

**INTEGRASI PASAR SAHAM SYARIAH DAN  
*CONTAGION EFFECT* DARI GEJOLAK  
*ECONOMIC SLOWDOWN* DI TIONGKOK**

**(Studi Empiris pada Indeks Saham Syariah Indonesia, Malaysia, dan Tiongkok  
dalam Periode 2007-2016)**



**SKRIPSI**

Diajukan sebagai salah satu syarat  
untuk menyelesaikan Program Sarjana (S1)  
pada Program Sarjana Fakultas Ekonomika dan Bisnis  
Universitas Diponegoro

Disusun oleh:

**M. ANDIKA JAWARA PRATAMA**

**NIM. 12010113140263**

**FAKULTAS EKONOMIKA DAN BISNIS  
UNIVERSITAS DIPONEGORO  
SEMARANG**

**2017**

## **PERSETUJUAN SKRIPSI**

Nama Penyusun : M. Andika Jawara Pratama

Nomor Induk Mahasiswa : 12010113140263

Fakultas/Departemen : Ekonomika dan Bisnis/Manajemen

Judul Skripsi : **INTEGRASI PASAR SAHAM SYARIAH DAN  
*CONTAGION EFFECT* DARI GEJOLAK  
*ECONOMIC SLOWDOWN* DI TIONGKOK (Studi  
Empiris pada Indeks Saham Syariah Indonesia,  
Malaysia, dan Tiongkok dalam periode 2007-2016)**

Dosen Pembimbing : Dr. Harjum Muharam, S.E., M.E.

Semarang, 22 Mei 2017

Dosen Pembimbing,

(Dr. Harjum Muharam, S.E., M.E.)

NIP. 197202182000031001

## **PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN**

Nama Mahasiswa : M. Andika Jawara Pratama

Nomor Induk Mahasiswa : 12010113140263

Fakultas/Departemen : Ekonomika dan Bisnis/Manajemen

Judul Skripsi : **INTEGRASI PASAR SAHAM SYARIAH DAN  
*CONTAGION EFFECT* DARI GEJOLAK  
*ECONOMIC SLOWDOWN* DI TIONGKOK (Studi  
Empiris pada Indeks Saham Syariah Indonesia,  
Malaysia, dan Tiongkok dalam periode 2007-2016)**

**Telah dinyatakan lulus ujian pada tanggal 2 Juni 2017**

Tim Penguji

1. Dr. Harjum Muharam, S.E., M.E. ( ..... )

2. Erman Denny Arfianto, S.E., M.M. ( ..... )

3. Drs. Prasentiono, M.Si. ( ..... )

## **PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI**

Yang bertanda tangan dibawah ini saya, M. Andika Jawara Pratama, menyatakan bahwa skripsi dengan judul **INTEGRASI PASAR SAHAM SYARIAH DAN *CONTAGION EFFECT* DARI GEJOLAK *ECONOMIC SLOWDOWN* DI TIONGKOK (Studi Empiris pada Indeks Saham Syariah Indonesia, Malaysia, dan Tiongkok dalam periode 2007-2016)** adalah hasil tulisan saya sendiri. Dengan ini saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau simbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat atau pemikiran dari penulis lain, yang saya akui seolah-olah sebagai tulisan saya sendiri, dan atau tidak terdapat bagian atau keseluruhan tulisan yang saya salin, tiru, atau yang saya ambil dari tulisan oranglain tanpa memberikan pengakuan penulisan aslinya.

Apabila saya melakukan tindakan yang bertentangan dengan hal tersebut diatas, baik disengaja maupun tidak, dengan ini saya menyatakan menarik skripsi yang saya ajukan sebagai hasil tulisan saya sendiri ini. Bila kemudian terbukti bahwa saya melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah olah hasil pemikiran saya sendiri, berarti gelar dan ijasah yang telah diberikan oleh universitas batal saya terima.

Semarang, 22 Mei 2017

Yang membuat pernyataan,

(M. Andika Jawara Pratama)

NIM. 12010113140263

## MOTTO DAN PERSEMBAHAN

*“[Allah] said: Fear not. Indeed, I am with you both; I hear and I see”*

*(QS. At Thaha verse 46)*

*“It’s even said that expectation is the root of all disappointment, but don’t you loss hope,  
because life is all about facing the questions and the uncertainty”*

*“...Meskipun tembok yang tinggi mengurungku, berlapis pagar duri sekitarku, tak satu  
pun yang sanggup menghalangimu, bernyala di dalam hatiku. Dan mentari kan tetap  
bernyala, di sini, di urat darahku...”*

*(Iwan Abdurrahman)*

***Skripsi ini aku persembahkan untuk:***

*Orangtua tercinta, Ibu Ekawati dan Bapak Arpendi (Alm.)  
kedua adik tersayang, almamater kebanggaanku, serta segenap keluarga besarku  
atas segala pengorbanan dan doa tanpa henti hingga dititik ini dan seterusnya*

## **ABSTRACT**

*This study aims to investigate the existence of the islamic stock markets integration among Asian countries and the contagion effect caused by the economic slowdown in China. The three islamic stock markets are chosen as the research variabels represented by the islamic stock price index of Morgan Stanley Capital International, which are the Indonesian islamic stock market (MIID), Malaysia Islamic stock market (MIMY), and China Islamic Stock Market (MICN). Subsequently, the data model used is time series data, while purposive sampling approach is the chosen method of determining the samples.*

*The samples of this study are the daily closing price of islamic stock index in Indonesia (MIID), Malaysia (MIMY), and China (MICN) in the time interval from August 30, 2007, to September 1, 2016. That interval is further divided into two periods, the pre-shock/tranquil period (August 30, 2007 - June 11, 2015) and the period when the shock occured/turmoil period (June 12, 2015 - September 1, 2016). The division of interval is aimed to measure the contagion effect as well as differentiate the level of integration and causality relationships among the islamic stock markets in the time before and during the shock. Furthermore, there are 2351 observed data used in this study. To process those data, the EViews 9 econometrics software is used as the analytical tool, while Johansen Cointegration test, Vector Error Correction Model (VECM), Granger Causality test, Impulse Response Function, and Variance Decomposition analysis are used as the research methods.*

*The results of this study showed that in both periods, which are pre-shock period and turmoil period, the islamic stock market of the three countries are integrated with each other. However, there is no evidence of contagion effect during the economic slowdown in China. In addition, there is a bidirectional causality relationship between the Malaysia and China islamic stock markets.*

**Keywords:** *Integration, Contagion Effect, Sharia Stock Market, Economic Slowdown, VECM, Time Series Data, MSCI.*

## ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menginvestigasi keberadaan integrasi pasar saham syariah antar negara di Asia serta *contagion effect* yang disebabkan oleh gejala *economic slowdown* di Tiongkok. Tiga pasar saham syariah dipilih sebagai variabel penelitian ini dengan menggunakan indeks harga saham syariah *Morgan Stanley Capital International*, yaitu pasar saham syariah Indonesia (MIID), Malaysia (MIMY), dan Tiongkok (MICN). Lalu, model data yang digunakan merupakan data *time series*, sedangkan metode penentuan *sample* nya ialah dengan menggunakan pendekatan *purposive sampling*.

Sampel dari penelitian ini yaitu nilai penutupan harian (*daily closing price*) indeks harga saham syariah dari negara Indonesia (MIID), Malaysia (MIMY), dan Tiongkok (MICN) dalam interval waktu 30 Agustus 2007 sampai dengan 1 September 2016. Pada interval waktu tersebut dilakukan pembagian periode, yaitu periode *pre-shock* (30 Agustus 2007 - 11 Juni 2015) dan periode saat terjadinya *shock* (12 Juni 2015 - 1 September 2016). Hal tersebut bertujuan untuk mengukur efek *contagion* serta membedakan tingkatan integrasi dan hubungan kausalitas antar pasar saham syariah pada waktu sebelum dan saat terjadinya *shock*. Kemudian, jumlah data dalam penelitian ini ialah sebanyak 2351 data observasi. Untuk mengolah data tersebut, digunakan lah alat analisis berupa program *software* ekonometrika *EViews 9*. Sedangkan, metode penelitian yang digunakan adalah uji *Johansen Cointegration*, estimasi *Vector Error Correction Model* (VECM), uji *Granger Causality*, *Impulse Response Function*, dan analisis *Variance Decomposition*.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa, baik ketika periode sebelum maupun saat terjadinya *slowdown*, pasar saham syariah ketiga negara saling terintegrasi satu sama lain. Namun, tidak ditemukan bukti adanya *contagion effect* saat terjadinya *economic slowdown* di Tiongkok. Selain itu, terdapat hubungan *bidirectional causality* antara pasar saham syariah Malaysia dan Tiongkok.

**Kata kunci:** *Integrasi, Contagion Effect, Pasar Saham Syariah, Economic Slowdown, VECM, Time Series Data, MSCI.*

## KATA PENGANTAR

Assalamu'alaikum Warahmatullahi Wabarakatuh.

Alhamdulillah Rabbil 'Aalamiin, segala puji bagi Allah Subhannahu Wa Ta'ala, Tuhan semesta alam yang dengan senantiasa telah mencurahkan rahmat, karunia, dan pertolongan-Nya sehingga penulis mampu merampungkan penulisan skripsi ini. Kepada-Nya penulis menghaturkan rasa syukur tak terhingga karena telah menuntun penulis ke setiap jalan yang dilalui, Alhamdulillah Syukraan 'Ala Nawalihi. Skripsi ini sendiri ditujukan untuk memenuhi syarat kelulusan studi pada Program Sarjana Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Diponegoro Semarang.

