



## **HUBUNGAN DOW JONES ISLAMIC MARKET INDEX MALAYSIA, JEPANG, CHINA DENGAN JAKARTA ISLAMIC INDEX MENGUNAKAN ANALISIS VECTOR ERROR CORRECTION MODEL**

**Andi Nurhidayati Ali<sup>1</sup>, Alim Syariati<sup>2</sup>, Rusnawati<sup>3</sup>**  
<sup>1,2,3</sup> Universitas Islam Negeri Alauddin Makassar

### **ABSTRAK**

Perkembangan pasar modal syariah di Indonesia tidak dapat dipisahkan dari pengaruh pasar modal luar negeri, terutama di kawasan Asia. Fluktuasi JII menunjukkan efek menular dari pergerakan harga saham negara lain. Penelitian ini berfokus pada hubungan DJIMI Malaysia, Jepang, China dengan JII. Menggunakan analisis *Vector Error Correction Model* (VECM) dengan data bulanan indeks harga saham masing-masing variabel dari Januari 2021 Desember 2023. Dalam Jangka panjang: DJIJP berhubungan positif signifikan dengan JII, DJICHK negatif signifikan, DJIMY tidak signifikan. Dalam Jangka pendek: DJIMY, DJIJP, DJICHK tidak signifikan dengan JII.

*Kata kunci: Dow jones islamic market index; jakarta islamic index; vector error correction model*

### **ABSTRACT**

The development of the Sharia capital market in Indonesia cannot be separated from the influence of foreign capital markets, especially in the Asian region. The fluctuations in the Jakarta Islamic Index (JII) indicate a contagion effect from the stock price movements of other countries. This study focuses on the relationship between the Dow Jones Islamic Market Index (DJIMI) in Malaysia, Japan, and China with JII. This study employs Vector Error Correction Model (VECM) analysis using monthly stock price index data from each variable from January 2021 to December 2023. In the long term, DJIMI Japan has a significant positive relationship with JII, DJIMI China has a significant negative relationship, while DJIMI Malaysia has no significant relationship. In the short term, DJIMI Malaysia, DJIMI Japan, and DJIMI China have no significant relationship with JII.

*Keywords: Dow Jones Islamic Market Index; Jakarta Islamic Index; Vector Error Correction Model*

### **PENDAHULUAN**

Pentingnya pasar modal dalam perekonomian global saat ini tidak dapat diabaikan sebagai dampak dari globalisasi, yang terjadi karena kemajuan teknologi informasi dan keterbukaan ekonomi dunia (Azar & Chopurian, 2018). Di tengah



perkembangan pasar keuangan sebagai negara yang sedang berkembang, Indonesia telah menjadikan pasar modal sebagai elemen krusial dalam struktur ekonominya. Indeks berfungsi sebagai indikator pasar yang menggambarkan kondisi pasar yang aktif atau lesu (Robiyanto, 2018). Indeks harga saham mencerminkan pengaruh simultan dan kompleks dari berbagai variabel yang terutama memengaruhi peristiwa ekonomi. *Dow Jones Islamic Market Index* (DJIMI) merupakan indeks saham syariah terkemuka yang ada di dunia. Indeks ini kerap dijadikan acuan oleh para investor dunia yang ingin menanamkan dananya di saham-saham syariah. *Dow Jones Islamic Market Index* (DJIMI) tersebar di 34 negara meliputi saham-saham dari 18 sektor pasar, 51 kelompok industri, 10 sektor ekonomi, dan 89 subkelompok industri (Sella et al., 2021). Beberapa negara yang memiliki indeks *Dow Jones Islamic Market Index* (DJIMI) mencakup Amerika Serikat dengan *Dow Jones Islamic Market Index United States* (IMUS), Eropa dengan *Dow Jones Islamic Market Index Europe* (DJIEU), Jepang dengan *Dow Jones Islamic Market Index Japan* (DJJIP), Malaysia dengan *Dow Jones Islamic Market Index Malaysia* (DJIMY), serta China/Hongkong dengan *Dow Jones Islamic Market Index China/Hongkong* (DJCHK).

Saham-saham yang mematuhi prinsip syariah dari negara-negara tersebut memiliki nilai yang relatif tinggi jika dibandingkan dengan saham syariah dari negara lain (Prianto & Darwanto, 2021). Di Indonesia, Saham berbasis Syariah dimulai dengan didirikannya *Jakarta Islamic Indeks* (JII) pada bulan Juli tahun 2000. Pergerakan *Jakarta Islamic Index* (JII) selalu diperhatikan oleh investor saham syariah dalam berinvestasi di pasar modal Indonesia. Hal ini dikarenakan JII merupakan Banchmark (tolak ukur) kinerja saham-saham syariah yang ada di Bursa Efek Indonesia. Integrasi di pasar saham adalah hubungan antara pasar saham global yang terjadi karena akses tanpa batas bagi investor. Hal ini mempengaruhi pencapaian harga saham global. Harga saham mencerminkan ekspektasi investor terkait potensi kerugian. Oleh karena itu, investor internasional cenderung berinvestasi di wilayah dengan kondisi ekonomi yang lebih mendukung likuiditas, saham yang tinggi, dan biaya yang rendah. Situasi ini meningkatkan tingkat integrasi pasar saham internasional karena investor melakukan diversifikasi saham (Budiandru & Nuryadin, 2022).

