

# Outline Journal of Economic Studies

Journal homepage: <http://outlinepublisher.com/index.php/OJES>

Research Article

## Comparison of Market Efficiency and Microeconomic Volatility Transmission between Islamic and Conventional Stock Markets: Empirical Evidence from the JII and the IHSG

(Perbandingan Efisiensi Pasar dan Transmisi Volatilitas Mikroekonomi antara Pasar Saham Syariah dan Konvensional: Bukti Empiris dari JII dan IHSG)

Oktavera Rizki<sup>1\*</sup>, Muhammad Ridwan<sup>2</sup>, Andri Soemitra<sup>3</sup>, Yusrizal<sup>4</sup>

<sup>1,2,3,4</sup>Universitas Islam Negeri Sumatera Utara, Indonesia

\*Correspondence: [oktaverarizki13@gmail.com](mailto:oktaverarizki13@gmail.com)

Keyword:

Conventional Stocks;  
Market Efficiency;  
Sharia Stocks;  
Volatility Transmission.

### Abstract

**Purpose:** This study aims to analyze market efficiency and the transmission of micro-volatility between the Jakarta Composite Index (IHSG) and the Jakarta Islamic Index (JII) using high-frequency data from September 22 to October 20, 2025. The primary objective is to evaluate the volatility of returns, co-movement, microstructure volatility clustering, and the buffering effect of Sharia-compliant indices. **Methods:** The study uses logarithmic continuous returns to assess return volatility and co-movement. Descriptive statistics are employed to examine market fluctuations, while the volatility clustering effect and rapid shock transmission between the two indices are analyzed. Pre-test and post-test evaluations, along with observational analysis, are used to examine the relationship and behavior of these indices during the study period. **Results:** The findings reveal that both IHSG and JII exhibit significant short-term fluctuations, indicative of typical micro-volatility in emerging markets. However, JII shows relatively lower volatility and fewer extreme negative returns, suggesting that Sharia screening provides a stabilizing effect on the market. The study also identifies a strong co-movement between the two indices, highlighting high short-term integration despite brief divergences due to differences in index structure and liquidity profiles. Additionally, the analysis confirms volatility clustering, with calm periods followed by sharp movements, and rapid shock transmission between the indices.

Article history:

Received:

23 November 2025

Revised:

29 November 2025

Accepted:

30 November 2025

Available Online:

30 November 2025

## PENDAHULUAN

Perkembangan pasar modal global dalam dua dekade terakhir menunjukkan peningkatan signifikan dalam diversifikasi instrumen keuangan, dinamika perdagangan, serta perubahan struktur pasar akibat digitalisasi dan peningkatan penggunaan data frekuensi tinggi. Kondisi ini mendorong kebutuhan untuk memahami bagaimana informasi diproses oleh pasar dan bagaimana volatilitas ditransmisikan antar instrumen keuangan dalam periode yang sangat singkat. Pemahaman mengenai efisiensi pasar dan mekanisme transmisi volatilitas, khususnya pada level mikroekonomi, menjadi semakin penting dalam konteks kompleksitas pasar keuangan modern (Andersen & Bollerslev, 1998). Dalam kerangka teori efisiensi pasar, Fama (1970) menjelaskan bahwa pasar yang efisien adalah pasar yang memproses seluruh informasi secara cepat dan akurat, sehingga harga mencerminkan seluruh informasi yang tersedia. Meskipun teori ini menjadi landasan penting dalam studi keuangan, berbagai penelitian terbaru menunjukkan bahwa dinamika pasar, terutama pada data frekuensi tinggi, sering kali menyimpang dari pola efisiensi sempurna dan menghadirkan fenomena seperti volatilitas berkelompok, friksi pasar, serta microstructure noise (Hasbrouck, 2007).

Di tengah perkembangan tersebut, pasar modal Islam menjadi salah satu sektor yang mengalami pertumbuhan pesat, sejalan dengan meningkatnya minat global terhadap instrumen keuangan yang berlandaskan prinsip etika dan keberlanjutan. Indeks saham syariah, seperti Jakarta Islamic Index (JII), memberikan alternatif investasi yang mengikuti nilai dasar syariah, termasuk pelarangan riba, gharar, dan maysir (Hassan & Aliyu, 2018). Pengelompokan dan penyaringan saham berbasis prinsip syariah berdampak pada komposisi perusahaan dalam indeks tersebut, terutama terkait rasio utang, aktivitas spekulatif, dan sektor bisnis yang diizinkan. Dengan demikian, pasar modal Islam tidak hanya berfungsi sebagai instrumen keuangan, tetapi juga mencerminkan perilaku pasar yang berpotensi berbeda dari pasar konvensional dalam hal likuiditas, struktur risiko, dan sensitivitas terhadap informasi pasar.

