

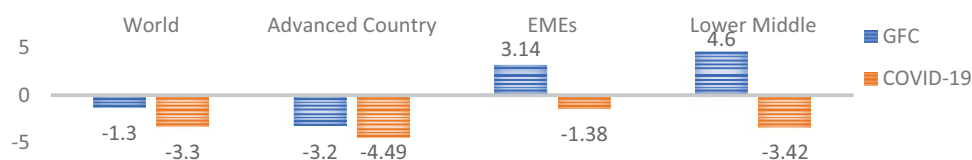
BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Penyebaran CoronaVirus Disease-2019 (COVID-19) mendisrupsi aktivitas ekonomi, sosial, keagamaan, dan tentunya kesehatan masyarakat secara signifikan (Abdullahi, 2021; International Monetary Fund, 2020). Per 12 April 2022, terjadi 497,9 juta kasus kumulatif dengan 6,18 juta kasus kematian (WHO 2022). Hanya dalam tiga bulan, wabah ini telah menjangkau 200 negara dan menjangkit jutaan manusia (Uddin et al. 2022). Kepanikan global terjadi semenjak kebijakan *lockdown* mulai diterapkan demi menekan cepatnya penyebaran COVID-19. Akibatnya, skala operasional perusahaan berkurang dan laba menurun, terjadi pemutusan hubungan kerja (PHK) yang menyebabkan pengangguran meningkat, daya beli menurun, dan memperdalam resesi ekonomi (Mazur et al., 2021).

Umumnya, resesi ekonomi menyebabkan penurunan produktivitas ekonomi secara jangka panjang (IMF, 2021). Jatuhnya sektor riil saat COVID-19 menyebabkan kontraksi GDP -3.3%, lebih dalam dibandingkan kontraksi GDP -1.3% akibat jatuhnya sektor moneter saat Krisis Keuangan Global 2009 (Gambar 1.1). Lebih lanjut, dampak krisis COVID-19 bervariasi terhadap kontraksi GDP di beberapa negara, *advanced economy* terkontraksi -4.49%, *lower-middle economy* terkontraksi -3.42%, dan *emerging economy* terkontraksi -1.38%. *Lower-middle economy* berisiko mengalami kendala pemulihan ekonomi dibandingkan *developed* dan *emerging economy*. Lebih lanjut, mutasi varian COVID-19 yang tidak terprediksi semakin menghambat pemulihan ekonomi global (Das et al., 2021).



Gambar 1.1
Kontraksi GDP Krisis Keuangan Global dan COVID-19
 Sumber: Bank Dunia (2020)

Sebelum resesi global terkonfirmasi, investor mengalami kepanikan pada 9, 12, dan 16 Maret 2020 di sektor kesehatan, *real estate*, dan hiburan (Mazur et al. 2020). *Stock market crash* menyebabkan S&P 500 kehilangan kapitalisasi pasar sebesar 5 triliun USD hanya dalam satu minggu. Lebih lanjut, S&P BMI global syariah dan konvensional berkontraksi sedalam -39.11% dan -51.7% dalam satu bulan. Fakta tersebut membuktikan pandemi COVID-19 menjadi fenomena yang tidak terprediksi sebelumnya dan memberikan ketidakpastian bagi investor hingga menyebabkan risiko *contagion*¹ dan *spillover*² pada pasar saham global (Houidi & Ellouze 2022).

Fenomena *stock market crash* 2020 semakin membatasi pasar diversifikasi bagi investor. Belakangan ini, pertumbuhan kapitalisasi pasar dan kinerja *return* saham syariah menarik perhatian investor sebagai salah satu opsi diversifikasi saat krisis COVID-19 (Bossman et al., 2022). Kapitalisasi pasar sekuritas syariah global diperkirakan tumbuh 46.6% (329 miliar USD) pada tahun 2025 (Refinitiv, 2021). Selain itu, minat investor terhadap saham syariah akan terus meningkat seiring dengan proyeksi pertumbuhan populasi muslim global sebesar 2.71 miliar jiwa pada tahun 2050 (Worldmald, 2015). Lebih lanjut, Majdoub & Mansour (2014), Usman et al. (2019) dan Saiti et al. (2014) berhasil membuktikan pasar saham syariah lebih kebal saat Krisis Keuangan Global 2009 sebagaimana lebih terkonsentrasi pada sektor riil.

