

INTEGRASI INDEKS HARGA SAHAM SYARIAH INDONESIA PADA PASAR MODAL SYARIAH DI INDIA, JAPAN, MALAYSIA, CHINA MENGGUNAKAN METODE *VECTOR ERROR CORRECTION MODEL* (VECM)

Novia Pramai Sella¹, A. Zuliansyah², Gustika Nurmalia³
zuliansyah@radenintan.ac.id, gustikanurmalia@radenintan.ac.id
UIN Raden Intan Lampung¹²³

ABSTRAK

Analisis integrasi pasar modal syariah di Asia membawa implikasi penting bagi portofolio para investor. Para investor dapat membentuk portofolio yang optimal dan dapat melakukan diversifikasi risiko dengan adanya integrasi pasar modal syariah. Hal tersebut berdampak terhadap keputusan investasi yang dibuat oleh investor internasional dalam pembentukan portofolio saham syariah di Asia. Disamping itu, analisis kointegrasi juga membawa implikasi terhadap pengambil kebijakan (*policy makers*). Bagi investor internasional, dengan derajat integrasi pasar modal syariah yang masih rendah dengan dua vektor yang terkointegrasi membawa implikasi terhadap teori portofolio modern yang menganjurkan kepada investor untuk mendiversifikasi asetnya pada pasar saham antar negara. Penelitian ini adalah penelitian kuantitatif, dengan objek penelitian 5 negara di Asia yaitu Indonesia, Malaysia, China, India, Japan dengan periode Maret 2017 - Oktober 2019. Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah Analisis Metode *Vector Error Correction Model* (VECM), metode VECM ini digunakan untuk memodelkan data time series yang jumlah keseluruhan datanya yaitu sebanyak 670 data indeks harga saham syariah yang meliputi negara Indonesia, India Japan, Malaysia, dan China. Berdasarkan hasil penelitian dengan beberapa uji yaitu meliputi Uji Stasioneritas, Uji Lag Optimum, Uji Stabilitas VAR, Uji Kointegrasi, Uji Causality, Uji VECM, Uji Impluse Respon, dan Uji *Forecasting Error Variance Decomposition* (FEVD). Dapat disimpulkan bahwa dalam jangka panjang pasar modal syariah di Indonesia terintegrasi dengan beberapa pasar modal syariah di kawasan Asia yaitu pasar modal syariah China dan India. Sementara itu pasar modal syariah di Jepang dan Malaysia tidak saling terintegrasi. Dengan ini disimpulkan bahwa saham syariah China direspon positif oleh Indonesia mulai dari awal periode hingga akhir periode dan mulai stabil pada periode ke-26 dengan nilai sebesar 0.778661. Saham syariah Jepang direspon positif oleh Indonesia mulai dari awal periode hingga akhir periode dan mulai stabil pada periode ke-47 dengan nilai sebesar 0.179497. Saham syariah Malaysia direspon positif oleh Indonesia mulai dari awal periode hingga akhir periode dan mulai stabil pada periode ke-47 dengan nilai sebesar 0.090272. Saham syariah India direspon positif oleh Indonesia mulai dari awal periode hingga akhir periode dan mulai stabil pada periode ke-50 dengan nilai sebesar 0.800065.

Kata Kunci : Integrasi, Asia, Pasar Modal Syariah, *Vector Error Correction Model* (VECM)

INTEGRASI INDEKS HARGA SAHAM SYARIAH INDONESIA.....

Novia Pramai Sella¹, A. Zuliansyah², Gustika Nurmalia³
(2021)

A. PENDAHULUAN

Perang dagang merupakan suatu manifestasi di dalam ketegangan antara dua ekonomi terbesar dunia jika berlangsung tiada henti maka potensi masuk ke stadium perang ekonomi dengan dimensi-dimensi serta resonansinya akan meluas. Dengan demikian banyak negara akan mengalami kerugian dan kemunduran dalam perekonomiannya sehingga di sinilah dibutuhkan pemahaman bersama tentang tata kelola perekonomian yang berbeda tapi dapat secara harmonis, memperkuat prinsip bermitra/berdampingan bukan bersaing akan tetapi menemukan tata kelola ekonomi baru dunia dengan menyatukan model perekonomian antara barat dan Asia.

China merupakan negara eksportir terbesar di dunia. Perang dagang AS-China bisa menjadi peluang dan tantangan bagi kinerja perdagangan Indonesia. Kita dapat memanfaatkan peluang pasar untuk produk ekspor nasional di pasar AS dan China akibat perang dagang kedua negara tersebut. Apabila AS menghambat perdagangan untuk produk ekspor China, maka memberi peluang bagi produk ekspor Indonesia ke pasar AS. Produk ekspor yang dapat memanfaatkan peluang pasar AS terutama tekstil dan alas kaki.

Otoritas Jasa Keuangan atau OJK mengingatkan soal kondisi perekonomian global yang terus dibayangi masalah perang dagang antara AS-China. Hal tersebut bisa berdampak pada pasar modal. Ketua Komisioner OJK Wimboh Santoso mengatakan, Indonesia jangan terlena, sebab ancaman dari kondisi perekonomian global yang belum membaik tersebut bisa mengancam ekonomi nasional. Dalam mengantisipasi perang dagang tersebut, Wimboh menekankan, Indonesia perlu melakukan pendalaman pasar modal dengan lebih optimal. Mulai dari sisi *supply*, *demand* hingga menyempurnakan infrastruktur. Dari sisi *supply*, ia menerangkan perlu adanya peningkatan instrumen dan basis jumlah emiten. Sedangkan, sisi *demand* dengan mendorong jumlah investor pasar modal. Ada lagi, infrastruktur pasar modal dengan mengadaptasikan teknologi yang lebih mudah, cepat, dan transparan. Dengan demikian, risiko dampak dari perang dagang antara AS-China bisa lebih ditekan. "Upaya-upaya tersebut tentu harus dilengkapi sinergi yang baik dengan berbagai pihak, dan penguatan fundamental emiten melalui penerapan manajemen risiko dan juga tata kelola yang baik" (Dewi Rachmad Kusuma, 2019).

Pasar modal dapat menggambarkan kesehatan dan pertumbuhan ekonomi suatu Negara, saat kebijakan-kebijakan pemerintah dan kondisi ekonomi suatu Negara bagus ada sudut pandang investor, biasanya harga-harga saham akan meningkat dan kondisi ini akan meningkatkan nilai indeks harga saham dari suatu Negara, tapi bila kondisi perekonomian sedang buruk, biasanya harga saham akan terpuruk.

Sehingga berbagai macam usaha dilakukan setiap Negara untuk meminimalisasi risiko yang ada dan mengoptimalkan sumber daya yang dimiliki.