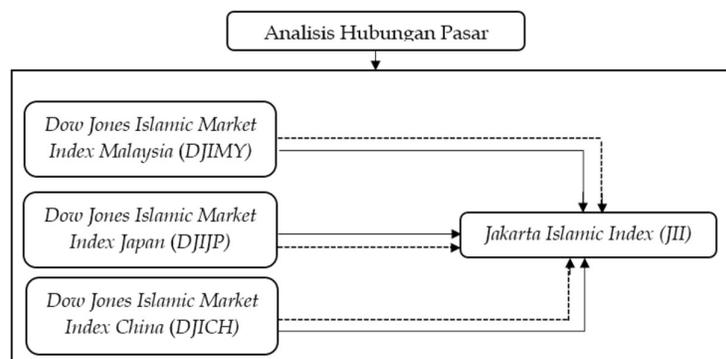
Fluktuasi harga saham yang mencerminkan perubahan nilai saham suatu perusahaan atau indeks pasar merupakan fenomena kompleks dalam pasar keuangan global. Dinamika ini dipengaruhi oleh berbagai faktor seperti peristiwa ekonomi, politik, sentimen pasar dan interaksi global (Ahmed, 2017). Dalam menjelaskan fluktuasi harga saham, teori efek menular muncul sebagai konsep yang menjelaskan bagaimana perubahan di satu pasar dapat menyebar atau menular ke pasar lainnya. Fenomena ini dapat disebabkan oleh krisis keuangan global, perubahan suku bunga atau kondisi ekonomi di negara terkait. Di sisi lain, untuk menganalisis hubungan jangka panjang dan jangka pendek antar variabel ekonomi, pendekatan *Vector Error Correction Model* (VECM) digunakan. Pendekatan ini memungkinkan pemodelan dan pengukuran sejauh mana perubahan harga saham dapat kembali ke tingkat keseimbangan jangka panjang setelah mengalami gangguan jangka pendek. Dengan menggabungkan teori efek menular dan pendekatan VECM, penelitian dapat memberikan pemahaman yang mendalam tentang bagaimana fluktuasi harga saham di

satu pasar dapat merambat ke pasar lainnya, serta bagaimana pasar-pasar tersebut dapat kembali ke keseimbangan jangka panjang. Analisis ini memberikan dasar untuk pengambilan keputusan investasi, manajemen risiko dan perencanaan strategis dalam menghadapi ketidakpastian pasar keuangan global. Penelitian tentang dampak krisis global saat ini terhadap integrasi pasar saham dan pergerakan bersama antar pasar saham memiliki implikasi penting bagi potensi manfaat diversifikasi portofolio internasional dan stabilitas keuangan suatu negara (Qizam et al., 2020).

Fabozzi (1995) dalam (Sirullah et al., 2023) mendefinisikan diversifikasi sebagai strategi pembentukan portofolio yang bertujuan untuk mengurangi risiko tanpa mengorbankan potensi return yang dapat diperoleh. Manajemen portofolio menerapkan strategi pengurangan risiko dengan cara menambahkan berbagai sekuritas ke dalam portofolio. Konsep ini melibatkan penambahan secara berkelanjutan jenis-jenis sekuritas ke dalam portofolio untuk mengurangi risiko secara signifikan. Penelitian telah menunjukkan bahwa semakin banyak saham yang dimasukkan ke dalam portofolio, risiko kerugian dari satu saham dapat diimbangi oleh keuntungan dari saham lainnya (Febriyanto, 2018). Untuk mengurangi risiko investasi, investor perlu melakukan diversifikasi. Diversifikasi ini akan menghasilkan apa yang dikenal sebagai portofolio (Setyawan et al., 2021). Dengan diversifikasi, diharapkan penurunan pada tingkat keuntungan atau risiko satu jenis sekuritas dapat diimbangi oleh peningkatan tingkat keuntungan sekuritas lainnya. Sehingga, jika seorang investor berhasil membentuk portofolio yang sempurna, risiko portofolio tersebut akan sama dengan risiko pasar atau risiko sistematis.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui hubungan jangka panjang dan jangka pendek antara DJIJP-Jepang, DJIMY-Malaysia, DJICHK-China dengan JII. Penelitian ini juga mengamati bagaimana JII merespon guncangan yang terjadi di DJIJP, DJIMY dan DJICHK serta seberapa besar kontribusi dari masing-masing indeks tersebut terhadap fluktuasi yang terjadi di JII. Tulisan ini diharapkan dapat memberikan pertimbangan bagi investor dalam melihat kondisi perekonomian khususnya di ke-empat negara tersebut, serta dapat dijadikan referensi untuk menambah wawasan dan menjadi acuan untuk penelitian selanjutnya. Berikut gambaran kerangka pikir dari penelitian ini :

Gambar 1. Kerangka Pikir



Ket : - - - - - : Hubungan Jangka Panjang  
————— : Hubungan Jangka Pendek



Berdasarkan deskripsi diatas maka hipotesis yang dirumuskan adalah sebagai berikut:

H1 = Diduga terdapat hubungan antara DJIM Malaysia dengan JII,

H2 = Diduga terdapat hubungan antara DJIM Japan dengan JII,

H3 = Diduga terdapat hubungan antara DJIM China dengan JII.

## METODOLOGI

Pendekatan penelitian ini adalah pendekatan kuantitatif yakni penelitian yang memungkinkan pencatatan hasil dalam bentuk angka. Penelitian kuantitatif ini menggunakan metode deskriptif yaitu metode yang sifatnya menyajikan, menganalisa serta menginterpretasi data.