Penulis menyadari bahwa dalam penulisan skripsi ini tidak terlepas dari bantuan, dukungan, dan motivasi dari berbagai pihak, sehingga dalam kesempatan ini dengan segala kerendahan hati, penulis ingin menyampaikan ucapan terima kasih kepada:

1. **Dr. Suharnomo, S.E., M.Si.** selaku Dekan Fakultas Ekonomika dan Bisnis (FEB) Universitas Diponegoro yang telah memberikan kesempatan kepada penulis untuk mengenyam studi di FEB Undip
2. **Dr. Harjum Muharam, S.E., M.E.** selaku Ketua Departemen Manajemen FEB Undip sekaligus Dosen Pembimbing yang telah bersedia meluangkan waktunya untuk mendampingi dan membimbing dengan penuh kesabaran dan

memberikan koreksi serta pencerahan kepada penulis sehingga skripsi ini bisa terselesaikan dengan baik.

3. Tim Penguji yang telah memberikan masukan yang bersifat membangun bagi perbaikan karya ini
4. **Drs. Suryono Budi Santoso, M.M.** selaku Dosen Wali yang telah memberikan dukungan dan arahan sejak awal perkuliahan
5. Bapak dan Ibu Dosen FEB Undip, terkhusus kepada Bapak **Erman Denny Arfianto, S.E., M.M.** yang banyak memberikan inspirasi, motivasi, dan wawasan yang luas kepada penulis selama mengenyam pendidikan di FEB.
6. Seluruh staff ataupun karyawan FEB Undip yang telah memberikan bantuannya selama ini, khususnya untuk **Mas Dwi, Mas Slamet, dan Pengurus UPK Lab.**
7. Kedua orangtua tercinta, **Mamah** dan **Papah**. Terimakasih telah sabar menunggu saya untuk menyelesaikan studi ini, terimakasih telah menyelipkan nama saya di setiap doa, terimakasih sudah mau mendukung apapun yang saya impikan, terimakasih atas segala pengorbanannya hingga dititik ini, sepanjang hayat takkan mampu bagi saya untuk membalas semua itu secara setimpal.
8. Kedua adik tersayang, **Aprico Izmed Al Aziz** dan **Bagas Ade Satria**. Terimakasih atas doa dan dukungan kalian selama ini, saatnya bagi kalian yang harus lebih hebat dari Kakang. Terimakasih juga kepada seluruh keluarga besar, baik dari **Bani Abdul Wahab** maupun **Bani Rasyid**.
9. Sahabat senasib-sepenanggungan selama di Semarang: **Fahri Muhammad, Celly Devita, dan Yusuf Ilham Akbar** *for the voyages, endless supports,*

*kindnesses, and much helps for all this time.* Semoga persahabatan kita selalu kekal kapanpun dan dimanapun.

10. Teman-teman Manajemen 2013, khususnya sahabat-sahabat terbaik di Manajemen: **Clara Adistya, Saddek Syaffrullah, Andre Kurniawan, Marko Tatang, Tresya Oktavera, Swastinitya, Fransiscus Henry, Andika** dan lain-lain. *Thank you for the warmth, joy, and happiness. You guys take one of the biggest part on making my college life becomes an unforgettable experience!*
11. Wadah saya bernaung untuk menempa *softskill*, memperluas jaringan, dan mengeksplor diri, yaitu Himpunan Mahasiswa Jurusan Manajemen FEB Undip (HMJM #BreakTheLimit, #DoItProveIt, dan #InspiringPeople). Terkhusus kepada BoD'16: **Rendi, Firda, Eki, Nener, Zeva, Fafa, Bimo, Asep, Yuyun, Prilly, dll.** Tak lupa juga ucapan khusus kepada Multimedia Division, yaitu **Shabi, Isna, Ivan, Radey, Ines, Dede, Arul, dan Yoli.** Pengabdian selama 3 tahun disini merupakan suatu kebanggaan tersendiri. *HMJM Yes, Go, Win!*
12. *Economics English Conversation Club* (EECC) yang telah menjadi wadah bagi pengembangan kompetensi berbahasa inggris serta pembuka wawasan saya, terimakasih saya ucapkan terutama kepada **Isti, Nuridha, Kyendi, Ganis, Bang Ojan, Bang Ruli, Mas Inan, Mba Dinda, Mba Dinta, Mba Rina, Mba Lintang, Mba Sasa, Mba Tessa, dan Mas Fajar.** *EECC We are Awesome!*
13. LPM Edents sebagai organisasi kemahasiswaan pertama sejak berkuliah di Undip yang telah mengajarkan nilai profesionalisme, netralitas, dan kekeluargaan. Terimakasih secara mendalam saya haturkan untuk **Akbar, Fira,**

**Panjalu, Dara, Wahid, Mba Rani, Desti, Mas Hendy, Mba Rio, dan Mas Alan.** Semoga Wadya Bala dan Para Mantan Edents terus senantiasa menjadi ‘Pejuang Mulia’ dimanapun berada.

14. Ikatan Kekeluargaan Mahasiswa Lampung (Ikamala) Undip yang telah menjadi rumah nyaman bagi saya selama di kota Semarang serta menjadi penawar rindukan kampung halaman. Khusus kepada **Iqbal, Mba Icha, Adi, Dini, Aliva, Firman, Ulan, Azzam, dan Yanuar,** terimakasih atas semuanya.
15. **Anis Kharunissa** dan **Nadhia Tiara** yang telah banyak memberikan bantuan sejak awal perkuliahan, bahkan saat ujian komprehensif maupun penyusunan skripsi ini, maaf sudah merepotkan, biarlah Allah yang membalas jasa kalian sebagai suatu amalan. Terimakasih juga kepada teman seperjuangan ‘Integrasi’, yaitu **Ruth Valencia.** Semoga sukses menyertai kita semua.
16. Keluarga The Raid atas segala kebersamaan dan kekeluargaannya hingga saat ini. Terkhusus untuk **Rafian, Iqbal, Riko, Maria, dan Desti.** Terimakasih atas dukungan kalian, semoga kebersamaan kita ini terus kekal hingga kapanpun.
17. KKN Tim-II Desa Kelet dari Undip maupun IPB yaitu **Hafizh, Rani, Dian, Noven, Shali, Nadhia, Maudy, Syahrul, Sharah, Rina, Aliza,** dan **Fitri** serta Warga Desa Kelet terkhusus **Bu Nur, Mas Khamim, Mas Mad, Pak Iwan, Mas Ohok,** dll. Terimakasih atas kenangan 36 hari nya yang sangat berkesan, banyak sekali pembelajaran hidup yang dapat saya ambil dari KKN ini.
18. Sejawat Winner Undip Career Center (UCC), khususnya **Iqbal, Ikun, Mba Ana, Mba Nurul, Mas Acong, Mas Bilal,** dan sejawat Winners lainnya yang

kocak. Terimakasih atas pembelajaran selama 3 bulan *internship*. Tidak lupa juga terimakasih kepada manusia-manusia ambis yang tergabung dalam wadah *The Diponegoro Consulting Group*, yaitu mas **Fadhil** dan **Lolita**. Semoga kelak kita bisa menjadi *Country Manager* nya McKinsey ya, Aamiin

19. Ngontrak Brothers yang pernah ngerasain susah seneng bareng ngontrak ketika di tahun pertama kuliah, yaitu **Hanif, Fiki, Zombie a.k.a Teguh, Pepep, Toni,** dan **Reza**. Jaga silaturahmi kita terus ya, bro!
20. Keluarga di Kosan Gondang Timur IV, terutama Bu Nurjannah dan Pak Narto yang telah menjadi keluarga tersendiri di Semarang

Semoga Allah SWT membalas segala kebaikan semua pihak yang telah memberikan dorongan maupun bantuan kepada penulis. Selain itu, Penulis menyadari bahwa dalam penulisan skripsi ini masih banyak terdapat kekurangan dan jauh dari kata sempurna. Oleh karena itu, penulis mengharapkan kritik dan saran yang bersifat membangun demi perbaikan skripsi ini. Akhir kata, semoga skripsi ini berguna bagi pengembangan ilmu pengetahuan dan dapat dipergunakan sebagaimana mestinya oleh semua pihak yang membutuhkan.