Semenjak pemberlakuan Masyarakat Ekonomi Asean (MEA) pasar saham Indonesia terus mengalami peningkatan dan ini diprediksi terus sampai akhir semester kedua 2016. Peningkatan ini ditandai dengan aliran modal yang terus masuk dan indeks yang diyakini. Kerjasama pasar modal bertujuan untuk mewujudkan kerja sama pasar modal yang lebih erat untuk meningkatkan perdagangan intra kawasan dan memperdalam integrasi ekonomi regional. Integrasi ekonomi akan menjadi lebih kuat apabila dilakukan integrasi pasar modal. Terintegrasinya pasar modal akan meningkatkan peran pasar modal pembangunan ekonomi antar Negara (Mafizatul Nurhayati, 2010).

Menurut ketua Bapepam, berkembangnya produk pasar modal berbasis syariah juga merupakan potensi dan sekaligus tantangan perkembangan pasar modal di Indonesia. Lebih lanjut dinyatakan bahwa terdapat dua strategi utama yang direncanakan Bapepam untuk mencapai pengembangan pasar modal syariah dan produknya. *Pertama*, mengembangkan kerangka hukum untuk memfasilitasi pengembangan pasar modal berbasis syariah. *Kedua*, mendorong pengembangan produk pasar modal berbasis Syariah. Pada periode Januari hingga Juni 2007 tercatat ada 30 perusahaan public yang *core business*-nya sesuai dengan prinsip syariah, sehingga kemudian memasuki awal Januari 2008, Bursa Efek Indonesia (BEI) mengeluarkan daftar saham yang masuk ke dalam JII periode Januari-Juni 2008 dengan tambahan empat saham baru. Yang menarik dari pasar modal syariah ini yaitu tidak adanya undang-undang tersendiri yang memisahkannya dari pasar modal keseluruhan, sangat berbeda dengan perbankan yang memisahkan perbankan konvensional dengan perbankan syariah. Pertumbuhannya pun menarik jika lagi-lagi dibandingkan dengan perbankan syariah. Efek syariah sudah mencapai sekitar 50% dari seluruh efek yang ada di pasar modal, sedangkan perbankan syariah kontribusinya terhadap perbankan Indonesia secara keseluruhan hanya sekitar 4%.

Kepopuleran efek syariah dan keunggulannya mendorong munculnya berbagai indeks ekuitas. Beberapa tahun sebelum kemunculan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI), telah ada indeks syariah bermunculan. *Dow Jones & Company* meluncurkan *Dow Jones Islamic Market Index* (DJIMI) pada Februari 1999, kemudian diikuti kemunculan *Kuala Lumpur Shariah Index* (KLSI) oleh bursa Malaysia pada April 1999, dan *FTSE Global Islamic Index Series* (FTSE-GII) oleh kelompok *Financial Times Stock Exchange* (FTSE) pada Oktober 1999. Berikut adalah daftar Indeks saham syariah di Asia:

INTEGRASI INDEKS HARGA SAHAM SYARIAH INDONESIA.....

Novia Pramai Sella¹, A. Zuliansyah², Gustika Nurmalia³

(2021)

Tabel I
Daftar Indeks Saham Syariah di Asia

ASIA TIMUR				
Tanggal	DJICHKU (China)	DJIJP (Japan)		
26 agustus 2019	2.144,41	1.805,07		
ASIA SELATAN				
Tanggal	DJIMIND (India)	DJIMNPL (Nepal)	DJIM (Pakistan)	DJIMLKR (Sri Langka)
26 agustus 2019	2.426,71	3.854,88	3.816,50	1,658,99
ASIA TENGGARA				
Tanggal	Brunnei Darussalam	DJIFIN (Filipina)	ISSI (Indonesia)	DJMY25D (Malaysia)
26 agustus 2019	2.288,64	2,470.03	686,5	751,48
ASIA BARAT DAYA				
Tanggal	DJIMKW (Kuwait)	DJIMTR (Turkey)		
26 agustus 2019	771,42	7,230.17		

Jika diurutkan maka negara *pertama* yang memiliki tingkat saham Syariah terbesar yaitu Turkey. *Kedua*, Nepal dengan nilai indeks 3,854,88. *Ketiga* Pakistan dengan nilai indeks saham Syariah 3,816,50. *Keempat*, Filipina. Lalu yang *kelima* adalah India. *Keenam*, Brunei Darussalam dengan indeks saham Syariah senilai 2.288,64. *Ketujuh*, China dengan indeks saham Syariah sebesar 2.144,41. *Kedelapan* adalah negara Japan dengan indeks saham Syariah sebesar 1.805,07. *Kesembilan* adalah negara Sri Langka dengan indeks saham syariah sebesar 1,658,99. *Kesepuluh* adalah negara Kuwait. Lalu *kesebelas* negara Malaysia dengan indeks saham Syariah sebesar 751,48. Dan yang *keduabelas* adalah negara Indonesia dengan indeks saham Syariah sebesar 686,5. Tabel diatas menunjukkan bahwa negara yang memiliki indeks saham syariah terkecil yaitu Indonesia (www.yahoofinance.com , diakses tgl 24 Februari 2020, pkl. 20.58 wib)

Jika dilihat dari perspektif sejarah, negara yang pertama kali mengembangkan indeks syariah dan *equity fund* seperti reksadana adalah Amerika Serikat. Hal ini ditandai dengan peluncuran *The North American Islamic Trust* sebagai *equity*

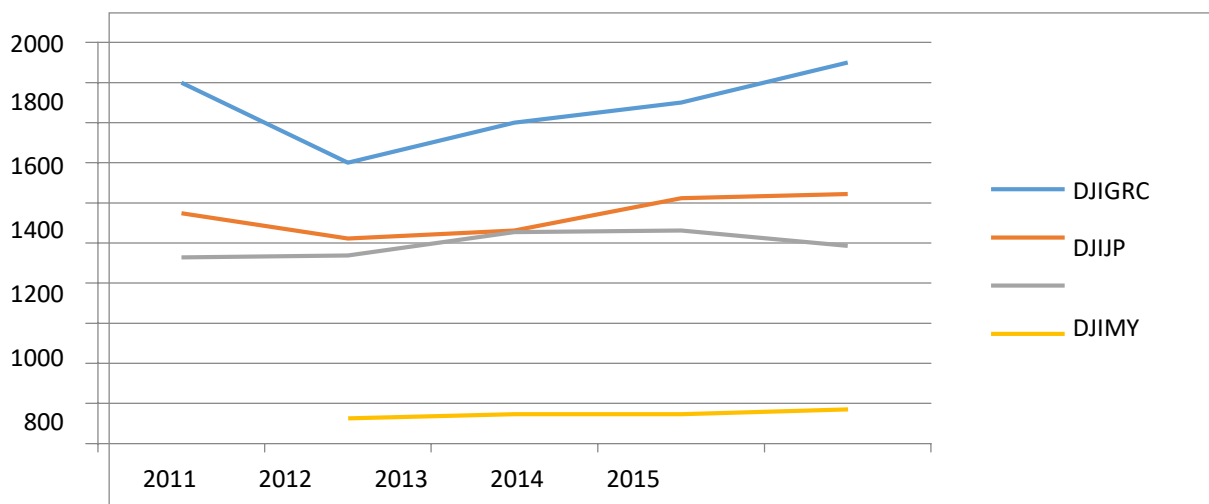
INTEGRASI INDEKS HARGA SAHAM SYARIAH INDONESIA.....