Secara teoritis, mekanisme *screening* pada saham syariah dapat mengurangi risiko spekulatif maupun sistemik (suku bunga) dengan memastikan *core business* dan kinerja keuangan emiten terbebas dari unsur *maysir*, *gharar*, *riba*, *bathil*, *dzulm*, dan *haram* (Hassan et al. 2022). Selanjutnya, saham syariah akan memiliki *leverage effect* yang lebih rendah dan mencegah emiten mengalami *financial distress* yang semakin memburuk ketika krisis terjadi (Dewandaru et al. 2014). Prinsip *Islamic investing* pada pasar saham syariah diadopsi dari al-Qur'an sebagaimana Islam menyediakan solusi untuk investor (muslim/non-muslim) demi

¹ *Contagion* merupakan jatuhnya pasar saham di suatu negara diikuti oleh pasar saham negara lain.

² *Spillover* merupakan efek limpahan krisis yang mengguncang pasar saham di negara lain.

melindungi hartanya (*hifdzun al-maal*) terhadap risiko penurunan harta (krisis). Melalui surat Al-Haqqah 51, prinsip Islamic investing yang diciptakan dari al-Qur'an telah dijamin kebenarannya oleh Allah SWT.

وَأَنَّهُ لَحَقُّ الْيَقِينِ ٥١

Wa innahū laḥaqqul-yaqīn.

Sesungguhnya ia (Al-Qur'an itu) adalah kebenaran yang meyakinkan (QS: Al-Haqqah 51) (Sumber: Qur'an Kemenag).

Semenjak terjadinya krisis pandemi COVID-19, peneliti kembali memperdebatkan keunggulan diversifikasi pasar saham syariah dan konvensional. Beberapa penelitian oleh Arif et al. (2021), Hassan et al. (2022), Salisu & Shaik (2022), dan Shahzad & Naifar (2022) mengkonfirmasi pasar saham syariah dapat digunakan sebagai diversifikasi selama krisis pandemi COVID-19 karena tidak menerima *contagion* dan *spillover effect* dari pasar saham konvensional. Sebaliknya, Abdullahi (2021), Bossman et al. (2022), Hasan et al. (2021), Houidi & Ellouze (2022), dan Yarovaya et al. (2021) menemukan pasar saham syariah tidak mengalami *decoupling market* terhadap pasar saham konvensional, sehingga tidak dapat digunakan sebagai opsi diversifikasi selama krisis pandemi COVID-19.

Lebih lanjut, pengujian hipotesis *open economy* dan *financial globalization* oleh Abdullahi (2021), Cai et al. (2017), Cevik & Bagan (2018), Hassan et al. (2020), Rehman et al. (2022), Pätäri et al. (2019), Wu et al. (2021) mengkonfirmasi pasar saham syariah maupun konvensional pada *developed*³ (G7) dan *emerging market*⁴ (MENA, China, Brazil, India, Malaysia, Thailand, dan Indonesia) mengalami peningkatan dependensi saat krisis GFC 2009 dan COVID-19. Sebaliknya, pengujian *decoupling market*⁵ oleh Hassan et al. (2020), Salisu & Shaik (2022), Usman et al. (2019) menemukan perilaku pasar saham syariah yang independen pada *developed* (AS, Kanada, Italia, Prancis, Jerman, Jepang, Inggris) dan *emerging market* (Malaysia, Pakistan, Indonesia, Turki, China, India, MENA).

³ *Developed market* merupakan pasar negara maju (AS, Kanada, Eropa, Jepang)

⁴ *Emerging market* merupakan pasar saham negara berkembang (Indonesia, India, China)

⁵ *Decoupling market* merupakan teori yang menjelaskan diskonektivitas pasar dari kondisi seharusnya

Namun, potensi diversifikasi *frontier market*⁶ jarang dianalisis lebih lanjut dalam penelitian resiliensi pasar saham global (Pätäri et al., 2019; Rehman et al., 2022; Wu et al. 2021).

Perdebatan tentang keunggulan diversifikasi pasar saham sebelumnya cenderung mengarah pada hasil yang inkonsisten dan tidak dapat disimpulkan. Lebih lanjut, perdebatan tersebut belum sepenuhnya menjawab keraguan investor tentang keunggulan diversifikasi saham syariah selama krisis COVID-19. Tak hanya itu, masih sedikit penelitian yang melibatkan *frontier market* saat pandemi COVID-19, terutama pada indeks saham syariah. Indikasi *contagion market* dan *spillover risk* selama krisis pandemi COVID-19 semakin meningkatkan urgensi tentang terbatasnya pasar diversifikasi bagi investor. Melalui permasalahan diatas, penelitian ini akan menganalisis resiliensi pasar saham melalui aspek stabilitas dan kausalitas pasar saham syariah dan konvensional pada *bullish* dan *bearish market*. Penelitian ini bermanfaat bagi akademisi dalam melengkapi analisis tentang resiliensi pasar saham dalam kondisi yang asimetris. Selain itu, hasil penelitian ini memiliki rekomendasi kebijakan bagi pemerintah/regulator. Tak kalah penting, penelitian ini akan menjawab keraguan investor dan manajer portofolio terhadap stabilitas dan keunggulan diversifikasi saham syariah pada *developed*, *emerging*, dan *frontier market* selama krisis pandemi COVID-19.

