

DAMPAK PERUBAHAN INDEKS SAHAM SYARIAH GLOBAL TERHADAP INDEKS SAHAM SYARIAH INDONESIA

Nailan Saada Ritonga¹, Muhammad Hafizh^{2*}

^{1,2} Universitas Malikussaleh, Aceh Utara. Indonesia

Keyword:

*ISSI, DJIMY25, DJIJP,
DJIEU, Vector Error
Correction Model(VECM)*

Artikel History:

Submitted:

Accepted:

Published:

* Corresponding author

e-mail:

*muhhammad.hafizh@unimal.
ac.id*

Abstract

This study analyzes the relationship between global Islamic stock indices and the Indonesian Islamic Stock Index (ISSI), focusing on three major indices: Dow Jones Islamic Market Malaysia Titans 25 (DJIMY25), Dow Jones Islamic Market Japan (DJIJP), and Dow Jones Islamic Market Europe (DJIEU). This study aims to fill this gap by using a quantitative approach and the Vector Error Correction Model (VECM) method to evaluate the short-term and long-term relationships between indices. The results show that DJIMY25 has a strong positive relationship with ISSI in the short and long term, reflecting close regional integration. DJIJP shows a positive but limited effect in the short term, while DJIEU has no significant effect. These findings support the theory of regional market integration and highlight the dominance of Malaysia's influence on the Indonesian Islamic stock market. In practice, these results provide strategic insights for investors, regulators, and issuers to prioritize regional market relationships in investment decision making and the formulation of Islamic capital market policies.

Abstrak

Penelitian ini menganalisis hubungan antara indeks saham syariah global dan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI), dengan fokus pada tiga indeks utama: *Dow Jones Islamic Market Malaysia Titans 25 (DJIMY25)*, *Dow Jones Islamic Market Japan (DJIJP)*, dan *Dow Jones Islamic Market Europe (DJIEU)*. Penelitian ini bertujuan mengisi celah tersebut dengan menggunakan pendekatan kuantitatif dan *Metode Vector Error Correction model (VECM)* untuk mengevaluasi hubungan jangka panjang dan pendek antar indeks. Hasil menunjukkan bahwa DJIMY25 memiliki hubungan positif yang kuat terhadap ISSI dalam jangka pendek dan panjang, mencerminkan integritas regional yang erat. DJIJP menunjukkan efek positif namun terbatas dalam jangka pendek sedangkan DJIEU tidak berpengaruh signifikan. Temuan ini mendukung teori integrasi pasar regional dan menyoroti dominasi pengaruh Malaysia terhadap pasar saham syariah Indonesia. Secara praktis, hasil ini memberikan wawasan strategi bagi investor, regulator, dan emiten untuk memprioritaskan hubungan pasar regional dalam pengambilan keputusan investasi dan perumusan kebijakan pasar modal syariah.



Kata Kunci: *Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI), DJIMY25, DJIJP, DJIEU, Vector Error Correction Model (VECM)*

PENDAHULUAN

Pada awalnya, pandemi COVID-19 tidak berdampak pada pasar saham meskipun menyebar dengan cepat di seluruh dunia. Namun, pasar mulai merespon secara tidak baik terhadap peningkatan tajam angka kematian. Ketidakpastian global yang dipicu oleh pandemic COVID-19, fluktuasi inflasi, dan perubahan kebijakan ekonomi di negara-negara utama telah memengaruhi kinerja pasar modal secara luas, termasuk pasar saham syariah. Perubahan signifikan pada indeks saham syariah global menunjukkan bahwa pasar syariah tidak terisolasi, tetapi saling terhubung dalam sistem keuangan internasional. Dalam konteks Indonesia, Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) menjadi indikator penting untuk mengukur dinamika investasi syariah domestik. Seiring dengan meningkatnya keterkaitan pasar global, muncul kebutuhan untuk memahami bagaimana perubahan pada indeks saham syariah regional dan global berdampak terhadap ISSI. Namun, sebagian besar studi sebelumnya masih terbatas pada analisis satu arah atau tidak membedakan antara pengaruh indeks syariah regional (seperti DJIMY25 dari Malaysia) dan non regional (seperti DJIJP dari Jepang dan DJIEU dari eropa). Selain itu, pendekatan metodologi yang mempertimbangkan hubungan jangka panjang dan pendek, seperti *Error Correction Model (VECM)*, belum banyak diterapkan dalam konteks ini.

Penelitian ini bertujuan untuk mengisi celah tersebut dengan mengevaluasi pengaruh tiga indeks saham syariah global terhadap ISSI menggunakan metode VECM. Dengan memahami hubungan ini, investor dapat merancang strategi diversifikasi portofolio yang lebih efektif, regulator dapat mengidentifikasi potensi integrasi pasar yang perlu dikelola, dan emiten dapat menyesuaikan strategi penggalangan dan berbasis syariah. Penelitian ini juga memberikan kontribusi teoritis terhadap literatur integrasi pasar syariah pasar syariah lintas wilayah, khususnya antara pasar syariah Indonesia dan mitra dagang utamanya.