Novia Pramai Sella¹, A. Zuliansyah², Gustika Nurmalia³

(2021)

fund pertama di dunia pada tahun 1986 oleh *The Amana fund*. Selanjutnya pada bulan Februari 1999, *Dow Jones* meluncurkan indeks pasar syariah yang pertama, yaitu *Dow Jones Islamic Market Index* (DJIM) merupakan bagian dari kelompok indeks-indeks global *Dow Jones* (*Dow Jones Global Index* atau DJGI). Hal ini membuktikan bahwa Amerika Serikat adalah negara yang pertama kali melaksanakan kegiatan pasar modal syariah di dunia. (Huda dan Nasution, 2008). Hal ini membuktikan bahwa konsep syariah adalah berlaku universal dan diterima oleh berbagai kalangan.

Dow Jones Islamic Market ini meliputi saham-saham dari 34 negara, serta mencakup 10 sektor ekonomi, 18 sektor pasar, 51 kelompok industry, dan 89 sub kelompok industri. Beberapa negara yang termasuk ke dalam *Dow Jones Islamic Market Index* diantaranya adalah *Dow Jones Market Index Malaysia* (DJIMY), *Dow Jones Islamic Market Index Japan* (DJJIP), dan *Dow Jones Islamic Market Greater China Index* (DJIGRC). (Hill, 2015) (*Dow Jones Islamic Market Indices Methodology*, McGraw Hill Financial, 2015). Saham-saham syariah yang ada di negara-negara tersebut merupakan saham dengan harga yang cukup tinggi dibandingkan dengan negara-negara lainnya. Gambar 1.2 menunjukkan bagaimana pergerakan harga saham syariah yang ada di negara tersebut dibandingkan dengan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI).



Gambar 1
Indeks Harga Saham Beberapa Negara
Sumber : data diolah dari www.finance.yahoo.com

Dari gambar tersebut dapat dilihat bahwa harga saham syariah yang paling tinggi dimiliki oleh *Dow Jones Islamic Market Greater China Index* (DJIGRC), diikuti oleh *Dow Jones Islamic Market Index Japan* (DJJJP), *Dow Jones Market Index Malaysia* (DJIMY), dan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI).

Pasar modal yang menjadi variabel penelitian ini adalah pasar modal syariah Indonesia, India, Malaysia, Japan dan China. Malaysia dipilih karena adanya perjanjian bilateral antara BEI dan Bursa Malaysia tentang perdagangan beberapa perusahaan dan produk syariah membuat investor Indonesia berpeluang melakukan *trading* atau perdagangan saham di Malaysia (Bambang Priyo Jatmiko., 2020)

Keterkaitan Negara satu dengan Negara yang lain berpengaruh terhadap perekonomian suatu Negara. Saat ini kerjasama antar Negara dapat memajukan segala aspek yang ada didalamnya. Tidak terkecuali Negara- negara yang berada di Negara ASIA. Terintegrasinya suatu Negara dilatar belakangi oleh banyak faktor, salah satunya adalah kerjasama dibidang pasar modal.

Negara yang pertama kali memperkenalkan dan mengimplementasikan prinsip Islam di sector pasar modal adalah Jordan dan Pakistan dan kedua negara tersebut juga telah menyusun dasar hukum penerbitan Obligasi Islam. Selanjutnya, pada 1978, pemerintah Jordan melalui Law Nomor 13 Tahun 1978 telah mengizinkan Jordan Islamic Bank untuk menerbitkan *Muqaradah Bond*. Izin penerbitan *Muqaradah Bond* ini kemudian ditindaklanjuti dengan penerbitan *Muqaradah Bond Act* pada 1981. Sementara pemerintah Pakistan, baru pada 1980 menerbitkan *The Modharaba Company* dan *Madarabas Ordinance*.

Adapun pengembangan pertama Indeks Islam dan *equity fund* seperti reksa dana adalah Amerika Serikat, setelah *The Amana Fund* diluncurkan *The North American Islamic Trust* sebagai *equity fund* pertama di dunia 1986. Pada Februari 1999, Dow Jones meluncurkan Indeks pasar Islam yang pertama. *Dow Jones Islamic Market Index* (DJIMI) merupakan bagian dari kelompok indeks-indeks global *Dow Jones* (DJGI), yang meliputi saham-saham dari 34 negara dan mencakup 10 sektor ekonomi, 18 sektor pasar, 51 kelompok, dan 89 subkelompok industry berdasarkan standar klasifikasi *Dow Jones Global*. DJIMI tidak memasukkan indeks keseluruhan kelompok industry mana pun yang menggambarkan ketidakcocokan dengan garis bisnis berdasarkan prinsip-prinsip. Kegiatan-kegiatan tersebut termasuk rokok, minuman beralkohol, babi, perjudian, senjata, pornografi, industry hotel dan hiburan, dan jasa keuangan konvensional (perbankan, asuransi dan sebagainya).

Penelitian terkait integrasi saham syariah antar beberapa negara sudah banyak dilakukan seperti Fadhilah (2021) yang memperoleh temuan bahwa terdapat hubungan kausalitas antara bursa saham syariah di Asia dengan bursa saham syariah di Indonesia, terdapat hubungan jangka panjang antara DJIGRC dengan ISSI, penyumbang kontribusi terbesar terhadap pergerakan bursa saham ISSI adalah DJIGRC. Kemudian Ardana (2017) memperoleh hasil penelitian bahwa pada saat periode sebelum krisis Yunani dalam jangka panjang terjadi integrasi antara pasar saham syariah Indonesia, Malaysia, Kanada, Amerika Serikat, United Kingdom, Jepang dan Eropa, kecuali Asia-Pasifik. Sedangkan pada saat terjadinya krisis Yunani dalam jangka panjang hanya pasar saham syariah negara Indonesia, Malaysia, Jepang dan Amerika Serikat yang saling terintegrasi, sisanya yaitu negara Kanada, United Kingdom, Eropa dan Asia-Pasifik tidak terjadi integrasi. Hasil penelitian Oktaviani (2017) menyatakan bahwa variabel Dow Jones Islamic USA dan Dow Jones Islamic Malaysia yang memberikan pengaruh signifikan terhadap Jakarta Islamic Index

Berdasarkan fenomena dan hasil penelitian terdahulu yang bervariasi peneliti tertarik untuk meneliti analisis Integrasi Indeks Harga Saham Syariah Indonesia pada Pasar Modal Syariah. Peneliti menggunakan sampel negara-negara di Asia seperti India, Japan, Malaysia, dan China, dengan menggunakan metode *Vector Error Correction Model* (VECM).

