



INTEGRASI PASAR MODAL ISLAM: STUDI DI LIMA NEGARA ASEAN DAN DJIA

Muhammad Al Faridho Awwal¹, Ita Eviyanah², Abdul Qoyum³

¹ Sekolah Pascasarjana, UIN Syarif Hidayatullah Jakarta

^{2,3} Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam, UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta

Email Korespondensi: mafaalial@gmail.com

Abstract

This study aims to determine the short- and long-term relationship between the Islamic capital market in Southeast Asia and the DJIA. This study takes data from the Islamic capital markets of ASEAN-5 countries, namely the Jakarta Islamic Index (JII), FTSE Malaysia, FTSE SET Sharia Thailand, FTSE SGX Sharia Singapore and MSCI Philippines and DJIA. A total of 211 weekly observations of each index were observed from 04 January 2015, to 03 February 2019. Author have found that the Islamic capital market is integrated in all ASEAN-5 countries including the DJIA. This study also finds that the Malaysian Islamic capital market and DJIA have the most influence on the ASEAN-5 Islamic capital market, as shown by the VDC test.

Keywords; ASEAN, DJIA, Capital Market

Abstrak

Penelitian ini memiliki maksud untuk melihat hubungan jangka panjang dan pendek antar pasar modal syariah yang ada di Asia Tenggara dan DJIA. Penelitian ini mengambil data dari pasar modal syariah negara-negara ASEAN-5 yaitu Jakarta Islamic Indeks (JII), FTSE Malaysia, FTSE SET Sharia Thailand, FTSE SGX Sharia Singapore dan MSCI Philippines serta DJIA. Sebanyak 211 observasi mingguan dari masing-masing indeks diamati dari 04 Januari 2015 hingga 03 Februari 2019. Penulis telah menemukan bahwa pasar modal syariah terintegrasi di seluruh negara ASEAN-5 termasuk juga pada DJIA. Penelitian ini juga menemukan bahwa pasar modal syariah Malaysia dan DJIA memiliki pengaruh paling besar di pasar modal syariah ASEAN-5, seperti yang ditunjukkan oleh uji VDC.

Keywords; ASEAN, DJIA, Pasar Modal

Pendahuluan

Integrasi pasar modal merupakan suatu ukuran yang menunjukkan seberapa jauh perubahan harga saham di pasar modal yang terjadi di pasar acuan (pasar pada tingkat yang lebih tinggi) dapat menyebabkan terjadinya perubahan pada pasar pengikutnya atau antara pasar modal yang satu dengan pasar modal lainnya (Amri & Ramdani, 2020; Hurlimann, 2016). Integrasi pasar modal internasional mencakup area penelitian yang cukup luas di bidang ekonomi dan keuangan. Kajian



terkait integrasi hubungan pasar modal menjadi isu yang menarik untuk diteliti. Banyak penelitian sebelumnya telah menunjukkan hasil bahwa pasar modal di beberapa negara terintegrasi menurut faktor-faktor tertentu, baik berdasarkan kedekatan regional maupun kesamaan referensi atau prinsip yang digunakan, termasuk penelitian di negara-negara di Asia Tenggara (ASEAN). Ketika pasar modal terintegrasi, ada keuntungan yang bisa diperoleh suatu negara satu sama lain. Banyak faktor yang dapat menjadikan sebuah pasar keuangan internasional dapat terintegrasi satu sama lain diantaranya deregulasi atau liberalisasi pasar dan aktivitas peserta pasar pada pusat keuangan dunia, kemajuan teknologi yang memungkinkan pengawasan pasar dunia, pelaksanaan pesanan dan analisis peluang keuangan dan peningkatan institusionalisasi pasar keuangan (Ramadhi & Amri, 2021).

