

***SPILOVER EFFECT INDEKS SAHAM SYARIAH INDONESIA:  
ANALISIS VECTOR ERROR CORRECTION MODEL (2015-2024)***



**SKRIPSI**

**DIAJUKAN KEPADA FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS ISLAM  
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUNAN KALIJAGA YOGYAKARTA  
SEBAGAI SALAH SATU SYARAT UNTUK MEMPEROLEH GELAR  
SARJANA EKONOMI**

**STATE ISLAMIC UNIVERSITY  
SUNAN KALIJAGA  
OLEH:  
MUHAMMAD 'ALIY FULLAH  
NIM: 22108010095  
YOGYAKARTA**

**PROGRAM STUDI EKONOMI SYARIAH  
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS ISLAM  
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUNAN KALIJAGA  
YOGYAKARTA  
2026**

***SPILOVER EFFECT INDEKS SAHAM SYARIAH INDONESIA:  
ANALISIS VECTOR ERROR CORRECTION MODEL (2015-2024)***



**SKRIPSI**

**DIAJUKAN KEPADA FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS ISLAM  
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUNAN KALIJAGA YOGYAKARTA  
SEBAGAI SALAH SATU SYARAT UNTUK MEMPEROLEH GELAR  
SARJANA EKONOMI**

**OLEH:**

**MUHAMMAD ALIY FULLAH**

**NIM: 22108010095**

**DOSEN PEMBIMBING:**

**Dr. MUH. RUDI NUGROHO, S.E., M.Sc.**

**NIP. 19820219 201503 1 002**

**PROGRAM STUDI EKONOMI SYARIAH  
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS ISLAM  
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUNAN KALIJAGA  
YOGYAKARTA**

**2026**

## HALAMAN PENGESAHAN



KEMENTERIAN AGAMA  
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUNAN KALIJAGA  
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS ISLAM

Jl. Marsda Adisucipto Telp. (0274) 550821, 512474 Fax. (0274) 586117 Yogyakarta 55281

### PENGESAHAN TUGAS AKHIR

Nomor : B-425/Un.02/DEB/PP.00.9/04/2026

Tugas Akhir dengan judul : SPILLOVER EFFECT INDEKS SAHAM SYARIAH INDONESIA: ANALISIS VECTOR ERROR CORRECTION MODEL (2015-2024)

yang dipersiapkan dan disusun oleh:

Nama : MUHAMMAD ALIY FULLAH  
Nomor Induk Mahasiswa : 22108010095  
Telah diujikan pada : Kamis, 26 Februari 2026  
Nilai ujian Tugas Akhir : A

dinyatakan telah diterima oleh Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta

#### TIM UJIAN TUGAS AKHIR



Ketua Sidang  
Muh. Rudi Nugroho, S.E., M.Sc.  
SIGNED

Valid ID: 69cc9b22ec3bb



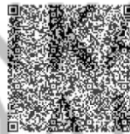
Penguji I  
Dr. Taosige Wau, S.E., M.Si.  
SIGNED

Valid ID: 69cb98c8a2bec



Penguji II  
Dhiyatul Aulia Zulni, M.E.  
SIGNED

Valid ID: 69cc7b5e42eff



Yogyakarta, 26 Februari 2026  
UIN Sunan Kalijaga  
Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam  
Prof. Dr. Misnen Ardiansyah, S.E., M.Si., Ak., CA., ACPA.  
SIGNED

Valid ID: 69cc2aac925e7

## HALAMAN PERSETUJUAN SKRIPSI

### HALAMAN PERSETUJUAN SKRIPSI

Hal : Skripsi Saudara Muhammad Aliy Fullah

Kepada

**Yth. Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam**

**UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta**

Di – Yogyakarta

*Assalamu 'alaikum Wr. Wb.*

Setelah membaca, meneliti, memberikan petunjuk dan mengoreksi serta mengadakan perbaikan seperlunya, maka kami selaku pembimbing berpendapat bahwa skripsi saudara:

Nama : Muhammad Aliy Fullah

NIM : 22108010095

Program Studi : Ekonomi Syariah

Judul Skripsi : *Spillover Effect Indeks Saham Syariah Indonesia: Analisis Vector Error Correction Model (2015–2024)*"


Sudah dapat diajukan kepada Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam, Program Studi Ekonomi Syariah UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Sarjana Ekonomi.

Dengan ini kami berharap agar skripsi saudara tersebut dapat segera dimunaqasyahkan. Atas perhatian dan kerja sama yang baik, kami ucapkan terima kasih.

*Wassalamu 'alaikum Wr. Wb.*

STATE ISLAMIC UNIVERSITY  
SUNAN KALIJAGA  
YOGYAKARTA

Yogyakarta, 29 Januari 2026  
Pembimbing,

  
**Dr. Muh. Rudi Nugroho, S.E., M.Sc.**  
NIP. 19820219 201503 1 002

## HALAMAN PERNYATAAN KEASLIAN

### HALAMAN PERNYATAAN KEASLIAN

Saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Muhammad Aliy Fullah

NIM : 22108010095

Jurusan/Program Studi : Ekonomi Syariah

Menyatakan bahwa skripsi yang berjudul: "*Spillover Effect Indeks Saham Syariah Indonesia: Analisis Vector Error Correction Model (2015–2024)*" adalah benar-benar merupakan hasil karya penyusunan saya sendiri, bukan merupakan duplikasi atau saduran dari karya orang lain, kecuali pada bagian-bagian yang telah dirujuk dan disebutkan dalam body note dan daftar pustaka. Apabila di kemudian hari terbukti adanya penyimpangan dalam karya ini, maka sepenuhnya menjadi tanggung jawab saya sebagai penyusun.

Demikian surat pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya agar dapat dipergunakan sebagaimana mestinya.

STATE ISLAMIC UNIVERSITY  
SUNAN KALIJAGA  
YOGYAKARTA

Yogyakarta, 31 Januari 2026  
Penyusun,



Muhammad 'Aliy Fullah

**HALAMAN PERSETUJUAN PUBLIKASI UNTUK KEPENTINGAN  
AKADEMIK**

**HALAMAN PERSETUJUAN PUBLIKASI UNTUK KEPENTINGAN  
AKADEMIK**

Sebagai civitas akademika UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta, saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Muhammad 'Aliy Fullah  
NIM : 22108010095  
Jurusan/Program Studi : Ekonomi Syariah  
Fakultas : Ekonomi dan Bisnis Islam  
Jenis Karya : Skripsi

Demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta Hak Bebas Royalti Non-Eksklusif (*non-exclusive royalty free right*) atas karya ilmiah saya yang berjudul:

***“Spillover Effect Indeks Saham Syariah Indonesia: Analisis Vector Error Correction Model (2015-2024)”***

Beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Non-Eksklusif ini, UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat dan mempublikasikan tugas akhir saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penyusun dan pemilik hak cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di: Yogyakarta  
Pada tanggal: 31 Januari 2026



Muhammad 'Aliy Fullah

**HALAMAN MOTTO**

“1% CHANCE, 99% FAITH”  
INDECISIVE – KIDWILD



## HALAMAN PERSEMBAHAN

*First of all i wanna thank to my GOD, thank to my fam, my mom, my dad, my sis dan my lil bro, i wanna thx to my hoomie, and my twin too.*

*Last but not least, I wanna thank me, I wanna thank me for believing in me, I wanna thank me for doing all this hard work, I wanna thank me for having no days off, I wanna thank me for, for never quitting, I wanna thank me for always being a giver And tryna give more than I recieve, I wanna thank me for tryna do more right than wrong, I wanna thank me for just being me at all times, MUHAMMAD ALI, you r a GOAT, i am the GOAT HIMSELF.*



## PEDOMAN TRANSLITERASI

Dalam penyusunan skripsi ini, transliterasi kata-kata Arab mengikuti pedoman yang tercantum dalam Surat Keputusan Bersama Menteri Agama dan Menteri Pendidikan dan Kebudayaan Republik Indonesia Nomor 158 Tahun 1987 dan Nomor 0543b/U/1987.