B. TEORI

I. Teori Signaling

Teori sinyal (*signaling theory*) merupakan salah satu teori pilar dalam memahami manajemen keuangan. Secara umum sinyal dapat diartikan sebagai isyarat yang dilakukan oleh perusahaan kepada investor. Sinyal tersebut dapat berwujud dalam berbagai bentuk, baik yang langsung dapat diamati maupun yang harus dilakukan penelaah lebih mendalam untuk dapat mengetahuinya. Sinyal yang disampaikan melalui aksi korporasi dapat berupa sinyal positif dan sinyal negatif.

Manajemen perusahaan yang didasari motivasi signaling yang berkaitan dengan pembagian deviden merupakan harapan bahwa kinerja perusahaan dapat memberikan sinyal positif terhadap suatu investasi. Sinyal ini akan membawa investor untuk melakukan investasi melalui pembelian saham perusahaan. Semakin banyak investor melakukan investasi pada perusahaan, akan mendorong terjadinya peningkatan volume transaksi perdagangan saham perusahaan tersebut. Kondisi

ini akan berdampak pada peningkatan harga pasar saham perusahaan atau peningkatan nilai perusahaan (Fenti Fauziah, 2017).

2. Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)

Indeks saham syariah adalah indikator yang menunjukkan pergerakan indeks hargasaham syariah yang ada di Bursa Efek Indonesia. Sejak 12 Mei 2011, BEI mempunyai dua indeks harga saham syariah, yaitu *Jakarta Islamic Index* (JII) dan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). ISSI merupakan indeks saham yang mencerminkan keseluruhan saham syariah yang tercatat di BEI (Bursa Efek Indonesia). Konstitues ISSI adalah keseluruhan saham syariah yang tercatat di BEI dan terdaftar dalam DES (Daftar Efek Syariah). Konstituen ISSI direview setiap 6 bulan sekali (Mei dan November) dan dipublikasikan pada awal bulan berikutnya. Konstituen ISSI juga dilakukan penyesuaian apabila ada saham syariah yang baru tercatat atau dihapuskan dari DES. (www.idx.co.id).

3. Dow Jones Islamic Index Malaysia (DJIMY)

Indek saham syariah di Malaysia terdiri dari dua, Kuala Lumpur Syariah Indek (KLSI) dan Rashid Husein Berhad Islamic Market Indek (RHBIMI). KLSI didirikan oleh pemerintah sedangkan RHBIMI didirikan oleh swasta (Rashid Hussain Berhad). Munculnya dua indek tersebut menunjukkan besarnya minat investor Malaysia dan negara lain terhadap investasi Islam di Malaysia. Perkembangan tersebut dapat dilihat dari emiten yang selalu bertambah dan saat ini saham syariah telah menguasai 88% dari seluruh saham yang tercatat di KLSE pada tahun 2010 (www.sc.com).

4. Dow Jones Islamic Market Greater China Index (DJIGRC)

Dow Jones Islamic Market Greater China Index (DJIGRC) bergabung dalam *Dow Jones Islamic Market Index* sejak 31 Desember 2005. Dengan masuknya saham syariah China yang konsisten terhadap *Dow Jones Islamic Market International Index* (DJIMI) maka segala transaksi yang dilakukan diawasi dan diatur oleh *Syariah Advisory Council* (SAC) yang sesuai dengan prinsip syariah.

5. Dow Jones Islamic Market Japan Index (DJJJP)

Dow Jones Islamic Market Japan Index (DJJJP) bergabung dengan *Dow Jones Islamic Market International Index* (DJIMI) sejak 29 Desember 1995. *Dow Jones Islamic Market Japan Index* (DJJJP) dalam melakukan segala kegiatan transaksi dan lainnya diatur oleh *Syariah Advisory Council* (SAC) dari *Security*

Community (SC) yang berfungsi untuk (1) menjaga pasar saham syariah sesuai dengan prinsip-prinsip Islam, (2) memberi pertimbangan nilai syariah kepada komisi sekuritas dalam menyediakan panduan syariah pada transaksi saham syariah dengan tujuan pada standarisasi dan aplikasi yang sesuai.

C. METODE PENELITIAN

Penelitian ini adalah penelitian kuantitatif, dengan objek penelitian 5 negara di Asia yaitu Indonesia, Malaysia, China, India, Japan dengan periode Maret 2017 - Oktober 2019. Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah Analisis Metode *Vector Error Correction Model* (VECM).

Untuk melihat melihat integrasi pasar modal syariah di Asia (Indonesia, Jepang, China, India dan Malaysia) maka model penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$\begin{bmatrix} \Delta \text{Indonesia}_t \\ \Delta \text{Jepang}_t \\ \Delta \text{China}_t \\ \Delta \text{India}_t \\ \Delta \text{Malaysia}_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \alpha_{10} \\ \alpha_{20} \\ \alpha_{30} \\ \alpha_{40} \\ \alpha_{50} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} a_{11} & a_{12} & a_{13} & a_{14} & a_{15} & a_{16} & a_{17} & a_{18} \\ a_{21} & a_{22} & a_{23} & a_{24} & a_{25} & a_{26} & a_{27} & a_{28} \\ a_{31} & a_{32} & a_{33} & a_{34} & a_{35} & a_{36} & a_{37} & a_{38} \\ a_{41} & a_{42} & a_{43} & a_{44} & a_{45} & a_{46} & a_{47} & a_{48} \\ a_{51} & a_{52} & a_{53} & a_{54} & a_{55} & a_{56} & a_{57} & a_{58} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \Delta JII_{t-i} \\ \Delta DJIMC_{t-i} \\ \Delta DJIMUS_{t-i} \\ \Delta DJIMUK_{t-i} \\ \Delta DJIMEURO_{t-i} \end{bmatrix} - \lambda \begin{bmatrix} u_{1t} \\ u_{2t} \\ u_{3t} \\ u_{4t} \\ u_{5t} \end{bmatrix}$$

Indonesia = *Jakarta Islamic Index*

Jepang = *Dow Jones Islamic Market Japan*

China = *Dow Jones Islamic Market China*

India = *Dow Jones Islamic Market India*

Malaysia = *Dow Jones Islamic Market Malaysia*

Analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis *Vector Autoregressive* (VAR)/ *Vector Error Correction Model* (VECM) dan sebagai alat analisis adalah program Eviews 10. Adapun tahapan-tahapan analisis yang dilakukan adalah :

1. Uji Stasionaritas Data

Tahap pertama adalah uji akar unit (*unit root test*) untuk melihat kestasioneran data. Uji stasionaritas dalam penelitian ini adalah *Augmented Dickey-Fuller* (ADF) yaitu apabila nilai mutlak t-ADF lebih besar dari nilai mutlak *MacKinnon Critical Values*-nya maka data telah stasioner pada taraf yang telah ditentukan.

2. Uji Lag Optimal

Lag berguna untuk menunjukkan berapa lama reaksi suatu variabel terhadap variabel lainnya, penentuan *lag* optimal juga berguna untuk menghilangkan masalah autokorelasi dalam sebuah sistem VAR (Firdaus, 2011).