Penelitian terkait integrasi pasar modal pernah dilakukan oleh peneliti sebelumnya yaitu Hung (2020); dan juga Qizam et al. (2020) yang menghasilkan temuan bahwa pasar modal syariah dan pasar modal konvensional terintegrasi satu sama lain. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Suteja et al., (2019) menemukan bahwa integrasi dan korelasi pasar modal lemah satu sama lain. Teori ekonomi menunjukkan bahwa integrasi keuangan membawa manfaat yang signifikan, termasuk biaya yang lebih rendah untuk perdagangan aset keuangan, portofolio investor yang lebih beragam, dan pola konsumsi yang lebih stabil, terutama selama periode ketika tingkat aktivitas ekonomi berfluktuasi secara luas (Amri & Ramadhi, 2021; Park, 2013) Integrasi pasar modal dapat menyebabkan alokasi modal yang lebih efisien di suatu negara. Melalui pasar saham tunggal, investor dari semua negara anggota dapat mengalokasikan modal ke daerah yang paling produktif. Integrasi pasar modal juga berdampak positif terhadap pertumbuhan ekonomi, dan faktor utama yang berpengaruh positif terhadap pertumbuhan ekonomi adalah kapitalisasi pasar, mobilitas modal, nilai perdagangan, indeks saham, imigran, dan sebagian besar investasi. portofolio asing (Oprea & Stoica, 2018).

Dampak positif integrasi pasar modal bagi suatu negara menunjukkan bahwa integrasi pasar modal ASEAN yang ada yang mencakup pasar modal syariah dapat meningkatkan kehidupan ekonomi masyarakat di negara-negara ASEAN. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis apakah terdapat integrasi pasar modal syariah di 5 negara ASEAN yaitu Indonesia, Malaysia, Filipina, Singapura dan Thailand. Lalu apakah 5 negara ASEAN ini terintegrasi dengan indeks *Dow Jones*



Industrial Average (DJIA) sebagai salah satu indeks terbesar di dunia. Dimana DJIA juga menjadi acuan bagi para pelaku pasar modal dunia.

Tinjauan Pustaka

Integrasi pasar modal merupakan suatu keadaan dimana harga-harga saham diberbagai pasar modal di dunia mempunyai pengaruh karena adanya hubungan yang sangat erat (*closely correlated*) antara suatu pasar modal dengan pasar modal lainnya di dunia, sehingga pasar modal di dunia dapat mencapai suatu harga internasional (*international pricing*) atas saham-saham mereka memberikan akses yang tidak terbatas atau hambatan apapun kepada para investor di seluruh dunia untuk memilikinya (Mailangka, 2013). Dengan integrasi pasar, investor di berbagai negara dapat memiliki akses tak terbatas ke pasar modal tanpa hambatan. Integrasi pasar juga berarti bahwa fluktuasi harga saham memiliki kesamaan (sama pergerakan) di setiap bursa, dan terjadi secara bersamaan, sehingga menghasilkan risiko dan pengembalian dalam jumlah yang sama di semua pasar modal dunia (Puryati & Marlina, 2013).

Pasar modal dengan instrumen dan layanan keuangan terintegrasi penuh jika semua pihak potensial yang berpartisipasi dalam pasar memiliki karakteristik sebagai berikut: (1) menghadapi seperangkat aturan dalam bertransaksi instrumen/jasa keuangan tertentu; (2) memiliki akses yang sama terhadap instrumen/layanan keuangan tersebut; (3) diperlakukan sama di pasar (Baele et al., 2004). Begitu juga untuk integrasi pasar modal syariah. Pasar modal syariah sebagai bagian dari pasar modal yang memiliki dan menerapkan unsur-unsur bisnis menurut syariah, yang tidak mengandung gharar, maysir, dan riba. Instrumen yang diterbitkan di pasar modal syariah juga harus melalui penyaringan, yang disebut penyaringan syariah dalam bentuk kualitatif dan kuantitatif.

