

CONTAGION EFFECT COVID-19 TERHADAP PASAR MODAL SYARIAH DI KAWASAN ASIA PASIFIK

Diah Novianti
IAIN Syaikh Abdurrahman Siddik Bangka Belitung
novianti7920@gmail.com

Abstract

The Covid-19 pandemic affected not only on the public healthy aspect, but also affected economics, politics, tourism, and other aspects. On the economic side, the Covid-19 pandemic had a huge impact on financial markets, including Islamic stocks. This study aims to analyze the contagion effect during Covid-19 pandemic on Islamic Stock Indexes in Indonesia, Malaysia, China, and Asia Pacific. This study used VAR (*Vector Auto Regressive*), VECM (*Vector Error Correction Model*), IRF (*Impuls Response Function*) and Granger Causality to analyze the hypothesis with E-Views 12 as analytic tools. This study sample was closing price data for each index with observation period from 1st January 2020 to 31st January 2022. The results show that there was contagion effect on all Islamic Stock Indexes during Covid-19 pandemic.

Keywords: Contagion Effect, Covid-19, Islamic Stock Indexes.

Abstrak

Pandemi Covid-19 tidak hanya mempengaruhi aspek kesehatan manusia saja namun mempengaruhi aspek ekonomi, politik, pariwisata, hingga aspek-aspek lainnya. Di sisi ekonomi, pandemi Covid-19 berdampak besar pada pasar modal, termasuk pasar modal syariah. Penelitian ini berusaha untuk menganalisis hubungan *contagion effect* yang terjadi selama pandemi Covid-19 terhadap indeks syariah dan di Indonesia, Malaysia, China, dan Asia Pasifik. Penelitian ini menggunakan IRF (*Impuls Response Function*) dan Uji Kausalitas Granger untuk menguji hipotesis dengan menggunakan E-Views 12 sebagai alat analisis. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah harga penutupan untuk masing-masing indeks dengan periode pengamatan dari 1 Januari 2020 sampai 31 Januari 2022. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terjadi efek domino (*contagion effect*) pada indeks syariah dan indeks konvensional selama pandemi Covid-19.

Keywords: Contagion Effect, Covid-19, Indeks Syariah

A. Pendahuluan

Pandemi COVID-19 yang melanda dunia telah memasuki tahun kedua sejak kemunculannya di Provinsi Wuhan, Tiongkok akhir 2019 silam. COVID-19 tidak hanya mempengaruhi aspek kesehatan manusia saja namun mempengaruhi aspek ekonomi, politik, pariwisata, hingga olahraga. Sektor ekonomi tidak terlepas terkena imbas dari pandemi Covid-19, baik di sektor riil maupun sektor non riil. Sektor perdagangan ritel dan non ritel yang mulai tumbuh di awal tahun 2019 mendapat dampak signifikan imbas dari pandemi yang melanda sehingga banyak perusahaan yang melakukan PHK karyawan ¹.

Kondisi tersebut hampir serupa dengan kondisi pasar modal Indonesia yang berkembang pesat pada awal tahun 2020 dan masih menguat sampai Februari 2020. Namun pada awal Maret 2020 Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) telah turun sebanyak 13,44%². Hal tersebut berbanding terbalik dengan kondisi pasar modal syariah Indonesia, yang ditunjukkan dengan bertenggernya indeks saham syariah pada posisi teratas. Indeks saham syariah di Indonesia mencakup tiga indeks yakni ISSI, JII 70, dan JII yang berada pada posisi tiga terbawah dan per Maret 2021 ketiga indeks tersebut melejit ke posisi teratas dengan rata-rata kenaikan 11,33%³

Tidak terdampaknya pasar modal syariah, khususnya di Indonesia dikarenakan beberapa keunggulan pasar modal syariah. Transaksi yang halal dan bersih dari unsur manipulatif menjadi salah satu daya tarik pasar saham syariah. Selain itu, dalam transaksi di pasar modal syariah selalu ada *underlying asset* di sektor riil-nya sehingga dampaknya lebih nyata dalam mendorong pertumbuhan ekonomi. Berbagai kelebihan yang dimiliki oleh pasar modal

¹ Nurfitri Martaliah et al., 'Dampak Pandemi Covid 19 Terhadap Pergerakan Indeks Saham: Studi Kasus Pasar Saham Syariah Indonesia', *Jurnal Kompetitif*, vol. 6, no. 2 (2020), p. 180.

² Dini Selasi, 'DAMPAK PANDEMIC DISEASE TERHADAP PERKEMBANGAN PASAR MODAL SYARIAH DI INDONESIA', *Syntax Literate: Jurnal Ilmiah Indonesia*, vol. 5, no. 5 (2020), pp. 46–54,

³ Intan Kenia, 'Indeks syariah melesat di tengah pandemi Covid-19, ini sebabnya', *Kontan Online* (2021), <https://investasi.kontan.co.id/news/indeks-syariah-melesat-di-tengah-pandemi-covid-19-ini-sebabnya>, accessed 19 Jun 2022.

syariah ternyata lantas membuat pasar modal syariah menjadi pilihan yang menarik bagi investor untuk menanamkan sahamnya terutama saat kondisi perekonomian yang tidak stabil akibat pandemi Covid-19.