Pengujian panjang *lag* yang optimal dapat diidentifikasi dengan menggunakan *Akaike Information Criterion* (AIC), *Schwarz Information Criterion* (SIC), *Hannan-Quinn Criterion* (HQ), dan sebagainya. *Lag* yang dipilih adalah model dengan nilai AIC dan SIC terkecil dan nilai HQ terbesar.

3. Uji Stabilitas VAR

Uji stabilitas VAR dilakukan dengan menghitung akar-akar dari fungsi polinomial atau dikenal dengan *roots of characteristic polinomial*. Jika semua akar dari fungsi polinomial tersebut berada di dalam unit circle maka model VAR tersebut dianggap stabil sehingga *Impuls Response Function* (IRF) dan *Forecast Error Variance Decomposition* (FEVD) yang dihasilkan dianggap valid (Firdaus, 2011).

4. Uji Kointegrasi

Uji kointegrasi bertujuan untuk menentukan apakah variabel-variabel yang tidak stasioner terkointegrasi atau tidak. Pengujian kointegrasi pada penelitian ini adalah uji kointegrasi Johansen. Jika nilai *trace statistic* dan nilai *Max-Eigen* lebih besar dari nilai kritis 0,05 maka data terintegrasi.

5. Uji Kausalitas Granger

Uji kausalitas granger dilakukan untuk melihat hubungan kausalitas di antara variabel-variabel yang ada dalam model. Uji ini untuk mengetahui apakah suatu variabel bebas (*independent variable*) meningkatkan kinerja *forecasting* dari variabel tidak bebas (*dependent variable*) (Firdaus, 2011).

6. *Impulse Response Function* (IRF)

Impulse Response Function (IRF) adalah suatu metode yang digunakan untuk menentukan respons suatu variabel endogen terhadap suatu *shock* tertentu. IRF bertujuan untuk mengisolasi suatu guncangan agar lebih spesifik, yang artinya suatu variabel dapat dipengaruhi oleh *shock* atau guncangan tertentu. Apabila suatu variabel tidak dapat dipengaruhi oleh *shock*, maka *shock* spesifik tersebut tidak dapat diketahui melainkan *shock* secara umum (Firdaus, 2011).

7. *Forecast Error Variance Decomposition* (FEVD)

Analisis FEVD dalam model VAR bertujuan untuk memprediksi kontribusi prosentase variansi setiap peubah karena adanya perubahan peubah tertentu dalam sistem VAR. Pada analisis IRF sebelumnya digunakan untuk melihat dampak guncangan dari satu peubah terhadap peubah lainnya, dalam analisis FEVD digunakan untuk menggambarkan relatif pentingnya setiap peubah dalam sistem VAR karena adanya *shock* (Juanda dan Junaidi, 2012).

D. HASIL DAN PEMBAHASAN

Uji Stasioneritas Data

Uji stasioneritas digunakan untuk melihat stasioneritas data agar terhindar dari *regresi lancung* atau *spurious regression*. Sehingga jika masing-masing variabel bersifat stasioner, maka koefisien dalam model akan menjadi valid. Penelitian ini melakukan deteksi stasioneritas data dengan metode *Augmented Dickey Fuller* (ADF). Pengujian akar unit ini dilakukan pada tingkat level sampai dengan *first difference*.

Tabel 2
Hasil Uji Stasioneritas

Variabel	Nilai ADF		Nilai Kritis MacKinnon 5%	
	Level	I st Difference	Level	I st Difference
Indonesia	-2.409857	-20.55100	-2.865643	-2.865656
Jepang	-2.246998	-29.42239	-2.865650	-2.865650
China	-2.624468	-26.01495	-2.865643	-2.865650
India	-2.524839	-24.24361	-2.865643	-2.865650
Malaysia	-1.617668	-23.77801	-2.865643	-2.865650

Berdasarkan tabel di atas dapat dijelaskan bahwa seluruh data tidak stasioner pada tingkat level. Ketidakstasioneran data dapat dilihat dari nilai t-ADF yang lebih besar dari nilai kritis MacKinnon pada taraf 5%. Hal ini menunjukkan bahwa pasar modal syariah di Asia (Indonesia, Jepang, China, India dan Malaysia) kemungkinan memiliki hubungan saling terintegrasi dalam jangka panjang.

Uji Lag Optimum

Penentuan *lag optimal* sangat penting dalam pendekatan VAR karena *lag* dari variabel endogen dalam sistem persamaan digunakan sebagai variabel eksogen. Pengujian panjang *lag* optimal ini berguna untuk menghilangkan masalah autokorelasi dalam sistem VAR, sehingga dengan menggunakan *lag optimal* diharapkan tidak muncul lagi masalah autokorelasi. Penentuan *lag optimal* yang digunakan penelitian ini berdasarkan *lag* terpendek dengan menggunakan kriteria *Akaike Information Criterion* (AIC). Berdasarkan kriteria AIC nilai terkecil

ditunjukkan pada *lag* 2 sebagaimana ditunjukkan dengan tanda (*). Karena itu, dalam proses selanjutnya untuk mengestimasi model persamaan VAR digunakan *lag* 2.

Tabel 3
Hasil Uji Lag Optimum

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: D(CHINA) D(INDIA) D(JAKARTA) D(JAPAN)

D(MALAYSIA)

Exogenous variables: C

Date: 08/13/20 Time: 10:46

Sample: 3/17/2017

10/14/2019

Included observations: 659

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-12949.96	NA	8.18e+10	39.31702	39.35109*	39.33023*
1	-12908.80	81.56851	7.79e+10	39.26798	39.47241	39.34722
2	-12883.19	50.36478	7.77e+10*	39.26613*	39.64092	39.41141
3	-12864.79	35.90347	7.93e+10	39.28616	39.83132	39.49748
4	-12846.10	36.19523	8.09e+10	39.30530	40.02082	39.58266
5	-12829.52	31.84957	8.30e+10	39.33086	40.21674	39.67426
6	-12818.53	20.93828	8.66e+10	39.37339	40.42963	39.78282
7	-12801.84	31.55866	8.88e+10	39.39861	40.62521	39.87408
8	-12780.37	40.27410	8.98e+10	39.40931	40.80627	39.95082
9	-12753.24	50.46309*	8.92e+10	39.40286	40.97019	40.01041
10	-12740.51	23.50521	9.27e+10	39.44008	41.17776	40.11366

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Uji Stabilitas VAR

Suatu sistem VAR dikatakan stabil (stasioner) jika seluruh *roots*-nya memiliki modulus lebih kecil dari satu dan semua terletak di dalam *unit circle* atau lebih dari I. Berdasarkan pengujian stabilitas VAR dalam penelitian ini dapat dijelaskan bahwa

nilai modulus pasar modal syariah di Asia (Indonesia, Jepang, China, India dan Malaysia) dalam penelitian ini berkisar 0.250715 – 0.900519, nilai modulus tidak melebihi angka satu sehingga dapat disimpulkan bahwa model VAR stabil .