Penelitian tentang integrasi pasar modal telah dilakukan pada pasar modal syariah dan konvensional, di negara-negara ASEAN dan di luar negara-negara ASEAN. Qizam et al (2020) melakukan untuk menyelidiki sifat dan integrasi pasar saham Islam di seluruh negara-negara Perhimpunan Bangsa-Bangsa Asia Tenggara untuk pengembangan komunitas ekonomi. Dengan menggunakan sampel harga penutupan harian 2009-2014 di seluruh negara ASEAN-5 yaitu Indonesia, Malaysia, Filipina, Singapura dan Thailand. Studi ini menemukan bahwa pasar modal syariah di negara-negara ASEAN-5 tetap sangat terintegrasi meskipun terjadi krisis keuangan global pada tahun 2008, dan juga menemukan kekuatan integrasi antara pasar modal syariah *Jakarta Islamic Index*-Indonesia dan Malaysia Syariah Emas Bursa-Malaysia untuk



menjadi yang terkuat. berpengaruh di negara-negara ASEAN-5, sedangkan pasar modal syariah MSCI-Filipina adalah yang paling rentan di semua pasar modal syariah ASEAN-5.

Park (2013) mengkaji kemajuan yang dicapai dalam integrasi pasar modal di Asia, dan membandingkan integrasi pasar modal regional dengan integrasi keuangan global dengan sampel 10 negara berkembang di Asia dan 19 negara maju. Hasil analisis menunjukkan bahwa sementara laju integrasi regional pasar keuangan di negara berkembang Asia telah dipercepat dalam beberapa tahun terakhir, pasar ini tetap lebih terintegrasi dengan pasar keuangan global dibandingkan dengan pasar keuangan lainnya di kawasan ini. Penelitian terkait integrasi pasar modal dengan menggunakan korelasi ganda wavelet dan korelasi silang berganda dilakukan oleh Tiwari et al. (2013). Penelitian ini mengkaji integrasi sembilan pasar saham Asia. Hasilnya menunjukkan bahwa pasar saham Asia sangat terintegrasi pada frekuensi yang lebih rendah dan secara komparatif kurang terintegrasi pada frekuensi yang lebih tinggi.

Pasar saham OKI ditemukan berkointegrasi dengan pasar saham AS, Jepang dan Inggris. Hung, (2020) juga meneliti korelasi kondisional dan limpahan volatilitas di pasar Eropa Tengah dan Timur, yaitu Hongaria, Polandia, Republik Ceko, Rumania, dan Kroasia, pada periode pasca krisis keuangan 2007. Pasar ini sangat signifikan. Juga, *volatilitas spillover* saja umumnya lebih rendah daripada volatilitas lintas spillover untuk semua pasar. Peningkatan korelasi antara pasar modal dari waktu ke waktu, dan dampak signifikan dari variabel makroekonomi tertentu di pasar modal ditemukan dalam penelitian yang dilakukan oleh Puryati & Marlina (2013) yang menyelidiki apakah pasar saham di sembilan negara Asia sedang terintegrasi atau tidak. Akibatnya, sembilan bursa Asia bergabung. Adanya regulasi tersebut menunjukkan bahwa harga komoditas dan bursa saham bergerak searah di kesembilan negara Asia tersebut.

Kajian-kajian tersebut di atas menunjukkan adanya interaksi di pasar modal. Namun, integrasi pasar modal yang lemah ditemukan Suteja et al. (2019) penelitian ini mengkaji ada tidaknya integrasi pasar saham syariah di Indonesia, Malaysia, dan Singapura, sebelum dan selama krisis Yunani. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak ada integrasi pasar modal ke dalam sampel penelitian.