Semarang, 22 Mei 2017,

M. Andika Jawara Pratama

NIM. 12010113140263

## DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PERSETUJUAN SKRIPSI.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN .....	iii
PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI .....	iv
MOTTO DAN PERSEMBAHAN .....	v
<i>ABSTRACT</i> .....	vi
ABSTRAK .....	vii
KATA PENGANTAR .....	viii
DAFTAR ISI.....	xiii
DAFTAR TABEL.....	xvii
DAFTAR GAMBAR .....	xix
DAFTAR LAMPIRAN.....	xxi
<b>BAB I PENDAHULUAN.....</b>	<b>1</b>
1.1. Latar Belakang Masalah .....	1
1.2. Rumusan Masalah .....	20
1.3. Tujuan dan Kegunaan Penelitian.....	200
1.4. Manfaat Penelitian .....	21
1.4.1. Manfaat Praktis .....	21
1.4.2. Manfaat Teoritis.....	22
1.5. Sistematika Penulisan.....	23
<b>BAB II TINJAUAN PUSTAKA.....</b>	<b>25</b>
2.1. Landasan Teori .....	25
2.1.1. Saham Syariah .....	25
2.1.2. Indeks Harga Saham .....	29
2.1.2.1. Definisi dan Fungsi Indeks Harga Saham.....	29

2.1.2.2. <i>Morgan Stanley Capital International (MSCI) Islamic Indices</i> .....	30
2.1.3. <i>Teori Market Integration</i> .....	33
2.1.3.1. <i>Pengertian Market Integration</i> .....	33
2.1.3.2. <i>Implikasi Market Integration</i> .....	35
2.1.4. <i>Teori Dasar Contagion Effect</i> .....	37
2.1.4.1. <i>Pengertian Contagion</i> .....	37
2.1.4.2. <i>Sebab-sebab terjadinya Contagion</i> .....	39
2.1.5. <i>Economic Slowdown</i> .....	43
2.1.6. <i>Dampak Faktor Makroekonomi terhadap Pasar Keuangan</i> .....	434
2.1.7. <i>Mereduksi Risiko Portofolio melalui Diversifikasi Internasional</i> .....	45
2.1.8. <i>Efficient Markets Hypothesis (EMH)</i> .....	47
2.1.9. <i>Co-Integration dan Spurious Regression</i> .....	47
2.2. <i>Penelitian Terdahulu</i> .....	48
2.3. <i>Hipotesis</i> .....	69
2.4. <i>Kerangka Pemikiran Teoritis</i> .....	74
2.4.1. <i>Model Penelitian</i> .....	74
2.4.2. <i>Skema Operasional Penelitian</i> .....	75
<b>BAB III METODE PENELITIAN</b> .....	76
3.1. <i>Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel</i> .....	76
3.1.1. <i>Variabel Penelitian</i> .....	76
3.1.2. <i>Definisi Operasional Variabel</i> .....	77
3.2. <i>Populasi dan Sampel</i> .....	78
3.2.1. <i>Populasi</i> .....	78
3.2.2. <i>Sampel</i> .....	78
3.3. <i>Jenis dan Sumber Data</i> .....	82
3.3.1. <i>Jenis Data</i> .....	82
3.3.2. <i>Sumber Data</i> .....	83
3.4. <i>Metode Pengumpulan Data</i> .....	83
3.5. <i>Metode Analisis</i> .....	84

3.5.1. Tahapan dalam Pengolahan Data.....	86
3.5.1.1. Uji <i>Unit Root</i> .....	86
3.5.1.2. Penentuan <i>Lag Length</i> yang Optimal.....	88
3.5.1.3. Uji <i>Johansen Cointegration</i> .....	90
3.5.1.4. Estimasi <i>Vector Error Correction Model</i> (VECM).....	92
3.5.1.5. Estimasi <i>Vector Autoregressive</i> (VAR).....	94
3.5.1.6. Uji Stabilitas VAR/VECM.....	98
3.5.1.7. Penentuan Nomor <i>Ordering</i> Variabel.....	98
3.5.1.8. Uji Granger Causality.....	99
3.5.1.9. <i>Impulse Response Function</i> .....	102
3.5.1.10. <i>Variance Decomposition</i> .....	103
<b>BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN .....</b>	<b>104</b>
4.1. Deskripsi Objek Penelitian.....	104
4.1.1. Gambaran Objek Penelitian.....	104
4.2. Analisis Data .....	106
4.2.1. Uji <i>Unit Root</i> .....	106
4.2.1.1. Uji <i>Unit Root</i> pada Data Periode <i>Pra-Shock</i> .....	107
4.2.1.2. Uji <i>Unit Root</i> pada Data Periode saat <i>Shock</i> .....	108
4.2.2. Penentuan <i>Lag Length</i> yang Optimal.....	110
4.2.2.1. Penentuan <i>Lag Length</i> <i>Pra-Shock</i> .....	111
4.2.2.2. Penentuan <i>Lag Length</i> saat <i>Shock</i> .....	113
4.2.3. Uji <i>Johansen Co-integration</i> .....	115
4.2.3.1. Uji <i>Johansen Co-integration</i> <i>Pra-Shock</i> .....	116
4.2.3.2. Uji <i>Johansen Co-integration</i> saat <i>Shock</i> .....	118
4.2.4. Estimasi <i>Vector Error Correction Model</i> .....	120
4.2.4.1. Estimasi <i>Vector Error Correction Model</i> <i>Pra-Shock</i> .....	120
4.2.4.2. Estimasi <i>Vector Error Correction Model</i> saat <i>Shock</i> .....	125

4.2.5. Uji Stabilitas VECM.....	129
4.2.5.1. Uji Stabilitas VECM Pra- <i>Shock</i> .....	130
4.2.5.2. Uji Stabilitas VECM saat <i>Shock</i> .....	132
4.2.6. Penentuan <i>Ordering</i> Variabel .....	134
4.2.7. Uji <i>Granger Causality</i> .....	137
4.2.7.1. Uji <i>Granger Causality</i> Pra- <i>Shock</i> .....	138
4.2.7.2. Uji <i>Granger Causality</i> saat <i>Shock</i> .....	141
4.2.8. Simulasi <i>Impulse Response Function</i> .....	143
4.2.8.1. Simulasi <i>Impulse Response Function</i> Pra- <i>Shock</i> .....	144
4.2.8.2. Simulasi <i>Impulse Response Function</i> saat <i>Shock</i> .....	148
4.2.9. <i>Variance Decomposition</i> .....	151
4.2.9.1. <i>Variance Decomposition</i> Pra- <i>Shock</i> .....	152
4.2.9.2. <i>Variance Decomposition</i> saat <i>Shock</i> .....	156
4.3. Pembahasan .....	161
4.3.1. Hubungan antara Pasar Saham Syariah Tiongkok, Indonesia, dan Malaysia pada periode sebelum terjadinya gejolak <i>Economic Slowdown</i> di Tiongkok....	161
4.3.2. Hubungan antara Pasar Saham Syariah Tiongkok, Indonesia, dan Malaysia pada periode sebelum terjadinya gejolak <i>Economic Slowdown</i> di Tiongkok....	162
4.3.3. <i>Contagion Effect</i> di dalam pasar saham syariah Tiongkok, Indonesia, dan Malaysia saat terjadinya gejolak <i>Economic Slowdown</i> di Tiongkok.....	164
4.3.4. Kausalitas antar pasar saham syariah Tiongkok, Indonesia, dan Malaysia .....	167
<b>BAB V PENUTUP.....</b>	<b>169</b>
5.1. Kesimpulan.....	169
5.2. Keterbatasan .....	172
5.3. Saran.....	172
5.3.1. Implikasi Kebijakan.....	172
5.3.2. Saran untuk Penelitian Berikutnya .....	173
DAFTAR PUSTAKA .....	174
LAMPIRAN.....	181

## DAFTAR TABEL

Tabel 1.1. GDP YoY Tiongkok 2010 - 2015 .....	2
Tabel 2.1. Rangkuman Penelitian Terdahulu .....	61
Tabel 3 1. Variabel Penelitian .....	76
Tabel 4.1. Hasil Uji <i>Unit Root</i> untuk Data <i>Pra-Shock</i> .....	107
Tabel 4.2. Hasil Uji <i>Unit Root</i> untuk Data saat <i>Shock</i> .....	108
Tabel 4.3. Hasil Uji <i>Lag Length</i> yang Optimal (Periode <i>Pra-Shock</i> ) .....	111
Tabel 4.4. Perbandingan <i>Adjusted R<sup>2</sup></i> antar kandidat <i>Lag</i> (Periode <i>Pra-Shock</i> ) .....	113
Tabel 4.5. Hasil Uji <i>Lag Length</i> yang Optimal (Periode <i>Pra-Shock</i> ) .....	113
Tabel 4.6. Perbandingan <i>Adjusted R<sup>2</sup></i> antar kandidat <i>Lag</i> (Periode saat <i>Shock</i> ) .....	114
Tabel 4.7. Penentuan Spesifikasi Tren Deterministik Data <i>Pra-Shock</i> .....	116
Tabel 4.8. Hasil Uji <i>Johansen Cointegration</i> (Periode <i>Pra-Shock</i> ) .....	117
Tabel 4.9. Penentuan Spesifikasi Tren Deterministik Data saat <i>Shock</i> .....	118
Tabel 4.10. Hasil Uji <i>Johansen Cointegration</i> (Periode saat <i>Shock</i> ) .....	119
Tabel 4.11. Hasil Estimasi VECM Jangka Panjang ( <i>Pra-Shock</i> ) .....	121
Tabel 4.12. Hasil Estimasi VECM Jangka Pendek ( <i>Pra-Shock</i> ) .....	122
Tabel 4.13. Hasil <i>Wald Test</i> dari Estimasi VECM Jangka Pendek <i>Pra-Shock</i> .....	123
Tabel 4.14. Hasil Estimasi VECM Jangka Panjang (saat <i>Shock</i> ) .....	125
Tabel 4.15. Hasil Estimasi VECM Jangka Pendek (saat <i>Shock</i> ) .....	126
Tabel 4.16. Hasil <i>Wald Test</i> dari Estimasi VECM Jangka Pendek saat <i>Shock</i> .....	127