METODE PENELITIAN

Dalam penelitian ini digunakan pendekatan kuantitatif dengan analisis data time series bulanan dari periode Januari 2020- Desember 2024. Dengan menggunakan data sumber sekunder, yaitu harga penutupan bulanan dari *Dow Jones Islamic Market*

Malaysia Titans 25 (DJMY25), Dow Jones Islamic Market Japan (DJIJP), Dow Jones Islamic Market Europe (DJIEU), dan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). *Sampling purposive* digunakan untuk mengumpulkan data selama penelitian. Indeks syariah global yang relevan dipilih berdasarkan kriteria yang relevan. Studi ini menyelidiki bagaimana indeks saham syariah global berfungsi sebagai variabel bebas (independen) dan ISSI berfungsi sebagai variabel terikat (dependen). Model analisis *Vector Error Correction Model* (VECM) digunakan untuk mengevaluasi hubungan antara variabel baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek. Model ini memungkinkan untuk mengidentifikasi adanya kointegrasi antar variabel, serta melihat respons jangka pendek terhadap kejutan (*shock*) yang terjadi.

Jika analisis di tingkat level data yang digunakan tidak stasioner, masalah penelitian akan dianalisis menggunakan metode *Vector Autoregression* (VAR). Namun, jika tidak, pengujian akan dilakukan pada tingkat perbedaan pertama. Selanjutnya, model koreksi kesalahan vector (VECM) digunakan untuk menggabungkan metode VAR.

Semua data yang digunakan dalam penelitian ini diubah menjadi logaritma natural (ln). Apabila data tidak terkointegrasi, uji *Vector Autoregression* (VAR) dilakukan. Untuk melihat hubungan antara variabel jangka panjang dan jangka pendek, model VAR digunakan bersama dengan metode koreksi kesalahan vector (VECM). Hasil VECM dikatakan memiliki pengaruh jika nilai t-statistik lebih besar daripada nilai t-tabel, sehingga dapat disimpulkan bahwa hasil VECM menunjukkan ada hubungan jangka panjang atau jangka pendek antar variabel.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil Penelitian

1. Uji Stasioneritas Data

Pengujian akar unit adalah tahap pertama pengujian data dengan metode *Augmented Dickey Fuller* (ADF). Uji ini membandingkan nilai *P-value* ADF dengan nilai *alpha* 5% (0.05). nilai *P-value* ADF yang lebih tinggi daripada nilai *alpha* 5% (0.05) mengindikasikan bahwa data tidak stasioner, sedangkan nilai *P-Value* ADF yang lebih rendah menunjukkan bahwa data stasioner. Hipotesis uji stasioneritas ADF adalah sebagai berikut:

H0: terjadi akar unit (tidak stasioner)

H1: tidak terjadi akar unit (stasioner)

Berikut hasil pengolahan uji stasioneritas data dengan ADF yang dilakukan menggunakan aplikasi EViews 12:

Tabel 1. Hasil Estimasi Uji Stasioneritas Data dengan ADF

Variable	Level		First Difference	
	t-statistic	prob	t-statistic	Prob
ISSI	-1.488221	0.5326	-9.010573	0.0000
DJIMY25	-1.299206	0.6241	-6.868322	0.0000
DJIJP	-2.911730	0.2033	-9.238254	0.0000
DJIEU	-2.468474	0.1283	-8.753773	0.0000

Sumber: Data diolah Eviews

Dilihat dari tabel di atas, variabel DJIMY25 pada tingkat *level* memperoleh nilai *P-Value* sebesar 0.6241 yang nilainya lebih besar daripada alpha 5% (0.05), sehingga variabel DJIMY25 tidak stasioner pada tingkat *level*. Pada tahap *first difference* variabel DJIMY25 memperoleh nilai *probability* sebesar 0.0000, lebih kecil daripada 5% (0.05), sehingga menolak H0 atau gagal menolak H1 yang artinya variabel DJIMY25 stasioner.

Selanjutnya, variabel DJIJP pada tingkat *level* memperoleh nilai *P-Value* sebesar 0.2033 yang nilainya lebih besar daripada alpha 5% (0.05), sehingga variabel DJIJP tidak stasioner pada tingkat *level*. Pada tahap *first difference* variabel DJIJP memperoleh nilai *probability* sebesar 0.0000, lebih kecil daripada 5% (0.05), sehingga menolak H0 atau gagal menolak H1 yang artinya variabel DJIJP stasioner.