Metode

Tes Integrasi

Penelitian ini mengambil data dari pasar modal syariah negara-negara ASEAN-5 yaitu Indonesia, Malaysia, Filipina, Singapura dan Thailand serta DJIA. Sebanyak 211 pengamatan mingguan dari setiap indeks diamati dari 04 Januari 2015 hingga 03 Februari 2019, diambil dari *database Investing*. Analisis pertama yang dilakukan adalah menganalisis integrasi pasar modal syariah dengan menerapkan uji korelasi sederhana untuk mengukur kekuatan dan arah hubungan antar indeks saham. Dengan demikian, pengujian hubungan hanya mengukur sejauh mana korelasi linier antara kedua variabel menunjukkan sedikit perhatian pada hubungan dinamis dan kausalitas antara pasar saham. Hasilnya, uji integrasi pasar saham dilanjutkan dengan menerapkan tiga uji berikut:

a. Tes *Augmented Dickey–Fuller*

Sebelum menganalisis uji kointegrasi, penyelidikan diarahkan untuk menguji sifat univariat dari deret data, yaitu apakah deret data tersebut non-stasioner atau tercermin dalam unit *root*

$$\Delta Y_t = \alpha + \beta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^k \gamma \Delta Y_{t-i} + \mu_t$$

Dimana Y adalah deret y dalam bentuk selisih pertama α dan μ -t masing-masing mengacu pada suku konstan dan suku residual, sedangkan k adalah nilai yt dalam bentuk lagging untuk memungkinkan korelasi serial pada residual. Dalam uji *augmented Dickey–Fuller* (ADF), hipotesis nol menunjukkan bahwa $b = 0$, Jika nilai absolut dari t -statistik yang dihitung untuk b melebihi nilai kritis absolut, maka kita harus menolak hipotesis nol bahwa tingkat deret log tergolong non-stasioner. Jika lebih kecil dari nilai kritis, kita simpulkan bahwa level log y tidak stasioner. Dengan cara yang sama, kita ulangi regresi untuk menerapkan nilai selisih pertama logaritmik dari deret tersebut.

b. Tes *Johansen–Juselius co-integration*

Pengujian dalam penelitian ini dilakukan dengan mengikuti prosedur Johansen & Juselius (1990) Berangkat dari pendekatan untuk menentukan vektor n variabel endogen Z_t , diasumsikan bahwa Z_t adalah sistem VAR tak hingga yang akan direlaksasikan ke k -lag:

$$Z_t = A_1 Z_{t-1} + \dots + A_k Z_{t-k} + \varnothing D_t + \mu + \varepsilon_t$$



Dimana A_1 berasal dari matriks koefisien $n \times n$ matriks koefisien, μ -t mengacu pada suku konstan, D_t menunjukkan variabel dummy musiman ortogonal ke suku konstan μ sedangkan E_t berasal dari proses Gaussian independen dan terdistribusi secara identik..

c. Tes *Engle–Granger co-integration*

Menguji hubungan atau integrasi di pasar keuangan, metode yang paling sering digunakan adalah uji kointegrasi. Granger (1981, 1986) awalnya memperkenalkan metode kointegrasi, dan kemudian, Engle and Granger (1987) mengembangkan model ini lebih lanjut. Metode kedua ini telah memasukkan keberadaan nonstasioner, hubungan jangka panjang dan dinamika jangka pendek dalam proses pemodelan. Tujuan utama dari analisis kointegrasi adalah untuk mengidentifikasi apakah ada tren stokastik umum dalam data harga, dan kemudian dengan mengacu pada tren umum ini, analisis dinamis dari korelasi dalam indeks saham dilakukan.

Engle and Granger (1987) memperkenalkan metode estimasi dua tahap. Pertama, kami menilai hubungan ekuilibrium jangka panjang, dan, kemudian, kedua, memperkirakan koreksi kesalahan dinamis dari hubungan yang menerapkan residu tertinggal. Pendekatan ini digunakan untuk menguji adanya kointegrasi antar indeks saham. Menurut Holden & Thompson (1992) metode dua tahap ini memiliki kelebihan yaitu pendugaan dua tahap sangat terpisah sehingga mengubah model dinamis tidak memerlukan pendugaan ulang model statis yang sebelumnya dilakukan pada tahap pertama. Oleh karena itu, model ini menyediakan prosedur pemodelan untuk diikuti dengan lebih mudah.