Penelitian ini menggunakan data sekunder berupa *time series* dengan data runtut waktu bulanan yang diambil dari sumber data website *investing.com* dan *yahoofinance.com*. Analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Vector Error Correction Model* (VECM) menggunakan alat analisis Eviews 10 untuk menguji keempat variabel yaitu DJIMY, DJIJP, DJICHK dengan JII. VECM seringkali dikenal sebagai bentuk spesifik dari model VAR untuk data *time series* yang tidak stasioner pada levelnya dan memiliki hubungan kointegrasi, sehingga dikenal sebagai VAR yang terestriksi (Prakoso, 2009) dalam (Cahyaning Pratiwi et al., 2022). Pada analisis VAR yang terestriksi, data tidak berada dalam keadaan stasioner pada levelnya dan menunjukkan adanya kointegrasi linier, sehingga dalam konteks penelitian ini, model VAR akan diubah menjadi model VECM. Tahapan dalam menganalisis menggunakan model VECM dalam penelitian ini yaitu : Uji Akar Unit, Uji Lag Optimal, Uji Stabilitas, Uji Kointegrasi, VECM, Uji *Impulse Response Function* dan Uji *Variance Decomposition*.

## HASIL

Teknik Pengolaan data pada penelitian ini menggunakan metode VECM (*Vector Error Correction Model*) dengan menggunakan *Software Eviews 10*. EViews (*Econometric Views*) merupakan perangkat lunak statistik dan ekonometrika yang dirancang khusus untuk analisis data ekonomi dan keuangan. VECM (*Vector Error Correction Model*) adalah metode dalam ekonometrika yang digunakan untuk menganalisis hubungan jangka pendek dan jangka panjang antara variabel-variabel waktu dalam suatu model, adapun data harga saham yang digunakan dari tahun 2021-2023. Terdapat beberapa kriteria pengujian yang diperlukan sebelum menggunakan VECM yaitu :

### 1. Uji Akar Unit

Uji akar unit adalah langkah penting dalam analisis VECM karena memberikan informasi krusial mengenai stasioneritas data, kointegrasi variabel, spesifikasi model dan interpretasi hasil yang tepat. Dalam penelitian ini, pendekatan pengujian yang digunakan adalah uji Augmented Dickey-Fuller (ADF) dengan tingkat signifikansi lima persen. Jika nilai statistik t-ADF melebihi nilai kritis yang ditetapkan oleh MacKinnon, hal tersebut menunjukkan bahwa data yang sedang dianalisis tidak memiliki akar unit atau dapat disebut stasioner.



**Tabel 4.1 Hasil Uji Akar Unit Tingkat Level**

<i>Variabel</i>	<i>ADF</i>	<i>MacKinnon</i> <i>5%</i>	<i>Probabilit</i> <i>as</i>	<i>Kesimpulan</i>
<i>JII</i>	-1.820297	-2.948404	0.3649	<i>Tidak Stasioner</i>
<i>DJIMY</i>	-1.986597	-2.948404	0.2911	<i>Tidak Stasioner</i>
<i>DJIJP</i>	-1.646944	-2.948404	0.4486	<i>Tidak Stasioner</i>
<i>DJICHK</i>	-1.330823	-2.948404	0.6042	<i>Tidak Stasioner</i>

*Sumber : Eviews10 (2024)*

Hasil pengujian akar unit di tingkat level menunjukkan bahwa keempat variabel tidak menunjukkan stasioneritas pada taraf 5%. Seperti yang terlihat dalam Tabel 1, semua nilai mutlak t-ADF lebih kecil dibandingkan dengan *MacKinnon Critical Value* pada taraf 5%. Kondisi data yang tidak stasioner dalam penelitian dapat mengakibatkan regresi palsu (*spurious regression*), sehingga pengujian stasioneritas dilanjutkan ditingkat *first difference*.

**Tabel 4.2 Hasil Uji Akar Unit 1st Difference**

<i>Variabel</i>	<i>ADF</i>	<i>MacKinnon</i> 5%	<i>Probabilitas</i>	<i>Kesimpulan</i>
<i>JII</i>	-5.740900	-2.951125	0.0000	<i>Stasioner</i>
<i>DJIMY</i>	-7.305943	-2.951125	0.0000	<i>Stasioner</i>
<i>DJIJP</i>	-6.354558	-2.951125	0.0000	<i>Stasioner</i>
<i>DJICHK</i>	-6.325912	-2.951125	0.0000	<i>Stasioner</i>

*Sumber : Eviews10 (2024)*

Hasil pengujian stasioneritas data ditingkat *first difference* menunjukkan bahwa semua variabel telah menunjukkan stasioneritas pada tingkat signifikansi lima persen. Hal ini terlihat dari nilai mutlak t-ADF yang lebih besar dibandingkan dengan nilai mutlak *MacKinnon Critical Value* pada tingkat signifikansi lima persen.

## 2. Uji Lag Optimal

Uji lag optimal merupakan langkah penting dalam membangun model VAR menjadi VECM yang akurat dan stabil. Memilih lag optimal membantu meningkatkan akurasi model, efisiensi estimasi, dan stabilitas model. Dengan menggunakan lag optimal, diharapkan masalah autokorelasi dapat dihilangkan. Penelitian ini menentukan lag optimal berdasarkan kriteria *Hannan-Quinn Information Criterion* (HQ), dengan memilih lag terpendek. Hasil analisis menunjukkan bahwa nilai terkecil terdapat pada lag 1 HQ, yang ditandai dengan (\*). Oleh karena itu, dalam langkah selanjutnya, proses estimasi model persamaan akan menggunakan lag 1.