Terakhir, variabel DJIEU pada tingkat *level* memperoleh nilai *P-Value* sebesar 0.1283 yang nilainya lebih besar daripada alpha 5% (0.05), sehingga variabel DJIEU tidak stasioner pada tingkat *level*. Pada tahap *first difference* variabel DJIEU memperoleh nilai *Probability* sebesar 0.0000, lebih kecil daripada 5% (0.05), sehingga menolak H0 atau gagal menolak H1 yang artinya variabel DJIEU stasioner.

Berdasarkan pengujian di atas, semua variabel telah lolos uji stasioneritas data ADF pada tahap *first difference*. Sehingga pada tahap berikutnya dapat dilakukan penentuan panjang *lag* optimal untuk estimasi VECM.

2. Uji lag optimal

Tahap kedua adalah menemukan lag optimal. Tabel 2 menunjukkan hasil optimal dari pengujian lag.

Tabel 2. Hasil Pengujian Panjang Lag Optimal

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	315.4876	NA	1.15e-10*	-11.53658*	-11.38925*	-11.47976*
1	330.0141	26.36289*	1.21e-10	-11.48200	-10.74534	-11.19790
2	335.6793	9.442008	1.80e-10	-11.09923	-9.773245	-10.58785
3	342.8769	10.92970	2.56e-10	-10.77322	-8.857902	-10.03456
4	350.5389	10.49975	3.66e-10	-10.46440	-7.959757	-9.498460
5	369.0229	22.59152	3.64e-10	-10.55640	-7.462428	-9.363178

Sumber: Data diolah Eviews

Berdasarkan hasil pemilihan lag optimal, beberapa kriteria seperti AIC, SC, dan HQ menunjukkan bahwa lag optimal berada di lag 0. Namun, karena VECM membutuhkan paling sedikit lag 1 untuk dapat menganalisis dinamika jangka pendek, maka digunakan lag 1 berdasarkan pertimbangan hasil uji stabilitas model, kelengkapan dinamika, dan kesesuaian dengan teori ekonomi.

3. Uji Kointegrasi

Semua variabel telah stasioner pada tingkat *first difference*, sehingga dapat dilakukan uji kointegrasi Johansen. Hasil uji kointegrasi ini digambarkan dalam Tabel 3 berikut.

Tabel 3. Hasil Uji Kointegrasi

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.602271	146.4758	47.85613	0.0000
At most 1 *	0.523478	93.92272	29.79707	0.0000
At most 2 *	0.401137	51.67201	15.49471	0.0000
At most 3 *	0.325514	22.44684	3.841465	0.0000

Sumber: Data diolah Eviews

Seperti yang ditunjukkan oleh hasil uji kointegrasi yang telah dilakukan pada langkah sebelumnya, masing-masing variabel berkointegrasi. Karena itu, metode VECM digunakan. Uji VECM dilakukan untuk mengetahui apakah ada korelasi pada jangka pendek dan jangka panjang. Karena seluruh nilai Trace Statistic lebih besar dari nilai kritis dan nilai probabilitas < 0.05 pada semua level, maka dapat disimpulkan bahwa terdapat lebih dari satu hubungan kointegrasi antara variabel-variabel dalam sistem. Artinya, meskipun masing-masing variabel mungkin tidak stasioner pada level,

kombinasi linier dari variabel-variabel tersebut bersifat stasioner. Hal ini mengindikasikan adanya hubungan jangka panjang yang stabil di antara variabel-variabel yang diuji.

4. Uji Stabilitas VAR

Tabel 4. Hasil Uji stabilitas VAR

Root	Modulus
-0.270250 – 0.258973i	0.374302
-0.2700250 + 0258973i	0.374302
-0.105940 – 0.178697i	0.207740
-0.105940 + 0.178697i	0.207740

Sumber: Data diolah Eviews

Apabila seluruh akarnya berada dalam unit lingkaran dan memiliki modulus lebih kecil dari satu, model VAR di anggap stabil. Model penelitian indeks saham syariah Indonesia memiliki nilai modulus 0.374302 hingga 0.207740. Berdasarkan hasil ini menunjukkan bahwa model VAR stabil.

5. Uji Kausalitas Granger

Pengujian kausalitas Granger memiliki tujuan untuk mengetahui hubungan kausalitas antar variabel yang digunakan di dalam model yang akan diestimasi.