Tabel 4.17. Hasil Uji Stabilitas VECM (Pra- <i>Shock</i> ) dengan <i>AR Roots Table</i> .....	130
Tabel 4.18. Hasil Uji Stabilitas VECM (saat <i>Shock</i> ) dengan <i>AR Roots Table</i> .....	132
Tabel 4.19. Pengukuran Korelasi Residual .....	135
Tabel 4.20. Hasil Uji <i>Granger Causality</i> (Periode sebelum <i>Shock</i> ) .....	139
Tabel 4.21. Hasil Uji <i>Granger Causality</i> (Periode saat <i>Shock</i> ) .....	141
Tabel 4.22. Hasil Analisis <i>Variance Decomposition</i> MICN (Pra- <i>Shock</i> ).....	152
Tabel 4.23. Hasil Analisis <i>Variance Decomposition</i> MIMY (Pra- <i>Shock</i> ) .....	154
Tabel 4.24. Hasil Analisis <i>Variance Decomposition</i> MIID (Pra- <i>Shock</i> ) .....	155
Tabel 4.25. Hasil Analisis <i>Variance Decomposition</i> MICN (saat <i>Shock</i> ) .....	156
Tabel 4.26. Hasil Analisis <i>Variance Decomposition</i> MIMY (saat <i>Shock</i> ).....	158
Tabel 4.27. Hasil Analisis <i>Variance Decomposition</i> MIID (saat <i>Shock</i> ).....	158

## DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1. Data Tahunan Indeks Harga Komoditas Dunia 2011-2016 (Riil).....	5
Gambar 1.2. Tren Penurunan Harga Minyak Mentah ( <i>WTI</i> ) Periode Januari 2014 hingga Januari 2016 .....	7
Gambar 1.3. Fluktuasi <i>Shanghai Stock Exchange Composite Index</i> dan <i>Shenzen Stock Exchange Composite Index</i> April 2015 – Februari 2016.....	9
Gambar 1.4. Fluktuasi Indeks Saham Syariah di Indonesia, Malaysia, dan Tiongkok periode Agustus 2007 sampai Agustus 2016 (dalam <i>US Dollar</i> ) .....	12
Gambar 2.1. Model Penelitian Kointegrasi antar Pasar Saham Syariah Tiongkok ( <i>MICN</i> ), Indonesia ( <i>MIID</i> ), dan Malaysia ( <i>MIMY</i> ) serta <i>Contagion Effect</i> yang disebabkan oleh <i>Economic Slowdown</i> di Tiongkok.....	74
Gambar 2.2. Skema Operasional Penelitian.....	75
Gambar 4.1 Hubungan Jangka Pendek antar Variabel berdasarkan estimasi <i>Vector Error Corection Model (Pra-Shock)</i> . .....	124
Gambar 4.2. Hubungan Jangka Pendek antar Variabel berdasarkan estimasi <i>Vector Error Correction Model (saat Shock)</i> .....	128
Gambar 4 3 Hasil Uji Stabilitas <i>VECM (Pra-Shock)</i> dengan <i>AR Roots Graph</i> .....	131
Gambar 4.4 Hasil Uji Stabilitas <i>VECM (saat Shock)</i> dengan <i>AR Roots Graph</i> .....	133
Gambar 4.5. Simulasi <i>Impulse Response Function</i> : Respons <i>MICN</i> terhadap <i>Shock</i> dari Variabel Lain (Periode <i>Pra-Shock</i> ).....	145
Gambar 4.6. Simulasi <i>Impulse Response Function</i> : Respons <i>MIMY</i> terhadap <i>Shock</i> dari Variabel Lain (Periode <i>Pra-Shock</i> ) .....	146

Gambar 4.7. Simulasi <i>Impulse Response Function</i> : Respons MIID terhadap <i>Shock</i> dari Variabel Lain (Periode Pra- <i>Shock</i> ).....	147
Gambar 4.8. Simulasi <i>Impulse Response Function</i> : Respons MICN terhadap <i>Shock</i> dari Variabel Lain (Periode saat <i>Shock</i> ).....	148
Gambar 4.9. Simulasi <i>Impulse Response Function</i> : Respons MIMY terhadap <i>Shock</i> dari Variabel Lain (Periode saat <i>Shock</i> ).....	149
Gambar 4.10. Simulasi <i>Impulse Response Function</i> : Respons MIID terhadap <i>Shock</i> dari Variabel Lain (Periode saat <i>Shock</i> ).....	151

## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran A: Uji <i>Unit Root</i> .....	182
Lampiran B: Uji <i>Lag Length</i> .....	186
Lampiran C: Penentuan Spesifikasi Deterministik .....	187
Lampiran D: Uji <i>Johansen Cointegration</i> .....	188
Lampiran E: Estimasi VECM .....	190
Lampiran F: Nilai <i>AR Root Table</i> .....	193
Lampiran G: Bagan <i>AR Root Graph</i> .....	194
Lampiran H: Pengukuran Nilai Korelasi Residual.....	195
Lampiran I: Uji <i>Granger Causality</i> .....	196
Lampiran J: Simulasi <i>Impulse Response Function</i> .....	197
Lampiran K: Analisis <i>Variance Decomposition</i> .....	199

# **BAB I**

## **PENDAHULUAN**

### **1.1. Latar Belakang Masalah**

Sebagai negara dengan perekonomian terbesar kedua di dunia, Tiongkok memiliki pertumbuhan ekonomi yang termasuk salah satu paling pesat, bahkan dalam kurun waktu 1978 - 2015 negara tersebut memiliki rata-rata GDP berbasis *Year-on-Year* sebesar 9,74%. Di beberapa waktu pertumbuhan GDP YoY Tiongkok bahkan mencapai dua digit. Menurut Arslanap *et al.*, (2016), kebangkitan ekonomi Tiongkok ini telah membawa negara tersebut menjadi pemain kunci dalam perekonomian global. Hal tersebut dapat dilihat dari kontribusinya terhadap pertumbuhan ekonomi dunia yang hampir selalu meningkat sejak tahun 2000, dan pada saat yang sama pula nilai ekspor Tiongkok meningkat secara drastis yaitu yang tadinya 3% menjadi 9% dari total ekspor dunia, serta 9% menjadi 22% dari total nilai ekspor di Asia.

Tiongkok sendiri memiliki peranan yang vital dalam konteks perdagangan internasional. Selain karena Tiongkok memiliki nilai ekspor yang besar, negara ini juga merupakan salah satu negara importir utama dunia. Bahkan dalam kurun waktu 2010 – 2014, Tiongkok telah menjelma sebagai negara konsumen komoditas terbesar dengan mitra impor utama Tiongkok berupa negara-negara ASEAN yang mana komposisinya ialah sebesar 12% dari total nilai impor Tiongkok (3% diantaranya disumbang oleh Malaysia).

Tiongkok saat ini sedang mengalami perlambatan ekonomi (*economic slowdown*) yang telah dimulai sejak tahun 2011 akibat dari adanya proses *rebalancing* ekonomi di negeri Tirai Bambu itu. GDP Tiongkok pada tahun 2015 yaitu sebesar 6,9% lebih rendah dibanding rata-rata GDP nya sejak reformasi ekonomi yang dicanangkan pada tahun 1978 yaitu sebesar 9,73%, bahkan tingkat GDP 2015 tersebut merupakan yang terendah semenjak 25 tahun terakhir dimana GDP Tiongkok pada tahun 1990 adalah sebesar 3,9%. Untuk mengetahui tren *slowdown* di Tiongkok, maka disajikan tabel data historis GDP Tiongkok tahun 2010 – 2015 berikut ini:

**Tabel 1.1.**  
**GDP YoY Tiongkok 2010 - 2015**

No.	Tahun	GDP
1	2010	10,63%
2	2011	9,53%
3	2012	7,85%
4	2013	7,75%
5	2014	7,3%
6	2015	6,9%

*Sumber: Data World Bank*

Pada Tabel 1.1., dapat dilihat bahwa sejak tahun 2011 hingga tahun 2015, pertumbuhan ekonomi Tiongkok terus menurun yang mana hal ini mengindikasikan adanya *Economic Slowdown* di negara itu. *Slowdown* yang terjadi itu diakibatkan oleh berbagai faktor. Menurut Arslanalp *et al.*, (2016), Tiongkok sedang mengalami transisi model pertumbuhan ekonominya dari yang sebelumnya berbasis ekspor dan investasi

menuju berbasis jasa dan konsumsi. Transisi ini dilakukan mengingat setelah krisis *Subprime Mortgage* tahun 2008, pemulihan ekonomi di negara-negara maju (terutama negara yang menjadi tujuan utama ekspor Tiongkok seperti Amerika Serikat dan Uni Eropa) kurang menggembirakan sehingga membuat Tiongkok melakukan restrukturisasi model pertumbuhan ekonominya yang selama ini terlalu mengandalkan ekspor dan investasi. Tentunya proses transisi memicu terjadinya penurunan pertumbuhan ekonomi sebab selama ini Tiongkok telah bergantung pada dua sektor tersebut, sehingga pemerintah Tiongkok perlu melakukan penyesuaian dengan mendorong permintaan domestik dan jasa.