Gambar 1. Pergerakan Indeks Harga Saham IHSG dan JII periode Februari 2020- Juni 2021



Sumber : Yahoo Finance⁴

Berdasarkan gambar 1. di atas terlihat jelas terdapat efek yang ditimbulkan oleh pandemi Covid-19, khususnya pada bulan Februari 2020-Juni 2021 pada indeks saham Indonesia. Pergerakan beberapa bursa dunia, tidak terkecuali regional Asia, karena adanya kecemasan akan dampak pandemi Covid-19 terhadap perekonomian dunia. Hal ini menandakan bahwa terdapat hubungan, baik jangka pendek maupun panjang, pada bidang ekonomi, dan memberikan dugaan adanya *contagion effect* di antara negara-negara tersebut.

Adanya *contagion effect* antar pasar modal di dunia tidak terlepas dari proses globalisasi yang semakin meningkatkan kadar hubungan antarnegara.

⁴ XIJI.JK Interactive Stock Chart | Syariah Premier ETF JII Stock - Yahoo Finance, <https://finance.yahoo.com/chart/XIJI>.

Contagion effect mengindikasikan bahwa situasi keuangan suatu negara sangat dipengaruhi oleh kondisi perekonomian internasional terutama bagi negara berkembang.⁵ *Contagion effect* juga disebabkan oleh terbukanya pasar modal di suatu negara terhadap pemodal asing.

Contagion effect terjadi sebagai akibat memudarnya batas-batas antar negara sehingga timbullah proses penyatuan ekonomi antar negara. Kondisi ini berakibat jika terjadi gejolak ekonomi di suatu negara maka akan menimbulkan efek terhadap negara lain yang memiliki hubungan dengan negara tersebut.⁶ Hal ini sejalan dengan teori yang mengemukakan mengenai penyebab pergerakan indeks di pasar modal yaitu:

1. Dari sisi *supply* (persediaan), jumlah saham terlalu banyak dibandingkan permintaan.
2. *Tight money policy* disertai tingkat suku bunga tinggi di pasar uang, berperan besar dalam menyedot aktivitas bursa dan memindahkan eksese likuiditas ke pasar uang
3. Faktor eksternal, faktor luar negeri, seperti bayangan resesi dunia akibat krisis teluk. Melambungnya harga minyak bumidan terpukulnya ekonomi domestik barat khususnya Amerika Serikat, menyebabkan gejolak penurunan indeks harga saham, seperti Wall Street di New York, dan Tokyo (Nikkei) hingga Hongkong (Hang Seng) di Singapura serta Kuala Lumpur.⁷

B. Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian telah dilakukan untuk membuktikan hubungan jangka panjang (*co-integration*) dan juga *contagion effect* antar pasar modal.

⁵Riko Hendrawan dan Teika Trikartika Gusyana, "Kointegrasi Bursa-Bursa Saham di Asia, *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol.15, No. 2 Mei 2011, pp.159-167, p. 159.

⁶ Hsien-Yi Lee, Contagion in International Stock Markets during the Sub Prime Mortgage Crisis, *International Journal of Economics and Financial Issues*, Vol. 2, No. 1, 2012, pp. 41-53, p. 43.

⁷ J. Supranto, *Statistik Pasar Modal Keuangan & Perbankan*, (Jakarta: Rineka Cipta, 2004), p. 38.

Penelitian yang dilakukan oleh Hsien-Yi Lee menjelaskan mengenai *contagion effect* yang terjadi sebagai dampak dari krisis yang terjadi di Amerika tahun 2008. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat *contagion effect* atas peristiwa krisis Amerika 2008 terhadap pasar modal sejumlah negara seperti Hong Kong, Taiwan, Australia, dan New Zealand.⁸

Penelitian yang dilakukan oleh Suhartono Kho meneliti ada tidaknya *Contagion Effect* pada bursa saham antar negara ASEAN-5 (Indonesia, Singapura, Malaysia, Thailand dan Filipina) saat terjadi krisis *subprime mortgage* di Amerika Serikat tahun 2008. Penelitian ini menggunakan *granger causality test* untuk melihat arah hubungan saling mempengaruhi yang mengindikasikan adanya *contagion effect*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa bursa saham Thailand mempengaruhi bursa saham Singapura dan Filipina, dan bursa saham Singapura mempengaruhi bursa saham Filipina.⁹

Sementara, penelitian Bakri Abdul Karim, dkk. Menemukan bahwa tidak terdapat hubungan kointegrasi antar pasar saham syariah baik periode sebelum krisis (15 Februari 2006- 25 Juli 2007) maupun periode saat terjadinya krisis (26 Juli 2007-31 Desember 2008).¹⁰ Penelitian yang dilakukan Hengchao dan Hamid (2012) mengenai *co-integration* mengungkap bahwa pada periode sebelum terjadinya krisis tidak terdapat hubungan yang signifikan antara pasar saham konvensional dengan pasar saham syariah, sehingga para investor bisa melakukan diversifikasi saham.¹¹ Namun, pada periode setelah krisis, terlihat bahwa terdapat hubungan *equilibrium* jangka panjang yang mengisyaratkan bahwa pasar saham satu sama lain saling terintegrasi.