**Tabel 4.3 Hasil Uji Lag Optimal**

<i>Lag</i>	<i>LogL</i>	<i>LR</i>	<i>FPE</i>	<i>AIC</i>	<i>SC</i>	<i>HQ</i>
0	-1076.901	NA	3.31e+23	65.50916	65.69056	65.57019
1	-997.5872	134.5933*	7.21e+21*	62.67195*	62.57893*	61.97712*
2	-984.6156	18.86787	9.08e+21	61.85549	63.48804	62.40479
3	-977.8262	8.229528	1.80e+22	62.41371	64.77184	63.20715

Sumber : Eviews10 (2024)

Memilih lag optimal 1 berdasarkan HQ menunjukkan bahwa model VAR dengan lag 1 adalah model yang paling efisien, akurat, dan seimbang dalam menangkap hubungan dinamis antar variabel.

### 3. Uji Stabilitas

Keberhasilan sebuah model VAR dapat diukur dari stabilitasnya, di mana stabilitas diukur dengan memastikan bahwa nilai modulus berada dalam radius  $< 1$ , menandakan kestabilan, dan di luar itu menunjukkan ketidakstabilan. Apabila nilai modulus terbesar kurang dari 1 dan berada pada titik optimal, maka komposisi tersebut dianggap sudah optimal, menandakan kestabilan model VAR (Gunawan & Cahyadi, 2019).

**Tabel 4.4 Hasil Uji Stabilitas**

<i>Root</i>	<i>LR</i>
0.934300	0.934300
0.698049-0.158982i	0.715924
0.6989049+015892i	0.715924
0.351077	0.351077

Sumber : Eviews10 (2024)

Hasil uji stabilitas di Tabel 4.4 menunjukkan bahwa model tersebut telah melewati uji stabilitas karena nilai modulusnya tetap di bawah satu. Ini menandakan model dalam posisi optimal dan stabil.

### 4. Uji Kointegrasi

Uji kointegrasi Johansen adalah langkah penting dalam analisis VECM karena memberikan informasi tentang, jumlah vektor kointegrasi, dan hubungan jangka panjang. Hasil uji ini menentukan apakah menggunakan model VAR atau VECM. Jika variabel saling terintegrasi, VECM digunakan; jika tidak, VAR digunakan (Nugroho et al., 2021). Uji kointegrasi dilakukan setelah membuat semua variabel menjadi stasioner dalam *first difference*. Metode uji yang digunakan adalah Johansen cointegration.



**Tabel 4.5 Hasil Uji Kointegrasi**

<i>Hypothesized No. Of CE(s)</i>	<i>Eigenvalue</i>	<i>Trace Statistic</i>	<i>0.05 Critical Value</i>	<i>Prob.**</i>
<i>None*</i>	0.493995	60,15146	55.24578	0.0174
<i>At most 1*</i>	0.443707	36.99034	35.01090	0.0303
<i>At most 2</i>	0.340500	17.05067	18.39771	0.0764
<i>At most 3</i>	0.081688	2.897398	3.841466	0.0887

Sumber : Eviews10 (2024)

Berdasarkan data hasil uji kointegrasi Johansen pada Tabel 4.5, ditemukan bahwa probabilitas pada kategori *None* dan *At most 1* adalah 0.0174 dan 0.0303. Kedua nilai tersebut lebih kecil dari 0.05, mengindikasikan adanya persamaan kointegrasi, yang berarti memiliki keseimbangan jangka panjang. Untuk informasi jumlah rank ini akan digunakan sebagai model koreksi kesalahan (ECM) yang akan dimasukkan ke dalam VAR menjadi VECM.

#### 5. Uji VECM

Hasil uji kointegrasi sebelumnya menunjukkan adanya kointegrasi di antara setiap variabel. Oleh karena itu, pendekatan yang digunakan adalah *Model Vector Error Correction Vector* (VECM). Estimasi VECM dilakukan untuk menganalisis korelasi baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Jika nilai t-statistik melebihi nilai yang tercantum dalam tabel t, dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan yang signifikan baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek (Gio, 2022). Adapun t-tabel yang diperoleh dari pengolahan model pada tabel t df = 35 untuk nilai kritis 5% adalah 1.68957.

**Tabel 4.6 Hasil Uji VECM**

<i>Jangka Panjang</i>			
<i>Variabel</i>	<i>Koefisien</i>	<i>t-Statistik</i>	
<i>DJIMY</i>	0.152269	[1.00103]	
<i>DJIJP</i>	17.39885	*[4.67579]	
<i>DJICHK</i>	-7.753738	*[-2.50579]	
<i>Jangka Pendek</i>			
<i>Variabel</i>	<i>Koefisien</i>	<i>t-Statistik</i>	
<i>DJIMY</i>	0.051927	[0.43400]	
<i>DJIJP</i>	2.353908	[0.68187]	
<i>DJICHK</i>	-3.442880	[-1.59652]	

Sumber: Eviews10 (2024)

Hasil uji estimasi VECM pada tabel 4.6 menunjukkan terdapat koreksi kesalahan sebesar 0.333592 pada jangka pendek. hal ini diinterpretasikan untuk mencapai keseimbangan jangka panjang dibutuhkan koreksi kesalahan sebesar 0.333592%. Nilai ini dilihat dari *CointEq* sebesar -0.333592.

Hasil estimasi VECM pada jangka panjang untuk *Dow Jones Islamic Market Index Malaysia* (DJIMY) memiliki nilai t-statistik (1.00103) lebih kecil dari nilai t-tabel (1.68957)



menunjukkan tidak ada hubungan jangka panjang yang signifikan antara DJIMY dan JII. Adapun nilai koefisien sebesar 0.152269 artinya dalam jangka panjang, untuk setiap kenaikan 1% DJIMY, maka JII akan merespon kenaikan sebesar 0.152269%. Sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa hubungan jangka panjang antara DJIMY dengan JII tidak signifikan.