Menurut Weidong *et al.* (2015), perusahaan-perusahaan Tiongkok tidak mampu lagi menopang volume ekspor karena terkendala oleh kapasitas produksinya yang bermasalah. Perusahaan-perusahaan tersebut juga mengalami penurunan profitabilitas yang diakibatkan oleh nilai ekspornya yang menurun dan biaya faktor produksi yang semakin meningkat. Sementara, rasio utang pemerintah dan swasta terus bertambah akibat stimulus yang diberikan oleh pemerintah kepada pihak swasta untuk memperbaiki kinerja keuangan. Padahal berdasarkan pernyataan Fisher (1933), ia mengungkapkan bahwa penyebab utama dari terjadinya depresi ekonomi adalah karena kesalahan dalam pengambilan kebijakan keuangan yang menimbulkan utang terlampau besar (*over-indebtedness*) serta adanya deflasi pada harga asset yang timbul setelahnya.

Hal-hal tersebut akhirnya memicu pemerintah Tiongkok mengambil langkah yang dinilai tepat untuk memproteksi perekonomian negaranya. Salah satu cara yang dilakukan ialah dengan melakukan devaluasi mata uang Renmibi pada bulan Agustus

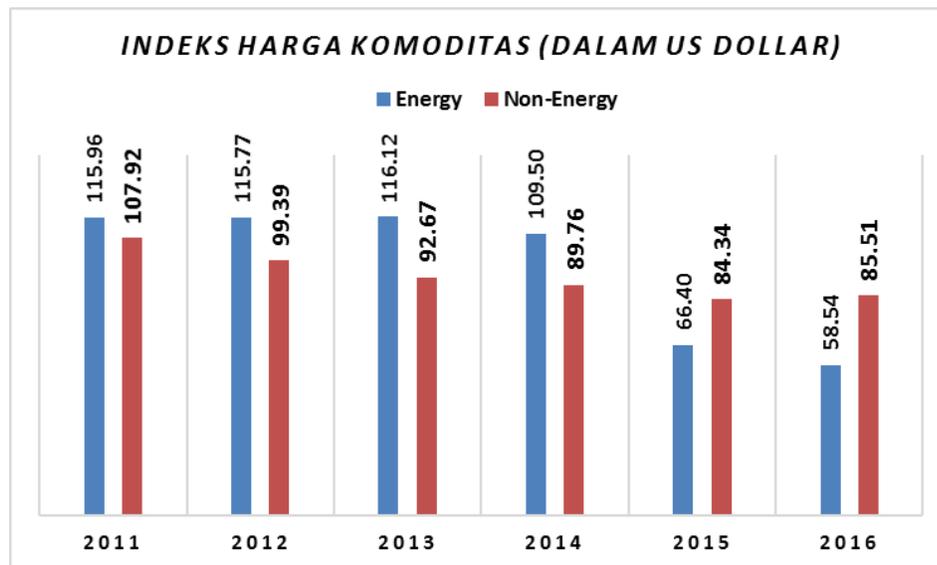
2015. Hal ini tentu bertujuan untuk mendorong nilai ekspor Tiongkok disamping untuk melakukan internasionalisasi mata uang Renmibi. Akan tetapi, pada saat pemerintah mengeluarkan kebijakan devaluasi Renmibi, justru memunculkan risiko ketidakstabilan dalam pasar keuangan yang memicu terjadinya *panic selling*. Pasar khawatir bahwa negara-negara lain akan mengambil kebijakan yang sama untuk melakukan penyesuaian. Selain itu, devaluasi yang dilakukan juga dipersepsikan bahwa situasi perekonomian Tiongkok sudah berada pada fase yang mengkhawatirkan sejalan dengan perlambatan investasi dan ekspor negara tersebut. Oleh karena itu, pada saat *The People's Bank of China* (PBOC) mengeluarkan kebijakan devaluasi *Chinese Yuan Renmibi* (CNY) sebesar 1,9% pada tanggal 11 Agustus 2015, hanya berselang dua hari, tercatat Renmibi merosot nilainya hingga titik terendah sejak tahun 2012, dimana Renmibi terdepresiasi 3,5% terhadap Dollar AS. Selain itu, beberapa mata uang negara-negara lain terdepresiasi cukup dalam, termasuk Rupiah (Indonesia) yang terkoreksi hingga 0,42% ke level Rp 13.607 per Dollar AS. Ini adalah titik terendah sejak tujuh belas tahun terakhir disaat itu. Begitupun dengan Ringgit (Malaysia) yang anjlok hingga mencapai ke posisi terendahnya sejak tahun 1998.

Implikasi lain dari kebijakan devaluasi Renmibi adalah mitra-mitra dagang Tiongkok seperti negara-negara ASEAN dan Timur Tengah pun merasakan dampaknya, terutama Indonesia, Malaysia, dan Arab Saudi. Bagi negara-negara tersebut, Tiongkok merupakan pasar terbesar dari ekspor komoditas mereka. Oleh karena itu, ketika Tiongkok mengeluarkan kebijakan devaluasi maka impor negara tersebut pun menurun yang kemudian berimplikasi langsung pada harga dari sebagian

besar komoditas dunia yang terus mengalami penurunan, termasuk minyak mentah. Menurut Constantinescu, Mattoo, dan Ruta (2016), kejadian penurunan yang tajam pada harga komoditas baru-baru ini memang lebih diakibatkan oleh tingkat pertumbuhan yang melambat di Tiongkok, sehingga telah menurunkan permintaan impor untuk negara berkembang. Untuk melihat tren penurunan harga sebagian besar komoditas dunia, maka berikut disajikan data tahunan indeks harga komoditas (riil), baik dari sektor energi maupun sektor non-energi:

**Gambar 1.1.**

**Data Tahunan Indeks Harga Komoditas Dunia 2011-2016 (Riil)**



*Sumber: Data World Bank yang telah di olah*

Berdasarkan Gambar 1.1. dapat dilihat bahwa indeks harga komoditas untuk sektor energi telah turun dari USD 115,96 (tahun 2011) menjadi USD 58,54 (tahun

2016) atau turun sebesar 198%, sedangkan untuk sektor non-energi telah turun dari 107,92 (tahun 2011) menjadi 85,51 (tahun 2016) atau turun sebesar 126,2%. Menurut laporan Setkab RI (2015), Penurunan permintaan dari Tiongkok dalam beberapa tahun terakhir memang telah menekan ekspor Indonesia, terutama pada komoditas pertambangan, migas, serta perkebunan. Padahal, Tiongkok dalam beberapa tahun ini merupakan pasar utama ekspor Indonesia.

Penurunan harga komoditas juga diiringi oleh penurunan harga minyak mentah dunia yang kemudian mengakibatkan efek domino terutama pada perekonomian negara-negara pengekspor minyak. Menurut laporan PEKKI Bank Indonesia Triwulan-4 tahun 2015, dinyatakan bahwa pada akhir Triwulan ke-4 tahun 2015, harga minyak *Brent* dan WTI masing-masing ditutup pada level USD 35,75 dan USD 37,04 per barel, menurun jika dibandingkan dengan harga pada akhir Triwulan-3 2015 (saat itu harga Brent USD 47,13 dan harga WTI USD 45,09 per-barel).

Pelemahan harga minyak global masih terus berlanjut dengan dipengaruhi oleh peningkatan suplai yang terjadi di tengah masih lemahnya permintaan akibat *economic slowdown*. Disisi lain, suplai minyak meningkat sejalan dengan keputusan OPEC yang mempertahankan jumlah produksi, tercapainya kesepakatan nuklir Iran, dan masih meningkatnya persediaan minyak AS. Harga minyak yang rendah ini juga masih terus terjadi di tahun 2016. Untuk memahami secara lebih jelas mengenai tren penurunan harga minyak mentah dunia saat gejolak ekonomi Tiongkok, maka berikut disajikan grafik tren penurunan harga minyak mentah yang diproksikan dengan WTI:

**Gambar 1.2.**  
**Tren Penurunan Harga Minyak Mentah (WTI)**  
**Periode Januari 2014 hingga Januari 2016**



*Sumber: Data Bloomberg Database Terminal yang telah diolah*

Berdasarkan Gambar 1.2. dapat dilihat bahwa telah terjadi penurunan yang dalam pada harga minyak mentah dunia WTI sepanjang Januari 2014 sampai dengan Januari 2016. Harga minyak mentah WTI yang sebelumnya sebesar Rp. 1,160,550.3/barel pada 2 Januari 2014 turun menjadi sebesar Rp. 513,353.375/barel pada 4 Januari 2016, atau dengan kata lain menurun sebesar 55%. Dengan adanya kejatuhan harga komoditas maupun minyak mentah tersebut tentu berdampak pada penilaian pasar terhadap investasinya di negara-negara berkembang seperti yang disebutkan sebelumnya. Salah satu dampak dari gejolak ekonomi Tiongkok ini yaitu arus dana masuk (*capital inflow*) di negara-negara tersebut mengalami penurunan secara tajam. Penyebabnya ialah pelaku pasar mempersepsikan bahwa perekonomian

di negara-negara *emerging markets* seperti Indonesia dan Malaysia sangat beresiko karena terpapar oleh sentimen negatif Tiongkok, sehingga rentan sekali bagi mereka untuk menanamkan modalnya disana. Hal ini diperkuat oleh laporan dari Lembaga Penjamin Simpanan per Agustus 2015, dinyatakan bahwa kebijakan devaluasi Renmibi menimbulkan tekanan yang signifikan terhadap valas, saham, dan surat utang pada bulan Juli - Agustus 2015, disisi lain pasar keuangan Malaysia juga menghadapi tekanan berat akibat kombinasi kejatuhan harga minyak.