### A. Konsonan Tunggal

Huruf Arab	Nama	Huruf Latin	Keterangan
ا	alif	tidak dilambangkan	tidak dilambangkan
ب	bā'	b	be
ت	tā'	t	te
ث	ṣā'	ṣ	es (dengan titik di atas)
ج	jim	j	je
ح	ḥā'	ḥ	ha (dengan titik di bawah)
خ	khā'	kh	ka and ha
د	dāl	d	de
ذ	ẓāl	ẓ	zet (dengan titik diatas)
ر	rā'	r	er
ز	zāi	z	zet
س	sīn	s	es
ش	syīn	sy	es and ye
ص	ṣād	ṣ	es (dengan titik di bawah)

ض	ḍād	ḍ	de (dengan titik di bawah)
ط	ṭā'	ṭ	te (dengan titik di bawah)
ظ	ẓā'	ẓ	zet (dengan titik di bawah)
ع	'ain	'	koma terbalik di atas
غ	gāin	g	ge
ف	fā'	f	ef
ق	qāf	q	qi
ك	kāf	k	ka
ل	lām	l	el
م	mīm	m	em
ن	nūn	n	en
و	wāw u	w	w
هـ	hā'	h	ha
ء	hamz a h	'	apostrof
ي	yā'	Y	ye

**B. Konsonan Rangkap karena Syaddah ditulis Rangkap**

كَدَدٌ عَدَدٌ	ditulis	<i>muta'addidah</i>
كَدَعَدٌ	ditulis	<i>'iddah</i>

### C. *Tā' Marbutāh* pada Akhir Kalimat

a. Ditulis dengan *h* jika dibaca *Sukun*

قَمَدَح	ditulis	<i>ḥikmah</i>
قَبِيْزَح	ditulis	<i>jizyah</i>

b. Bila diikuti dengan kata sandang 'al' serta bacaan kedua kata itu terpisah, maka ditulis dengan *h*.

قَمَادَحِ الْوَلَوِيَاءِ	ditulis	<i>karāmah al-auliyā'</i>
--------------------------	---------	---------------------------

c. Bila *Tā'marbutāh* hidup dengan *fathāh*, *kasrah*, or *dāmāh* dengan demikian dituliskan *ny t* or *h*.

زَقَاتَمِ الْوِطْفَمِ	ditulis	<i>zakatā al-ḥiṭrah</i>
-----------------------	---------	-------------------------

### D. Vokal Pendek dan Penerapannya

Setiap huruf *tā' marbutāh* ditransliterasikan ke dalam huruf 'h', baik ketika berada di akhir kata tunggal maupun saat berada di tengah rangkaian kata (misalnya ketika diikuti oleh kata sandang 'al-'). Namun demikian, ketentuan ini tidak berlaku untuk kata-kata serapan dari bahasa Arab yang telah menjadi bagian dari kosakata bahasa Indonesia, seperti *shalat*, *zakat*, dan sebagainya, kecuali apabila penulisan bentuk aslinya secara eksplisit memang dikehendaki.

اَ	fathah	ditulis	a
اِ	kasrah	ditulis	i
اُ	ḍammah	ditulis	u
اَء	fathah	ditulis	fa'ala
اِء	kasrah	ditulis	ḥukira
اُء	ḍammah	ditulis	yaḥhabu

### E. Vokal Panjang

1	fathah + alif ءاهلح	ditulis ditulis	ā <i>jāhiliyah</i>
2	fathah + yā'mati سنت	ditulis ditulis	ā <i>tans ā</i>
3	kasrah + yā'mati تمزك	ditulis ditulis	i <i>karim</i>
4	ḍammah + wāwu mati لموض	ditulis ditulis	ū <i>furūd</i>

### F. Vokal Rangkap

1	fathah + yā'mati ملمك	ditulis ditulis	ai <i>bainakum</i>
2	fathah + wāwu mati للل	ditulis ditulis	au <i>qaul</i>

### G. Vokal Pendek yang berurutan dalam Satu Kata Dipisahkan dengan Apostrof

نتك	ditulis	<i>a'antum</i>
-----	---------	----------------

أَدْعَت	ditulis	<i>u'iddat</i>
وئَل مَمَمَك	ditulis	<i>la'in syakartum</i>

## H. Kata Sandang alif + Lam

- a. Bila diikuti huruf *Qamariyyah* maka bisa ditulis dengan menggunakan huruf awal “al”

اورملن	ditulis	<i>al-Qur'ān</i>
اورلاس	ditulis	<i>al-Qiyās</i>

- b. Bila diikuti huruf *Syamsiyyah* maka ditulis sesuai dengan huruf pertama *Syamsiyyah* tersebut

اونداء	ditulis	<i>al-Samā'</i>
اوشدا	ditulis	<i>al-Syams</i>

## I. Penulisan Kata-kata dalam Rangkaian Kalimat

- a. Ditulis menurut penulisannya

ذَوْدِ اَوْطَمُوْضِ	ditulis	<i>zawi al-furūd</i>
نَفَا اَوْ سُنَّحِ	ditulis	<i>ahl as-sunnah</i>

## KATA PENGANTAR

Puji syukur kehadiran Allah SWT, Tuhan Semesta Alam, yang telah melimpahkan rahmat, taufik, serta hidayah-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul: “***SPILLOVER EFFECT INDEKS SAHAM SYARIAH INDONESIA: ANALISIS VECTOR ERROR CORRECTION MODEL (2015-2024)***”. Shalawat serta salam semoga senantiasa tercurah kepada junjungan kita Nabi Agung Muhammad SAW, yang telah membawa umat manusia dari zaman jahiliyah menuju zaman yang terang benderang dengan ilmu pengetahuan.

Skripsi ini disusun sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Sarjana Ekonomi (S.E) pada Program Studi Ekonomi Syariah, Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam, Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga Yogyakarta. Penulis menyadari sepenuhnya bahwa dalam proses penyusunan skripsi ini, penulis menghadapi berbagai tantangan dan keterbatasan. Namun, berkat bantuan, bimbingan, dan dukungan dari berbagai pihak, hambatan tersebut dapat teratasi dengan baik.

Oleh karena itu, pada kesempatan ini penulis ingin menyampaikan rasa terima kasih dan penghargaan yang setinggi-tingginya kepada:

1. Prof. Noorhaidi Hasan S.Ag., M.A., M.Phil., Ph.D., selaku Rektor Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga Yogyakarta.
2. Prof. Dr. Misnen Ardiansyah, S.E., M.Si., Ak., CA., ACPA., selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta.
3. Dr. Miftakhul Choiri, S.Sos.I., M.S.I., selaku Ketua Program Studi Ekonomi Syariah, yang telah memberikan arahan dan fasilitas selama masa studi penulis.
4. Dr. Muh. Rudi Nugroho, S.E., M.Sc., selaku Dosen Pembimbing Skripsi yang telah meluangkan waktu, memberikan kritik yang membangun, serta bimbingan yang sangat berharga selama proses penyusunan skripsi ini hingga selesai.