Uji Kointegrasi Johansen

Tabel 4
Uji Integrasi Johansen

<i>Hypothesized No. of CE(s)</i>	<i>Eigenvalue</i>	<i>Trace Statistic</i>	<i>0.05 Critical Value</i>	<i>Prob.**</i>
None *	0.047176	79.44584	69.81889	0.0070
At most 1	0.029528	47.30992	47.85613	0.0562
At most 2	0.018017	27.37772	29.79707	0.0927
At most 3	0.013515	15.28720	15.49471	0.0537
At most 4 *	0.009337	6.238500	3.841466	0.0125

Tabel 4 di atas dapat dilihat bahwa terdapat minimal satu *rank co-integration* pada taraf nyata 5%, yang berarti terdapat minimal satu persamaan kointegrasi yang mampu menerangkan keseluruhan model pasar modal syariah di Asia (Indonesia, Jepang, China, India dan Malaysia). Untuk informasi jumlah *rank* ini akan digunakan sebagai model koreksi kesalahan (ECM) yang akan dimasukkan ke dalam model VAR menjadi VECM.

Uji Granger Causality

Tabel 5
Uji Granger Causality

	Jakarta	China	India	Japan	Malaysia
Jakarta	I	0.1849	0.4183	0.1060	0.0186*
China	0.0221*	I	0.0415*	0.0047*	3.E-06
India	0.6946	0.0260*	I	0.0087*	0.0136*
Japan	0.0136*	0.0744	0.5300	I	0.3554
Malaysia	0.4847	0.8085	0.7635	1.E-05	I

Catatan : Angka-angka yang diberi tanda asterisk (*) menunjukkan adanya hubungan kausalitas yang signifikan pada taraf nyata 5%.

INTEGRASI INDEKS HARGA SAHAM SYARIAH INDONESIA.....

Novia Pramai Sella¹, A. Zuliansyah², Gustika Nurmalia³

(2021)

Tabel di atas menjelaskan bahwa berdasarkan hasil uji *Granger-Causality* pada taraf signifikansi 5% menunjukkan bahwa terdapat keterkaitan yang menunjukkan adanya hubungan timbal balik antara pasar modal syariah di Jepang, China, India dan Malaysia dengan pasar modal syariah di Indonesia. Negara yang mempengaruhi pasar modal syariah di Indonesia yaitu China dan Jepang, sedangkan negara Malaysia dan India tidak. Negara Indonesia hanya mempengaruhi pasar modal syariah Malaysia sedangkan negara lain seperti China, Jepang dan India tidak.

Estimasi *Vector Error Correction Model* (VECM)

Berdasarkan analisis pra estimasi yang telah dilakukan Indeks Harga Saham Syariah India, Japan, China dan Malaysia, Indeks Harga Saham Syariah Indonesia terkointegrasi sehingga analisis selanjutnya yang dilakukan adalah estimasi VECM. Hubungan keseimbangan dinamis jangka pendek dan keseimbangan jangka panjang dalam satu sistem persamaan dapat digambarkan oleh model ini. Selain itu, model VECM ini dapat menunjukkan kombinasi hubungan jangka pendek dan jangka panjang antar harga-harga dari pasar yang berbeda (Anwar, 2005)

Tabel 6
Hasil Uji VECM

JANGKA PENDEK		
Variabel	Koefisien	t-Statistik
CointEqI	0.000137	0.19197
D(Indonesia(-I))	-0.019158	-0.49370
D(China(-I))	0.030356	2.33744*
D(India(-I))	-0.010524	-0.73468
D(Jepang(-I))	0.024589	1.50736*
D(Malaysia(-I))	-0.017675	-0.33147
JANGKA PANJANG		
Variabel	Koefisien	t-Statistik
China(-I))	3.152493	-3.48893*
India(-I))	5.244970	5.28164*
Jepang(-I))	-1.245328	-0.90732
Malaysia(-I))	3.891416	1.62265

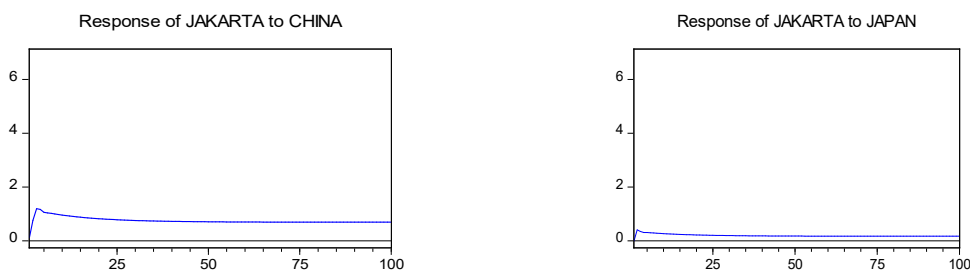
Hasil estimasi VECM Jangka Pendek sebagaimana Tabel 6, Pasar Modal Syariah China (-I), dan Jepang (-I) berpengaruh signifikan terhadap Pasar Modal Syariah Indonesia (-I) karena memiliki nilai absolut t-statistik $>$ t-tabel (1.96). Kemudian untuk jangka panjang Pasar Modal Syariah China (-I), dan India (-I) berpengaruh signifikan terhadap Pasar Modal Syariah Indonesia (-I) karena memiliki nilai absolut t-statistik $>$ t-tabel (1.96). Selanjutnya dapat disimpulkan bahwa dalam jangka panjang pasar modal syariah di Indonesia terintegrasi dengan beberapa pasar modal syariah di kawasan Asia yaitu pasar modal syariah China dan India. Sementara itu pasar modal syariah di Jepang dan Malaysia tidak saling terintegrasi. Namun untuk jangka pendek pasar modal syariah di Indonesia hanya terintegrasi dengan China dan Jepang.

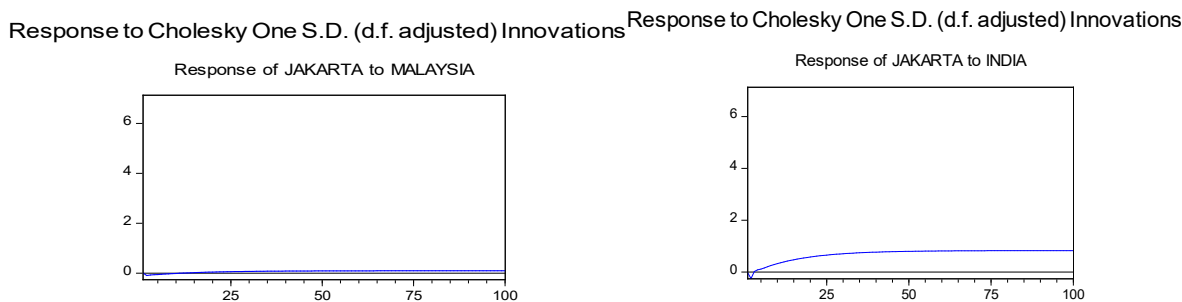
Terintegrasinya pasar modal syariah di Asia akan membuat pasar saham saling berhubungan satu sama lain dan saling mempengaruhi (*closely correlated*) perubahan (naik turun) terhadap kesamaan pergerakan harga saham pada tiap-tiap bursa terjadi secara serentak, sehingga menghasilkan *risk and return* yang sama besarnya di seluruh pasar modal syariah Asia yang pada akhirnya memberikan kebebasan para investor untuk menanamkan investasinya. Di sisi lain, pasar modal yang terintegrasi akan lebih efisien dari pada pasar modal yang tersegmentasi, karena informasi yang masuk akan langsung tercermin pada indeks harga saham menyebabkan suatu mekanisme *random walk*, sehingga tidak mungkin investor memperoleh *abnormal return* terus menerus berdasarkan analisis teknikal.