Gejala tekanan terhadap pasar saham tersebut sebenarnya telah dimulai sejak 12 Juni 2015 dimana telah terjadi pecahnya gelembung pasar saham (*Stock Markets Bubble*) Tiongkok. Dalam kurun waktu 12 Juni hingga 26 Agustus 2015, telah terjadi penurunan yang sangat dalam pada indeks Shanghai sebesar 43,4%. Salah satu penyebab kejatuhan tersebut adalah karena adanya stimulus yang diberikan pemerintah Tiongkok pada kuartal I 2015 terhadap perusahaan-perusahaan Tiongkok dalam rangka menghadapi lesunya indeks saham dan perekonomian di negara itu. Tentunya stimulus yang diberikan dalam jumlah besar ini telah menimbulkan utang yang terlampau besar pula. Meskipun kinerja sejumlah emiten Tiongkok mengalami akselerasi, namun dengan semakin membengkaknya utang tersebut tentu akan menimbulkan resiko yang besar. Keadaan ekonomi Tiongkok dan dunia semakin dinilai tidak menentu pada saat dikeluarkannya kebijakan devaluasi Renmibi yang memicu kekhawatiran investor, sehingga aksi jual beli di bursa pun semakin massif.

Berdasarkan laporan PEKKI Bank Indonesia triwulan III tahun 2015, dinyatakan bahwa memang indeks saham Tiongkok terus mengalami kontraksi.

Koreksi tajam terjadi pada *Shanghai Stock Exchange Composite Index* dan *Shenzen Stock Exchange Composite Index* di akhir September 2015. Pelemahan dari tiap indeks sejak titik tertingginya pada Juni 2015 hingga kuartal 1 2016 ialah sebesar 47%. Untuk lebih jelas, berikut ini disajikan grafik tren fluktuasi bursa Shanghai dan Shenzen:

**Gambar 1.3.**  
**Fluktuasi *Shanghai Stock Exchange Composite Index* dan *Shenzen Stock Exchange Composite Index* April 2015 – Februari 2016**



*Sumber : Data Bloomberg Terminal yang telah diolah*

Gambar 1.3. memperlihatkan terjadinya tren penurunan indeks Shanghai maupun Shenzen sejak pecahnya gelembung saham per 12 Juni 2015 dan terus berlanjut hingga Triwulan I 2016. Disamping itu rata-rata volatilitas indeks Shanghai mencapai 8,2% pada Agustus 2015. Dengan kondisi pasar yang cenderung terkoreksi

tersebut menimbulkan kepanikan di pasar saham Asia sehingga memicu aksi jual beli di lantai bursa. Akibatnya secara umum diduga terjadi efek domino dimana bursa-bursa Asia pun terkoreksi, salah satunya adalah Bursa Efek Indonesia melalui Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) nya yang melemah sebesar 11,9%.

Pada Desember 2016 indeks Shanghai menunjukkan tanda-tanda perbaikan, namun pada akhirnya di Triwulan I tahun 2016 pun pelemahan indeks Shanghai terus berlanjut seiring dengan rilis pertumbuhan GDP Tiongkok tahun 2015 yang terus melemah ke titik 6,9% yang merupakan titik pertumbuhan terendah sejak 25 tahun terakhir disaat itu. Dengan begitu dapat dilihat bahwa isu makro seperti *economic slowdown* di Tiongkok ini memiliki dampak yang luas terhadap turbulensi pasar saham global. Krichene (2013), pun mengatakan bahwa faktor makroekonomi memiliki dampak secara langsung terhadap pasar modal yang mana faktor-faktor makro yang dimaksud adalah GDP, lapangan kerja, tingkat harga, dan suku bunga

Perlambatan Ekonomi (*Economic Slowdown*) di Tiongkok memang telah membuat gejolak di kalangan investor pasar saham konvensional sehingga pergerakan di pasar saham syariah menjadi sedikit terabaikan. Padahal saham syariah sendiri memiliki *compliance* yaitu berupa batasan rasio utang dan tidak memperbolehkan usaha berbasis bunga. Kedua hal tersebut merupakan beberapa faktor kunci penyebab terjadinya *shock* perlambatan ekonomi di Tiongkok. Selain itu, saham syariah mensyaratkan tidak boleh adanya jual beli risiko yang mengandung unsur ketidakpastian (*gharar*) serta bersih dari segala transaksi yang sifatnya manipulatif, suap (*risywah*), ataupun kecurangan.

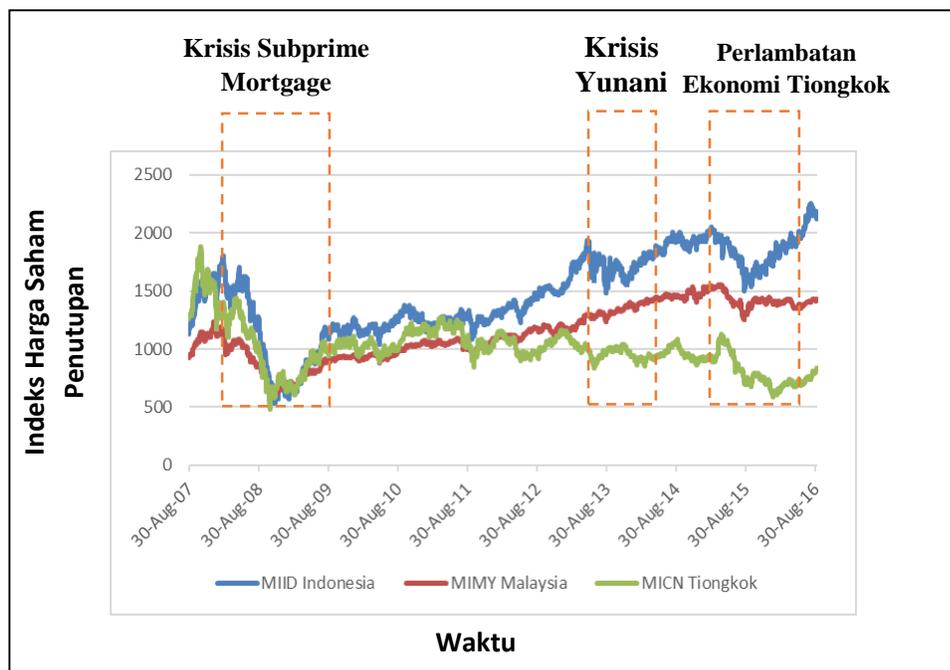
Hammoudeh *et al.* (2014) menyatakan bahwa tahun-tahun belakangan ini telah menunjukkan pertumbuhan yang signifikan dalam industri keuangan syariah, khususnya di negara-negara Asia Tenggara dan Timur Tengah yang juga semakin diperkuat oleh kebangkitan setelah krisis keuangan global tahun 2008. Industri baru yang inovatif ini telah memberikan pandangan adanya alternatif di dalam intermediasi keuangan dunia. Pasar modal syariah juga telah memainkan peranan yang penting di dalam membingkai evolusi pada sistem keuangan global dan terus mengalami perkembangan secara pesat di dekade terakhir ini. Pasar modal syariah sendiri bukan lagi menjadi tren di kalangan umat muslim saja. Bahkan menurut Antonio, Hafidhoh, dan Fauzi (2013), mereka mengatakan bahwa perkembangan industri keuangan syariah dengan pertumbuhan 15% pertahunnya diseluruh dunia telah menarik sejumlah negara-negara liberal dan kapitalis untuk turut membuka layanan pasar modal syariah. Indonesia dan Malaysia sendiri selaku negara pengekspor komoditas dan memiliki hubungan dagang yang erat dengan Tiongkok termasuk ke dalam negara yang pasar saham syariah nya memiliki perkembangan paling pesat di dunia.

Dalam kasus perlambatan ekonomi Tiongkok, sebenarnya indeks saham syariah juga mengalami kontraksi. Namun, kontraksi yang terjadi tidak lebih dalam jika dibandingkan dengan krisis *subprime mortgage* tahun 2008. Jika diambil contoh yaitu indeks saham syariah Indonesia, Malaysia, dan Tiongkok maka dapat dilihat bahwa ketiga indeks membentuk *pattern* yang sama dalam grafik pergerakan harga saham di saat terjadinya dua krisis keuangan dan satu perlambatan ekonomi. Berikut ini adalah grafik yang menunjukkan adanya fluktuasi di pasar saham syariah ketiga

negara dengan menggunakan MSCI (*Morgan Stanley Capital International*) *Islamic Index*:

**Gambar 1.4.**

**Fluktuasi Indeks Saham Syariah di Indonesia, Malaysia, dan Tiongkok periode Agustus 2007 sampai Agustus 2016 (dalam US Dollar)**



*Sumber: Data Bloomberg Terminal yang telah diolah*

Pada Gambar 1.4 dapat dilihat bahwa ketiga *shock* yaitu krisis *subprime mortgage*, krisis utang Yunani (*Eurozone Debt Crisis*), dan perlambatan ekonomi (*Economic Slowdown*) Tiongkok telah menyebabkan koreksi yang cukup dalam pada indeks saham syariah. Selain itu, jika diperbandingkan antara ketiga *shock* tersebut, maka dapat dilihat bahwa krisis *Subprime Mortgage* adalah *shock* yang paling

memberikan imbas terhadap pasar saham syariah Indonesia, Malaysia, dan Tiongkok dengan terkoreksinya indeks saham syariah ketiga negara tersebut secara tajam dan dalam waktu yang relatif singkat. Di sisi lain, pada saat terjadinya krisis utang Yunani dan *economic slowdown* (perlambatan ekonomi) Tiongkok, pelemahan indeksnya relatif lebih rendah. Namun, yang perlu dicatat ialah indeks harga saham syariah ketiga negara cenderung membentuk *pattern* yang sama sepanjang waktu, terutama pada saat terjadinya *shock* di tiga krisis. Hal tersebut memunculkan dugaan adanya integrasi antar pasar saham syariah di tiga negara tersebut.