5. Drs. Slamet Khilmi, M.SI., selaku Dosen Pembimbing Akademik yang telah membimbing, memberi nasihat dan arahan selama masa perkuliahan.
6. Seluruh Dosen dan Staf Karyawan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam, yang telah membekali penulis dengan berbagai ilmu pengetahuan selama masa perkuliahan.
7. Kedua Orang Tua Tercinta Beserta Keluarga, yang selalu memberikan dukungan moril, materiil, serta doa yang tidak pernah terputus, yang menjadi sumber kekuatan utama bagi penulis dalam menyelesaikan perjalanan akademik ini.
8. Rekan-rekan Mahasiswa Ekonomi Syariah Angkatan 2022, atas diskusi, pertemanan, dan kebersamaan yang telah mewarnai masa studi penulis di kampus ini.
9. Seluruh pihak yang tidak dapat penulis sebutkan satu per satu, yang telah membantu baik secara langsung maupun tidak langsung dalam penyelesaian skripsi ini.

Penulis menyadari bahwa skripsi ini masih jauh dari kesempurnaan. Oleh karena itu, penulis sangat terbuka terhadap kritik dan saran yang membangun demi perbaikan di masa mendatang. Akhir kata, semoga skripsi ini dapat memberikan kontribusi nyata bagi pengembangan ilmu pengetahuan, khususnya di bidang pasar modal syariah dan ekonomi makro di Indonesia.

STATE ISLAMIC UNIVERSITY  
SUNAN KALIJAGA  
YOGYAKARTA

Yogyakarta, 31 Januari 2026

Penyusun,



**Muhammad 'Aliv Fullah**

NIM: 22108010095

## DAFTAR ISI

COVER .....	i
HALAMAN JUDUL .....	ii
HALAMAN PENGESAHAN .....	iii
HALAMAN PERSETUJUAN TUGAS AKHIR .....	iv
HALAMAN PERNYATAAN KEASLIAN .....	v
HALAMAN PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH .....	vi
HALAMAN MOTTO .....	vii
HALAMAN PERSEMBAHAN .....	viii
PEDOMAN TRANSLITERASI .....	ix
KATA PENGANTAR .....	xiv
DAFTAR ISI .....	xvi
DAFTAR TABEL .....	xviii
DAFTAR GAMBAR .....	xix
DAFTAR LAMPIRAN .....	xx
ABSTRAK .....	xxi
ABSTRACT .....	xxii
BAB I PENDAHULUAN .....	1
A. Latar Belakang .....	1
B. Rumusan Masalah .....	9
C. Tujuan Penelitian .....	9
D. Manfaat Penelitian .....	10
E. Sistematika Pembahasan .....	11
BAB II LANDASAN TEORI DAN KAJIAN PUSTAKA .....	13
A. Landasan Teori .....	13
B. Kajian Pustaka .....	18
C. Kerangka Teoretik .....	25
D. Pengembangan Hipotesis .....	26
BAB III METODE PENELITIAN .....	29
A. Desain Penelitian .....	29
B. Variabel dan Definisi Operasional Variabel Penelitian .....	29
C. Populasi dan Sampel .....	31
D. Data, Sumber Data dan Teknik Pengumpulan .....	32
E. Metode Pengujian Hipotesis .....	34
BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN .....	42
A. Gambaran Umum Objek Penelitian .....	42
B. Analisis Deskriptif .....	45
C. Pengujian Hipotesis .....	47
D. Pembahasan .....	69
BAB V PENUTUP .....	76
A. Kesimpulan .....	76
B. Keterbatasan dan Saran .....	77

DAFTAR PUSTAKA .....	79
DAFTAR LAMPIRAN .....	84



## DAFTAR TABEL

Tabel 2. 1 Penelitian Terdahulu.....	19
Tabel 4. 1 Statistik Deskriptif.....	45
Tabel 4. 2 Hasil Uji Stasioneritas Tingkat Level (ADF Test) .....	47
Tabel 4. 3 Hasil Uji Stasioneritas Tingkat First difference (ADF Test) .....	48
Tabel 4. 4 Hasil Uji Penentuan Panjang <i>Lag</i> Optimal .....	49
Tabel 4. 5 Hasil Uji Stabilitas VAR.....	50
Tabel 4. 6 Hasil Uji Kausalitas Granger.....	51
Tabel 4. 7 Hasil Uji Kointegrasi Johansen .....	54
Tabel 4. 8 Hasil Estimasi VECM <i>Long-Term cointegration</i> .....	55
Tabel 4. 9 Hasil Estimasi VECM <i>Short-Term effects</i> .....	57



## DAFTAR GAMBAR

Gambar 1. 1 Perbandingan ISSI Dan Yield Sukuk 2015–2024 .....	6
Gambar 2. 1 Kerangka Teoretik .....	25
Gambar 4. 1 Grafik Perkembangan ISSI (2015-2024).....	42
Gambar 4. 2 Grafik Perkembangan Nilai <i>Yield</i> Sukuk (2015-2024).....	43
Gambar 4. 3 Grafik Perkembangan Kurs USD/IDR (2015-2024).....	44
Gambar 4. 4 Hasil Uji Stabilitas VAR.....	50
Gambar 4. 5 Hasil <i>Impulse Response Function</i> .....	61
Gambar 4. 6 Hasil <i>Forecast Error Variance Decomposition</i> (FEVD).....	65



## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1. 1 Data variabel.....	84
Lampiran 1. 2 uji unit root test level pada dolar .....	89
Lampiran 1. 3 uji unit root test first pada dolar.....	90
Lampiran 1. 4 uji unit root test level pada ISSI .....	90
Lampiran 1. 5 <i>uji unit root test first pada ISSI</i> .....	90
Lampiran 1. 6 <i>uji unit root test level pada YIELD</i> .....	90
Lampiran 1. 7 <i>uji unit root test first pada YIELD</i> .....	91
Lampiran 1. 8 uji lag optimal.....	91
Lampiran 1. 9 uji stabilitas VAR.....	91
Lampiran 1. 10 Uji Gausalitas Granger .....	92
Lampiran 1. 11 uji kointegrasi johansen.....	92
Lampiran 1. 12 uji VECM .....	93
Lampiran 1. 13 uji IRF.....	94
Lampiran 1. 14 uji FEVD.....	95
Lampiran 1. 15 Curriculum Vitae .....	95

## ABSTRAK

Penelitian ini menganalisis mekanisme *spillover effect* pada sektor investasi syariah indonesia periode 2015-2024. Menggunakan metode *Vector Error Correction Model* (VECM), studi ini menguji transmisi guncangan dari *yield* sukuk negara dan kurs dolar. Temuan empiris menunjukkan adanya kointegrasi jangka panjang di mana kurs dolar berpengaruh negatif signifikan, memvalidasi *Portfolio Balance Model*. Sebaliknya, *yield* sukuk berpengaruh positif signifikan, menunjukkan integrasi ekosistem syariah yang kuat dan menolak fenomena substitusi aset. Analisis varians menegaskan bahwa kurs merupakan kanal transmisi risiko utama, sementara stabilitas imbal hasil sukuk bertindak sebagai jangkar kepercayaan investor di pasar modal syariah Indonesia.

**Kata Kunci:** *Spillover Effect*, Indeks Saham Syariah Indonesia, Vecm, *Yield Sukuk*, *Integrasi Pasar*.



## ABSTRACT

*This study analyzes the spillover effect mechanism on the Indonesian Islamic Stock Index (ISSI) from 2015-2024. Utilizing the Vector Error Correction Model (VECM), it examines shock transmissions from sovereign sukuk yield and the exchange rate. Empirical findings reveal a long-run cointegration where the dollar exchange rate has a significant negative impact, validating the Portfolio Balance Model. Conversely, sukuk yield shows a significant positive influence, indicating strong sharia ecosystem integration and rejecting the asset substitution phenomenon. Variance analysis confirms the exchange rate as the primary risk transmission channel, while sukuk yield stability serves as an anchor for investor confidence in Indonesia's Islamic capital market.*

***Keywords: Spillover Effect, ISSI, VECM, Sukuk Yield, Market Integration.***



# BAB I

## PENDAHULUAN

### A. Latar Belakang

Globalisasi keuangan telah menghilangkan batas geografis dalam aliran modal dunia. Integrasi pasar semakin erat karena kemajuan teknologi informasi dan liberalisasi keuangan. Proses ini meningkatkan efisiensi alokasi sumber daya secara global (Febriandika dkk., 2023). Namun, integrasi juga menciptakan kerentanan baru terhadap guncangan eksternal. Fenomena penularan guncangan ini dikenal sebagai *spillover effect*. *Spillover* menjadi semakin penting di era pasar terhubung (Febriandika dkk., 2023).