*Dow Jones Islamic Market Index Japan* (DJJIP) memiliki nilai t-statistik (4.67579) lebih besar dari nilai t-tabel (1.68957) menunjukkan adanya hubungan jangka panjang yang signifikan antara DJJIP dan JII. Adapun nilai koefisien sebesar 17.39885 artinya dalam jangka panjang, ketika terjadi peningkatan pada DJJIP sebesar 1% akan mempengaruhi kenaikan JII sebesar 17.39885%. sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa terdapat hubungan jangka panjang yang positif dan signifikan antara DJJIP dengan JII.

*Dow Jones Islamic Market Index China* (DJCHK) memiliki nilai statistik (-2.50579) lebih besar dari nilai t-tabel (1.68957) menunjukkan adanya hubungan jangka panjang yang signifikan antara DJCHK dan JII. Adapun nilai koefisien sebesar -7.753738 artinya dalam jangka panjang, setiap kenaikan 1% DJCHK, maka akan mempengaruhi penurunan JII sebesar -7.753738%. Sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa terdapat hubungan jangka panjang yang negatif dan signifikan antara DJCHK dengan JII.

Hasil estimasi VECM pada jangka pendek untuk *Dow Jones Islamic Market Index Malaysia* (DJIMY) memiliki nilai t-statistik (0.43400) lebih kecil dari nilai t-tabel (1.68957) menunjukkan tidak ada hubungan jangka pendek yang signifikan antara DJIMY dan JII. Adapun nilai koefisien sebesar 0.051927 artinya jika DJIMY naik 1%, maka JII diperkirakan akan naik 0.051927%. sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa hubungan jangka pendek antara DJIMY dengan JII tidak signifikan.

*Dow Jones Islamic Market Index Japan* (DJJIP) dengan nilai t-statistik (0.68187) lebih kecil dari nilai t-tabel (1.68957) menunjukkan tidak ada hubungan jangka pendek yang signifikan antara DJJIP dan JII. Adapun nilai koefisien sebesar 2.353908 artinya jika DJJIP naik 1%, JII diperkirakan akan naik 2.353908%. Sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa hubungan jangka pendek antara DJJIP dengan JII tidak signifikan.

*Dow Jones Islamic Market Index China* (DJCHK) dengan nilai statistik (-1.59652) lebih kecil dari nilai t-tabel (1.68957) menunjukkan tidak ada hubungan jangka pendek yang signifikan antara DJCHK dan JII. Adapun nilai koefisien sebesar -3.442880 artinya jika DJCHK naik 1%, JII diperkirakan akan turun 3.442880%. Sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa hubungan jangka pendek antara DJCHK dengan JII tidak signifikan.

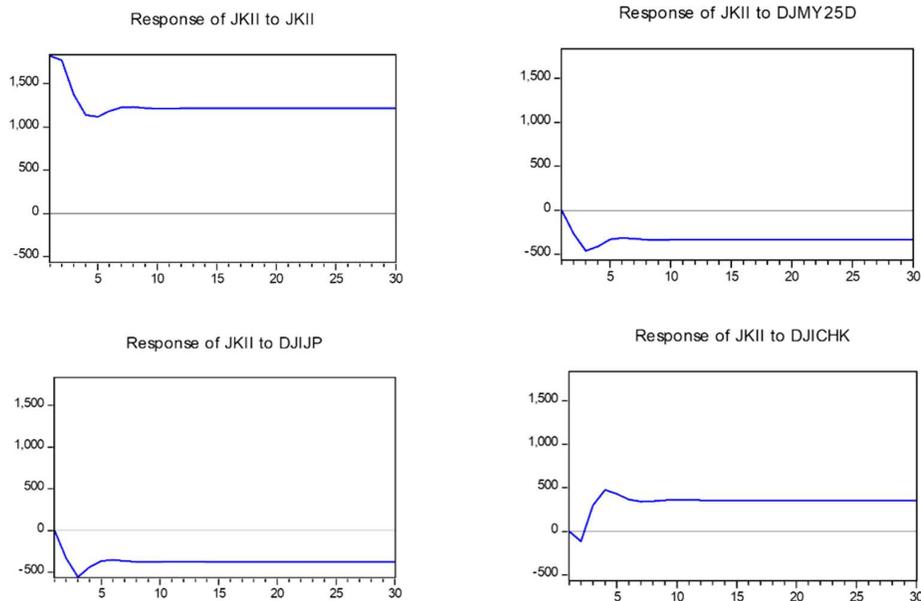
Integrasi pasar modal syariah di Asia menciptakan korelasi tinggi antar bursa, menyebabkan perubahan harga saham seragam. Hal ini menghasilkan risiko dan imbal hasil yang serupa di seluruh pasar modal syariah, memberikan kebebasan investasi kepada para investor tanpa terpaku pada perbedaan signifikan antar bursa. Sebagai hasilnya, pasar menjadi lebih efisien dan memberikan fleksibilitas yang lebih besar bagi para investor dalam menempatkan investasinya.

#### 6. Uji Impulse Response Function (IRF)

IRF menggambarkan respons dinamis variabel terhadap gangguan dari variabel lain dalam jangka panjang. IRF digunakan untuk memahami respons variabel terhadap gangguan serta dampak guncangan terhadap semua variabel dalam periode waktu

tertentu. Gambar 4.5 menunjukkan bagaimana JII merespons guncangan dari berbagai variabel independen dalam penelitian ini.