⁸Hsien-Yi Lee, Contagion in International Stock Markets during the Sub Prime Mortgage Crisis, *International Journal of Economics and Financial Issues*, Vol. 2, No. 1, 2012, pp. 41-53, p. 50.

⁹ Suhartono Kho, Analisa Contagion Effect antar Negara ASEAN-5 saat Krisis Bursa Saham Amerika Serikat Tahun 2008, *Jurnal FINESTA Vol 1. No. 2 2013*, pp 41-46.

¹⁰Bakri Abdul Karim, Nor Akila Mohd. Kassim, and Mohammad Affendy Arip, The Subprime Crisis and Islamic Stock Markets Integration, *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management Vol.3 No.4 2010*, p.p 363-371.

¹¹ Zhang Hengchao and Zarinah Hamid, The Impact of Subprime Crisis on Asia-Pacific Islamic Stock Markets, *proceeding at 8th International Conference on Islamic Economics and Finance Kuala Lumpur, 2012*.

Berdasarkan berbagai penelitian dan teori yang telah di paparkan di atas dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan *_isbandin* dan *contagion effect* antar pasar modal di dunia sebagai akibat dari proses globalisasi. Namun demikian, masih terdapat *research gap* mengenai hasil penelitian yang mengindikasikan bahwa tidak semua pasar saham terkena imbas dari peristiwa ekonomi yang terjadi. Hal ini perlu dilakukan agar dapat membuktikan teori yang menyatakan bahwa pasar modal syariah lebih tahan menghadapi gejolak dan risiko *_isbanding* pasar modal konvensional dikarenakan beberapa hal, salah satunya adalah ketatnya *screening* yang dilakukan pasar modal syariah.

C. Tinjau Pustaka

1. Pasar Modal Syariah

Pasar modal menurut Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta Lembaga dan Profesi yang berkaitan dengan efek. Pasar modal bertujuan mempertemukan pihak yang membutuhkan dana jangka panjang dengan pihak yang membutuhkan sarana investasi pada institusi finansial (saham, obligasi, dan sebagainya). Pasar modal syari'ah adalah kegiatan dalam pasar modal sebagaimana diatur dalam Undang-Undang Pasar Modal yang tidak bertentangan dengan prinsip syari'ah.¹²

Pasar modal syari'ah bukanlah suatu sistem yang terpisah dari sistem pasar modal secara keseluruhan. Pada dasarnya, kegiatan pada pasar modal syari'ah tidak jauh berbeda dengan kegiatan pasar modal konvensional, namun pasar modal syari'ah mempunyai karakteristik yang khas. Karakteristik khas dari pasar modal syari'ah adalah produk dan mekanisme transaksi yang dilakukan tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip Syari'ah. Prinsip-prinsip

¹² Otoritas Jasa Keuangan, *Pasar Modal Syariah Konsep Umum*, (Jakarta: OJK, 2013), p 7.

Syari'ah menurut Peraturan Nomor IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syari'ah adalah prinsip-prinsip hukum Islam dalam kegiatan pasar modal berdasarkan fatwa DSN-MUI. Instrumen yang diperdagangkan di pasar modal syariah adalah saham, obligasi dan reksadana syariah.¹³

Untuk menghasilkan instrument yang benar-benar sesuai dengan syariah, telah dilakukan upaya-upaya sebagai berikut:¹⁴

- 1) Penghapusan bunga tetap dan mengalihkannya ke surat investasi yang ikut serta dalam keuntungan dan kerugian serta tunduk pada kaidah *al-ghunmu bil ghunmi* (keuntungan/penghasilan berimbang dengan kerugian yang ditanggung).
- 2) Penghapusan syarat jaminan atas kembalinya harga obligasi dan bunga, sehingga menjadi seperti saham biasa.
- 3) Pengalihan obligasi ke saham biasa.

2. Efisiensi pasar modal

Efisiensi pasar modal adalah suatu kondisi pasar yang mampu menyerap semua informasi baru sehingga dapat dipahami oleh peserta pasar dan segera tergabung dalam harga pasar.¹⁵ Teori pasar modal efisien menyatakan bahwa harga pasar mengandung semua informasi yang ada, artinya harga pasar tidak hanya berdasar pada harga masa lalu ataupun informasi yang berkaitan dengan perusahaan semata, namun juga mengandung keseluruhan informasi yang dapat mempengaruhi perubahan harga. Sebagai contoh, investor memperoleh laba tidak hanya melihat informasi lama atau pola perubahan harga masa lalu, melainkan mengaitkannya juga dengan risikonya terhadap pasar.

Tandeilin mengklasifikasikan pasar modal yang efisien dengan *Efficient Market Hypothesis* (EMH), yaitu teori yang menyatakan bahwa harga aset

¹³ Otoritas Jasa Keuangan, *Pasar Modal...*, p. 10.

¹⁴ Sofiniyah Ghufon, dkk. (peny.), *Sistem Kerja...*, p. 28.