*Spillover effect* didefinisikan sebagai transmisi volatilitas atau *return* dari satu pasar ke pasar lain. Transmisi ini dapat terjadi melalui saluran fundamental maupun non-fundamental. Ketika hubungan ekonomi dasar lemah, *spillover* tetap muncul karena sentimen investor (Suteja, 2019). Efek ini semakin kuat selama periode ketidakpastian ekonomi global. *Spillover* tidak hanya satu arah, melainkan sering bersifat timbal balik. Hal ini menunjukkan interdependensi antar pasar keuangan (Suteja, 2019).

Dalam dekade terakhir, intensitas *spillover* meningkat seiring integrasi pasar keuangan dunia. Negara berkembang menjadi lebih rentan terhadap arus modal asing yang fluktuatif. Guncangan eksternal dapat menyebabkan arus keluar modal secara tiba-tiba (Masrizal dkk., 2020). Kondisi ini meningkatkan risiko sistemik di pasar domestik. *Spillover* juga memengaruhi pasar saham

syariah yang sedang berkembang. Indonesia sebagai negara Muslim terbesar menjadi kasus menarik untuk diteliti (Masrizal dkk., 2020).

Pasar saham syariah Indonesia diwakili oleh indeks saham syariah indonesia. Indeks ini mengikuti prinsip syariah yang melarang *riba*, *gharar*, dan *maysir*. Saham yang masuk harus memenuhi kriteria rasio utang rendah dan bisnis halal (Dan dkk., 2006). Pertumbuhan pasar syariah Indonesia sangat pesat sejak peluncuran ISSI tahun 2011. Kapitalisasi pasar syariah mencapai porsi signifikan dari total BEI. Hal ini menunjukkan pentingnya sistemik pasar syariah domestik (Dan dkk., 2006).

Meskipun memiliki prinsip syariah, pasar saham syariah Indonesia tetap terpapar *spillover* global. Integrasi dengan pasar internasional membuatnya rentan terhadap volatilitas eksternal. Faktor makroekonomi seperti kurs dolar dan *yield* sukuk memainkan peran besar (Robiyanto, 2018). *Spillover* ini terlihat jelas selama periode krisis. Prinsip syariah tidak sepenuhnya melindungi dari guncangan luar. Oleh karena itu, analisis *spillover* menjadi krusial (Iman dkk., 2020).

Periode 2015–2024 dipilih karena penuh dengan berbagai guncangan ekonomi global. Krisis pasar saham Tiongkok 2015 menjadi pemicu awal volatilitas regional. Referendum Brexit 2016 menambah ketidakpastian di pasar Eropa dan Asia. Perang dagang AS-Tiongkok 2018–2019 mengganggu rantai pasok global. Pandemi COVID-19 2020 menciptakan guncangan terbesar dalam sejarah modern. Semua peristiwa ini memberikan kondisi ideal untuk menguji *spillover* (Cipto dkk., 2024; Nurdany dkk., 2021).

Krisis COVID-19 memicu penurunan tajam di hampir semua pasar saham dunia. Pasar syariah Indonesia juga mengalami volatilitas ekstrem pada 2020 (Yarovaya dkk., 2022). Indeks ISSI turun signifikan dalam waktu singkat karena kepanikan investor. Fenomena ini menunjukkan *contagion effect* yang kuat. *Spillover* dari faktor global ke pasar domestik terbukti sangat tinggi. Kondisi ini membuka peluang untuk analisis mendalam (Widjaja dkk., 2024).

Pasca-pandemi, invasi Rusia ke Ukraina 2022 menciptakan *spillover* di pasar komoditas. Kenaikan harga energi dan pangan memicu inflasi global tinggi. Respons kebijakan moneter agresif memperkuat dolar AS (Nurdany dkk., 2021). Penguatan dolar menimbulkan tekanan pada mata uang negara berkembang. Rupiah Indonesia mengalami volatilitas yang signifikan. *Spillover* ini juga berdampak pada pasar saham syariah domestik (Nurdany dkk., 2021).

Pengetatan moneter global 2022–2023 menjadi salah satu guncangan terbesar pasca-pandemi. Kenaikan suku bunga *The Fed* tercepat dalam sejarah modern (Prehatin & Haryono, 2024). Hal ini menyebabkan arus modal keluar dari *emerging Markets*. Pasar saham syariah Indonesia turut terdampak oleh sentimen risiko global. Integrasi pasar membuat *decoupling* sulit dicapai. *Spillover* negatif menjadi semakin dominan (Prehatin & Haryono, 2024).

Perdebatan akademis tentang *decoupling* pasar syariah masih berlangsung hingga kini. Beberapa penelitian menyatakan prinsip syariah mampu menjadi filter risiko. Larangan *riba* mengurangi paparan terhadap utang berbasis bunga (Kabir Hassan & Girard, 2010). Larangan spekulasi menjauhkan dari instrumen derivatif berisiko. Rasio utang rendah membuat perusahaan

syariah lebih stabil. Namun, klaim ini mulai dipertanyakan seiring integrasi global (Kabir Hassan & Girard, 2010).

Studi Krisis Keuangan Global 2008 menunjukkan kinerja indeks syariah lebih baik. Indeks syariah memiliki volatilitas lebih rendah dibandingkan konvensional. Ketahanan ini dikaitkan dengan karakteristik fundamental perusahaan syariah (Kabir Hassan & Girard, 2010). Namun, ketahanan tersebut tidak selalu bertahan di semua jenis krisis. Krisis non-keuangan seperti pandemi menunjukkan kerentanan baru. Pasar syariah mulai terpapar *spillover* yang sama dengan konvensional (Kabir Hassan & Girard, 2010).

Integrasi pasar keuangan syariah global meningkatkan paparan terhadap sentimen risiko dunia. Likuiditas yang lebih tinggi membuat pasar syariah lebih responsif terhadap guncangan eksternal (Al-Yahyaee dkk., 2018). Investor syariah kini terpengaruh oleh faktor global yang sama. Bukti *contagion* dari pasar global ke pasar syariah Asia semakin jelas. Pasca-COVID, *spillover* menjadi lebih intens dan persisten. Hal ini menantang hipotesis *decoupling* secara signifikan (Al-Yahyaee dkk., 2018).

Penelitian terbaru menunjukkan hilangnya perlindungan pasar syariah selama krisis non-keuangan. Pandemi COVID-19 menjadi contoh nyata dari fenomena tersebut. Indeks syariah mengalami penurunan yang sebanding dengan indeks konvensional (Yarovaya dkk., 2022). *Spillover* dari pasar global terbukti sangat kuat. Integrasi finansial global mengurangi keunikan pasar syariah. Oleh karena itu, analisis *spillover* menjadi semakin relevan (Yarovaya dkk., 2022).