Tabel 5. Hasil Uji Kausalitas Granger

Hipotesis	Probability
DJIJP does not granger cause DJIEU	0. 4348
DJIEU does not granger cause DJIJP	0. 7001
DJIMY25 does not granger cause DJIEU	0. 9239
DJIEU does not granger cause DJIMY25	0. 2605
ISSI does not granger cause DJIEU	0. 7279
DJIEU does not granger cause ISSI	0. 3636
DJIMY25 does not granger cause DJIJP	0. 0368
DJIJP does not granger cause DJIMY25	0. 8031
ISSI does not granger cause DJIJP	0. 0408
DJIJP does not granger cause ISSI	0. 5881
ISSI does not granger cause DJIMY25	0. 0005
DJIMY25 does not granger cause ISSI	0. 8695

Sumber: Data diolah Eviews

Hasil uji kausalitas Granger disajikan dalam tabel 5. Hasil menunjukkan bahwa variabel tidak memiliki hubungan dua arah. Dapat diketahui bahwa secara Granger DJIJP tidak memengaruhi DJIEU, DJIEU tidak memengaruhi DJIJP, DJIMY25 tidak memengaruhi DJIEU, DJIEU tidak memengaruhi DJIMY25, ISSI tidak memengaruhi

DJIEU, DJIEU tidak memengaruhi ISSI. Sementara itu, DJIMY25 memengaruhi DJIJP, tapi DJIJP tidak memengaruhi DJIMY25, ISSI memengaruhi DJIJP, DJIJP tidak memengaruhi ISSI, dan terakhir ISSI memengaruhi DJIMY25, tapi DJIMY25 tidak memengaruhi ISSI.

6. Uji *Vector Error Correction Model* (VECM)

Seperti yang ditunjukkan oleh nilai -0.005009 di CointEq1, koreksi kesalahan sebesar 0.0005009% diperlukan untuk mencapai keseimbangan jangka panjang, seperti yang ditunjukkan oleh hasil uji estimasi VECM yang ditampilkan pada Tabel 6.

Persamaan jangka panjang dari hasil pengujian variabel independen yang memiliki pengaruh signifikan terhadap ISSI ditemukan dalam DJIMY25 dengan nilai t-statistiknya adalah 3.65491 sedangkan nilai t-tabel adalah 2.00324. Sementara variabel DJIJP dan DJIEU tidak berpengaruh signifikan dalam jangka panjang karena nilai t-statistic lebih kecil dibandingkan nilai t-Tabel yang masing masing nilainya adalah $0.67636 < 2.00324$ untuk variabel DJIJP, $-0.84465 < 2.00324$ untuk variabel DJIEU.

Tabel 6. Hasil Estimasi Vector Error Correction

Jangka Panjang		
Variabel	Koefisien	T-Statistik
D(ISSI(-1))	1.000000	-
D(DJIMY25(-1))	0.543847	[3.65491]
D(DJIJP(-1))	0.091706	[0.67636]
D(DJIEU(-1))	-0.109387	[-0.84465]
CointEq1	-0.005009	

Jangka pendek		
Variabel	Koefisien	T-Statistik
D(ISSI(-1))	-0.001799	[-0.01356]
D(DJIMY25(-1))	0.383306	[3.94469]
D(DJIJP(-1))	0.189635	[2.45468]
D(DJIEU(-1))	-0.137117	[-1.56423]

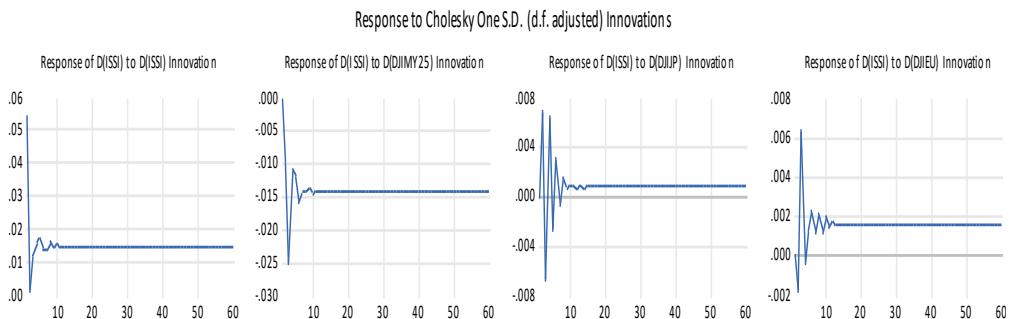
Sumber: Data diolah Eviews

Hasil estimasi VECM menunjukkan DJIMY25 dan DJIJP memiliki pengaruh yang signifikan terhadap ISSI pada jangka pendek, Karena keduanya memiliki nilai t-statistik yang lebih besar daripada nilai t-Tabel. Nilai t-statistik untuk c adalah $3.94469 > 2.00324$ dan nilai indeks DJIJP adalah $2.45468 > 2.00324$. Sementara variabel DJIEU tidak berpengaruh signifikan karena mempunyai nilai t-statistic lebih kecil dibandingkan nilai t-Tabel dengan nilai $-1.56423 < 2.00324$.

7. Uji *Impulse Response Function* (IRF)

Pengujian IRF dilakukan untuk menganalisis respon suatu variabel terhadap guncangan (*shock*) yang terjadi pada variabel lain.