Menurut Pratama (2016), dijelaskan bahwa integrasi pasar saham dapat diartikan bahwa bursa saham yang terintegrasi itu tidak memiliki hambatan dan memberikan akses yang tak terbatas kepada para investor untuk memiliki atau melakukan transaksi jual beli sekuritas di pasar saham. Sedangkan menurut Armanious (2007), pasar modal dikatakan terintegrasi dengan pasar modal lainnya jika mereka memiliki hubungan yang seimbang secara berkelanjutan. Dengan kata lain, adanya *Co-Movement* antar pasar modal mengindikasikan adanya integrasi antar pasar modal. Adanya integrasi akan membuat stabilitas sistem keuangan antar negara yang terintegrasi itu menjadi saling mempengaruhi.

Menurut Trihadmini (2011), globalisasi keuangan dengan segala dimensi kompleks yang ada didalamnya, merupakan salah satu faktor eksternal yang mempengaruhi stabilitas sistem keuangan. Implikasi dari adanya globalisasi keuangan ini ialah semakin besarnya *international risk-sharing* melalui instrumen-instrumen keuangan. Dalam hal ini, tingkat integrasi pada dasarnya bisa digunakan untuk

dijadikan pertimbangan mengatur stabilitas keuangan bagi masing-masing negara. Selain dapat digunakan untuk mengatur stabilitas sistem keuangan, integrasi ini juga dapat dimanfaatkan untuk meningkatkan efisiensi dan menciptakan iklim yang kompetitif demi terwujudnya kesejahteraan setiap negara.

Jika suatu hubungan integrasi tidak diatur dengan baik, maka stabilitas sistem keuangan bisa saja terganggu sewaktu-waktu, mengingat stabilitas ini begitu sensitif terpapar oleh banyak faktor, sehingga mudah berubah menjadi dis-stabilitas yang berpotensi menjadi krisis keuangan. Seperti dalam penelitian ini, dapat dilihat bahwa berdasarkan Gambar 1.4, dimana pada saat terjadinya *economic slowdown* di Tiongkok terutama pada bulan Juni 2015 ketika terjadinya *stock market bubble* dan pada bulan Agustus 2015 saat dikeluarkannya kebijakan devaluasi Renmibi, indeks saham syariah Tiongkok mengalami turbulensi. Turbulensi di dalam indeks saham syariah Tiongkok itu akhirnya diikuti oleh pelemahan indeks saham syariah Indonesia dan Malaysia. Pelemahan yang terjadi didalam indeks saham syariah Indonesia, Malaysia, dan Tiongkok secara sekaligus tersebut memunculkan dugaan terjadinya *Contagion Effect*. Hal ini dikarenakan pada saat terjadi aksi jual beli di pasar saham syariah Tiongkok, ternyata indeks-indeks saham negara lain terutama di kawasan Asia, khususnya Indonesia dan Malaysia juga terpapar oleh pengaruh negatif Tiongkok, sehingga aksi jual beli di lantai bursa semakin massif.

Dalam penelitian yang dilakukan oleh Pritsker (2000), *Contagion* terjadi ketika *shock* dari satu atau sekelompok pasar, negara, atau lembaga, menyebar ke pasar lain, atau negara, atau lembaga. Lalu, menurut Dornbusch, Park, dan Claessens (2000),

*Contagion* mengacu pada penyebaran gangguan dari satu negara ke negara yang lain, yang mana proses diamati melalui *co-movements* yang ada di dalam *exchange rate*, harga saham, *spread sovereign*, dan arus modal. Penyebab fundamental dari efek *contagion* meliputi *shock* makroekonomi yang memiliki dampak guncangan skala internasional dan lokal yang ditransmisikan melalui hubungan perdagangan, devaluasi yang kompetitif, perilaku investor, likuiditas, asimetri informasi, miskordinasi, dan hubungan keuangan.

Beberapa penelitian telah dilakukan untuk menguji Integrasi maupun *Contagion Effect* antar pasar saham. Salah satunya adalah penelitian yang dilakukan oleh Kabir, Dewandaru, dan Masih (2013) yang meneliti tentang integrasi pasar saham syariah secara global dengan teknik data runtun waktu. Hasil penelitian cenderung mengindikasikan bahwa pasar saham syariah yang dipilih sebagai variabel secara bersamaan terhubung oleh hubungan kointegrasi dimana pasar saham syariah Eropa sebagai pasar yang paling mempengaruhi dan selanjutnya adalah pasar saham Britania Raya. Studi ini juga cenderung mengindikasikan bahwa krisis keuangan dapat mempengaruhi investasi di pasar saham syariah.

Hasil penelitian Kabir, Dewandaru, dan Masih itu diperkuat lagi oleh Siskawati (2011) yang menguji interkoneksi bursa saham syariah Indonesia dengan beberapa bursa saham syariah kawasan global lainnya. Dengan menggunakan metode *Johansen-Cointegration Test*, Siskawati mendapatkan hasil bahwa terdapat hubungan ekuilibrium jangka panjang antara JAKISL (*Jakarta Islamic Index*), KLSI (*Kuala*

*Lumpur Syariah Index*) dan DJIM (*Dow Jones Islamic Markets Index*) yang dapat juga diartikan sebagai adanya kointegrasi antara variabel-variabel tersebut.

Ikrima dan Muharam (2014), dalam penelitiannya yang menganalisis dampak krisis di Yunani terhadap pergerakan harga saham syariah di Indonesia, Malaysia, Amerika Serikat, dan Eropa juga mendapatkan hasil bahwa terdapat kointegrasi dan *contagion effect* yang berpengaruh terhadap pergerakan harga saham syariah di empat wilayah saat krisis Yunani terjadi. Penelitian ini sendiri menggunakan data indeks harga saham penutupan mingguan dari keempat wilayah dan menggunakan metode VAR. Penelitian tersebut semakin diperkuat oleh penelitian dari Lee (2012), dimana ia mendapatkan hasil bahwa terdapat efek *contagion* pada satu, tiga, dan enam bulan setelah terjadinya krisis *subprime mortgage* pada tahun 2007 di pasar saham syariah internasional

Hasil yang berbeda terdapat pada penelitian Hussin (2013) tentang integrasi pasar saham syariah global, Malaysia, dan Indonesia. Dalam penelitian tersebut dinyatakan bahwa secara jangka panjang FBMES (Bursa Malaysia) tidak terintegrasi dengan JAKISL (Bursa Indonesia), begitu juga dengan DJIM (Bursa Global). Kemudian berdasarkan uji Granger-Causality ditunjukkan bahwa return JAKISL dan DJIM didorong oleh return FBMES secara jangka pendek.

Karim, Kassim, dan Arip (2010), dalam penelitiannya yang menginvestigasi kointegrasi antar pasar saham syariah Indonesia, Malaysia, Kuwait, Turki, Jepang, Britania Raya, dan Amerika Serikat juga mendapatkan hasil yang cenderung sama seperti Hussin, *et al.* (2013), dimana mereka tidak menemukan bukti adanya

kointegrasi antara pasar saham syariah di periode sebelum dan saat terjadinya krisis Subprime Mortgage. Dengan demikian, krisis *subprime mortgage* tahun 2007 tampaknya tidak mempengaruhi *co-movement* jangka panjang antar pasar saham syariah. Penelitian ini sendiri menggunakan metode ARDL dan VECM.

Penelitian yang dilakukan oleh Majdoub dan Mansour (2014) juga mendapatkan hasil bahwa pasar saham syariah negara berkembang dan pasar saham syariah Amerika Serikat memiliki korelasi yang lemah dari waktu ke waktu. Selain itu, tidak ditemukan bukti yang mendukung bahwa pasar modal syariah Amerika Serikat memberikan efek *spillover* terhadap pasar modal syariah negara berkembang

Menurut Kenourgios, Naifar, dan Dimitriou (2016), dalam penelitiannya yang menginvestigasi efek penularan dari krisis keuangan global 2008 dan *Eurozone Debt Crisis* terhadap pasar ekuitas dan obligasi syariah, didapatkan hasil bahwa tidak ada efek penularan antara indeks pasar saham konvensional, pasar saham syariah, dan sukuk. Namun, penelitian ini justru mendukung hipotesis adanya *Decoupling* dalam sekuritas syariah. Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah Univariat APARCH-A-DCC, sedangkan data yang digunakan ialah harga penutupan harian indeks saham syariah dari berbagai pasar negara maju dan berkembang dan indeks obligasi syariah (sukuk), meliputi periode dari 1 Juni 2007 hingga 1 Maret 2015.