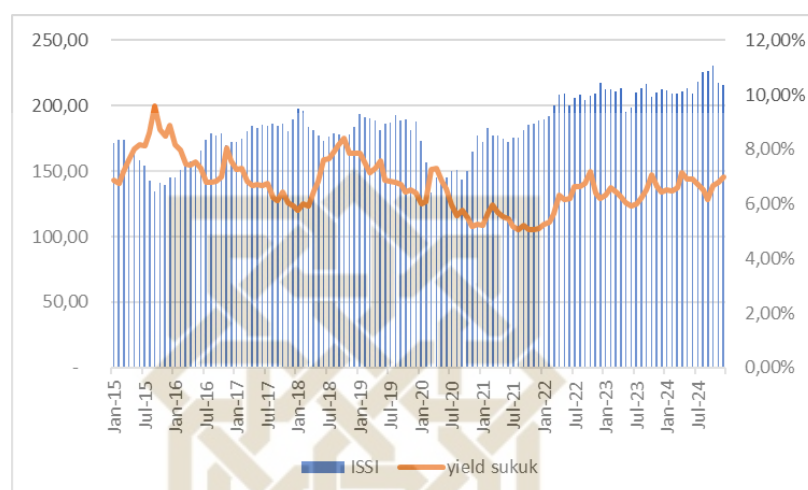
Indonesia sebagai negara dengan populasi Muslim terbesar memiliki pasar syariah yang strategis. Kapitalisasi pasar saham syariah mencapai porsi besar dari total BEI. ISSI menjadi indikator utama kinerja saham syariah domestik (Dan dkk., 2006). Pertumbuhan pasar ini mencerminkan potensi ekonomi syariah nasional. Namun, pertumbuhan tersebut juga disertai kerentanan *spillover*. Analisis mendalam diperlukan untuk memahami dinamikanya (Dan dkk., 2006).

Indeks saham syariah Indonesia (ISSI) sebagai indikator minat investasi warga Indonesia pada sektor syariah semakin penting. Indeks ini mencerminkan preferensi investor domestik terhadap aset halal. Pertumbuhan ISSI menunjukkan kepercayaan masyarakat terhadap instrumen syariah (Masrizal dkk., 2020). Namun, minat investasi ini rentan terhadap faktor eksternal. *Spillover* global dapat memengaruhi sentimen investor lokal. Oleh karena itu, analisis integrasi menjadi esensial (Sudarsono & Latifatunnisa, 2024).

Penelitian ini memfokuskan pada dua kanal *spillover* utama terhadap ISSI. Kanal pertama adalah kurs dolar AS sebagai proksi transmisi makroekonomi (Robiyanto, 2018). Kurs dolar mencerminkan kondisi moneter global dan sentimen risiko. Fluktuasi kurs dapat menekan neraca perusahaan syariah. Pelemahan rupiah meningkatkan biaya impor bahan baku. *Spillover* melalui kanal ini sangat relevan bagi ISSI (Robiyanto, 2018).

Kanal kedua adalah *yield* sukuk sebagai indikator pasar pendapatan tetap syariah. *Yield* sukuk mencerminkan biaya pembiayaan syariah domestik. Peningkatan *yield* dapat menarik investor dari saham ke sukuk (Muharam dkk.,

2019). Hal ini menciptakan efek substitusi internal. *Yield* sukuk juga mencerminkan kepercayaan pasar syariah domestik. *Spillover* dari *yield* sukuk ke ISSI sering bersifat dinamis (Utami & Irawati, 2021).



**Gambar 1. 1 Perbandingan Indeks Saham Syariah Indonesia Dan Yield Sukuk 2015–2024**

Sumber Data: IDX dan S&P Global, 2025

Analisis grafik menunjukkan *co-movement* antara ISSI dengan *yield* sukuk. Penurunan *yield* sukuk cenderung mendukung kenaikan ISSI. *Co-movement* ini mengindikasikan *spillover* yang kuat (Qizam, 2021).

Banyak penelitian sebelumnya hanya menguji satu atau dua kanal *spillover* saja. Fokus terfragmentasi membuat analisis kurang komprehensif. Beberapa studi hanya menguji pengaruh makroekonomi tanpa faktor domestik (Fianto dkk., 2023). Pendekatan tersebut tidak mampu menangkap interaksi simultan. Penelitian ini mengintegrasikan kurs dolar dan *yield* sukuk secara bersama. Pendekatan ini lebih sesuai dengan kompleksitas pasar saat ini (Fianto dkk., 2023).

Penggunaan VECM dipilih karena kemampuannya menangkap hubungan multivariat. Model ini mengasumsikan semua variabel bersifat endogen. VECM memisahkan hubungan jangka panjang dan dinamika jangka pendek (Febriandika dkk., 2023). *Co-integration* menjadi prasyarat utama penerapan model ini. *Error Correction Term* menunjukkan kecepatan penyesuaian ke ekuilibrium. VECM sangat tepat untuk menganalisis *spillover* dinamis (Febriandika dkk., 2023).

Teori *Arbitrage Pricing Theory* (APT) menjadi dasar analisis *spillover*. APT menyatakan *return* aset dipengaruhi faktor sistematis seperti kurs dan *yield*. Dalam konteks syariah, faktor seperti kurs dolar menjadi risiko utama (Muharam dkk., 2019). *Yield* sukuk sebagai faktor domestik memengaruhi *return* ISSI. Teori ini relevan untuk pasar syariah Indonesia (Robiyanto, 2018).

*Sharia Compliant Asset Pricing Model* (SCAPM) modifikasi APT untuk syariah. SCAPM mengganti *risk-free rate* dengan *proxy* halal seperti *yield* sukuk (Puspitasari dkk., 2022). Model ini menjelaskan *return* ISSI tanpa unsur *riba*. Kurs dolar sebagai faktor risiko eksternal tetap relevan. SCAPM memperkuat analisis *spillover* syariah (Puspitasari dkk., 2022).

*Portfolio Balance Model of Exchange Rate* menjelaskan peran kurs dolar. Model ini menyatakan kurs ditentukan oleh keseimbangan portofolio aset domestik dan asing (Bhattacharyya & Deb, 2024). Pelemahan rupiah memengaruhi alokasi investor syariah. *Yield* sukuk sebagai aset domestik

menjadi penyeimbang. Model ini mendukung *spillover* dari kurs ke ISSI (Dooley & Isard, 1983).

Penelitian ini memiliki kebaruan yang signifikan dibandingkan dengan literatur-literatur sebelumnya. Jika penelitian terdahulu mayoritas menggunakan suku bunga konvensional (BI Rate) sebagai variabel makro (Sudarsono & Latifatunnisa, 2024; Utami & Irawati, 2021), penelitian ini secara eksplisit melakukan pergeseran paradigma dengan menggunakan *Yield SBSN 4 Tahun* sebagai *Sharia Benchmark Rate*. Selain itu, kebaruan metodologis terletak pada penerapan VECM Struktural yang membedah jalur tumpahan guncangan secara hierarkis (Masrizal dkk., 2020; Usman dkk., 2024).

Penelitian ini fokus ke *yield* sukuk sebagai variabel domestik baru. Sebelumnya, studi lebih menekankan faktor global seperti emas. Integrasi *yield* sukuk dengan kurs dolar dalam VECM menjadi inovasi (Prehatin & Haryono, 2024). Periode 2015–2024 mencakup guncangan terbaru seperti pasca-pandemi. Penelitian ini memperbarui bukti empiris tentang resiliensi ISSI. Keterbaruan ini penting bagi pengembangan pasar syariah Indonesia (Umam dkk., 2019).

Secara akademis, penelitian ini memperkaya kajian *spillover* di pasar syariah. Penggunaan VECM memberikan kontribusi metodologis. Integrasi multi-kanal menjadi nilai tambah utama. Hasilnya dapat menjadi referensi bagi penelitian selanjutnya. Perdebatan *decoupling-integration* dapat diuji lebih lanjut. Penelitian ini menjadi langkah penting dalam literatur (Fianto dkk., 2023).