**Gambar 2.**  
**Uji Impulse Response Function**



Sumber: Eviews10 (2024)

Guncangan variabel *Dow Jones Islamic Market Index Malaysia* (DJIMY) direspon oleh *Jakarta Islamic Index* (JII) secara negatif pada periode kedua sebesar 2,66%. Kemudian menurun pada periode ketiga 4,65% lalu mengalami kenaikan pada periode keempat dan kelima. Respon JII baru mencapai kestabilan pada periode kesebelas sebesar 3,35%.

Respon *Jakarta Islamic Index* (JII) terhadap guncangan *Dow Jones Islamic Market Index Japan* (DJIJP) adalah respon negatif pada periode kedua sebesar 3,32% lalu kembali mengalami penurunan pada periode ketiga sebesar 5,57%. Kemudian mengalami kenaikan pada periode keempat sebesar 4,41% lalu naik sebesar 3,65% di periode kelima kemudian penurunan kembali terjadi pada periode keenam sebesar 3,54%. Fluktuasi terjadi dari periode kedua hingga periode kedelapan sejak terjadinya *shock* atau guncangan pada DJIJP. Selanjutnya JII baru mencapai kestabilan pada periode kesebelas sebesar 3,76%.

Respon *Jakarta Islamic Index* (JII) terhadap guncangan *Dow Jones Islamic Market Index China* (DJICHK) mengalami respon negatif pada periode kedua sebesar 1,15%. Kemudian naik dan mengalami respon positif pada periode ketiga sebesar 2,99% lalu naik menjadi 4,76% pada periode kelima kemudian mengalami penurunan sebesar 4,29% pada periode keenam. Fluktuasi terjadi dari periode kedua hingga periode kesembilan sejak terjadinya *shock* atau guncangan pada DJIICHK, fluktuasi mulai

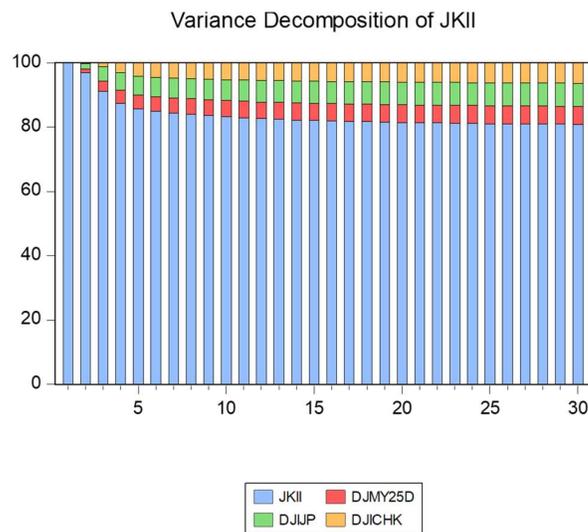
mengecil setelah periode kesembilan. Selanjutnya JII baru mencapai kestabilan pada periode ke-18 sebesar 3,57%.

#### 7. Uji *Variance Decomposition*

Setelah mengkaji dampak guncangan melalui analisis *impulse response*, langkah selanjutnya adalah meramalkan sumbangan masing-masing variabel penelitian yaitu DJIMY, DJIJP DAN DJICLK terhadap guncangan atau perubahan pada JII, dengan melihat model melalui metode *Variance Decomposition* (VD).

**Gambar 3.**

### Uji *Variance Decomposition*



Sumber: *Eviews10* (2024)

Gambar 4.6 menunjukkan bahwa pada periode ke-1, fluktuasi *Jakarta Islamic Index* (JII) disebabkan oleh guncangan *Jakarta Islamic Index* (JII) itu sendiri sebesar 100%. Namun, mengalami penurunan sejak periode ke-2 hingga periode ke-10 kemudian stabil pada periode ke-11 hingga periode ke-15, lalu mengalami penurunan dan kembali stabil pada periode selanjutnya hingga periode ke-27 dan mulai stabil pada periode ke-28 hingga akhir periode ke-30, ini dikarenakan guncangan dari variabel lain mempengaruhi *Jakarta Islamic Index* (JII).

Pada periode ke-3 guncangan *Jakarta Islamic Index* (JII) yang disebabkan oleh *Jakarta Islamic Index* itu sendiri terjadi sebesar 91,18%. Jumlah persentase tersebut masih mendominasi terhadap guncangan JII. Sedangkan variabel lain yang mulai mempengaruhi guncangan JII adalah *Dow Jones Islamic Market Index Malaysia* (DJIMY) sebesar 3,11%, *Dow Jones Islamic Market Index Japan* (DJIJP) sebesar 4,57% dan *Dow Jones Islamic Index Market China* (DJICLK) 1,11%.

Pada periode ke-22 guncangan *Jakarta Islamic Index* (JII) yang disebabkan oleh variabel JII itu sendiri turun menjadi 81,51%. Sedangkan variabel lain yang memengaruhi guncangan JII adalah DJIMY sebesar 5,55%, DJIJP sebesar 7,07% dan DJICLK sebesar 6,02%.



Pada periode akhir yaitu periode ke-30 kontribusi dari *Jakarta Islamic Index* (JII) itu sendiri menurun namun masih mendominasi sebesar 80,87%. Sedangkan variabel lain dalam memberikan pengaruh guncangan terhadap *Jakarta Islamic Index* (JII) yaitu DJIMY sebesar 5,67%, DJIJP sebesar 7,20% dan DJICLK sebesar 6,24%.