¹⁵ Paul Samuelson dan William D. Nordhaus, *Ilmu Makro Ekonomi Edisi 17*, (Jakarta: PT. Media Global Edukasi, 2004), p. 212.

menggambarkan seluruh informasi yang tersedia pada publik mengenai nilai aset. Berdasarkan teori ini, pasar saham harus bersifat efisien dalam informasi artinya terdapat ketersediaan seluruh informasi yang diperlukan mengenai nilai aset yang tersedia dengan cara yang rasional. Klasifikasi efisiensi pasar modal menurut EMH adalah sebagai berikut:¹⁶

- 1) Efisiensi dalam bentuk lemah (*weak form*) artinya semua informasi di masa lalu (historis) akan menjadi patokan dalam membentuk harga sekarang di pasar.
- 2) Efisiensi dalam bentuk setengah kuat (*semi strong*). Pasar dengan efisiensi setengah kuat berarti harga pasar yang terbentuk merupakan cerminan dari informasi historis ditambah dengan semua informasi yang dipublikasikan oleh emiten, seperti *earning*, dividen, pengumuman *stock split*, penerbitan saham baru, kesulitan keuangan yang dihadapi oleh perusahaan dan peristiwa lain yang akan berpengaruh terhadap aliran kas perusahaan di masa yang akan datang.
- 3) Efisiensi dalam bentuk kuat (*strong form*) berarti harga pasar yang terbentuk telah mencerminkan keseluruhan informasi yang ada, yakni informasi historis ditambah dengan semua informasi perusahaan yang dipublikasikan serta informasi yang tidak dipublikasikan.

3. Contagion Effect

Salah satu efek dari proses globalisasi, khususnya dalam bidang ekonomi adalah adanya integrasi antar pasar modal. Integrasi pasar modal merupakan suatu kondisi dimana harga-harga saham di berbagai pasar modal di dunia mempunyai hubungan erat (*closely correlated*). Salah satu dampak dari integrasi pasar modal adalah terciptanya akses tidak terbatas atau tanpa

¹⁶ Tandeilin, *Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi Edisi Pertama*, (Yogyakarta: Kanisius, 2010), p. 23.

hambatan bagi para investor di seluruh dunia.¹⁷

Integrasi pasar modal dapat menyebabkan suatu kondisi yang disebut dengan efek domino (*contagion effect*). *Contagion effect* (efek domino) adalah suatu kejadian yang akibatnya tidak hanya dirasakan oleh negara/perusahaan tempat kejadian itu terjadi namun juga dirasakan oleh negara/perusahaan lain. *Contagion effect theory* mengungkapkan bahwa tidak ada satu negarapun dalam suatu kawasan yang dapat mengelak dari efek menular akibat suatu peristiwa yang terjadi di suatu negara. *Contagion effect* didefinisikan sebagai kenaikan yang signifikan dalam pergerakan suatu pasar setelah terjadinya guncangan di suatu negara¹⁸. World Bank mengklasifikasikan *contagion effect* menjadi tiga yaitu:¹⁹

- a. Dalam arti luas, contagion di indentifikasi dengan proses umum dari transmisi *shocks* antar negara. Definisi ini berlaku baik dalam periode stabil maupun krisis dan tidak hanya berhubungan dengan *negative shocks* tetapi juga dengan *positive spillover effects*.
- b. Definisi restriktif : *contagion* meliputi perambatan guncangan (*propagation of shocks*) diantara dua negara lebih dari apa yang sebenarnya diperkirakan berdasarkan asas fundamental setelah mempertimbangkan pergerakan bersama yang dipicu oleh guncangan bersama (*Common shocks*). Jika definisi ini diadopsi maka diperlukan pengetahuan apa yang menjadi *underlying fundamental*.
- c. Definisi sangat restriktif : *contagion* seharusnya diinterpretasikan sebagai perubahan dalam mekanisme transmisi yang terjadi selama periode krisis dan dapat dianggap sebagai dasar atas kenaikan yang

¹⁷Jenia Mailangkay, Integrasi Paasr Modal Indonesia dan Beberapa Bursa di Dunia (Periode Januari 2013-Maret 2013), *Jurnal EMBA Vol 1 No. 3 September 2013 ISSN 2303-1174, Hal.722-731*, p. 723.

¹⁸ Forbes dan Rigobon (2002) dalam Hsien-Yi Lee, *Contagion in International....*, p. 41.

¹⁹The World Bank, "Definitions of Contagion", dalam <http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTRESEARCH/EXTPROGRAMS/EXTMACROECO/0,,contentMDK:20889756~pagePK:64168182~piPK:64168060~theSitePK:477872,00.html>, diakses pada tanggal 20 Oktober 2015.

signifikan dalam korelasi antar pasar.

Contagion effect dapat disebabkan oleh beberapa hal yakni:²⁰

- a) Adanya hubungan saling ketergantungan antar ekonomi oleh beberapa negara yang disebabkan oleh berbagai macam hal seperti kesamaan kondisi makro ekonomi, hubungan dagang, dan perbankan.
- b) Adanya asimetri informasi, yang menyebabkan investor bertindak secara kolektif dan tidak mempertimbangkan kinerja makro ekonomi negara yang bersangkutan. Hal ini disebabkan oleh globalisasi ekonomi, sehingga investor dengan mudah mendapatkan informasi mengenai suatu hal, namun sayangnya informasi yang diterima belumlah lengkap namun sudah menjadi acuan investor dalam mengambil keputusan.