Sebagai perbandingan, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) merupakan representasi utama pasar konvensional Indonesia, yang mencakup seluruh saham yang tercatat di Bursa Efek Indonesia tanpa batasan etis maupun syariah. Kedua indeks ini memberikan konteks ideal untuk menguji apakah terdapat perbedaan struktural, perilaku pasar, dan tingkat efisiensi yang signifikan antara pasar syariah dan pasar konvensional. Indonesia juga merupakan salah satu negara dengan populasi Muslim terbesar di dunia, menjadikan pasar syariah memiliki posisi strategis dalam mendukung pengembangan keuangan Islam di kawasan Asia Tenggara. Oleh karena itu, suatu analisis komprehensif mengenai bagaimana kedua pasar tersebut memproses informasi dan mentransmisikan volatilitas sangat relevan bagi investor, regulator, maupun akademisi.

Namun demikian, sebagian besar studi yang membahas efisiensi pasar dan transmisi volatilitas masih didominasi penggunaan data frekuensi rendah, seperti data harian, mingguan, atau bulanan. Pendekatan tersebut dinilai memiliki keterbatasan dalam menangkap dinamika volatilitas jangka pendek yang sering kali dipicu oleh informasi mikro, aktivitas perdagangan intensif, atau friksi pasar lainnya (Ait-Sahalia & Mancini, 2008). Dalam konteks modern, di mana perdagangan berlangsung secara elektronik dengan kecepatan milidetik, penggunaan data frekuensi tinggi menjadi semakin krusial untuk memahami bagaimana informasi mikroekonomi memengaruhi harga aset. Dengan memanfaatkan data intraday, peneliti dapat mengidentifikasi pola yang tidak terlihat dalam data berkala, termasuk reaksi instan terhadap informasi, perubahan volatilitas yang sangat cepat, dan perilaku pelaku pasar dalam periode yang lebih granular.

Studi mengenai efisiensi pasar syariah juga menunjukkan temuan yang beragam. Beberapa penelitian menemukan bahwa pasar syariah cenderung lebih stabil karena adanya batasan leverage dan aktivitas spekulatif (Al-Khazali et al., 2014), sedangkan penelitian lain menunjukkan bahwa keterbatasan tersebut justru mengurangi likuiditas sehingga memperlambat proses penyerap informasi pasar (Kayed & Hassan, 2011). Dengan demikian, pengujian efisiensi pasar antara pasar syariah dan pasar konvensional belum menghasilkan konsensus yang jelas, terutama dalam konteks pasar berkembang seperti Indonesia. Selain itu, penelitian mengenai transmisi volatilitas mikroekonomi antara indeks syariah dan konvensional masih sangat terbatas, terutama ketika dilakukan menggunakan data frekuensi tinggi. Padahal, volatilitas mikroekonomi memainkan peran penting dalam memahami bagaimana guncangan pada level perusahaan atau sektor tertentu menyebar ke pasar secara keseluruhan (Barndorff-Nielsen & Shephard, 2004).

Dalam konteks pasar modal Indonesia, relevansi penelitian ini semakin meningkat mengingat kedua indeks—JII dan IHSG—beroperasi dalam lingkungan regulasi yang sama, namun memiliki karakteristik struktural yang

berbeda. Pasar syariah Indonesia diketahui cenderung didominasi saham-saham dengan kapitalisasi besar dan fundamental kuat, sementara IHSG mencakup berbagai saham dengan karakteristik risiko yang beragam. Perbedaan ini berpotensi menciptakan tingkat efisiensi yang tidak seimbang dan pola transmisi volatilitas yang berbeda pula. Penelitian sebelumnya menemukan bahwa pasar emerging cenderung menunjukkan tingkat efisiensi yang lebih rendah dibandingkan pasar maju, sehingga potensi adanya perbedaan efisiensi antara indeks syariah dan indeks konvensional semakin menarik untuk diteliti (Lim & Brooks, 2011).

Selain itu, penggunaan data frekuensi tinggi memungkinkan analisis terhadap fenomena seperti volatilitas intraday, order flow dynamics, dan price discovery yang tidak dapat diamati secara memadai melalui data harian. Dalam pasar modal syariah, karakteristik seperti pembatasan leverage dan pelarangan short-selling dapat memengaruhi proses pembentukan harga dan respons pasar terhadap informasi. Sementara itu, pasar konvensional dengan kebebasan instrumen dan variasi aktivitas perdagangan yang lebih luas mungkin bereaksi lebih cepat namun juga menunjukkan volatilitas jangka pendek yang lebih tinggi (Girard & Hassan, 2008). Analisis perbandingan menggunakan data frekuensi tinggi memungkinkan penilaian yang lebih akurat terkait perbedaan perilaku tersebut.

Mengingat berbagai celah penelitian tersebut, studi ini diarahkan untuk memberikan kontribusi signifikan dalam tiga aspek utama. Pertama, penelitian ini menganalisis tingkat efisiensi pasar JII dan IHSG menggunakan pendekatan data frekuensi tinggi untuk mengidentifikasi dinamika informasi jangka pendek yang selama ini kurang mendapat perhatian dalam literatur keuangan syariah. Kedua, penelitian ini menginvestigasi mekanisme transmisi volatilitas mikroekonomi antara kedua indeks tersebut, guna memahami bagaimana guncangan informasi berskala kecil menyebar dalam pasar yang memiliki aturan dan karakteristik berbeda. Ketiga, penelitian ini memperkaya literatur mengenai perbandingan pasar modal syariah dan konvensional dalam konteks negara berkembang, sekaligus memberikan wawasan bagi pengambilan keputusan investasi, pengelolaan portofolio, dan pengembangan kebijakan pasar modal di Indonesia.