Penelitian Kenourgios, Naifar, dan Dimitriou diperkuat lagi oleh studi yang dilakukan Aimprasittichai, Suppakittiwong, dan Karlsson (2015), dalam penelitiannya mereka tidak menemukan bukti bahwa pasar saham syariah Amerika Serikat memberikan pengaruh terhadap pasar saham syariah Indonesia dan Filipina pada

periode sebelum dan saat terjadinya krisis *subprime mortgage* 2008. Selain itu, Dewandaru *et al.*, (2014) menemukan bahwa pada saat terjadinya krisis tidak terdapat hubungan integrasi antar pasar saham syariah yang menjadi variabel penelitiannya. Namun, ia menemukan *contagion effect* yang terjadi di dalam pasar saham syariah saat terjadinya periode guncangan krisis *Subprime Mortgage*. Guncangan ditransmisikan melalui hubungan yang signifikan. Penelitian ini menggunakan data pasar saham syariah dari kawasan yang berbeda-beda (Asia Pasifik, Britania Raya, Amerika Serikat, dan Eropa) antara tahun 1996 dan 2012 dengan metode Wavelet serta multivariat GARCH.

Berdasarkan penelitian-penelitian terdahulu yang telah dipaparkan sebelumnya, maka dapat dilihat bahwa terdapat *research gap* antar hasil penelitian. Seperti yang ditunjukkan dalam penelitian yang dilakukan oleh Siskawati (2011), Kabir, Dewandaru, dan Masih (2013), serta Ikrima dan Muharam (2014), mereka menerangkan bahwa dalam penelitiannya, antar pasar saham syariah yang menjadi variabel penelitiannya (ketiga penelitian memasukkan Indonesia, Malaysia, dan kawasan Asia Pasifik sebagai variabelnya) memiliki hubungan integrasi atau hubungan keseimbangan jangka panjang. Sedangkan, hasil yang berbeda didapat oleh Hussin, *et al.* (2013), Karim, Kassim, dan Arip (2011), Majdoub dan Mansour (2014), Dewandaru (2014), serta Kenourgios, Naifar, dan Dimitriou (2016) yang mana menurut hasil penelitian para peneliti tersebut yaitu tidak terdapat hubungan integrasi antar pasar saham syariah yang menjadi variabel penelitiannya (sebagian besar variabel

penelitiannya adalah pasar saham syariah Indonesia, Malaysia, Amerika Serikat, dan negara Asia lainnya).

Selain itu, Ikrima dan Muharam (2014), Dewandaru (2014), serta Lee (2012), juga menyatakan bahwa terdapat *contagion effect* dalam pasar saham syariah selama terjadinya *shock* berupa krisis utang Yunani dan krisis *Subprime Mortgage*. Sedangkan, hasil berbeda kembali didapatkan oleh Aimprasittichai, Suppakittiwong, dan Karlsson (2015), Karim, Kassim, dan Arip (2011) serta Kenourgious, Naifar, dan Dimitriou (2016), dimana peneliti-peneliti tersebut tidak menemukan bukti adanya *contagion effect* di dalam pasar saham syariah saat terjadinya *shock* berupa krisis *subprime mortgage* maupun krisis utang Yunani.

Atas uraian-uraian permasalahan yang telah dipaparkan sebelumnya, dan adanya ketidakkonsistenan hasil dari penelitian-penelitian terdahulu, serta masih sangat jarangya penelitian yang membahas mengenai integrasi dan *contagion effect* dalam pasar saham syariah dengan *shock* berupa *economic slowdown* di Tiongkok, maka peneliti memilih untuk melakukan penelitian mengenai **“Integrasi Pasar Saham Syariah dan *Contagion Effect* dari Gejolak *Economic Slowdown* di Tiongkok (Studi Empiris pada Indeks Saham Syariah Indonesia, Malaysia, dan Tiongkok dalam periode 2007-2016)”** untuk menganalisis keberadaan integrasi dan *Contagion Effect* antara satu indeks saham syariah dengan indeks saham syariah yang lainnya di saat terjadinya perlambatan ekonomi Tiongkok.

## 1.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan fenomena di pasar saham syariah, *research gap* yang telah dipaparkan dalam latar belakang masalah, dan jaranganya penelitian mengenai kointegrasi dan *contagion effect* di pasar saham syariah, serta belum ditemukannya penelitian mengenai kointegrasi dan *contagion* dengan menggunakan *shock* berupa perlambatan ekonomi (*Economic Slowdown*), maka penulis merumuskan pertanyaan penelitian yang nantinya dijadikan acuan dalam kajian penelitian ini, yaitu:

1. Apakah terdapat hubungan integrasi antar pasar saham syariah Tiongkok (MICN), Indonesia (MIID), dan Malaysia (MIMY) pada periode sebelum terjadinya gejala *Economic Slowdown* di Tiongkok?
2. Apakah terdapat hubungan integrasi antar pasar saham syariah Tiongkok (MICN), Indonesia (MIID), dan Malaysia (MIMY) pada periode saat terjadinya gejala *Economic Slowdown* di Tiongkok?
3. Apakah terdapat *contagion effect* terhadap indeks saham syariah Tiongkok (MICN), Indonesia (MIID), dan Malaysia (MIMY) saat terjadinya gejala *economic slowdown* di Tiongkok?
4. Apakah terdapat pasar saham syariah yang memiliki hubungan *bidirectional causality* (kausalitas umpan balik / dua arah)?

## 1.3. Tujuan dan Kegunaan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Menganalisis kointegrasi antara pasar saham syariah Indonesia (MIID), Malaysia (MIMY), dan Tiongkok (MICN) sebelum terjadinya gejala *economic slowdown* Tiongkok
2. Menganalisis kointegrasi antara pasar saham syariah Indonesia (MIID), Malaysia (MIMY), dan Tiongkok (MICN) saat terjadinya gejala *economic slowdown* di Tiongkok
3. Menganalisis *contagion effect* antara pasar saham syariah Indonesia (MIID), Malaysia (MIMY), dan Tiongkok (MICN) saat terjadinya gejala *economic slowdown* di Tiongkok
4. Menganalisis eksistensi hubungan *bidirectional causality* di dalam pasar saham syariah Indonesia (MIID), Malaysia (MIMY), dan Tiongkok (MICN)

#### **1.4. Manfaat Penelitian**

Sedangkan manfaat dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

##### **1.4.1. Manfaat Praktis**

###### **a) Bagi Regulator:**

Hasil penelitian ini dapat dijadikan referensi bagi regulator dalam mengatur stabilitas keuangan domestik sehingga apabila terjadi *shock* dalam kawasan tertentu yang memiliki hubungan dagang/ekonomi ataupun dekat secara geografis maka regulator dapat responsif melakukan koordinasi dan merancang strategi untuk tidak terpapar sentimen negatif dari pasar

b) Bagi Investor:

Informasi tentang integrasi antar pasar saham syariah merupakan salah satu kunci penentu keberhasilan bagi investor, *fund manager*, dan pelaku pasar lainnya yang berusaha untuk mendiversifikasi investasi mereka. Dalam konteks penganggaran modal, ada dampak yang jelas dari integrasi keuangan pada aksesibilitas modal untuk perusahaan individual.

c) Bagi Penulis:

Penelitian ini bertujuan untuk memperluas wawasan penulis mengenai konsep yang dijadikan topik penelitian dan sebagai perwujudan dari pengaplikasian ilmu yang didapat selama perkuliahan

#### **1.4.2. Manfaat Teoritis**

Hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi sumber referensi bagi para akademisi dan pihak-pihak terkait dibidang pendidikan terlebih pada investasi dan keuangan untuk memperluas wawasan mengenai fenomena dampak perlambatan ekonomi Tiongkok dan pengaruhnya terhadap integrasi pada indeks saham syariah di Tiongkok, Indonesia, dan Malaysia.

## **1.5. Sistematika Penulisan**

Untuk mendapatkan gambaran yang jelas mengenai penelitian maka disusunlah sistematika penulisan yang berisi informasi mengenai materi yang disusun berdasarkan bab demi bab. Adapun sistematika penulisan tersebut sebagai berikut:

### **Bab I Pendahuluan**

Bab ini menguraikan tentang latar belakang masalah mengenai *economic slowdown* di Tiongkok dan pengaruhnya terhadap pergerakan pasar saham syariah internasional, perumusan masalah, tujuan dan manfaat penelitian, serta sistematika penulisan

### **Bab II Tinjauan Pustaka**

Bab ini berisi tentang landasan teori dan penelitian terdahulu dari topik tersebut sebagai acuan dasar teori dan analisis. Dalam bab ini juga dikemukakan: Teori *Market Integration*, *Contagion Effect*, pasar saham syariah, Indeks saham syariah MSCI, diversifikasi internasional, implikasi faktor makroekonomi terhadap pergerakan pasar saham, kerangka pemikiran teoritis, skema operasional penelitian, dan hipotesis penelitian.

### **Bab III Metode Penelitian**

Membahas mengenai pengidentifikasian variabel penelitian serta penjelasan pemilihan variabel tersebut, gambaran populasi dan sampel yang digunakan dalam studi empiris,

serta jenis dan sumber data. Selain itu juga pada bab ini akan dikemukakan teknik pengambilan data, metode analisis data, dan tahapan dalam pengolahan data.

#### **Bab IV Hasil dan Pembahasan**

Bab ini berisi deskripsi obyek penelitian, hasil penelitian, dan pembahasan.

#### **Bab V Penutup**

Bab ini menguraikan kesimpulan, keterbatasan penelitian, dan saran.