D. Metode Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dengan periode pengamatan Januari 2020 sampai akhir bulan Januari 2022. Penelitian ini menggunakan data sekunder berupa data panel dengan data penutupan harian yang diambil dari sumber data antara lain melalui *Google Finance* (<https://www.google.com/finance>) dan *Yahoo Finance* (<https://finance.yahoo.com/>). Indeks syariah yang menjadi sampel penelitian adalah indeks Dow Jones Islamic Market Asia Pacific (DJIAP), Dow Jones Islamic Market China (DJI CHK), Dow Jones Index Malaysia (DJIMY) serta Jakarta Islamic Indeks (JII). Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah menggunakan model IRF dan uji Kausalitas Granger untuk melihat *contagion effect* pasar modal syariah di Asia Pasifik.

F. Pembahasan

1. Statistik Deskriptif

²⁰ E. Barry, Rose, A. Dan Wyplosz, Contagious Currency Crises, *CEPR Discussion Paper No. 1453*, (London: Center for Economic Policy Research, August 1996).

Berdasarkan tabel statistika deskriptif untuk bursa saham syariah di bawah ini, terlihat bahwa saham syariah dengan rata-rata nilai penutupan harian terbesar adalah DJICHK sebesar 2151.10, sedangkan rata-rata nilai penutupan harian terkecil adalah JII sebesar 544.39. Dari informasi data standar deviasi pada tabel diketahui DJICHK merupakan indeks dengan risiko paling tinggi namun diimbangi dengan *return* yang lebih tinggi (nilai penutupan lebih tinggi) dan indeks JII yang memiliki risiko paling rendah yakni 45.87.

Tabel 1. Statistika Deskriptif Nilai Penutupan Harian Indeks Syariah

	JII	DJIMY	DJICHK	DJIAP
Mean	654.62	1035.93	1758.91	1529.14
Median	661.75	1027.63	1744.11	1522.58
Maximum	734.85	1503.09	2151.10	1697.14
Minimum	544.39	686.55	1396.36	1355.81
Std. Dev	45.87412	97.71	156.03	69.34

Sumber: data diolah (2022).

2. Uji Stasioneritas

Data stationer ketika nilai statistik lebih besar dari nilai tabel McKinnon pada tabel Dickey-Fuller berarti H_0 ditolak dan data tidak mengandung akar unit atau stasioner dan berlaku sebaliknya. Untuk menghindari akar unit, maka perlu dilakukan *differencing* data sehingga diperoleh data yang stasioner pada derajat yang sama yakni pada tingkat *first difference* I(1).

Tabel 2. Uji stasioneritas nilai penutupan harian indeks saham syariah

Variabel	ADF Statistik	
	Level	1 st Difference
JII	-4.216107	-14.27002
DJIMY	-0.586017	-28.07705

DJCHK	-0.770309	-20.89411
DJIAP	-1.982882	-19.61072
MacKinnon <i>critical values</i> 1% : -3.444627 5% : -2.867729 10% : -2.570130		

Sumber: data diolah (2022)

Tabel di atas menunjukkan hasil uji stasioneritas nilai penutupan harian indeks bursa saham syariah pada tingkat level dan 1st *difference*. Dari tabel di atas terlihat bahwa hanya nilai ADF JII yang lebih besar dari nilai *critical value* MacKinnon, sehingga hanya data JII yang dapat dikatakan stasioner, sedangkan data dari indeks syariah lainnya tidak stasioner. Persyaratan utama dari uji root adalah setiap variabel harus stasioner pada level yang sama, sehingga semua indeks perlu melalui proses 1st *difference*. Setelah proses 1st *difference* dilakukan, terlihat dari tabel di atas bahwa nilai ADF statistik semua indeks lebih besar dari nilai *critical value* MacKinnon yang berarti bahwa semua data sudah stasioner pada order pertama atau 1st *difference*.

3. Uji Lag Optimal

Lag optimal yang disarankan oleh Eviews ditunjukkan dengan tanda bintang yang berada di samping angka. Jika terjadi perbedaan hasil antar indikator maka lag optimal dipilih berdasarkan pada indikator terbanyak. Tabel 3 menunjukkan lag optimal saham syariah saat terjadi pandemi Covid-19, menunjukkan bahwa semua bintang berada pada lag 1 untuk semua indikator, baik indikator LR, FPE, AIC, SC, dan HQ. Sehingga pada periode saat terjadi pandemi Covid-19, lag optimal yang disarankan Eviews berada pada lag pertama.

Tabel 3. Lag Optimal Saham Syariah saat Pandemi Covid-19

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-3199.643	NA	4.49e+18	54.29904	54.39296	54.33718
1	-2766.984	828.6520*	3.85e+15*	47.23703*	47.70663*	47.42770*
2	-2763.029	7.306709	4.72e+15	47.44118	48.28647	47.78439
3	-2757.137	10.48683	5.62e+15	47.61249	48.83347	48.10824
4	-2753.626	6.010035	6.97e+15	47.82417	49.42084	48.47246

Sumber: data diolah (2022).