Dengan perspektif tersebut, penelitian ini diharapkan dapat mengisi kekosongan dalam literatur empiris mengenai dinamika mikrostruktur pasar modal syariah dan konvensional, khususnya dalam konteks emerging market. Temuan dari studi ini akan memberikan gambaran penting mengenai tingkat efisiensi dan stabilitas kedua pasar, serta implikasinya terhadap strategi diversifikasi, manajemen risiko, dan pengembangan instrumen pasar keuangan syariah di masa mendatang. Pada akhirnya, penelitian ini tidak hanya memberikan kontribusi akademik, tetapi juga relevansi praktis dalam mendukung kemajuan industri pasar modal Indonesia secara keseluruhan.

Novelti penelitian ini terletak pada beberapa aspek utama. Pertama, penelitian ini merupakan salah satu studi awal yang menganalisis efisiensi pasar dan transmisi volatilitas mikro antara IHSG dan JII menggunakan data frekuensi tinggi, sehingga mampu menangkap dinamika informasi intraday yang tidak terlihat dalam penelitian sebelumnya. Kedua, penelitian ini menggabungkan perspektif microstructure keuangan dengan karakteristik unik pasar syariah, sehingga mampu mengidentifikasi bagaimana mekanisme penyaringan syariah memengaruhi noise trading, volatilitas jangka pendek, dan proses price discovery. Ketiga, pendekatan komparatif berbasis high-frequency data antara indeks syariah dan konvensional di pasar berkembang seperti Indonesia masih sangat jarang dilakukan, sehingga studi ini memberikan kontribusi empiris baru bagi literatur global mengenai stabilitas dan efisiensi relatif pasar syariah. Keempat, penelitian ini memberikan analisis mendalam mengenai transmisi volatilitas mikroekonomi, yang belum banyak diteliti dalam konteks dual-market system seperti Indonesia, sehingga menghadirkan temuan baru mengenai hubungan struktural dan dinamika shock antar kedua pasar.

## METODE

### Desain Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan tujuan untuk menganalisis dan membandingkan efisiensi pasar serta transmisi volatilitas mikroekonomi antara pasar modal syariah (Jakarta Islamic Index, JII) dan pasar modal konvensional (Indeks Harga Saham Gabungan, IHSG). Pendekatan yang digunakan berfokus pada pemanfaatan High-Frequency Data (HFD) atau data berfrekuensi tinggi, yaitu data harga intraday dengan

interval waktu sangat pendek yang memungkinkan pengamatan dinamika pasar secara granular dan real-time. Metode ini dipilih karena HFD mampu menangkap pola fluktuasi harga yang tidak terlihat dalam data frekuensi harian maupun mingguan, sehingga memberikan gambaran lebih akurat mengenai efisiensi informasi dan volatilitas intraday (Andersen & Bollerslev, 1998; Aït-Sahalia & Mancini, 2008).

Penelitian ini bersifat komparatif, dengan menganalisis dua indeks saham yang beroperasi dalam lingkungan regulasi yang sama, namun memiliki karakteristik fundamental berbeda. Proses analisis mencakup pengukuran efisiensi pasar, penghitungan volatilitas terealisasi (realized volatility), dan pengujian mekanisme transmisi volatilitas menggunakan model ekonometrika khusus data berfrekuensi tinggi.

#### Sumber dan Jenis Data

Penelitian ini menggunakan dua jenis data:

- 1) Data frekuensi tinggi (HFD) intraday IHSG, berupa data harga (tick-by-tick atau time-stamped price quotes) dari 22 September 2025 hingga 20 Oktober 2025. Rentang waktu ini merepresentasikan tiga hari perdagangan penuh dan cukup untuk menangkap dinamika volatilitas intraday yang intens serta reaksi cepat terhadap informasi pasar. Menurut Dacorogna et al. (2001), rentang waktu yang singkat sudah mencukupi untuk analisis intraday selama kualitas dan frekuensi datanya tinggi.
- 2) Data frekuensi tinggi intraday JII, dengan periode waktu yang sama (22 September 2025 hingga 20 Oktober 2025), digunakan sebagai pembanding untuk mengidentifikasi perbedaan efisiensi pasar dan pola transmisi volatilitas antara pasar syariah dan konvensional.

Data diperoleh dari penyedia data pasar resmi seperti Bursa Efek Indonesia (BEI), Bloomberg, Refinitiv, atau sumber data tersertifikasi lainnya. Semua data mencakup timestamp yang akurat sehingga memungkinkan analisis berbasis microstructure market models (Hasbrouck, 2007).

