000189	
	Suku Bunga	0.00000000840	

Lampiran 6 Grafik *Conditional Variance*



Lampiran 7 Surat Keterangan Bebas Plagiarisme



KEMENTERIAN AGAMA REPUBLIK INDONESIA
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI MAULANA MALIK IBRAHIM MALANG
FAKULTAS EKONOMI
Gajayana 50 Malang Telepon (0341) 558881 Faksimile (0341) 558881

SURAT KETERANGAN BEBAS PLAGIARISME

Yang bertanda tangan dibawah ini:

Nama : Fitriyah, MM
NIP : 197609242008012012
Jabatan : UP2M

Menerangkan bahwa mahasiswa berikut :

Nama : Risma Gunawan
NIM : 220503110018
Konsentrasi : Keuangan
Judul Skripsi : **PENGARUH PROGRAM MAKAN BERGIZI GRATIS, HARI KEAGAMAAN, DAN VOLUME PERDAGANGAN SAHAM TERHADAP HARGA SAHAM SYARIAH: ANALISIS *GENERALIZED AUTOREGRESSIVE CONDITIONAL HETEROSKEDASTICITY***

Menerangkan bahwa penulis skripsi mahasiswa tersebut dinyatakan **LOLOS PLAGIARISM** dari **TURNITIN** dengan nilai *Originaly report*:

SIMILARTY INDEX	INTERNET SOURCES	PUBLICATION	STUDENT PAPER
18%	12%	13%	16%

Demikian surat pernyataan ini dibuat dengan sebenar-benarnya dan di berikan kepada yang bersangkutan untuk dipergunakan sebagaimana mestinya.

Malang, 14 Desember 2025

UP2M



Fitriyah, MM

Lampiran 8 Jurnal Bimbingan



KEMENTERIAN AGAMA REPUBLIK INDONESIA
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI MAULANA MALIK IBRAHIM MALANG
FAKULTAS EKONOMI
Gajayana 50 Malang Telepon (0341) 558881 Faksimile (0341) 558881

JURNAL BIMBINGAN SKRIPSI

IDENTITAS MAHASISWA:

NIM : 220503110018
Nama : Risma Gunawan
Fakultas : Ekonomi
Program Studi : Perbankan Syariah
Dosen Pembimbing : Ahmad Tibrizi Soni Wicaksono, M.E
Judul Skripsi : **PENGARUH PROGRAM MAKAN BERGIZI GRATIS, HARI KEAGAMAAN, DAN VOLUME PERDAGANGAN SAHAM TERHADAP HARGA SAHAM SYARIAH: ANALISIS *GENERALIZED AUTOREGRESSIVE CONDITIONAL HETEROSKEDASTICITY***

JURNAL BIMBINGAN :

No	Tanggal	Deskripsi	Tahun Akademik	Status
1	15 September 2025	Diskusi judul dan olah data	Ganjil 2025/2026	Sudah Dikoreksi
2	22 September 2025	Bimbingan olah data	Ganjil 2025/2026	Sudah Dikoreksi
3	11 Oktober 2025	Bimbingan olah data, bab 1, bab 2, dan bab 3	Ganjil 2025/2026	Sudah Dikoreksi
4	23 Oktober 2025	Bimbingan final proposal	Ganjil 2025/2026	Sudah Dikoreksi
5	27 Oktober 2025	Proposal skripsi disetujui	Ganjil 2025/2026	Sudah Dikoreksi
6	15 November 2025	Bimbingan perubahan data	Ganjil 2025/2026	Sudah Dikoreksi
7	17 November 2025	Bimbingan bab 4	Ganjil 2025/2026	Sudah Dikoreksi
8	20 November 2025	Arahan Seminar Hasil	Ganjil 2025/2026	Sudah Dikoreksi

Malang, 20 November 2025

Dosen Pembimbing



Ahmad Tibrizi Soni Wicaksono, M.E

Lampiran 9 Biodata Peneliti

BIODATA PENELITI

Nama Lengkap : Risma Gunawan
Tempat, Tanggal Lahir : Banyuwangi, 25 Mei 2004
Alamat Asal : Dsn. Sumbermulyo, Desa Tegaldlimo, Kec. Tegaldlimo, Kab. Banyuwangi
Alamat Domisili : Jl. Candi VI No. 207, Karangbesuki, Sukun, Kota Malang
Telepon/HP : 085739640163
E-mail : rismagunawan631@gmail.com
Instagram : @rismaagnwn

Pendidikan Formal

2010 – 2011 : TK Al-Huda
2011 – 2016 : MI Miftahul Huda
2016 – 2019 : SMP Full Day Sunan Ampel Bangorejo
2019 – 2022 : MAN 3 Banyuwangi
2022 – 2025 : S1 Perbankan Syariah UIN Maulana Malik Ibrahim Malang

Pendidikan Non Formal

2014 – 2016 : Madrasah Diniyyah (Kajian Kitab – Pasca Qiro'ati) Al – Karim
2016 – 2019 : Pondok Pesantren Full Day Sunan Ampel
2019 – 2022 : Ma'had Tahfidzul Qur'an Al – Hidayah Banyuwangi
2022 – 2023 : Ma'had Sunan Ampel Al-'Aly UIN Maliki Malang
2022 – 2023 : Program Khusus Perkuliahan Bahasa Arab UIN Maliki Malang
2023 – 2024 : English Language Center (ELC) UIN Maliki Malang

Pengalaman Organisasi

2019 – 2020 : Anggota Divisi Keamanan OSAMA MAN 3 Banyuwangi
2020 – 2021 : Ketua Organisasi OSAMA MAN 3 Banyuwangi
2023 : Anggota Divisi Development HMPS Perbankan Syariah UIN Maliki Malang
2023 – 2024 : Koordinator Divisi Development Komunitas Sahabat Pendamping UIN Maliki Malang
2025 : Anggota Divisi Pengembangan SDM Cakrawala Indonesia Bangkit

Aktivitas

2022 – 2023 : Graphic Design's Course
2023 : Finalist Duta Islamic Banking
2023 & 2025 : Undergraduate Mentor Mock-Up Interview Lembaga Pengelola Dana Pendidikan (LPDP)
2024 : International Student Inbound Mobility (2nd Winner)
2024 : Presenter Karya Ilmiah dalam International Conference of Islamic Economics and Business (ICONIES)
2024 : Member Representative of Asosiasi Fintech Syariah Indonesia (AFSI) Academic Partner Program
2025 : Peserta Magang Bank Syariah Indonesia (BSI)