Gambar 1. Hasil Impulse Response Function



Respon ISSI terhadap guncangan dari DJIMY25 memberikan dampak negatif yang langsung terhadap ISSI. Respon awal menunjukkan penurunan tajam sekitar -0.025, namun efek ini mulai menurun dan stabil mendekati nol dalam beberapa periode. Ini menunjukkan bahwa pasar saham syariah Malaysia memiliki pengaruh langsung namun sementara terhadap ISSI, dan bersifat negatif dalam jangka pendek.

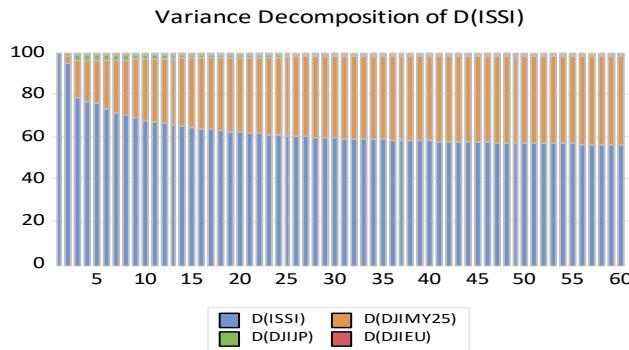
Respon ISSI terhadap guncangan dari DJIJP terlihat relatif kecil namun fluktuatif pada awal periode. Ada pengaruh positif dan negatif secara bergantian, yang mengindikasikan reaksi pasar yang tidak stabil terhadap perubahan di indeks Jepang. Namun, dalam jangka menengah hingga panjang, efeknya kembali ke nol, mencerminkan sifat sementara dan tidak konsisten dari hubungan ini.

Respon ISSI terhadap guncangan dari DJIEU menunjukkan pola yang sangat kecil dan cepat stabil. Ada sedikit kenaikan di awal (sekitar 0.005), namun segera kembali ke garis nol. Ini berarti bahwa pengaruh indeks saham syariah Eropa terhadap ISSI relatif lemah dan tidak signifikan secara ekonomi.

8. Uji Variance Decomposition (VD)

Variance Decomposition (VD) digunakan untuk mengetahui proporsi kontribusi masing-masing variabel dalam menjelaskan variasi (*shock*) terhadap suatu variabel endogen dalam sistem model. Hasil VD ini menunjukkan kontribusi relatif variabel-variabel dalam sistem VECM terhadap perubahan (*shock*) masing-masing variabel lainnya.

Gambar 2. Hasil uji Variance Decomposition



Pada tahap awal (periode ke-1 hingga ke-5), variasi dari D(ISSI) hampir sepenuhnya dijelaskan oleh *shock* dari dirinya sendiri, yaitu lebih dari 90%. Hal ini mengindikasikan bahwa dalam jangka sangat pendek, ISSI sangat dipengaruhi oleh faktor domestik, termasuk dinamika pasar lokal, sentimen investor dalam negeri, dan kondisi ekonomi Indonesia sendiri.

Namun, seiring dengan berjalannya waktu (menuju periode ke-60), terlihat bahwa kontribusi *shock* dari DJIMY25 terhadap variasi Indeks Saham Syariah Indonesia mulai meningkat secara konsisten, bahkan mendekati atau melebihi 30% di periode akhir. Ini menunjukkan adanya keterkaitan yang semakin kuat antara pasar saham syariah Indonesia dan Malaysia dalam jangka panjang. Hubungan ini dapat mencerminkan integrasi pasar syariah regional yang semakin erat akibat kesamaan regulasi, prinsip syariah, dan peran investor institusi antarnegara yang mulai terdiversifikasi lintas pasar.

Sebaliknya, kontribusi dari DJIJP dan DJIEU terhadap fluktuasi Indeks Saham Syariah Indonesia relatif sangat kecil, dan tetap konstan di bawah 10% bahkan hingga periode ke-60. Hal ini menegaskan bahwa pengaruh pasar saham syariah global dari kawasan non-regional terhadap ISSI masih sangat terbatas, baik karena faktor geografis, perbedaan zona waktu, maupun perbedaan struktur dan karakteristik saham syariah yang terdaftar di masing-masing indeks.