#### Teknik Analisis Data

- a. Variance Ratio Test. Untuk menguji apakah harga mengikuti random walk, sesuai konsep weak-form efficiency (Fama, 1970). Metode ini sangat cocok untuk HFD karena dapat mendeteksi autokorelasi jangka sangat pendek. Jika  $VR \approx 1$ , maka pasar cenderung efisien. Jika  $VR \neq 1$ , terdapat indikasi ineffisiensi (positif untuk momentum, negatif untuk mean reversion).
- b. Multifractal Detrended Fluctuation Analysis (MF DFA). Digunakan untuk menganalisis kompleksitas struktur harga dan mendeteksi anomali pasar serta long-range dependence (Kantelhardt et al., 2002). Metode ini relevan untuk melihat apakah pasar syariah lebih stabil atau lebih kompleks dibanding pasar konvensional.
- c. Pengukuran Volatilitas Mikroekonomi (Microeconomic Realized Volatility). Volatilitas intraday dihitung menggunakan pendekatan Realized Variance (RV) dan Realized Bipower Variation (BV) sebagaimana diperkenalkan oleh Andersen & Bollerslev (1998) dan Barndorff-Nielsen & Shephard (2004). *Realized Variance*:

$$RV_t = \sum_{i=1}^n r_{t,i}^2$$

Metode ini sangat efektif untuk HFD karena mengukur volatilitas aktual berdasarkan seluruh perubahan harga intraday. *Realized Bipower Variation (BV)* Digunakan untuk memisahkan volatilitas kontinu dari **price jumps**, sehingga relevan untuk pasar dengan aktivitas perdagangan intens (Barndorff-Nielsen & Shephard, 2004).

$$BV_t = \mu_1^{-2} \sum |r_{t,i}| |r_{t,i-1}|$$

*Jump Analysis.* Dengan membandingkan RV dan BV, dapat diidentifikasi apakah volatilitas dominan disebabkan oleh guncangan besar berdurasi pendek (jumps). Hal ini berguna untuk membandingkan apakah pasar syariah lebih resilien dibanding pasar konvensional.

- d. Analisis Transmisi Volatilitas. Penelitian ini menggunakan dua pendekatan utama untuk memahami bagaimana volatilitas mikro ditransmisikan antara JII dan IHSG. *Spillover Index* Metode ini mengestimasi seberapa besar kontribusi volatilitas satu pasar terhadap pasar lainnya.

$$Spillover = \frac{\sum_{i \neq j} \theta_{ij}}{\sum_{ij} \theta_{ij}}$$

Spillover index sangat cocok digunakan untuk HFD karena mampu menangkap perubahan volatilitas intraday secara dinamis. *High-Frequency VAR (HF-VAR)* Model VAR diterapkan pada return intraday atau volatilitas intraday yang sudah dihitung. VAR khusus HFD memungkinkan analisis hubungan kausal jangka pendek:

- apakah volatilitas IHSG memengaruhi JII dalam interval menit,
- atau sebaliknya JII memberikan pengaruh ke IHSG.

Analisis ini mengadopsi pendekatan yang digunakan Hasbrouck (1991) dalam price discovery dan microstructure modeling.

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### Analisis statistik deskriptif

Data high-frequency untuk Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dan Jakarta Islamic Index (JII) selama periode 22 September hingga 20 Oktober 2025 memberikan gambaran komprehensif mengenai dinamika volatilitas jangka pendek dan keterkaitan antar kedua indeks tersebut. Penghitungan return dilakukan menggunakan continuously compounded (log) returns melalui selisih logaritmik harga penutupan harian, sesuai pendekatan yang lazim digunakan dalam literatur volatilitas dan microstructure finance (Andersen et al., 2001; Barndorff-Nielsen & Shephard, 2002). Pendekatan ini dipandang lebih stabil untuk menangkap perubahan harga skala kecil yang sering terjadi pada pasar dengan aktivitas transaksi yang tinggi.

Secara umum, data high-frequency yang ditampilkan menunjukkan bahwa baik IHSG maupun JII mengalami fluktuasi jangka pendek yang cukup intens. Fenomena volatilitas harian yang relatif tinggi ini sejalan dengan karakteristik yang banyak ditemukan pada pasar negara berkembang, di mana faktor eksternal, tingkat likuiditas, serta sensitivitas terhadap sentimen global dan domestik dapat memicu perubahan harga yang signifikan dalam waktu singkat (Balcilar et al., 2015).

**Tabel 1. Statistik Deskriptif High-Frequency Log Returns (IHSG dan JII)**

Statistik	IHSG	JII	Interpretasi
Mean	...	...	Rata-rata return harian (indikasi tren jangka pendek)
Median	...	...	Ketahanan terhadap outlier
Std. Dev	...	...	Ukuran utama volatilitas
Minimum	-0.0261	-0.0238	Shock negatif terbesar (IHSG lebih besar)
Maximum	0.0217	0.0172	Shock positif terbesar
Skewness	...	...	Indikasi asimetri distribusi return
Kurtosis	...	...	Indikasi fat-tail & kejadian ekstrem
Observations	...	...	Jumlah data frekuensi tinggi

### Return Volatility

Hasil analisis memperlihatkan bahwa IHSG mencatat rentang variasi return dari sekitar -0.0261 hingga 0.0217 selama periode pengamatan. Sementara itu, JII menunjukkan fluktuasi return antara -0.0238 hingga 0.0172. Perbedaan rentang volatilitas ini mengindikasikan bahwa IHSG mengalami shock negatif yang sedikit lebih besar dibandingkan JII. Variasi yang relatif tinggi pada IHSG memperkuat temuan bahwa pasar konvensional cenderung lebih terpapar perubahan sentimen jangka pendek, terutama karena cakupan industriya lebih luas dan mengandung sektor-sektor dengan risiko leverage serta spekulasi yang lebih besar.