4. . Uji Kausalitas Granger

Berdasarkan penentuan lag pada tahap sebelumnya, lag optimum yang terpilih untuk saham syariah setelah gejolak ekonomi China terjadi adalah lag 1 sehingga uji kausalitas Granger akan dilakukan pada lag 1. Tabel 4 mengungkapkan bahwa terdapat hubungan dua arah atau hubungan saling mempengaruhi antar variabel yakni antara variabel DJIMY dan DJICLK. Beberapa variabel mempunyai hubungan searah dengan variabel lainnya, artinya secara statistik variabel tersebut mempengaruhi variabel lain namun tidak berlaku sebaliknya.

Tabel 4. Hubungan Kausalitas Granger Saham Syariah Setelah Gejolak Ekonomi China

		F-	
Null Hypothesis:	Obs	Statistic	Prob.
DJAP does not Granger Cause DJICLK	148	2.20391	0.1398
DJICLK does not Granger Cause DJAP		1.98669	0.1608
DJIMY does not Granger Cause DJICLK	148	4.28770	0.0402

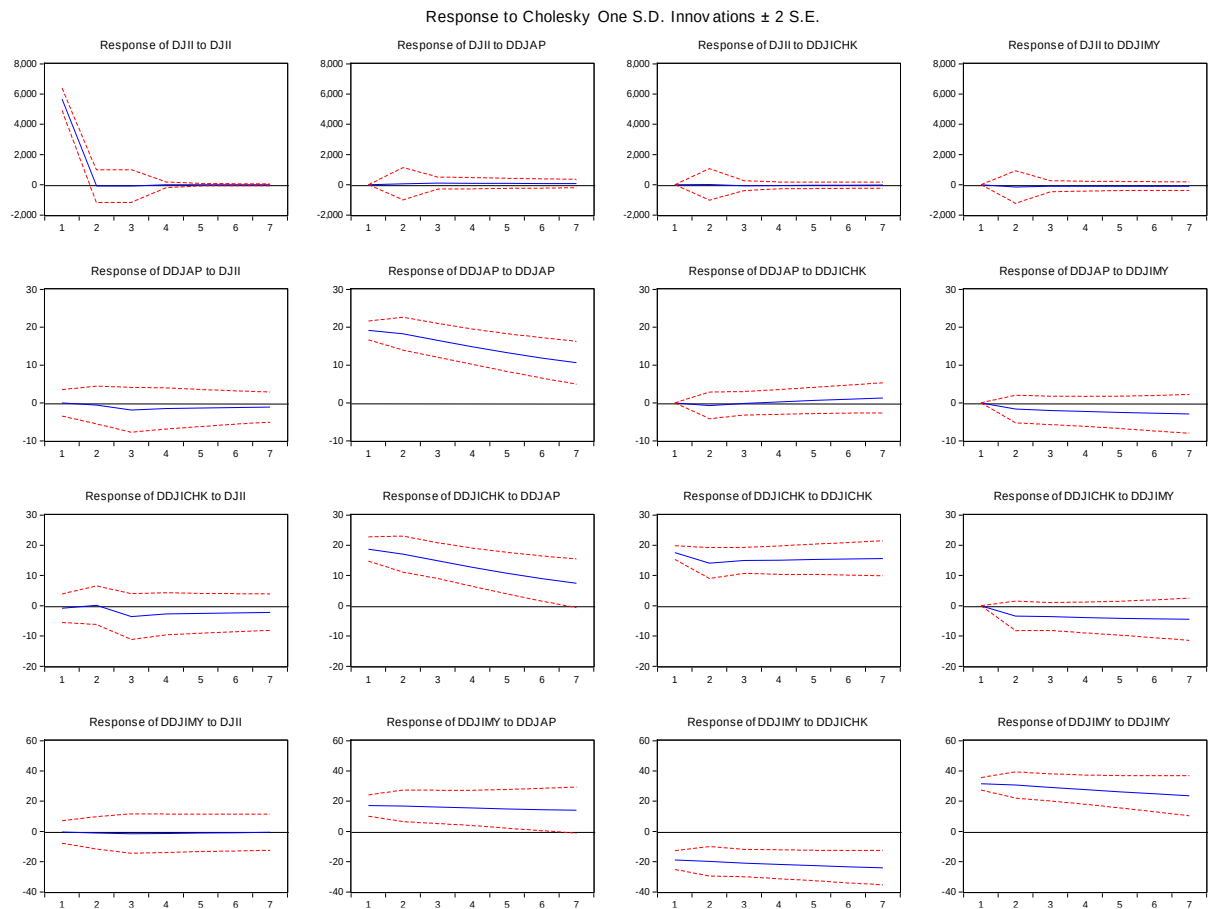
DJICLK does not Granger Cause DJIMY		5.37872	0.0218
JII does not Granger Cause DJICLK	148	1.45614	0.2295
DJICLK does not Granger Cause JII		9.13671	0.0030
DJIMY does not Granger Cause DJAP	148	2.02403	0.1570
DJAP does not Granger Cause DJIMY		8.38229	0.0044
JII does not Granger Cause DJAP	148	0.05554	0.8140
DJAP does not Granger Cause JII		17.2911	5.E-05
JII does not Granger Cause DJIMY	148	4.95876	0.0275
DJIMY does not Granger Cause JII		0.18085	0.6713

Sumber: data diolah (2022).