Pembahasan

1. Pengaruh Dow Jones Islamic Market Malaysia Titans 25 Index terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia

Hasil estimasi VECM mengindikasikan bahwa *Dow Jones Islamic Market Malaysia Titans 25 Index* (DJMY25) memiliki dampak yang kuat terhadap ISSI dalam jangka panjang maupun pendek. Hal ini mengindikasikan bahwa ketika indeks saham syariah Malaysia mengalami kenaikan, maka dalam jangka panjang akan diikuti oleh kenaikan pada indeks saham syariah Indonesia. Selanjutnya di dalam hasil analisis *Impulse Response Function* Respon ISSI terhadap guncangan dari DJIMY25 menunjukkan bahwa guncangan dari DJIMY25 memberikan dampak negatif yang langsung terhadap ISSI. Respon awal menunjukkan penurunan tajam sekitar -0.025, namun efek ini mulai menurun dan stabil mendekati nol dalam beberapa periode. Ini menunjukkan bahwa pasar saham syariah Malaysia memiliki pengaruh langsung terhadap ISSI, dan bersifat negatif dalam jangka pendek. Di lihat dari hasil uji *decomposition variance* kontribusi shock dari DJIMY25 (Malaysia) terhadap variasi ISSI mulai meningkat secara konsisten, bahkan mendekati atau melebihi 30% di periode akhir. Ini menunjukkan adanya keterkaitan yang semakin kuat antara pasar saham syariah Indonesia dan Malaysia dalam jangka panjang. Hubungan ini dapat mencerminkan integrasi pasar syariah regional yang semakin erat akibat kesamaan regulasi, prinsip syariah, dan peran investor institusi antarnegara yang mulai terdiversifikasi lintas pasar. Selain itu juga ketersambungan informasi pasar dan kepercayaan investor regional menyababkan efek transmisi dari DJIMY25 terhadap ISSI berlangsung dalam jangka pendek melalui mekanisme spekulatif, dan dalam jangka panjang melalui integrasi structural pasar syariah. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Arfandi SN & Rahayu (2022), disebutkan bahwa DJMY25 memiliki kontribusi dalam menjelaskan pergerakan ISSI secara signifikan, terutama dalam konteks integrasi portofolio investasi antarnegara. Lebih lanjut, dalam penelitian Prianto & Darwanto (2021) juga menyatakan bahwa dalam jangka panjang, DJMY25 memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap Jakarta Islamic Index (JII), indeks lain yang mencerminkan saham syariah di Indonesia. Meskipun fokus indeks berbeda (JII), namun hasil tersebut tetap relevan karena keduanya merepresentasikan pasar modal syariah Indonesia.

2. Pengaruh Dow Jones Market Japan Index terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia

Berdasarkan hasil estimasi dengan model koreksi kesalahan vektor (VECM), diketahui bahwa indeks *Dow Jones Islamic Market Japan* (DJIJP) memiliki dampak yang lebih kuat terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) dalam jangka pendek. Ini ditunjukkan oleh nilai t-statistik dalam model VECM yang lebih besar dari nilai t-tabel pada taraf signifikansi 5%, yaitu 2.45468 lebih besar dari 2.00324. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa perubahan DJIJP terhadap pergerakan ISSI memiliki dampak yang signifikan dalam jangka pendek. Koefisien variabel tersebut adalah positif, yang berarti bahwa ketika DJIJP meningkat, ISSI juga cenderung meningkat. Hubungan ini menunjukkan bagaimana pasar saham syariah Indonesia menanggapi perubahan di pasar saham syariah Jepang, terutama dalam jangka pendek, yang dapat disebabkan oleh ekspektasi investor global, sentimen regional, dan arus modal lintas negara. Hal ini juga disebabkan oleh minimnya perusahaan Jepang yang memiliki hubungan langsung dalam aktivitas syariah Indonesia, serta karena mayoritas investor pasar syariah Jepang lebih bersifat domestik dan tidak terlalu berpengaruh terhadap arah jangka panjang pasar modal syariah Indonesia. Dalam hasil analisis *Impulse Response Function* Respon ISSI terhadap guncangan dari DJIJP terlihat relatif kecil namun fluktuatif pada awal periode. Ada pengaruh positif dan negatif secara bergantian, yang mengindikasikan reaksi pasar yang tidak stabil terhadap perubahan di indeks Jepang. Namun, dalam jangka menengah hingga panjang, efeknya kembali ke nol, mencerminkan sifat sementara dan tidak konsisten dari hubungan ini. Selanjutnya dari hasil uji *decomposition variance* menunjukkan bahwa kontribusi dari DJIJP (Jepang) terhadap fluktuasi ISSI relatif sangat kecil, dan tetap konstan di bawah 10% bahkan hingga periode ke-60. Hasil penelitian ini juga didukung oleh penelitian Farradila Geta Oceania dan Ardiansyah (2023), yang melalui pendekatan *Variance Decomposition* menunjukkan bahwa kontribusi DJIJP terhadap perubahan harga saham syariah di Indonesia berada pada level yang sangat rendah.