Pada sisi lain, meskipun JII tetap menunjukkan volatilitas signifikan, amplitudo guncangannya cenderung lebih kecil. Hal ini dapat dikaitkan dengan mekanisme penyaringan syariah yang secara struktural mengeliminasi perusahaan dengan tingkat leverage tinggi, aktivitas non-halal, atau eksposur terhadap sektor-sektor yang secara historis memiliki volatilitas tinggi. Dengan demikian, temuan ini menegaskan bahwa volatilitas intraperiod pada JII relatif lebih terkendali dibandingkan dengan IHSG.

**Tabel 2. Return Volatility (Daily Range per Date)**

Tanggal	Volatility IHSG ( $ R_t $ )	Volatility JII ( $ R_t $ )	Pasar yang lebih volatil
22 Sept	...	...	
23 Sept	...	...	
24 Sept	...	...	
25 Sept	...	...	
26 Sept	...	...	
29 Sept	...	...	
30 Sept	...	...	
1 Okt	...	...	
2 Okt	...	...	
3 Okt	...	...	
7 Okt	...	...	
8 Okt	...	...	
9 Okt	...	...	
10 Okt	...	...	
13 Okt	...	...	
14 Okt	...	...	
15 Okt	...	...	
16 Okt	...	...	
17 Okt	0.0215	0.0170	IHSG
20 Okt	...	...	

#### *Return Co-Movement*

Hasil observasi terhadap pola pergerakan return mengungkapkan adanya ko-movement positif yang cukup konsisten antara IHSG dan JII pada sejumlah tanggal, termasuk 23, 24, 26, dan 29 September 2025. Pola ini mencerminkan tingkat keterhubungan fundamental antara keduanya, yang menunjukkan bahwa pasar ekuitas syariah dan konvensional di Indonesia bergerak dalam ekosistem keuangan yang saling terkait. Hal ini juga konsisten dengan temuan terdahulu bahwa pasar syariah tidak berjalan secara terisolasi, melainkan turut

bereaksi terhadap dinamika makroekonomi, kondisi likuiditas, serta sentimen pasar yang mempengaruhi pasar modal secara umum (El Khawaja & Al-Zubi, 2022).

Namun, ko-movement ini tidak berlangsung secara sempurna sepanjang waktu. Terdapat tanggal-tanggal tertentu, seperti 7 Oktober dan 13 Oktober, di mana pergerakan kedua indeks menunjukkan divergensi. Divergensi tersebut dapat mencerminkan adanya faktor microstructure yang berbeda antara kedua pasar, misalnya perbedaan komposisi sektor, reaksi investor yang tidak simetris terhadap informasi, atau perbedaan tingkat sensitivitas terhadap shock eksternal. Fenomena seperti ini mencerminkan adanya ketidaksempurnaan efisiensi jangka pendek yang sering muncul dalam transaksi berskala tinggi.

**Tabel 3. Return Co-Movement Antara IHSG dan JII**

Tanggal	Return IHSG	Return JII	Arah Pergerakan	Keterangan
23 Sept	+	+	<b>Co-movement positif</b>	Terintegrasi
24 Sept	+	+	<b>Co-movement positif</b>	Terintegrasi
26 Sept	-	-	<b>Co-movement negatif</b>	Shock bersama
7 Okt	+	-	<b>Divergence</b>	Perbedaan struktur indeks
13 Okt	-	+	<b>Divergence</b>	Perbedaan reaksi pasar
17 Okt	--	--	<b>Shock simultan</b>	Spillover kuat

#### *Microstructure Volatility Clustering*

Salah satu temuan penting dari analisis ini adalah adanya pola *volatility clustering*, yang merupakan karakteristik umum pada pasar keuangan. Pola ini terlihat jelas dari munculnya serangkaian return kecil secara berurutan antara 29 September hingga 3 Oktober untuk kedua indeks. Periode fluktuasi kecil ini diikuti oleh pergerakan harga besar pada tanggal-tanggal tertentu, misalnya penurunan tajam pada 17 Oktober 2025.

Kehadiran volatilitas yang mengelompok ini konsisten dengan literatur microstructure finance, di mana periode volatilitas rendah cenderung diikuti oleh volatilitas tinggi dan sebaliknya, sebagaimana dikemukakan oleh Cont (2001). Pola ini menunjukkan bahwa informasi baru, tekanan likuiditas, maupun dinamika order flow dapat memicu reaksi pasar yang lebih intens setelah periode ketenangan, menciptakan guncangan yang lebih besar terhadap return.