5. Uji IRF

Hasil uji IRF menunjukkan bahwa respon yang ditunjukkan oleh masing-masing indeks selama periode pengamatan. Berdasarkan analisis IRF, hampir seluruh saham syariah responsif terhadap guncangan yang timbul pada saham syariah lainnya. Artinya ketika terjadi goncangan atau peristiwa yang menyebabkan naik-turunnya harga saham syariah di satu pasar modal syariah juga menyebabkan perubahan harga saham syariah pasar modal syariah lainnya. Respon yang ditunjukkan oleh saham syariah terkait perubahan yang terjadi pada saham syariah lainnya cukup besar.

Gambar 2. Hasil IRF Saham Syariah saat Pandemi Covid-19



Sumber: data diolah (2022).

Hipotesis penelitian ini menyatakan bahwa terdapat *contagion effect* antara saham syariah saat terjadi gejolak ekonomi China. Pengujian hipotesis dilakukan dengan melihat kausalitas Granger jika metode yang digunakan adalah VECM dan melalui *Variance Decomposition* jika metode VAR digunakan. Berdasarkan analisis yang dilakukan dapat disimpulkan bahwa terdapat *contagion effect* antara saham syariah saat pandemi covid-19 sehingga hipotesis diterima. Adanya *contagion effect* antara saham syariah dilihat dari adanya perubahan-perubahan kontribusi masing-masing variabel yang signifikan antara awal periode dan akhir periode.

Berdasarkan analisis *Varian Decomposition* (VD) saham syariah menunjukkan bahwa dari empat pasar saham syariah yang diteliti, yakni

DJIAP, DJICHK, DJIMY dan JII, secara umum pasar saham syariah hampir di dominasi oleh DJIAP. DJIAP memiliki pengaruh sangat tinggi terhadap DJICHK yakni mencapai 46%, sementara untuk saham syariah lainnya pengaruh yang diberikan berkisar 13.9% untuk DJIMY dan 24.6% untuk JII.

Besarnya dominasi indeks DJIAP terhadap indeks DJICHK, DJIMY, dan JII dikarenakan besarnya kapitalisasi DJIAP jika dibandingkan dengan ketiga indeks syariah tersebut. Banyaknya jumlah saham yang terdaftar di DJIAP dibandingkan jumlah saham syariah yang terdaftar di indeks syariah lainnya. Faktor lainnya yang turut mempengaruhi kuatnya dominasi DJIAP terhadap indeks syariah lainnya turut dipengaruhi persentase alokasi negara asal emiten yang berasal dari Jepang (36.65%), China (16.99%), Korea Selatan (11.88%), Taiwan (8.14%) dan Australia (7.58%) ²¹.

Pada dasarnya, *contagion effect* tidak dapat dihindari karena adanya perdagangan internasional, dan penularan akibat *contagion effect* akan semakin tinggi akibat semakin pesatnya globalisasi. Letak geografis dan juga hubungan dagang yang erat menjadi salah satu penyebab terjadinya *contagion effect*. *Contagion effect* merupakan efek menular yang terjadi pada negara lain akibat krisis yang terjadi pada suatu negara.

Meski demikian berdasarkan analisis data penelitian yang telah dilakukan, untuk saham syariah meski pada saat terjadi guncangan, atau dalam hal ini pandemi Covid-19, pengaruh yang ditimbulkan tidak lah lama, hal ini dibuktikan dari analisis statistik yang membuktikan tidak adanya hubungan jangka panjang antar saham syariah. Hasil penelitian ini senada dengan

²¹ S&P Dow Jones Indices, "Dow Jones Islamic Market Asia/Pasific Index Fact Sheet 2015", diunduh dari https://www.djindexes.com/mdsidx/downloads/fact_info/Dow_Jones_Islamic_Market_Asia_Pacific_Index_Fact_Sheet.pdf, tanggal 20 Maret 2016.

penelitian yang dilakukan oleh Harjun Muharam²² serta Hela Miniaoui²³ yang menyatakan bahwa terdapat efek domino (*contagion effect*) antar pasar saham syariah yang diteliti pada saat terjadi gejolak ekonomi.

F. Kesimpulan

Berdasarkan analisis yang dilakukan dapat disimpulkan bahwa terdapat *contagion effect* antara saham syariah di kawasan Asia Pasifik saat terjadi pandemi covid-19. *Contagion effect* merupakan efek menular yang terjadi pada negara lain akibat krisis yang terjadi pada suatu negara, yang antara lain disebabkan oleh letak geografis dan hubungan dagang yang erat antar negara. Pada dasarnya *contagion effect* akan semakin tinggi akibat semakin pesatnya globalisasi. Indeks dengan kapitalisasi besar seperti indeks DJIAP mempunyai pengaruh yang kuat dalam pergerakan indeks saham syariah lainnya.

Untuk meneliti masalah *contagion effect* dalam penelitian ini digunakan variabel indeks harga saham, sementara masih ada variabel lain yang dapat mewakili *contagion effect* seperti nilai tukar mata uang, tingkat inflasi, tingkat suku bunga dan sebagainya. Oleh karena itu diharapkan penelitian selanjutnya mengenai *contagion effect* dapat menggunakan beberapa variabel tersebut sehingga pembuktian mengenai efek domino menjadi lebih akurat. Penelitian selanjutnya juga perlu memperpanjang periode penelitian sehingga dapat diperoleh hasil yang lebih mendekati kondisi sebenarnya.