Oleh karena itu, penelitian berjudul “*Spillover Effect Indeks Saham Syariah Indonesia: Analisis Vector Error Correction Model (2015–2024)*” sangat relevan. Penelitian ini menganalisis transmisi guncangan dolar, dan *yield* sukuk ke ISSI. VECM digunakan untuk membedah pengaruh. Hasilnya diharapkan memberikan wawasan baru bagi investor dan regulator. Analisis ini menjawab dinamika pasar syariah di tengah guncangan global. Penelitian ini bisa menjadi kontribusi signifikan bagi pengembangan ekonomi syariah Indonesia (Endri dkk., 2020).

## B. Rumusan Masalah

Berdasarkan konteks di atas, beberapa rumusan masalah berikut dapat dibuat:

1. Bagaimana pengaruh *yield* sukuk dan kurs dolar terhadap sektor investasi syariah Indonesia?
2. Bagaimana pengaruh sektor investasi syariah Indonesia dan kurs dolar terhadap *yield* sukuk?
3. Bagaimana pengaruh sektor investasi syariah Indonesia dan *yield* sukuk terhadap kurs dolar?
4. Bagaimana respons dan kontribusi masing-masing variabel dalam menjelaskan *spillover effect*?

## C. Tujuan Penelitian

Berdasarkan latar belakang dan rumusan masalah sebelumnya, penelitian ini memiliki beberapa tujuan:

1. Untuk mengetahui pengaruh *yield* sukuk dan kurs dolar terhadap sektor investasi syariah Indonesia.
2. Untuk mengetahui pengaruh sektor investasi syariah Indonesia dan kurs dolar terhadap *yield* sukuk.
3. Untuk mengetahui pengaruh sektor investasi syariah Indonesia dan *yield* sukuk terhadap kurs dolar.
4. Untuk mengetahui respons dan kontribusi masing-masing variabel dalam menjelaskan *spillover effect*.

#### D. Manfaat Penelitian

Berdasarkan latar belakang dan rumusan masalah yang telah dikemukakan di atas, maka penelitian ini memiliki beberapa tujuan sebagai berikut:

##### 1. Manfaat Teoretis

Penelitian ini secara teoretis diharapkan dapat memberikan kontribusi signifikan terhadap pengembangan diskursus ekonomi makro-finansial syariah, khususnya dalam memperkuat relevansi SCPAM, *Portfolio Balance Model* (Branson) dan *Arbitrage Pricing Theory* (APT) melalui validasi penggunaan *Yield* Sukuk Negara sebagai proksi *Sharia Benchmark Rate* yang lebih otonom dan konsisten secara ontologis dibandingkan suku bunga konvensional. Selain itu, studi ini memperkaya literatur mengenai mekanisme tumpahan guncangan (*spillover effect*) dan interdependensi pasar modal syariah di Indonesia dengan membuktikan efektivitas metodologi VECM Struktural dalam memetakan transmisi risiko sistemik secara hierarkis, sehingga menyediakan basis epistemologis baru

bagi analisis perilaku investasi di sektor syariah sebagai ekosistem keuangan yang mandiri dan resilien.

## 2. Manfaat Praktis

- a. Bagi akademisi: Penelitian ini diharapkan dapat memberi akademisi pemahaman baru tentang bagaimana faktor makroekonomi dapat mempengaruhi kinerja bursa saham secara sistematis, bukan hanya faktor internal bursa.
- b. Bagi Investor dan Manajer Investasi: Hasil penelitian ini menyediakan peta navigasi dalam menyusun strategi alokasi aset yang lebih presisi dengan menjadikan pergerakan kurs dolar dan *yield* sukuk negara sebagai sinyal dini terhadap volatilitas di pasar ekuitas syariah, sehingga mitigasi risiko tumpahan guncangan dapat dilakukan secara proaktif.
- c. Bagi Regulator (Otoritas Jasa Keuangan dan Bank Indonesia): studi ini memberikan basis evaluasi mengenai efektivitas integrasi pasar keuangan syariah nasional, yang sangat krusial dalam perumusan kebijakan makroprudensial untuk menjaga stabilitas nilai tukar dan kedalaman pasar sukuk sebagai penopang resiliensi sektor investasi syariah.

## E. Sistematika Pembahasan

Untuk mengetahui gambaran jelas isi dan materi penelitian, penulis menjabarkan sistematika penulisan sebagai berikut:

1. Bab I Pendahuluan: Menjelaskan latar belakang masalah, termasuk globalisasi keuangan dan *spillover effect* selama 2015-2024, rumusan

masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, serta sistematika pembahasan.

2. Bab II Tinjauan Pustaka dan Landasan Teori: Membahas teori utama dan pendukung kajian pustaka dalam tabel untuk identifikasi *research gap*, serta pengembangan hipotesis dan kerangka teoretik berupa bagan.
3. Bab III Metode Penelitian: Merinci desain penelitian kuantitatif, variabel dan definisi operasional, populasi, sampel, jenis, sumber, dan teknik pengumpulan data, serta teknik analisis data dengan VECM (uji stasioneritas, *lag* optimal, kointegrasi, IRF, FEVD).
4. Bab IV Hasil dan Pembahasan: Menyajikan gambaran objek penelitian dan statistik deskriptif, hasil VECM, serta pembahasan IRF dan FEVD, dibandingkan dengan teori dan kajian pustaka.
5. Bab V Penutup: Ringkasan kesimpulan, implikasi teoretis dan praktis, keterbatasan penelitian, serta saran untuk investor, regulator, dan peneliti mendatang.

## BAB V

### PENUTUP

#### A. Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis *Vector Error correction Model* (VECM) periode 2015–2024, penelitian ini berhasil membedah dinamika jangka panjang, pendek dan *spillover effect* pada SEKTOR INVESTASI SYARIAH INDONESIA (ISSI). Berikut adalah kesimpulan utama dari pengujian hipotesis:

##### 1. Dinamika Jangka Panjang

Terdapat hubungan kointegrasi yang stabil antara ketiga variabel dalam jangka panjang. Kurs Dolar (USD/IDR) ditemukan sebagai variabel dengan pengaruh negatif paling dominan terhadap ISSI. Hal ini mengonfirmasi bahwa depresiasi Rupiah merupakan risiko sistematis utama yang merusak nilai kapitalisasi pasar saham syariah secara fundamental. Sementara itu, *Yield* Sukuk menunjukkan pengaruh negatif signifikan, yang membuktikan adanya fenomena substitusi ketika imbal hasil instrumen pendapatan tetap syariah naik, investor cenderung memindahkan likuiditasnya keluar dari pasar saham syariah.

##### 2. Dinamika Jangka Pendek dan Transmisi Guncangan

Hasil *Error Correction Term* (ECT) menunjukkan adanya mekanisme koreksi dari ketidakseimbangan jangka pendek menuju keseimbangan jangka panjang. Dalam jangka pendek, ISSI sangat dipengaruhi oleh momentum internalnya sendiri. Berbeda dengan tren

jangka panjang, guncangan pada *Yield* Sukuk direspon secara variatif di periode awal sebelum akhirnya stabil, menunjukkan bahwa pasar memerlukan waktu untuk melakukan *rebalancing* portofolio terhadap perubahan tingkat imbal hasil di pasar modal syariah.

### 3. Kontribusi *Spillover* dan Varians

Melalui analisis Variance Decomposition, ditemukan bahwa fluktuasi ISSI masih didominasi oleh faktor internal (faktor teknikal domestik). Namun, di antara faktor eksternal, Kurs Dolar memberikan kontribusi *spillover* terbesar dibandingkan *Yield* Sukuk. Hal ini mempertegas bahwa pasar saham syariah di Indonesia lebih rentan terhadap risiko moneter (nilai tukar) daripada risiko suku bunga/imbal hasil instrumen utang dalam jangka pendek hingga menengah.