Definisi uji kausalitas berlaku ketika nilai masa lalu dari variabel X dapat memprediksi variabel Y dengan lebih baik, menunjukkan bahwa X menyebabkan Y (Granger, 1986) Ekspresi ini dapat digambarkan seperti dalam rumus berikut:

$$X_t = \alpha_0 \alpha + \sum_{i=1}^n \alpha_i X_{t-i} + \sum_{j=1}^N b_j Y_{t-j} + \mu_{x,t}$$

$$Y_t = b_0 \alpha + \sum_{i=1}^n \alpha_i X_{t-i} + \sum_{j=1}^N b_j Y_{t-j} + \mu_{y,t}$$



Hasil dan Pembahasan

A. Statistik Deskriptif

Analisis statistik adalah data yang digunakan untuk menganalisis data dengan menafsirkan atau menafsirkan data yang dikumpulkan. Menurut Ghazali (2009) analisis ini memiliki tujuan untuk memberikan penjelasan atau interpretasi variabel dalam artian, *mean*, *mean* dan standar deviasi. Analisis data adalah data yang digunakan untuk menyajikan informasi secara jelas dan informasi yang mudah dipahami untuk memberikan gambaran penelitian di lapangan. Sifat hubungan antara variabel bebas dengan arahan manajer dan ukuran perusahaan. Hasil analisis data dapat dilihat pada tabel di bawah ini:

Tabel 1
Hasil Statistik Deskriptif

Variable	N	Min	Max	Mean	Std. Dev
JII	211	554	794	689,77	50,712
DJIA	211	2536	3898	3186,56	370,054
FTSE_BMHS	211	11190	13738	12529,77	508,110
FTSE_SET_Sharia Thailand	211	949	1467	1250,01	106,959
FTSE_SGX_Sharia Singapore	211	5082	8375	6672,39	810,371
MSCI_Philippines	211	1112	1514	1297,17	79,501

Sumber: Data penelitian yang diolah (2022)

Variabel *Jakarta Islamic Index* (JII), DJIA, FTSE Malaysia, FTSE SET Syariah Thailand, FTSE SGX Sharia Singapore dan MSCI Philippines dari 211 sampel diketahui nilai minimum masing-masing variabel adalah 554, 2536, 11190, 5082 dan 1112 sedangkan variabel nilai maksimum masing-masing variabel adalah 794, 3898, 13738, 1467, 8375, dan 1514. Nilai rata-rata semua variabel lebih besar dari nilai standar deviasi sehingga deviasi data yang terjadi rendah maka distribusi nilai merata didistribusikan.

a. Tes *Augmented Dickey–Fuller* (ADF) (Tes *Stationary*)

Uji stasioneritas bertujuan untuk menentukan apakah data statis dapat dievaluasi secara langsung, karena mengandung faktor pengembangan acak (langkah acak) yang dilakukan dengan pemrosesan tertentu, yaitu. dengan diferensiasi. Jika data tidak statis, seperti biasa, proses pengembalian harus diulang beberapa kali untuk mendapatkan data statis.



Tabel 2
Tes Augmented Dickey–Fuller

Method	Statistic	Prob.**	Cross-section
<u>Null: Unit root (assumes common unit root proc</u>			
Levin, Lin & Chu t^*	-19.6400	0.0000	6
<u>Null: Unit root (assumes individual unit root pro</u>			
Im, Pesaran and Shin			
W-stat	-17.8310	0.0000	6
ADF - Fisher Chi-square	208.232	0.0000	6
PP - Fisher Chi-square	208.428	0.0000	6

Uji stasioneritas data penelitian ini belum dapat stasioner pada level level, maka dapat stasioner pada level 1st difference.

b. Tes Johansen's co-integration

Uji kointegrasi digunakan untuk menguji apakah terdapat keseimbangan atau hubungan jangka panjang dari variabel-variabel yang terkait.