Uji *Impulse Respons Function* (IRF)

Analisis *Impulse Response Function* menunjukkan respon yang dinamis dalam jangka panjang dari setiap variabel terhadap variabel lainnya apabila terjadi suatu guncangan atau *shock*.

Response to Cholesky One S.D. (d.f. adjusted) Innovations Response to Cholesky One S.D. (d.f. adjusted) Innovations





Gambar 2
Hasil Uji *Impulse Respons Function*

Pada gambar I, dijelaskan bahwa guncangan pasar saham syariah China direspon positif oleh Indonesia (ISSI) mulai dari awal periode hingga akhir periode dan mulai stabil pada periode ke-26 dengan nilai sebesar 0.778661. Dengan kata lain, ketika pasar saham syariah China mengalami guncangan (peningkatan) maka akan meningkatkan *volatility* indeks saham syariah di Indonesia (ISSI). Lebih lanjut, dalam jangka panjang tidak terlihat tanda-tanda pergerakan menuju keseimbangan atau mendekati nol (*convergence*). Artinya, perubahan pasar modal syariah China akan tetap direspon oleh Indonesia (ISSI) karena efeknya yang permanen. Guncangan pasar saham syariah Jepang direspon positif oleh Indonesia (ISSI) mulai dari awal periode hingga akhir periode dan mulai stabil pada periode ke-47 dengan nilai sebesar 0.179497. Dengan kata lain, ketika pasar saham syariah Jepang mengalami guncangan (peningkatan) maka akan meningkatkan *volatility* indeks saham syariah di Indonesia (ISSI). Lebih lanjut, dalam jangka panjang tidak terlihat tanda-tanda pergerakan menuju keseimbangan atau mendekati nol (*convergence*). Artinya, perubahan pasar modal syariah Jepang akan tetap direspon oleh Indonesia (ISSI) karena efeknya yang permanen. Guncangan pasar saham syariah Malaysia direspon positif oleh Indonesia (ISSI) mulai dari awal periode hingga akhir periode dan mulai stabil pada periode ke-47 dengan nilai sebesar 0.090272. Dengan kata lain, ketika pasar saham syariah Malaysia mengalami guncangan (peningkatan) maka akan meningkatkan *volatility* indeks saham syariah di Indonesia (ISSI). Lebih lanjut, dalam jangka panjang tidak terlihat tanda-tanda pergerakan menuju keseimbangan atau mendekati nol (*convergence*). Artinya, perubahan pasar modal syariah Malaysia akan tetap direspon oleh Indonesia (ISSI) karena efeknya yang permanen. Guncangan pasar saham syariah India direspon positif oleh Indonesia (ISSI) mulai dari awal periode hingga akhir periode dan mulai stabil pada periode ke-50 dengan nilai sebesar 0.800065. Dengan kata lain, ketika pasar saham syariah India mengalami

guncangan (peningkatan) maka akan meningkatkan *volatility* indeks saham syariah di Indonesia (ISSI). Lebih lanjut, dalam jangka panjang tidak terlihat tanda-tanda pergerakan menuju keseimbangan atau mendekati nol (*convergence*). Artinya, perubahan pasar modal syariah India akan tetap direspon oleh Indonesia (ISSI) karena efeknya yang permanen.

Uji *Forecasting Error Variance Decomposition* (FEVD)

Setelah menganalisis perilaku guncangan melalui *impulse response*, maka tahap berikutnya adalah memprediksi kontribusi setiap variabel penelitian terhadap guncangan atau perubahan variabel tertentu dengan melihat model melalui *Forecast Error Variance Decomposition* (FEVD). Berikut adalah rangkuman hasil analisis FEVD berdasarkan data yang telah diolah.

Tabel 7
Kontribusi Guncangan
Variabel Penelitian terhadap Variabel JII

Variabel	Kontribusi (%)
China	14,09
India	12,74
Jepang	9,8
Malaysia	1,6

Tabel diatas dapat dijelaskan bahwa pasar modal syariah Indonesia (ISSI) secara berurutan lebih dominan dipengaruhi oleh guncangan pasar modal syariah China (14,09%), India (12,74%), Jepang (9,8%) dan Malaysia (1,6%). Dari penjelasan di atas dapat disimpulkan bahwa negara yang paling berpengaruh terhadap pasar modal syariah di Indonesia adalah China yaitu sebesar 14,09%. Hal ini bisa menjadi benar jika kita melihat bahwa banyak sekali kerjasama antara Indonesia dengan China mulai dari 2014 hingga sekarang. Indonesia dan China merupakan Negara dengan jumlah penduduk yang besar, dan sedang mengalami pertumbuhan ekonomi yang mengesankan. Indonesia memiliki keunggulan sumber daya alam (SDA), daya beli yang meningkat, dan meningkatnya daya saing sebagai Negara tujuan FDI (*Foreign Direct Investment*) negara-negara maju. Negara maju maupun negara berkembang membutuhkan kerja sama dengan negara lain terutama dalam bidang perdagangan untuk mendukung atau memperkuat perekonomian mereka. Perdagangan sebagai salah satu hubungan yang sangat penting antar negara karena adanya kebutuhan untuk memenuhi kepentingan satu sama lain.

Pertumbuhan ekonomi China pada tahun 2017 menempati posisi kedua di dunia setelah Amerika Serikat. Dalam sektor perdagangan dapat berupa barang maupun jasa. China menjadi negara tujuan ekspor terbesar Indonesia, menurut data dari Diplomasi Ekonomi Kemenlu pada tahun 2013 total ekspor ke China mencapai 21.281,6 juta USD. Pada tahun 2019 Indonesia menargetkan untuk meningkatkan pasar ekspor ke China hingga 55.156,6 juta USD. China sebagai salah satu negara maju di kawasan Asia juga turut berinvestasi di Indonesia dan menjadi negara ketiga dengan investasi terbesar di Indonesia setelah Singapura dan Jepang. Bahkan pada Konferensi Tingkat Tinggi (KTT) Belt and Road Forum di Beijing pada Mei 2017 karena Pemerintah Indonesia dinilai sangat aktif dalam forum tersebut dari persepsi China menilai Pemerintah Indonesia akan sangat membantu untuk mendorong investasi China di Indonesia. Meningkatnya ekspor-impor berbasis syariah menempatkan China sebagai Negara yang sangat diperhitungkan. Karena aliran uang di pasar China dikenal sebagai salah satu yang terbaik. Meluasnya sektor keuangan Islam di China membuat Indonesia cukup terintegrasi dengan baik. Selain itu komunitas masyarakat regional di kawasan ASEAN dan China telah membentuk komunitas perdagangan bebas, yakni melalui perjanjian ACFTA (*ASEAN China Free Trade Area*).