²² Harjun Muharam dan Tara Ninta Ikrima, Co-Integration dan Contagion Effect Antara Pasar Saham Syariah di Indonesia, Malaysia, Eropa, dan Amerika Serikat saat Terjadinya Krisis Yunani, *Jurnal Dinamika Manajemen* Vol.5 No. 2 2004 pp. 131-146.

²³ Hela Miniaoui, Hameedah Sayani, and Anissa Chaibi, 'The impact of financial crisis on Islamic and conventional indices of the GCC countries', *Journal of Applied Business Research*, vol. 31, no. 2 (CIBER Institute, 2015), pp. 357–70.

DAFTAR PUSTAKA

- E. Barry, Rose, A. Dan Wyplosz, Contagious Currency Crises, *CEPR Discussion Paper No. 1453*, (London: Center for Economic Policy Research, August 1996).
- Ghufron, Sofiniyah, dkk. (peny.), *Sistem Kerja Pasar Modal Syariah*, Jakarta: Renaisan, 2005.
- Hendrawan, Riko dan Teika Trikartika Gusyana, Kointegrasi Bursa-Bursa Saham di Asia, *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol.15, No. 2 Mei 2011, pp.159-167,
- Hengchao, Zhang and Zarinah Hamid, The Impact of Subprime Crisis on Asia-Pacific Islamic Stock Markets, *proceeding at 8th International Conference on Islamic Economics and Finance Kuala Lumpur*, 2012.
- J. Supranto, *Statistik Pasar Modal Keuangan & Perbankan*, Jakarta: Rineka Cipta, 2004.
- Karim, Bakri Abdul, Nor Akila Mohd. Kassim, and Mohammad Affendy Arip, The Subprime Crisis and Islamic Stock Markets Integration, *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management* Vol.3 No.4 2010, p.p 363-371.
- Kenia, Intan. Indeks syariah melesat di tengah pandemi Covid-19, ini sebabnya, *Kontan Online*, 2021, <https://investasi.kontan.co.id/news/indeks-syariah-melesat-di-tengah-pandemi-covid-19-ini-sebabnya>, accessed 19 Jun 2022.
- Kho, Suhartono, Analisa Contagion Effect antar Negara ASEAN-5 Saat Krisis Bursa Saham Amerika Serikat Tahun 2008, *Jurnal FINESTA* Vol. 1 No.2 2013 pp. 41-46.
- Lee, Hsien-Yi, Contagion in International Stock Markets during the Sub Prime

- Mortgage Crisis, *International Journal of Economics and Financial Issues*, Vol. 2, No. 1, 2012, p.p. 41-53.
- Mailangkay, Jenia, Integrasi Paasr Modal Indonesia dan Beberapa Bursa di Dunia (Periode Januari 2013-Maret 2013), *Jurnal EMBA Vol 1 No. 3 September 2013 ISSN 2303-1174*, pp.722-731.
- Martaliah, Nurfitri et al., Dampak Pandemi Covid 19 Terhadap Pergerakan Indeks Saham: Studi Kasus Pasar Saham Syariah Indonesia, *Jurnal Kompetitif*, vol. 6, no. 2, 2020, p. 180
- Miniaoui, Hela, Hameedah Sayani, and Anissa Chaibi, The impact of financial crisis on Islamic and conventional indices of the GCC countries, *Journal of Applied Business Research*, vol. 31, no. 2, CIBER Institute, 2015, pp. 357-70
- Muharam, Harjun dan Tara Ninta Ikrima, Co-Integration dan Contagion Effect Antara Pasar Saham Syariah di Indonesia, Malaysia, Eropa, dan Amerika Serikat saat Terjadinya Krisis Yunani, *Jurnal Dinamika Manajemen Vol.5 No. 2 2004 pp. 131-146*.
- Otoritas Jasa Keuangan, *Pasar Modal Syariah Konsep Umum*, Jakarta: OJK, 2013.
- Samuelson, Paul dan William D. Nordhaus, *Ilmu Makro Ekonomi Edisi 17*, Jakarta: PT. Media Global Edukasi, 2004.
- Selasi, Dini, Dampak Pandemic Disease Terhadap Perkembangan Pasar Modal Syariah Di Indonesia, *Syntax Literate: Jurnal Ilmiah Indonesia*, vol. 5, no. 5, 2020, pp. 46-54.
- Tandeilin, Eduardus, *Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi Edisi Pertama*, Yogyakarta: Kanisius, 2010. Arifin, Zaenal, *Teori Keuangan dan Pasar Modal Edisi Pertama*, Yogyakarta: EKONISIA, 2006.
- The World Bank, "Definitions of Contagion", dalam <http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTRESEARCH/EXTPROGRAMS/EXTMACROECO/0,,contentMDK:20889756~pagePK:64168182~piPK:64168060~theSitePK:477872,00.html>, diakses pada tanggal 20 Oktober 2015.

XIJI.JK Interactive Stock Chart | Syariah Premier ETF JII Stock - Yahoo Finance,
<https://finance.yahoo.com/chart/XIJI.JK> accessed 19 Jun 2022.