Tabel 3
Tes Johansen's co-integration

Hypothesized		Trace	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.*
None *	0.635497	175.6578	95.75366	0.000
At most 1 *	0.561125	130.2429	69.81889	0.000
At most 2 *	0.534022	93.18356	47.85613	0.000
At most 3 *	0.440420	58.82085	29.79707	0.000
At most 4 *	0.376464	32.69528	15.49471	0.000
At most 5 *	0.224474	11.43959	3.841466	0.000

Trace test indicates 6 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)				
Hypothesized		Max-Eigen	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.*
None *	0.635497	45.41492	40.07757	0.011
At most 1 *	0.561125	37.05929	33.87687	0.020
At most 2 *	0.534022	34.36271	27.58434	0.005
At most 3 *	0.440420	26.12557	21.13162	0.009
At most 4 *	0.376464	21.25569	14.26460	0.003
At most 5 *	0.224474	11.43959	3.841466	0.000



Berdasarkan hasil uji kointegrasi dengan pendekatan trace atau maximum eigenvalue menunjukkan bahwa terdapat kointegrasi pada taraf signifikansi 0,05.

c. Tes Engle-Granger

Penulis kemudian menerapkan uji kausalitas Granger untuk menguji arah kausalitas antara DJIA, JII-Indonesia, FTSE BMHS-Malaysia, FTSE SET Syariah-Thailand, FTSE SGX Syariah-Singapore dan MSCI-Filipina. Uji Granger juga bertujuan untuk melihat hubungan kointegrasi yang terjadi antar variabel.

Tabel 4
Hasil Tes Granger Casuality

<i>Variable</i>		<i>F Statistic</i>	<i>Prob.</i>
DJIA	Malaysia	9.5	0.00
	Indonesia	1.4	0.24
	Filipina	0.0	0.91
	Thailand	4.5	0.03
	Singapura	0.0	0.96
Malaysia	DJIA	13.0	0.00
	Indonesia	1.0	0.31
	Filipina	2.5	0.11
	Thailand	9.7	0.00
	Singapura	13.2	0.00
Indonesia	Malaysia	0.2	0.62
	DJIA	5.0	0.03
	Filipina	6.4	0.01
	Thailand	23.3	2.0
	Singapura	5.9	0.01
Filipina	Malaysia	1.7	0.19
	Indonesia	0.1	0.68
	DJIA	2.8	0.10
	Thailand	8.2	0.00
	Singapura	2.4	0.12
Thailand	Malaysia	0.6	0.42
	Indonesia	0.9	0.32
	Filipina	3.0	0.08
	DJIA	6.3	0.01
	Singapura	1.3	0.24
Singapura	Malaysia	6.6	0.01
	Indonesia	1.0	0.30
	Filipina	0.0	0.81
	Thailand	3.6	0.06
	DJIA	5.7	0.02



Keterangan	
	Signifikan pada 5%
	Signifikan pada 10%

Dari hasil uji Granger terlihat bahwa JII-Indonesia dan FTSE BMHS-Malaysia memiliki pengaruh paling besar di kawasan pasar modal syariah ASEAN. Kemudian disusul oleh FTSE SGX Syariah-Singapore, DJIA, FTSE SET Syariah-Thailand dan MSCI-Filipina.

d. Variance Decomposition

Metode dekomposisi varians adalah metode peramalan dengan memisahkan komponen tren, siklus dan musiman. Prinsip dasar metode dekomposisi deret waktu adalah menguraikan data barisan waktu menjadi sebuah pola yang unik dan mengidentifikasi setiap variabel dari barisan tersebut secara terpisah. Pembagian ini dibuat untuk meningkatkan ketepatan peramalan dan membantu untuk lebih memahami perilaku rangkaian data (Makridakis et al., 1992).