Integrasi Indeks Harga Saham Syariah Indonesia, India, Japan, China, Malaysia dalam perspektif Ekonomi Islam

Integrasi dapat didefinisikan sebagai proses dimana sekelompok negara berupaya untuk meningkatkan tingkat kemakmurannya. Dalam upaya meningkatkan kemakmuran tersebut, integrasi merupakan opsi kebijakan yang lebih efisien dibanding apabila masing-masing negara melakukan upaya secara unilateral. Dalam upaya meningkatkan tingkat kemakmuran antar negara perlu adanya kerjasama. Kerjasama suatu yang penting dalam Ekonomi Islam. Pengertian Kerjasama Dalam Islam (Syirkah) Secara harfiah, dalam Islam makna syirkah (kerjasama) berarti al-ikhtilath (penggabungan atau percampuran). Percampuran di sini memiliki pengertian pada seseorang yang mencampurkan hartanya dengan harta orang lain, sehingga tidak mungkin untuk dibedakan. Menurut istilah, syirkah adalah kerjasama antara dua orang atau lebih dalam hal permodalan, keterampilan, atau kepercayaan dalam usaha tertentu dengan pembagian keuntungan berdasarkan kesepakatan Bersama. Dalam bisnis syariah, kerjasama (syirkah) adalah kerjasama dua orang atau lebih yang sepakat menggabungkan dua atau lebih kekuatan (aset modal, keahlian

dan tenaga) untuk digunakan sebagai modal usaha, misalnya perdagangan, agroindustri, atau lainnya dengan tujuan mencari keuntungan.

Kerjasama dalam Islam merupakan sesuatu bentuk sikap saling tolong menolong terhadap sesama yang disuruh dalam agama Islam selama kerjasama itu tidak dalam bentuk dosa dan permusuhan. Untuk sahnya kerjasama, kedua belah pihak harus memenuhi syarat untuk melakukan akad atau perjanjian kerjasama yaitu dewasa dalam arti mempunyai kemampuan untuk bertindak dan sehat akal nya, serta atas dasar kehendak sendiri tanpa paksaan dari pihak manapun. Kerjasama yang baik akan menghasilkan sesuatu yang baik atau maksimal. Kerjasama dalam Ekonomi Islam juga mengajarkan untuk kerjasama terhadap berbagai bidang, seperti bidang ekonomi ataupun kegiatan ekonomi lainnya. Kerjasama antara negara inilah yang diperbolehkan dalam Islam.

E. KESIMPULAN

1. Berdasarkan Estimasi ECM jangka panjang bahwa pasar modal syariah di Indonesia terintegrasi dengan beberapa pasar modal syariah di kawasan Asia yaitu pasar modal syariah China dan India. Sementara itu pasar modal syariah di Jepang dan Malaysia tidak saling terintegrasi.
2. Pasar saham syariah China, Jepang, Malaysia dan India direspon positif oleh Indonesia (ISSI). Dengan kata lain, ketika pasar saham syariah China, Jepang, Malaysia dan India mengalami guncangan (peningkatan) maka akan meningkatkan *volatility* indeks saham syariah di Indonesia (ISSI). Lebih lanjut, dalam jangka panjang tidak terlihat tanda-tanda pergerakan menuju keseimbangan atau mendekati nol (*convergence*). Artinya, perubahan pasar modal syariah China, Jepang, Malaysia dan India akan tetap direspon oleh Indonesia (ISSI) karena efeknya yang permanen. Hal tersebut bisa dilihat dari hasil uji IRF yang positif ketika terjadi guncangan pada Indeks Harga Saham Syariah Indonesia.

F. DAFTAR PUSTAKA

- Ardana, Yudhistira. 2017. Co-Integration Dan Contagion Effect Antara Indeks Saham Syariah Di Beberapa Negara Dan Jakarta Islamic Index (JII) Pada Periode Krisis Yunani. *Jurnal Manajemen Magister, Vol 03. No.02.*
- Fadhilah, Penny Rahmah. 2021. Analisis Integrasi Saham Syariah di Asia dan Saham Sayriah di Indonesia . *Jurnal Orientasi Bisnis dan Interpreneurship, Vol 2 No. I.*
- Fauziah, Fenti. 2017. *Kesehatan Bank, Kebijakan Deviden, dan Nilai Perusahaan (Teori dan Kajian Empiris)*, Samarinda : RV Pustaka Horizon.
- Firdaus, M. 2011. *Aplikasi Ekonometrika Untuk Data Panel dan Time Series.* Bogor : IPB Press.
- Gujarati, D. 2004. *Basic Econometric*, 4th Edition, New York: McGraw-Hill
- Hanafi, Syafiq M. 2011. Perbandingan Kriteria Syariah pada Indeks Saham Syariah Indonesia, Malaysia, dan Dow Jones. *Asy-Syir'ah Jurnal Ilmu Syariah dan Hukum, Vol. 45 No. II.*
- Mailangkay, Jeina. Integrasi Pasar Modal Indonesia dan Beberapa Bursa Di Dunia (Periode Januari 2013 – Maret 2013). *Jurnal EMBA Vol. I No. 3.*
- Nurhayati, Mafizatun . 2010, Analisis Integrasi Pasar Modal Kawasan ASEAN Dalam Rangka Menuju Masyarakat Ekonomi ASEAN, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Universitas Mercu Buana.*
- Oktaviani, R. F. 2017. 2017. Index Harga Saham Islamic Internasional terhadap Jakarta Islamic Index. *Jurnal Ekonomika Dan Manajemen, 6(1), 1–15.*
- Soemitra, Andri. 2014. *Bank dan Lembaga Keuangan Syariah*, Jakarta: Prenada Media Group.
- Soemitra, Andri. 2014. *Masa Depan Pasar Modal Syariah di Indonesia, Edisi Pertama*, Jakarta: PrenadaMedia Group.
- Trihadmini, Nuning. 2011. Contagion dan Spillover Effect Pasar Keuangan Global sebagai Early Warning System. *Finance and Banking Journal, Vol. 13, No. I.*
- Widarjono, Agus. 2013. *Ekonometrika Pengantar dan Aplikasinya*, Yogyakarta: Ekonisia-FE UI.