## B. Keterbatasan dan Saran

### 1. Keterbatasan.

Penelitian ini telah diupayakan secara maksimal, namun tetap memiliki celah yang perlu diakui:

- a. Frekuensi Data: Penggunaan data bulanan mungkin tidak mampu menangkap volatilitas harian yang ekstrem, terutama saat terjadi guncangan jangka sangat pendek seperti pengumuman kebijakan mendadak.
- b. Linearitas Model: VECM mengasumsikan hubungan linear. Dalam realitasnya, pasar sering kali merespons berita buruk secara lebih

ekstrem dibandingkan berita baik (*Asymmetric volatility*), yang tidak dapat ditangkap sepenuhnya oleh model ini.

- c. Ruang Lingkup Variabel: Penelitian ini memfokuskan pada tiga variabel utama sesuai arahan revisi. Faktor lain seperti suku bunga acuan (BI Rate) dan variabel makro global lainnya tidak dimasukkan untuk menjaga spesifikasi model tetap ramping.

## 2. Saran.

Berdasarkan temuan di atas, saran yang diusulkan adalah sebagai berikut:

- a. Bagi Investor: Mengingat sensitivitas ISSI yang sangat tinggi terhadap Dolar, investor syariah wajib menjadikan pergerakan Rupiah dan kebijakan moneter *The Fed* sebagai indikator risiko utama. Strategi diversifikasi ke instrumen Sukuk sangat disarankan saat tren *Yield* Sukuk meningkat untuk memitigasi penurunan capital gain di pasar saham.
- b. Bagi Regulator (OJK dan Bank Indonesia): Stabilitas nilai tukar Rupiah adalah harga mati untuk menjaga resiliensi pasar modal syariah. Diperlukan sinkronisasi kebijakan agar pendalaman pasar di sektor Sukuk tidak mengeringkan likuiditas di pasar ekuitas syariah.
- c. Bagi Peneliti Mendatang: Disarankan untuk menggunakan model non-linear seperti *Asymmetric NARDL* atau model volatilitas GARCH untuk menangkap efek *bad news vs good news* secara lebih detail pada ISSI.

## DAFTAR PUSTAKA

- Al-Yahyaee, K. H., Mensi, W., & Yoon, S. M. (2018). Efficiency, Multifractality, And The Long-Memory Property Of The Bitcoin Market: A Comparative Analysis With Stock, Currency, And Gold Markets. *Finance Research Letters*, 27, 228–234. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2018.03.017>
- Basuki, A. T., & Prawoto, N. (2016). *Analisis Regresi Dalam Penelitian Ekonomi & Bisnis (Dilengkapi Aplikasi Spss & Eviews)*. <https://openlibrary.telkomuniversity.ac.id/home/catalog/id/115851/slug/analisis-regresi-dalam-penelitian-ekonomi-bisnis-dilengkapi-aplikasi-spss-eviews-.html>
- Bhattacharyya, K., & Deb, K. (2024). *Comparative Analysis Of The Portfolio-Balance Models Of Exchange Rate Determination*. <https://doi.org/10.1177/00157325241266035>
- Chapra, M. U. (2008). Ibn Khaldun's Theory Of Development: Does It Help Explain The Low Performance Of The Present-Day Muslim World? *The Journal Of Socio-Economics*, 37(2), 836–863. <https://doi.org/10.1016/j.socec.2006.12.051>
- Cipto, S. H., Endri, E., Haryono, Y., & Hartanto, D. (2024). Islamic Stock Indices And Covid-19: Evidence From Indonesia. *International Journal Of Economics And Financial Issues*, 14(3), 83–88. <https://doi.org/10.32479/ijefi.15942>
- Dan, A., Yumanita, D., & Thamrin, J. M. H. (2006). Analisis Efisiensi Perbankan Syariah Di Indonesia Dengan Data Envelopment Analysis. Dalam *Indonesia Diterbitkan Dalam Tazkia Islamic Finance And Business Review* (Vol. 18, Nomor 2).
- Dooley, M. P., & Isard, P. (1983). The Portfolio-Balance Model Of Exchange Rates And Some Structural Estimates Of The Risk Premium. *Imf Staff Papers*, 1983(004). <https://doi.org/10.5089/9781451930610.024.A001>
- Endri, E., Abidin, Z., Simanjuntak, T. P., & Nurhayati, I. (2020). Indonesian Stock Market Volatility: Garch Model. *Montenegrin Journal Of Economics*, 16(2), 7–17. <https://doi.org/10.14254/1800-5845/2020.16-2.1>
- Engle, R. F., & Granger, C. W. J. (1987). Co-Integration And Error Correction: Representation, Estimation, And Testing. *Applied Econometrics*, 39(3), 107–135. <https://doi.org/10.2307/1913236>
- Febriandika, N. R., Hakimi, F., Awalliyah, M., & Yayuli. (2023). Contagion And Spillover Effects Of Global Financial Markets On The Indonesian Sharia Stock Index Post-Covid-19. *Investment Management And Financial Innovations*, 20(3), 35–47. [https://doi.org/10.21511/imfi.20\(3\).2023.04](https://doi.org/10.21511/imfi.20(3).2023.04)

- Fera Triani, L. (2013). *Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Perubahan Indeks Harga Saham Di Jakarta Islamic Index Selama Tahun 2011*. Www.Idx.Go.Id
- Fianto, B. A., Shah, S. A. A., & Sukmana, R. (2023). Time Varying Intra/Inter Quantile Developing Relationship Of Islamic Stock Returns: Empirical Evidence From Indonesia Using Qbardi. *Journal Of Modelling In Management*, 18(6), 1696–1716. <https://doi.org/10.1108/Jm2-12-2021-0310>
- Firdaus Irwaningtyas, M., & Rusgianto, S. (2023). Investor Sentiments, The Covid-19 Pandemic And Islamic Stock Return Volatility In Indonesia. *100 Isra International Journal Of Islamic Finance* •, 15, 2023. <https://doi.org/10.55188/Ijif.V>
- Hersugondo, H., Ghozali, I., Handriani, E., Trimono, T., & Pamungkas, I. D. (2022). Price Index Modeling And Risk Prediction Of Sharia Stocks In Indonesia. *Economies*, 10(1). <https://doi.org/10.3390/Economies10010017>
- Ibnu Khaldun. (1377). *Muqodimah*. [https://archive.org/details/Muqodimah\\_202008](https://archive.org/details/Muqodimah_202008)
- Iman, S., Mawardi, I., & Sarker, M. A. R. (2020). Analysis Of International Index On Indonesian Sharia Stock Index. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Islam (Journal Of Islamic Economics And Business)*, 6(1), 60. <https://doi.org/10.20473/Jebis.V6i1.10961>
- Ismail, N., & Arundina, T. (2019). Social Sciences & Humanities Sukuk Rating Prediction: The Case Of Corporate Sukuk In Indonesia. *Pertanika J. Soc. Sci. & Hum*, 27(S2), 63–77.
- Janitra, E. (2014). Do World Gold Price, Dow Jones Islamic Market And Inflation Affect The Performance Of Jakarta Islamic Index? Dalam *Jurnal Ekonomi Dan Studi Pembangunan* (Vol. 15, Nomor 2).
- Johansen, S. (1991). Estimation And Hypothesis Testing Of Cointegration Vectors In Gaussian Vector Autoregressive Models. *Econometrica*, 59(6), 1551. <https://doi.org/10.2307/2938278>
- Kabir Hassan, M., & Girard, E. (2010). Faith-Based Ethical Investing: The Case Of Dow Jones Islamic Indexes. Dalam *Islamic Economic Studies* (Vol. 17, Nomor 2). <https://ssrn.com/abstract=3159812>
- Khalis, S. A., Harahap, M. I., & Atika. (2024). The Effect Of Profitability, Liquidity, Leverage, And Bi 7-Day Repo Rate On Dividend Payout Ratio In Telecommunication Companies Listed On The Indonesian Sharia Stock Index (Issi). *Jurnal Ilmiah Mizani*, 11(2), 326–338. <https://doi.org/10.29300/Mzn.V11i2.4938>