## DISKUSI

Hasil Uji VECM untuk variabel *Dow Jones Islamic Market Index Malaysia* (DJIMY) dengan *Jakarta Islamic Index* menunjukkan bahwa tidak terdapat hubungan yang signifikan baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hipotesis 1, Hal ini menunjukkan bahwa meskipun terdapat kointegrasi dalam sistem variabel secara keseluruhan, namun kedua indeks tersebut cenderung bergerak independen satu sama lain, baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek.

*Dow Jones Islamic Market Index Japan* (DJIJP) dalam uji VECM menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang signifikan dalam jangka panjang dengan *Jakarta Islamic Index* (JII) tetapi dalam jangka pendek ditemukan hasil bahwa variabel DJIJP tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan JII. Hasil penelitian ini sesuai dengan hipotesis dua, Ini berarti bahwa dalam jangka panjang, kedua indeks tersebut cenderung bergerak bersama-sama menuju keseimbangan jangka panjang yang ditentukan oleh persamaan kointegrasi. Hal ini mendukung teori integrasi pasar modal yang menyatakan bahwa pasar modal antar negara cenderung terintegrasi dalam jangka panjang. Namun hubungan dinamis jangka pendek antara kedua indeks tersebut tidak signifikan secara statistik yang dapat disebabkan oleh faktor-faktor lain seperti sentimen pasar dan kondisi ekonomi masing-masing negara.

*Dow Jones Islamic Market Index China* (DJICLK) dalam uji VECM menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang signifikan dalam jangka panjang dengan *Jakarta Islamic Index* (JII) tetapi dalam jangka pendek ditemukan hasil bahwa variabel DJICLK tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan JII. Hasil penelitian ini sesuai dengan hipotesis tiga. Meskipun nilai koefisien menunjukkan bahwa hubungan jangka panjang ini bersifat negatif, yang berarti bahwa dalam jangka panjang, kedua indeks tersebut cenderung bergerak berlawanan arah. Hubungan dinamis jangka pendek antara kedua indeks tersebut tidak signifikan secara statistik yang dapat disebabkan oleh faktor-faktor lain seperti sentimen pasar dan kondisi ekonomi masing-masing negara.

Hasil uji *Impulse Response Function* (IRF) menunjukkan bahwa *Jakarta Islamic Index* memberikan respon dari guncangan yang diberikan oleh DJIMY, DJIJP dan DJICLK. Dimana JII merespon negatif guncangan dari DJIMY dan DJIJP dari awal periode hingga akhir periode pengamatan dan merespon negatif guncangan dari DJICLK di awal periode kemudian merespon positif di periode ketiga hingga akhir periode, Hal ini dapat dipengaruhi oleh faktor lain seperti sentimen pasar. Hasil analisis *Variance Decomposition* (VD) menunjukkan bahwa pada periode pertama fluktuasi JII dipengaruhi oleh JII itu sendiri kemudian, pada periode selanjutnya dipengaruhi oleh variabel DJIMY, DJIJP dan DJICLK. Hingga akhir pengamatan kontribusi paling besar diberikan oleh DJIJP sebesar 7,20% terhadap dinamika yang terjadi di JII. Hal ini



mendukung *contagion effect theory* yang menyatakan bahwa guncangan atau kejutan di satu tempat dapat menular dan memengaruhi pergerakan harga atau kondisi pasar di tempat lain.

Dengan terjadinya integrasi pasar modal, akan mempermudah bagi para investor untuk menanamkan modal mereka di berbagai negara (Hurlimann, 2016). Integrasi bursa saham memungkinkan diversifikasi investasi secara lintas industri dan negara serta mengurangi risiko yang tidak bisa dihindari. Semakin banyak risiko yang dapat dieliminasi melalui diversifikasi, semakin menarik diversifikasi internasional bagi investor (Hurlimann, 2016). Dengan berkurangnya risiko yang harus ditanggung oleh investor, biaya modal juga akan menurun. Penurunan biaya modal ini tentunya akan meningkatkan daya tarik investasi. Dengan demikian, pasar modal yang terintegrasi memiliki potensi untuk memberikan manfaat yang lebih besar.

Hasil penelitian ini memberikan informasi bagi akademisi dalam memahami dinamika pasar saham syariah di Malaysia, Jepang, China dan Indonesia, serta memberikan sinyal bagi para investor dan pelaku pasar lainnya dalam mengatur strategi berinvestasi serta mengelola risiko yang mungkin terjadi akibat aktivitas investasi yang dilakukan.

## REFERENSI

- Ahmed, W. M. A. (2017). The impact of foreign equity flows on market volatility during politically tranquil and turbulent times: The Egyptian experience. *Research in International Business and Finance*, 40, 61-77. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.12.006>
- Azar, S. A., & Chopurian, N. A. (2018). Commodity indexes and the stock markets of the GCC countries. *Arab Economic and Business Journal*, 13(2), 134-142. <https://doi.org/10.1016/j.aebj.2018.08.001>
- Budiandru, B., & Nuryadin, D. (2022). Integration of the Indonesian Islamic Stock Index: Evidence from Developed and Developing Countries. *Iqtishadia*, 15(2), 273. <https://doi.org/10.21043/iqtishadia.v15i2.14462>
- Cahyaning Pratiwi, A., Kusuma Wardhana, A., & Rusgianto, S. (2022). Application of Vector Error Correction Model on Macroeconomic Variables toward Changes in the Composite Stock Price Index. *Daengku: Journal of Humanities and Social Sciences Innovation*, 2(2), 219-229. <https://doi.org/10.35877/454ri.daengku883>
- FEBRIYANTO, F. (2018). Keputusan Diversifikasi Portofolio Investasi Diera Mea. *Fidusia: Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 1(2), 52-67. <https://doi.org/10.24127/jf.v1i2.306>
- Gio, P. U. (2022). Vector Auto-Regression (VAR) & Vector Error Correction Model (VECM) dengan Software EViews. *Statkomat*, 29.
- Gunawan, D., & Cahyadi, W. (2019). Integrasi Pasar Saham Indonesia Dengan Pasar Saham Asia. *Jurnal Pasar Modal Dan Bisnis*, 1(2), 145-154. <https://doi.org/10.37194/jpmb.v1i2.27>
- Herianti, H., Siradjuddin, S., & Efendi, A. (2023). Industri Halal Dari Perspektif Potensi Dan Perkembangannya Di Indonesia. *Indonesia Journal of Halal*, 6(2), 56-64.