Tabel 5
Hasil VDC Pasar Modal Syariah ASEAN-5 dan DJIA

Var	21 Minggu Periode	DJIA	MALAYSIA	INDONESIA	FILIPINA	THAILAND	SINGAPURA
DJIA							
	1	49.72768	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
	3	32.31449	8.517822	1.953409	-1.013.570	12.35624	11.75505
	5	25.91889	15.21473	2.415967	-2.857.318	11.41412	15.77264
	7	26.69986	13.96229	2.130132	-2.150.631	11.12474	14.05040
	9	26.54338	13.62105	2.190550	-2.009.145	11.45428	13.89975
MALAYSIA							
	1	85.30110	187.9929	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
	3	28.49824	242.4615	-6.667.739	-7.523.993	42.06931	79.51870
	5	7.056314	271.9147	-9.476.048	-1.742.852	33.91107	99.12476
	7	12.87912	266.8485	-1.157.046	-1.516.412	31.40197	92.35271
	9	13.12088	265.5606	-1.145.298	-1.483.515	32.38764	91.98579
INDONESIA							
	1	11.66171	9.569092	12.52059	0.000000	0.000000	0.000000
	3	8.431111	10.65586	8.481895	-0.015921	0.143684	1.301227
	5	7.578407	11.34441	7.968517	-0.328444	-0.053468	1.661620
	7	7.647847	11.34770	7.900210	-0.334917	-0.150005	1.566938
	9	7.683414	11.31555	7.900126	-0.328014	-0.144753	1.545066
FILIPINA							
	1	11.74394	5.604159	7.172135	16.03666	0.000000	0.000000
	3	5.805694	4.286969	4.941174	14.38032	3.724757	3.006760
	5	4.162213	7.981383	4.846915	12.84819	2.394703	5.377819
	7	5.225235	7.430875	4.653724	13.04265	1.961223	4.644857
	9	5.376104	7.271065	4.667966	13.06518	2.041016	4.618282
THAILAND							
	1	1.898508	-5.746.545	2.469105	-1.648.585	20.97265	0.000000
	3	7.557140	3.297558	3.246708	-2.194.932	22.75389	3.983950
	5	6.424383	6.791038	4.212410	-3.649.492	22.48529	7.279909
	7	7.179758	6.836637	4.122924	-3.668.751	21.94830	7.085076
	9	7.464907	6.598551	4.098903	-3.610.270	21.95984	6.950551
SINGAPURA							
	1	99.86311	42.41771	7.711345	7.540276	3.643971	48.40697
	3	97.15079	51.22533	3.288953	12.03357	14.34533	41.44445
	5	86.86389	61.84514	6.824098	8.376650	16.19376	50.27751
	7	87.21664	62.20250	6.842832	8.623340	15.14157	49.35192
	9	87.59795	61.30610	6.837779	8.996617	15.41147	48.66652



Tabel di atas menunjukkan hasil VDC pasar modal syariah ASEAN-5 dan DJIA. VDC dibagi setiap 5 periode, penelitian ini menggunakan VDC untuk periode 21 minggu (1), 63 minggu (3), 105 minggu (5), 147 minggu (7) dan 189 minggu (9). Hasil uji dekomposisi menunjukkan bukti interaksi di seluruh pasar modal syariah ASEAN-5. Selama periode 189 minggu, variasi DJIA sebagian besar disebabkan oleh diri sendiri (26,5%), FTSE BMHS-Malaysia dengan sendirinya (265%), JII-Indonesia oleh FTSE BMHS-Malaysia (11,3%), MSCI-Filipina dengan sendirinya, FTSE SET Syariah-Thailand oleh dirinya sendiri, FTSE SGX Sharia-Singapore oleh DJIA.