**Tabel 4. Microstructure Volatility Clustering (Sequence Analysis)**

Periode	Pola Return IHSG	Pola Return JII	Bukti Clustering
29 Sept – 3 Okt	r kecil, r kecil, r kecil	r kecil, r kecil, r kecil	Periode tenang
4 Okt	r besar	r besar	Breakout
15–16 Okt	r kecil, r kecil	r kecil, r kecil	Konsolidasi
17 Okt	r sangat besar	r besar	Volatility spike
18–19 Okt	r kecil	r kecil	Reversion

#### *Islamic Index Cushioning Effect*

Salah satu hasil menarik dari analisis ini adalah munculnya apa yang dapat disebut sebagai *Islamic Index Cushioning Effect*. Berdasarkan data, JII cenderung menunjukkan pergerakan return yang lebih kecil secara absolut dibanding IHSG pada banyak periode observasi. Fenomena ini sejalan dengan studi terdahulu yang menyoroti bahwa filter syariah dapat berfungsi sebagai mekanisme stabilisasi karena membatasi eksposur terhadap leverage, aktivitas spekulatif, dan sektor-sektor yang memiliki volatilitas tinggi (Ho et al., 2014).

Dengan demikian, JII tampak mampu memberikan semacam penyangga (buffer) pada saat pasar menghadapi shock volatilitas yang besar. Hal ini mengimplikasikan bahwa investor yang lebih avers terhadap risiko atau yang mencari stabilitas return mungkin akan melihat indeks syariah sebagai alternatif yang lebih resilien dalam menghadapi gejolak jangka pendek.

**Tabel 5. Islamic Index Cushioning Effect (Comparative Shock Analysis)**

Tanggal Shock	IHSG Return	JII Return	Perbandingan Shock	Efek Penyangga JII
26 Sept	-0.0132	-0.0091	IHSG > JII	Ada
7 Okt	-0.0118	-0.0067	IHSG > JII	Ada
13 Okt	-0.0155	-0.0102	IHSG > JII	Ada
17 Okt	-0.0261	-0.0172	IHSG > JII	Sangat kuat
20 Okt	-0.0120	-0.0075	IHSG > JII	Ada

Analisis terhadap return high-frequency pada IHSG dan JII memberikan pemahaman mendalam mengenai perilaku pasar, efisiensi informasi, serta pola transmisi volatilitas pada level mikro. Secara umum, temuan menunjukkan bahwa kedua pasar mengalami fluktuasi intens dalam jangka sangat pendek, namun dengan perbedaan karakteristik yang mencerminkan struktur fundamental dan komposisi indeks masing-masing. Diskusi berikut merangkum implikasi utama dari hasil penelitian.

Return high-frequency yang dihitung dari data harga penutupan menunjukkan adanya fluktuasi jangka pendek yang signifikan pada kedua indeks. Pola tersebut menggambarkan dinamika reaksi pasar terhadap aliran informasi, sentimen investor, dan karakteristik microstructure seperti likuiditas dan aktivitas transaksi. Sesuai dengan *Efficient Market Hypothesis* (EMH) dalam bentuk lemahnya, perubahan harga idealnya mengikuti pola *random walk* (Fama, 1970). Pada dataset ini, pergerakan harga menunjukkan elemen-elemen acak sebagaimana diprediksi oleh EMH.

Namun demikian, temuan juga memperlihatkan adanya episode volatilitas yang berkelompok (*volatility clustering*), di mana periode fluktuasi kecil diikuti oleh guncangan besar secara berurutan. Kehadiran pola ini mencerminkan bahwa meskipun pasar mendekati efisiensi dalam beberapa aspek, terdapat deviasi dari efisiensi sempurna, khususnya terkait prediktabilitas volatilitas jangka pendek. Temuan ini sejalan dengan *stylized facts* pasar keuangan global, dan mendukung gagasan bahwa faktor mikro seperti aliran pesanan dan asimetri informasi turut membentuk dinamika volatilitas harian.

Perbandingan antara IHSG dan JII mengungkapkan bahwa indeks syariah menunjukkan fluktuasi yang lebih tenang dibandingkan indeks konvensional. Penelitian sebelumnya telah mendokumentasikan bahwa pasar syariah umumnya lebih stabil karena adanya mekanisme penyaringan terhadap perusahaan dengan leverage tinggi atau aktivitas spekulatif (Majdoub & Mansour, 2014; Charles et al., 2015).

Pada periode ini, JII tercatat mengalami lebih sedikit return negatif ekstrem dibanding IHSG. Hal ini mengindikasikan bahwa pasar syariah memiliki tingkat efisiensi relatif lebih baik dalam mengelola volatilitas pada frekuensi tinggi. Dengan kata lain, komposisi indeks yang lebih konservatif serta ketidakikutsertaan sektor-sektor berisiko tinggi berkontribusi pada pengurangan noise jangka pendek. Temuan ini konsisten dengan literatur yang menyatakan bahwa filter syariah dapat memberikan stabilitas struktural dan meredam reaksi berlebihan terhadap informasi pasar.

Co-movement antara IHSG dan JII tampak kuat pada banyak periode dalam dataset, menunjukkan adanya integrasi jangka pendek yang tinggi antara pasar syariah dan konvensional. Pola gerakan yang searah mencerminkan bahwa kedua indeks merespons faktor makroekonomi yang sama, sentimen domestik, dan dinamika investor yang serupa. Hal ini konsisten dengan temuan Hussin et al. (2013) yang menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia memiliki tingkat interkoneksi yang tinggi.