- Hurlimann, M. D. (2016). Integrasi Pasar Modal ASEAN Pasca Pemberlakuan MEA. *Jurnal Visioner & Strategis*, 21(5-6), 17-23. <https://doi.org/10.1080/00102208008946937>
- Nugroho, W. S., Astuti, A. B., & Astutik, S. (2021). Vector Error Correction Model to Forecasting Spot Prices for Coffee Commodities during Covid-19 Pandemic. *Journal of Physics: Conference Series*. <https://doi.org/10.1088/1742-6596/1811/1/012076>
- Parmitasari, R. D. A., Indriyani, E., Rusnawati, R., Farild, M., Efendi, W., & Adawiah, A. (2023). Financial Bootstrapping and Financial Literacy: The Moderating Role of Government Support on SME Performance. *Jurnal Minds: Manajemen Ide dan Inspirasi*, 10(2), 341-356.
- Prianto, S., & Darwanto, D. (2021). PENGARUH DOW JONES ISLAMIC MARKET INDEX (DJIMI) DI BEBERAPA NEGARA TERHADAP PERGERAKAN JAKARTA ISLAMIC INDEX (JII). *IQTISHADUNA*, 12(1). <https://doi.org/10.20414/iqtishaduna.v12i1.3141>
- Qizam, I., Ardiansyah, M., & Qoyum, A. (2020). Integration of Islamic capital market in ASEAN-5 countries: Preliminary evidence for broader benefits from the post-global financial crisis. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 11(3), 811-825. <https://doi.org/10.1108/JIABR-08-2019-0149>
- Robiyanto, R. (2018). Performance Evaluation of Stock Price Indexes in the Indonesia Stock Exchange. *International Research Journal of Business Studies*, 10(3), 173-182. <https://doi.org/10.21632/irjbs.10.3.173-182>
- Rusnawati, R. (2016). Pengaruh Price Earning Ratio, Net Profit Margin, Dan Return On Equity Terhadap Harga Saham Perusahaan Sub Sektor Telekomunikasi Pada Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Minds: Manajemen Ide dan Inspirasi*, 3(1), 107-117.
- Sella, N. P., Zuliansyah, A., & Nurmalia, G. (2021). Integrasi Indeks Harga Saham Syariah Indonesia pada Pasar Modal Syariah di India, Japan, Malaysia, China Menggunakan Metode Vector Error Correction Model (VECM). *Al - Mashrof: Islamic Banking and Finance*, 2(1), 36-55. <http://ejournal.radenintan.ac.id/index.php/almashrof/article/view/8798/4336>
- Setyawan, I. R., Rorlen, & Ekadjaja, M. (2021). Kointegrasi Bursa Efek Indonesia Dengan Bursa Efek. *Jurnal Muara Ilmu Ekonomi Dan Bisnis*, 5(2), 335-347.
- Sirullah, A. A., Oceania, F. G., Prihastono, B., Wahyuni, N., & Sari, T. (2023). *Integration of The Global Islamic Capital Market with The Islamic Capital in Indonesia*. 1(2).
- Siradjuddin, S., Efendi, A., Budiono, I. N., & Fahrika, A. I. (2023). Sejarah Perkembangan Penjaminan Halal di Indonesia. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam*, 9(2), 1891-1905.
- Suhartini, E., & Dewi, I. K. (2024). Perbaikan Manajemen, Legalitas, dan Pembuatan Pewarna Alami melalui Inovasi Mesin Standing Mixer menuju Transformasi Sarung Tenun Pesona Nirwana Baubau. *Jurnal Pengabdian Kesejahteraan Masyarakat Berkemajuan*, 1(1).
- Suhartini, E., & Nurnadjamuddin, M. (2023). Investigations of Work-Life Balance and Stress for Working Women in the Indonesian Banking Sector. *Global Business and Finance Review*, 28(6), 159-169.
- Syariati, A. (2012). The Effect Of Islamic Comercial Banks' health And Their Cost Of Fund Upon Its Financing In Indonesia Over 2005-2009. *Proceeding of International*



*Conferrence of AIMI Indonesia.*

- Taty, S., Musseng, A., Suhartini, E., & Possumah, B. T. (2018). The effect of leadership style on job satisfaction: A case study analysis on KIMA Company in Makassar Industrial area, Indonesia. *Journal of Engineering and Applied Sciences*, 13(13), 4976-4980.
- WAHAB, A., ABBAS, N., SYARIATI, A., & SYARIATI, N. E. (2020). The Trickle-Down Effect of Intellectual Capital on Banks' Macro Performance in Indonesia. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(12), 703-710.