- Kim, T., Nguyen, C., & Yamora Siregar, R. (2013). *Crawford School Of Public Policy Cama Centre For Applied Macroeconomic Analysis Inflationary Implication Of Gold Price In Vietnam\* Cama Working Paper 20/2013 April 2013*. [Http://Ssrn.Com/Abstract=2265689](http://ssrn.com/abstract=2265689)
- Masrizal, M., Miftahurrahman, M., Herianingrum, S., & Firmansah, Y. (2020). The Effect Of Country Risk And Macroeconomic On Jakarta Islamic Index. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Islam (Journal Of Islamic Economics And Business)*, 6(1), 151. [Https://Doi.Org/10.20473/Jebis.V6i1.14707](https://doi.org/10.20473/Jebis.V6i1.14707)
- Muharam, H., Anwar, R. J., & Robiyanto, R. (2019). Islamic Stock Market And Sukuk Market Development, Economic Growth, And Trade Openness (The Case Of Indonesia And Malaysia). *Business: Theory And Practice*, 20, 196–207. [Https://Doi.Org/10.3846/Btp.2019.19](https://doi.org/10.3846/Btp.2019.19)
- Nurdany, A., Ibrahim, M. H., & Romadoni, M. F. (2021). The Asymmetric Volatility Of The Islamic Capital Market During The Covid-19 Pandemic. *Journal Of Islamic Monetary Economics And Finance*, 7, 185–202. [Https://Doi.Org/10.21098/Jimf.V7i0.1312](https://doi.org/10.21098/Jimf.V7i0.1312)
- Prehatin, D., & Haryono, S. (2024). The Influence Of Macroeconomic Variables On The Jakarta Islamic Index (Jii): An Analysis From 2010 To 2023. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Islam (Journal Of Islamic Economics And Business)*, 10(2), 245–264. [Https://Doi.Org/10.20473/Jebis.V10i2.58362](https://doi.org/10.20473/Jebis.V10i2.58362)
- Puspitasari, N., Sukorno, H., & Ramadhiani, R. (2022). The Model Of Sharia Compliant Asset Pricing Model (Scapm): Evidence Of Indonesia. *Quality - Access To Success*, 23(189), 316–321. [Https://Doi.Org/10.47750/Qas/23.189.36](https://doi.org/10.47750/Qas/23.189.36)
- Qizam, I. (2021). Do Sukuk Ratings Non-Contingently Affect Stock Returns? Evidence From Indonesia And Malaysia. *Entrepreneurial Business And Economics Review*, 9(1), 137–153. [Https://Doi.Org/10.15678/Eber.2021.090109](https://doi.org/10.15678/Eber.2021.090109)
- Robiyanto, R. (2018). The Effect Of Gold Price Changes, Usd/Idr Exchange Rate Changes And Bank Indonesia (Bi) Rate On Jakarta Composite Index (Jci)'S Return And Jakarta Islamic Index (Jii)'S Return. *Jurnal Manajemen Dan Kewirausahaan*, 20(1), 45. [Https://Doi.Org/10.9744/Jmk.20.1.45-52](https://doi.org/10.9744/Jmk.20.1.45-52)
- Robiyanto, R., Hadiyatno, D., Sudjinan, S., & Ernayani, R. (2019). Gold And Capital Market In Indonesia: A Preview On Strategy Of Hedging And Diversification. *Journal Of International Studies*, 12(2), 117–128. [Https://Doi.Org/10.14254/2071-8330.2019/12-2/7](https://doi.org/10.14254/2071-8330.2019/12-2/7)
- Ross, S. A. (1976). The Arbitrage Theory Of Capital Asset Pricing. *Journal Of Economic Theory*, 13(3), 341–360. [Https://Doi.Org/10.1016/0022-0531\(76\)90046-6](https://doi.org/10.1016/0022-0531(76)90046-6)

- Rusmita, S. A., Filianti, D., Mayasani, E. N., & Samad, K. A. (2024). Gold Characteristics As Safe Haven And Assets Diversification For Sharia Stocks In Indonesia. *Journal Of Islamic Accounting And Business Research*. <https://doi.org/10.1108/Jiabr-11-2021-0302>
- Sudarsono, H., & Latifatunnisa. (2024). Macroeconomic Variables And The Indonesian Sharia Stock Index. *Journal Of Islamic Economics And Finance Studies*, 5(2), 273–291. <https://doi.org/10.47700/Jiefes.V5i2.7765>
- Susilo, D., Wahyudi, S., & Pangestuti, I. R. D. (2020). Factors Affecting The Indonesia Stock Exchange: A Multi-Index Approach. *International Journal Of Financial Research*, 11(2), 196–204. <https://doi.org/10.5430/Ijfr.V11n2p196>
- Suteja, J. (2019). Greek Crisis, Co-Integration, And Contagion Effect Of Sharia Stock Markets In Indonesia Malaysia And Singapore: Is There A Problem For Investors? Dalam *Journal Of Entrepreneurship Education* (Vol. 22, Nomor 2).
- Umam, A. K., Studi, P., Islam, E., Ekonomi, F., Bisnis, D., & Herianingrum, S. (2019). The Effect Of Macroeconomic Variables In Predicting Indonesian Sharia Stock Index Ririn Tri Ratnasari Article History. *Jebis: Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Islam*, 5(2).
- Usman, B., Hasnam, M. G., Nurazi, R., Baihaqi, & Aujirapongpan, S. (2024). Exploring Investor Attention In Shariah Markets, Macroeconomic Influences, And Corporate Performance: Insights From Indonesia. *Social Sciences And Humanities Open*, 10. <https://doi.org/10.1016/J.Ssaho.2024.101015>
- Utami, D. E., & Irawati, Z. (2021). The Role Of The Financial And Macroeconomy Industry On The Development Of The Sukuk (Sharia Compliant Bonds) Market: The Case Of Indonesia. *Academic Journal Of Interdisciplinary Studies*, 10(4), 225–236. <https://doi.org/10.36941/Ajis-2021-0112>
- Utary, A. R., & Defung, R. (2018). The Effect Of Commodity Price On Indonesia Rupiah Exchange Rate And Dow Jones Index On Indonesia Stock Exchange. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Jagaditha*, 5(2), 109–118. <https://doi.org/10.22225/Jj.5.2.809.109-118>
- Widjaja, M., Gaby, & Havidz, S. A. H. (2024). Are Gold And Cryptocurrency A Safe Haven For Stocks And Bonds? Conventional Vs Islamic Markets During The Covid-19 Pandemic. *European Journal Of Management And Business Economics*, 33(1), 96–115. <https://doi.org/10.1108/Ejmbe-05-2022-0135>
- Yarovaya, L., Brzeszczyński, J., Goodell, J. W., Lucey, B., & Lau, C. K. M. (2022). Rethinking Financial Contagion: Information Transmission Mechanism During The Covid-19 Pandemic. *Journal Of International Financial*

*Markets, Institutions And Money*, 79, 101589.  
<https://doi.org/10.1016/j.intfin.2022.101589>