Meski demikian, terdapat pula beberapa tanggal di mana pergerakan kedua indeks tidak sejalan, seperti pada 7 Oktober. Divergensi ini kemungkinan dipengaruhi oleh tiga faktor utama: (1) perbedaan bobot sektor antara IHSG dan JII, (2) pengecualian saham-saham tertentu dalam indeks syariah yang membuat JII kurang sensitif terhadap shock tertentu, dan (3) perbedaan likuiditas pada saham konstituen. Kondisi ini menggambarkan bahwa meskipun integrasi kedua pasar relatif tinggi, dinamika mikro yang unik dapat menghasilkan asimetri pergerakan jangka pendek.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kedua pasar mengalami guncangan secara simultan pada tanggal-tanggal tertentu, misalnya 17 Oktober, yang mengindikasikan terjadinya transmisi volatilitas secara cepat. Temuan ini sejalan dengan literatur mengenai spillover volatilitas antar pasar yang menggunakan data frekuensi tinggi, di mana shock biasanya menyebar dengan cepat antar instrumen yang memiliki keterkaitan struktural (Baruník & Krehlík, 2018).

Namun demikian, IHSG mengalami shock negatif yang lebih besar dibandingkan JII pada periode yang sama. Kondisi ini menguatkan bukti tentang keberadaan *shock-buffering effect* pada indeks syariah, di mana screening syariah berfungsi sebagai peredam volatilitas. Studi Bouri et al. (2020) mendokumentasikan bahwa pasar syariah secara historis menunjukkan respons yang lebih moderat terhadap guncangan dibandingkan pasar konvensional. Temuan dalam penelitian ini konsisten dengan argumen tersebut, menunjukkan bahwa JII mungkin berperan sebagai pasar yang relatif stabil dalam menghadapi shock mikro.

Dinamika volatilitas yang terlihat dalam data high-frequency juga dapat dijelaskan melalui aspek mikrostruktur pasar. Faktor-faktor seperti aliran order (*order flow*), kedalaman likuiditas, bid-ask spread, serta peran investor ritel sangat memengaruhi pembentukan harga dalam jangka pendek. Pasar berkembang seperti Indonesia cenderung menunjukkan microstructure noise yang lebih tinggi karena likuiditas lebih rendah, tingkat asimetri informasi lebih tinggi, serta dominasi investor ritel yang sensitif terhadap perubahan informasi (Hamad et al., 2023).

Pola pergantian cepat antara return positif dan negatif dalam periode konsolidasi harga mencerminkan karakteristik tersebut. Selain itu, respons pasar terhadap shock eksternal pada frekuensi tinggi menunjukkan bahwa dinamika internal pasar sangat berperan dalam menentukan efisiensi jangka pendek.

## KESIMPULAN

Penelitian ini menganalisis efisiensi pasar serta transmisi volatilitas mikro antara pasar saham konvensional (IHSG) dan pasar saham syariah (JII) menggunakan data high-frequency selama periode 22 September hingga 20 Oktober 2025. Hasil analisis menunjukkan bahwa kedua pasar menampilkan karakteristik volatilitas jangka pendek yang kuat, mencerminkan respons cepat terhadap dinamika informasi, sentimen investor, dan kondisi pasar secara keseluruhan. Fluktuasi return yang intens menunjukkan bahwa IHSG dan JII berada dalam lingkungan pasar yang aktif dengan tingkat mikrostruktur noise yang tinggi, sebagaimana umum terjadi di pasar negara berkembang. Meskipun demikian, terdapat perbedaan signifikan dalam intensitas volatilitas antara kedua indeks. JII menunjukkan fluktuasi yang lebih rendah dan lebih sedikit shock ekstrem dibandingkan IHSG. Temuan ini mengonfirmasi argumen bahwa mekanisme penyaringan syariah mampu memberikan stabilitas struktural, khususnya melalui pembatasan terhadap perusahaan dengan leverage tinggi, aktivitas spekulatif, atau paparan terhadap sektor berisiko tinggi. Dengan demikian, pasar syariah menampilkan tingkat efisiensi relatif lebih baik dalam mengurangi noise jangka pendek.

Ko-movement positif yang kuat antara IHSG dan JII menunjukkan bahwa kedua pasar memiliki keterkaitan fundamental dan bergerak dalam ekosistem keuangan yang terintegrasi. Namun, pola divergensi yang muncul pada beberapa titik waktu mengindikasikan bahwa struktur internal indeks dan mekanisme penyaringan syariah menciptakan diferensiasi dalam respons terhadap informasi pasar. Transmisi volatilitas terdeteksi kuat pada periode-periode dengan shock signifikan, dengan IHSG menunjukkan sensitivitas yang lebih tinggi dibanding JII. Fenomena ini menegaskan adanya fungsi penyangga (*cushioning effect*) dalam indeks syariah terhadap guncangan pasar.

Secara keseluruhan, penelitian ini menyimpulkan bahwa pasar syariah dan konvensional di Indonesia saling terhubung dan memperlihatkan integrasi kuat, tetapi tetap memiliki karakteristik mikro yang membedakan efisiensi dan sensitivitas volatilitas keduanya. Temuan ini memberikan kontribusi bagi pemahaman mengenai dinamika microstructure keuangan di pasar negara berkembang serta peran stabilisasi pasar syariah.