3. Pengaruh Dow Jones Islamic Market Index Europe terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia

Hasil estimasi studi mengindikasikan bahwa, baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang, *Dow Jones Islamic Market Europe Index* (DJIEU) tidak memiliki dampak yang signifikan terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). Ini menunjukkan bahwa pergerakan indeks saham syariah di Indonesia selama periode 2020–2024 tidak dipengaruhi secara langsung oleh perubahan di pasar saham syariah

di Eropa. Kondisi ini disebabkan oleh minimnya hubungan langsung antara pasar syariah eropa dan pasar syariah Indonesia. Pasar syariah eropa relative kecil dan tidak menjadi referensi utama bagi investor Indonesia. Selain itu, perbedaan waktu, ketidaksesuaian regulasi, serta karakteristik emiten syariah di eropa yang berbeda dengan kebutuhan investor Indonesia menjadi efek dari DJIEU terhadap ISSI tidak signifikan. Hasil analisis fungsi respons impuls ISSI terhadap guncangan DJIEU menunjukkan pola yang sangat kecil dan stabil. Di awal, ada sedikit kenaikan (sekitar 0.005), tetapi kemudian kembali ke nol. Ini menunjukkan bahwa pengaruh indeks saham syariah Eropa terhadap ISSI tidak signifikan secara ekonomi dan relatif kecil. Dalam hasil uji *decomposition variance* juga menunjukkan bahwa kontribusi dari DJIEU (Eropa) terhadap fluktuasi ISSI relatif sangat kecil, dan tetap konstan di bawah 10% bahkan hingga periode ke-60. Penelitian sebelumnya juga mendukung hasil ini, seperti penelitian sugeng Prianto dan Darwanto (2021) menemukan bahwa DJIEU tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *Jakarta Islamic Index* (JII), baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Menurut penelitian Retno Fuji Oktaviani (2017), DJIEU tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap JII, ini menunjukkan bahwa dampak dari pergerakan pasar syariah di Eropa tidak sampai ke pasar Indonesia.

KESIMPULAN

Penelitian ini secara empiris mengungkapkan bahwa pengaruh indeks saham syariah global terhadap indeks saham syariah Indonesia (ISSI) bersifat asimetris dan dominan secara regional. Dengan menggunakan pendekatan *Vector Error Correction Model* (VECM), ditemukan bahwa *Dow Jones Islamic Market Malaysia Titans 25* (DJIMY25) memiliki pengaruh positif yang kuat dan berkelanjutan terhadap ISSI dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Sebaliknya *Dow Jones Islamic Market Japan* (DJIJP) hanya memberikan pengaruh signifikan dalam jangka pendek, sementara *Dow Jones Islamic Market Europe* (DJIEU) tidak menunjukkan dampak signifikan dalam kedua horizon waktu. Hasil analisis *Impulse Response Function* (IRF) memperlihatkan bahwa guncangan dari DJIMY25 berdampak negatif pada ISSI di awal periode, tetapi kemudian efeknya menurun dan stabil, mencerminkan respon pasar yang bersifat sementara. Sementara itu, guncangan dari DJIJP menghasilkan respon fluktuatif yang tidak konsisten dan DJIEU hampir tidak menimbulkan respon berarti. *Variance Decomposition* (VD) menunjukkan bahwa kontribusi DJIMY25 terhadap variasi ISSI meningkat hingga melibih 30% dalam jangka panjang, sedangkan DJIJP

dan DJIEU memberikan kontribusi yang sangat kecil. Hal ini menegaskan bahwa pengaruh signifikan terhadap ISSI dalam jangka panjang hanya berasal dari indeks saham syariah Malaysia. Secara teoritis hasil penelitian ini memperluas literatur keuangan syariah dengan memberikan bukti empiris bahwa integrasi pasar syariah lebih kuat secara regional dibandingkan global. Mendukung teori integrasi pasar yang bersifat spasial dan berbasis kesamaan regulatif. Secara praktis hasil ini memberikan panduan strategi bagi investor, regulator, dan emiten syariah.

Secara keseluruhan, penelitian ini menunjukkan bahwa integrasi pasar saham syariah Indonesia paling kuat dengan pasar Malaysia. Pengaruh Jepang dan Eropa sangat kecil dan sementara. Hasil ini memiliki manfaat besar bagi emiten, investor, dan regulator pasar modal syariah di Indonesia, terutama dalam hal pemahaman tentang dinamika pasar di seluruh dunia dan pembuatan strategi investasi yang efisien. Selain itu, penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif yang menyeluruh, metode *Vector Error Correction Model* (VECM) digunakan untuk memeriksa hubungan jangka pendek dan jangka panjang. Metode ini memperkaya literatur keuangan syariah.