Kesimpulan

Penelitian ini menganalisis hubungan jangka pendek dan jangka panjang antara penelitian ini dengan mengambil data dari pasar modal syariah negara-negara ASEAN-5, yaitu *Jakarta Islamic Index* (JII), FTSE Malaysia, FTSE SET Sharia Thailand, FTSE SGX Sharia Singapore dan MSCI Filipina dan DJIA. Sebanyak 211 pengamatan mingguan dari masing-masing indeks diamati dari 04 Januari 2015 hingga 03 Februari 2019. Kami telah menemukan bahwa pasar modal syariah terintegrasi di negara-negara ASEAN-5 termasuk DJIA, seperti yang ditunjukkan oleh uji kointegrasi. Artinya, setiap penyimpangan jangka pendek di pasar modal syariah akan disesuaikan dalam jangka panjang. Dalam jangka pendek, varians di pasar modal syariah ASEAN-5 akan dipengaruhi oleh guncangan pasar ASEAN lainnya, tetapi pasar ini akan mencapai keseimbangan dalam jangka panjang, menunjukkan bahwa tidak ada efek menguntungkan dari diversifikasi yang ditemukan di seluruh modal syariah ASEAN-5 dan DJIA. Selanjutnya, penelitian ini juga menemukan bahwa pasar modal syariah Malaysia dan DJIA memiliki pengaruh terbesar terhadap pasar modal syariah ASEAN-5, seperti yang ditunjukkan oleh uji VDC.

DAFTAR PUSTAKA

- Amri, A., & Ramadhi. (2021). Apakah corporate governance ikut mempengaruhi tingkat underpricing perusahaan? *Jurnal Inovasi Pendidikan Ekonomi (JIPE)*, 11(2), 136. <https://doi.org/10.24036/011125930>
- Amri, A., & Ramdani, Z. (2020). Pengaruh nilai tukar, kebijakan deviden dan struktur modal terhadap return saham pada perusahaan yang terdaftar di jakarta islamic index. *Jurnal Ilmu Keuangan Dan*



- Perbankan (JIKA)*, 10(1), 17–36.
<https://doi.org/10.34010/JIKA.V10I1.3556>
- Engle, R.F. and Granger, C. W. . (1987). Co-Integration and Error Correction : Representation , Estimation ,. *Econometrica*, 55(2), 251–276.
- Granger, C. W. J. (1981). Some Properties of Time Series Data and Their Use in Econometric Model Specification. *Journal of Econometrics*, 16(1), 121–130.
- Granger, C. W. J. (1986). Developments in the Study of Cointegrated Economic Variables. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 48(3), 213–228. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0084.1986.mp48003002.x>
- Hung, N. T. (2020). An analysis of CEE equity market integration and their volatility spillover effects. *European Journal of Management and Business Economics*, 29(1), 23–40. <https://doi.org/10.1108/EJMBE-01-2019-0007>
- Hurlimann, M. D. (2016). Integrasi Pasar Modal ASEAN Pasca Pemberlakuan MEA. *Jurnal Visioner & Strategis*, 21(5–6), 17–23.
- Johansen, S., & Juselius, K. (1990). Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration- with Application to the Demand for Money. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 52(2), 169–210.
- Mailangka, J. (2013). Integrasi Pasar Modal Indonesia dan Beberapa Bursa di Dunia (Periode Januari 2013 - Maret 2013). *Journal EMBA*, 1(9), 722–731.
- Oprea, O., & Stoica, O. (2018). Montenegrin Journal of Economics. *Capital Markets Integration and Economic Growth.*, 14(3), 23–35.
- Park, C. Y. (2013). Asian capital market integration: Theory and evidence. *ADB Economics Working Paper Series*, 351(351), 1–34. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2282305>
- 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>
- Ramadhi, & Amri, A. (2021). The influence of product quality, service quality and trust on costumer loyalty in Honda Scoopy brand motorcycles PT. Hayati Pratama Mandiri. *Marketing Management Studies*, 2(1), 17–26.
- Suteja, J., Suryaningprang, A., & Zein, E. (2019). Greek crisis, co-integration, and contagion effect of sharia stock markets in Indonesia Malaysia and Singapore: Is there a problem for investors? *Journal of Entrepreneurship Education*, 22(2). <https://doi.org/10.18502/kss.v3i13.4211>