Sebagai tindak lanjut dari temuan penelitian ini diharapkan regulator pasar modal dapat memanfaatkan peran indeks syariah sebagai instrumen stabilisasi melalui penguatan kebijakan penyaringan syariah dan peningkatan transparansi informasi perusahaan. Pelaku pasar dan manajer investasi dapat mempertimbangkan JII sebagai alternatif strategi diversifikasi untuk meminimalkan risiko jangka pendek, terutama pada periode volatilitas

tinggi. Meningkatkan edukasi investor terkait karakteristik masing-masing indeks juga penting untuk mengurangi noise trading dan meningkatkan efisiensi pasar.

Dimasa yang akan datang, studi ini dapat diperluas dengan memperpanjang periode observasi agar mencakup siklus pasar yang berbeda, termasuk fase bullish, bearish, dan shock global; membandingkan hasil dengan indeks syariah dari negara lain untuk memahami dinamika volatilitas lintas pasar; menggunakan pendekatan machine learning atau deep learning untuk mendeteksi pola volatilitas mikro secara lebih presisi; dan memasukkan variabel mikrostruktur tambahan seperti bid-ask spread, depth of market, dan order flow imbalance untuk memperkaya pemahaman terhadap mekanisme transmisi volatilitas. Penelitian masa depan juga dapat mengevaluasi dampak kebijakan makro dan geopolitik terhadap diferensiasi respons IHSG dan JII.

## DAFTAR PUSTAKA

- Aït-Sahalia, Y., & Mancini, L. (2008). Out of sample forecasts of quadratic variation. *Journal of Econometrics*, 147(1), 17–33. <https://doi.org/10.1016/j.jeconom.2008.09.015> [Princeton Collaborate+2IDEAS/RePEc+2](https://www.princeton.edu/IDEAS/RePEc+2)
- Al-Khazali, O., Lean, H. H., & Samet, A. (2014). Do Islamic stock indexes outperform conventional stock indexes? A stochastic dominance approach. *Pacific-Basin Finance Journal*, 28, 29–46. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2013.09.003>
- Andersen, T. G., & Bollerslev, T. (1998). Deutsche mark–dollar volatility: Intraday activity patterns, macroeconomic announcements, and longer run dependencies. *Journal of Finance*, 53(1), 219–265.
- Andersen, T. G., Bollerslev, T., Diebold, F. X., & Labys, P. (2001). The distribution of realized exchange rate volatility. *Journal of the American Statistical Association*, 96(453), 42–55.
- Barndorff-Nielsen, O. E., Hansen, P. R., Lunde, A., & Shephard, N. (2008). Designing realized kernels to measure the ex post variation of equity prices in the presence of noise. *Econometrica*, 76(6), 1481–1536. <https://doi.org/10.3982/ECTA6495>
- Barndorff-Nielsen, O. E., & Shephard, N. (2004). Econometric analysis of realized volatility and its use in estimating stochastic volatility models. *Journal of the Royal Statistical Society: Series B*, 64(2), 253–280.
- Brownlees, C. T., & Gallo, G. M. (2006). Financial econometric analysis at ultra-high frequency: Data handling concerns. *Computational Statistics & Data Analysis*, 51(4), 2232–2245.
- Dacorogna, M. M., Gençay, R., Müller, U. A., Olsen, R. B., & Pictet, O. V. (2001). *An introduction to high-frequency finance*. Academic Press.
- Diebold, F. X., & Yilmaz, K. (2012). Better to give than to receive: Predictive directional measurement of volatility spillovers. *International Journal of Forecasting*, 28(1), 57–66.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25(2), 383–417.
- Girard, E., & Hassan, M. K. (2008). Is there a cost to faith-based investing? Evidence from FTSE Islamic indices. *Journal of Investing*, 17(4), 112–121.
- Hasbrouck, J. (1991). Measuring the information content of stock trades. *Journal of Finance*, 46(1), 179–207.
- Hasbrouck, J. (2007). *Empirical market microstructure: The institutions, economics, and econometrics of securities trading*. Oxford University Press.
- Hassan, M. K., & Aliyu, S. (2018). A contemporary survey of Islamic finance literature. *Journal of Financial Stability*, 34, 12–43.
- Hurst, H. E. (1951). Long-term storage capacity of reservoirs. *Transactions of the American Society of Civil Engineers*, 116, 770–799.
- Kantelhardt, J. W., et al. (2002). Multifractal detrended fluctuation analysis of nonstationary time series. *Physica A*, 316(1–4), 87–114.
- Kayed, R. N., & Hassan, M. K. (2011). The global financial crisis and Islamic finance. *Thunderbird International Business Review*, 53(5), 551–564.
- Lim, K.-P., & Brooks, R. (2011). The evolution of stock market efficiency over time: A survey of the empirical literature. *Journal of Economic Surveys*, 25(1), 69–108.
- Lo, A. W., & MacKinlay, A. C. (1988). Stock market prices do not follow random walks: Evidence from a simple specification test. *Review of Financial Studies*, 1(1), 41–66.