Berdasarkan hasil penelitian ini, peneliti menyarankan kepada para peneliti selanjutnya agar penggunaan model non-linear seperti *Threshold VECM* untuk menangkap dinamika hubungan yang mungkin bersifat asimetris dalam kondisi pasar ekstrim. Selanjutnya juga penambahan variabel makroekonomi seperti harga minyak, kurs rupiah, dan indeks sentimen investor untuk melihat interaksi multivariat secara lebih komprehensif. Penelitian lintas negara di ASEAN juga dapat menguji konsistensi integrasi pasar syariah regional.

DAFTAR PUSTAKA

- Danila, N. (2023). Revisiting Financial Volatility in the Indonesian Islamic Stock Market: Garch - Midas Approach. *Journal of Indonesian Economy and Business*, 38(2), 166–177. <https://doi.org/10.22146/jieb.v38i2.5704>
- FATHURRAHMAN, A., & RUSDI, F. (2019). Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Likuiditas Bank Syariah Di Indonesia Menggunakan Metode Vector Error Correction Model (Vecm). *Al-Masraf: Jurnal Lembaga Keuangan Dan Perbankan*, 4(2), 117. <https://doi.org/10.15548/al-masraf.v4i2.262>
- Kurniawan, A. (2019). Pengaruh Dow Jones Islamic World Malaysia Index Dan Dow Jones Islamic Market Japan Index Terhadap Indeks Sahamsyariah Indonesia. *FINANSIA : Jurnal Akuntansi Dan Perbankan Syariah*, 2(1), 102–115. <https://doi.org/10.32332/finansia.v2i01.1543>

- Midesia, S. (2022). Pengaruh Dow Jones Islamic Market Industrials dan US Dollar Index Future terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia. *JII*, 7(1), 46–57. <https://doi.org/10.32505/jii.v7i1.4350>
- Nofrianto, N., Nugraha, D. P., Ahmed, A. M., Muttaqin, Z., Fekete-Farkas, M., & Hagen, I. (2024). Exploring the Resilience of Islamic Stock in Indonesia and Asian Markets. *Journal of Risk and Financial Management*, 17(6). <https://doi.org/10.3390/jrfm17060239>
- Nugroho, T. (2020). *Perbandingan Pengaruh Variabel Makroekonomi terhadap Indeks Saham Syariah di Indonesia* ,.
- Oceania, F. G., & Ardiansyah, M. (2023). Dampak Shock Indeks Saham Syariah Global dan Indeks Saham Syariah Regional ASEAN Terhadap Perubahan Harga Saham Pada Jakarta Islamic Index. *Jurnal Multidisiplin West Science*, 2(03), 158–172. <https://doi.org/10.58812/jmws.v2i03.243>
- Oktaviani, R. F. (2017). Index Harga Saham Islamic Internasional terhadap Jakarta Islamic Index. *Jurnal Ekonomika Dan Manajemen*, 6(1), 1–15. <https://journal.budiluhur.ac.id/index.php/ema/article/view/334>
- Prakoso, D. (2022). Impact of The Global Stocks Index on The Shariah And Conventional Stocks Index in Indonesia. *Islamic Economics Methodology*, 1(1). <https://doi.org/10.58968/iem.v1i1.113>
- Prianto, S., & Darwanto, D. (2021). Pengaruh Dow Jones Islamic Market Index (Djimi) Di Beberapa Negara Terhadap Pergerakan Jakarta Islamic Index (JII). *Iqtishaduna*, 12(1), 1–17. <https://doi.org/10.20414/iqtishaduna.v12i1.3141>
- Rahayu, S. E. (2021). Pengaruh Indeks Saham Syariah Jepang (DJIJP) Dan Indeks Saham Syariah Malaysia (DJMY25D) Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) (Periode Januari Tahun 2016 – Desember Tahun 2020). *At-Thariqah: Jurnal Ekonomi*, 1(2), 1–16. <https://doi.org/10.47945/at-thariqah.v1i2.656>
- Silalahi, P. R., Hafizh, M., Nasution, S., & Sugianto, S. (2021). Psychology of Muslim Investors in Stock Investment During Covid-19 Pandemic. *Tazkia Islamic Finance and Business Review*, 14(1), 65–90. <https://doi.org/10.30993/tifbr.v14i1.223>
- Soeharjoto, & Inviah. (2021). Integrasi Dow Jones Islamic Market-5 Dengan Indeks Saham Syariah Indonesia. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam*, 7(03), 1270–1277. <http://jurnal.stie-aas.ac.id/index.php/jiedoi:http://dx.doi.org/10.29040/jiei.v7i3.3469>
- Sudirman, S., Darwis, R., Rahman, A., Yusuf, S. D., Gunawan, E., Marwing, A., & Obie, M. (2023). Sharia Stocks and Muslim Millennials Investors in Indonesia: Between Religious and Economic Motives. *International Journal of Professional Business Review*, 8(5), e01829. <https://doi.org/10.26668/businessreview/2023.v8i5.1826>