1.2 Kesenjangan Penelitian

Beberapa penelitian (Hassan et al. 2020; Shahzad & Naifar 2022; Salisu & Shaik 2022; Yarovaya et al. 2021) berhasil membuktikan manfaat diversifikasi saham syariah menggunakan hipotesis *decoupling market* dengan mengasumsikan periode *market bearish/bullish* melalui periode *pre-crisis* dan *crisis* biasa. Namun, pendekatan tersebut tidak dapat mengungkapkan perilaku *bearish/bullish* secara asimetris. Sebaliknya, Houdi & Ellouze (2022), Usman et al. (2018), dan Cevik & Bagan (2018) berhasil mengidentifikasi efek asimetris pada *upper/lower tail* serta *bullish/bearish regime* pada pasar saham syariah dan konvensional, tetapi analisis tentang perpindahan *regime* ini tidak dijelaskan lebih rinci. Terbatasnya analisis

⁶ *Frontier market* merupakan pasar saham negara *lower-middle income* (Afrika, Amerika Latin)

stabilitas pasar saham, belum sepenuhnya menjawab pertanyaan investor atas klaim pasar saham syariah yang lebih kebal krisis dibandingkan pasar saham konvensional saat krisis pandemi COVID-19.

Lebih lanjut, beberapa penelitian (Cevik and Bugar 2018; Hasan et al. 2021; Hassan et al. 2020) menggabungkan model pasar saham syariah dan konvensional dalam satu model. Kesalahan menyebabkan hubungan antara kedua pasar sangat identik dalam jangka panjang, sehingga tidak logis jika menganalisis hubungan antara sebuah indeks subset (syariah) terhadap indeks saham semesta (konvensional) (Orzano & Welling, 2019; Shahzad & Naifar, 2022). Masalah ini ditemukan pada penelitian Hasan et al. (2021) yang menggunakan *wavelet analysis* dan menemukan korelasi yang sangat tinggi antara pasar saham syariah dan konvensional di hampir semua frekuensi dan periode observasi.

Tak hanya itu, penelitian terdahulu memiliki cakupan pasar saham yang terbatas pada *developed* dan *emerging countries*, seperti Arif et al. (2021) menggunakan kelompok G7, Hassan et al. (2020) menggunakan kelompok GCC, *emerging Asia*, dan *developed Asia*, serta Cevik & Bugar (2018) menggunakan indeks agregat pada *Developed G7* dan *emerging market*. Namun, *frontier market* jarang diteliti pada topik penelitian saham syariah. Sejauh ini, Pätäri et al. (2019) dan Uludag & Ezzat (2016) melibatkan *frontier market* konvensional untuk menguji dependensi *frontier market* terhadap *developed* dan *emerging market* yang semakin terintegrasi saat menghadapi krisis ekonomi.

Penelitian ini berkontribusi untuk menutup kelemahan tersebut dengan menganalisis resiliensi pasar saham melalui beberapa kebaruan. Pertama, kami menggunakan MSVAR untuk menganalisis stabilitas pasar dan perilaku asimetris pasar saham syariah dan konvensional pada *bullish/bearish regime*. Inovasi ini akan menjawab keraguan investor tentang stabilitas pasar saham syariah beserta manfaat diversifikasi selama krisis pandemi COVID-19. Selanjutnya, analisis *granger-causality*, *impulse response* dan *variance decomposition* digunakan untuk menganalisis hubungan kausalitas, gejala, dan variabilitas yang terjadi pada pasar saham syariah dan konvensional. Kedua, sejalan dengan Shahzad & Naifar (2022), model pasar saham syariah dan konvensional dianalisis secara terpisah untuk

menganalisis COVID-19 sebagai faktor eksternal (diluar pasar) yang mendisrupsi kedua pasar. Ketiga, melibatkan *frontier market* untuk menganalisis performa saham pada *lower-middle economy* demi memperluas opsi diversifikasi bagi investor. Penelitian ini menggunakan *S&P Broad Market Index* syariah dan konvensional pada *developed*, *emerging*, dan *frontier market*. Penggunaan indeks agregat pada penelitian ini dapat mengurangi risiko perbedaan waktu *trading* pasar setiap negara yang berbeda-beda. Berdasarkan inovasi diatas, penelitian ini akan menjawab beberapa rumusan masalah sebagai berikut:

1. Apakah *bullish regime* saham syariah lebih konsisten dibandingkan pasar saham konvensional?
2. Bagaimana hubungan kausalitas maupun *contagion* yang terjadi antara *developed*, *emerging*, dan *frontier market*?
3. Apakah pasar saham syariah dan konvensional memiliki peluang diversifikasi selama krisis pandemi COVID-19?

1.3 Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk:

1. Menganalisis konsistensi *bullish* dan *bearish regime* pada pasar saham syariah dan konvensional.
2. Menganalisis hubungan kausalitas dan *contagion* yang terjadi antar *developed*, *emerging*, dan *frontier market* pada pasar saham syariah dan konvensional.
3. Menganalisis peluang diversifikasi pada pasar saham syariah dan konvensional selama krisis pandemi COVID-19.

1.4 Ringkasan Metode Penelitian

Metode kuantitatif MSVAR diterapkan dalam penelitian ini untuk menganalisis perilaku pasar saham syariah dan konvensional pada saat *bullish* dan *bearish regime*. Krolzig (1997) dan Hamilton (1989) memperkenalkan model MSVAR sebagai metode yang fleksibel dalam menganalisis data saham yang memiliki perilaku non-linear atau asimetris. Selain itu, metode ini dapat menggunakan pengujian seperti pada model VAR biasa, diantaranya *granger-*

causality untuk menganalisis hubungan kausalitas (*contagion market*) antar pasar saham, serta *impulse response* dan *variance decomposition* untuk menganalisis pengaruh gejolak antar pasar dan variabilitas. Pada akhirnya, metode ini dapat memberikan rekomendasi pasar saham diversifikasi melalui sudut pandang analisis yang sangat luas, mulai dari konsistensi *regime*, *contagion/spillover*, *co-movement*, hingga *asymmetry behaviour*.

1.5 Ringkasan Hasil Penelitian

Hasil penelitian selama 27 Juli 2019 hingga 11 November 2020 menunjukkan pasar saham syariah dan konvensional mulai memasuki *bearish regime* pada 24 Februari hingga 22 Mei 2020. Pasar saham syariah mampu memberikan kinerja *return* yang lebih baik dibandingkan pasar saham konvensional pada *bullish regime*. Namun, pasar saham syariah memiliki *bullish regime* yang lebih inkonsisten dibandingkan pasar saham konvensional dan sering mengalami *reversal trend*. Lebih lanjut, pasar saham syariah dan konvensional memiliki perilaku *bearish regime* yang tidak jauh berbeda selama krisis pandemi COVID-19. Pada aspek kausalitas, *frontier sharia* dan *emerging non-sharia* menerima efek *fundamental contagion* dari *developed market*. Sebaliknya, *emerging sharia* menerima efek *non-fundamental contagion* dari *frontier sharia*. Secara keseluruhan, pasar saham syariah mampu menyediakan opsi diversifikasi yang terbatas bagi investor. *Developed sharia* dapat digunakan pada *bullish regime*, sementara *emerging sharia* dapat menjadi opsi diversifikasi pasar saat *bearish regime*.

1.6 Kontribusi Penelitian

Hasil analisis pada penelitian ini memberikan implikasi yang signifikan bagi akademisi, investor, manajer investasi, dan pemerintah. Bagi akademisi, penelitian ini dapat mengisi sudut pandang baru tentang resiliensi pasar saham syariah dan konvensional melalui stabilitas dan kausalitasnya yang dibagi berdasarkan *bearish* dan *bullish regime* pada *developed*, *emerging*, dan *frontier market*. Bagi investor dan manajer investasi, perlu mewaspadaai perilaku pasar saham syariah dan konvensional yang semakin identik belakangan ini. Lebih lanjut, pasar yang

terkoneksi dengan *developed market* berisiko mengalami *fundamental contagion* pada *bearish regime*. Investor dapat menggunakan *developed sharia* saat *bullish regime* dan *emerging sharia* pada *bearish regime* sebagai opsi diversifikasi. Namun, investor harus mempertimbangan risiko *emerging sharia* yang mengalami *non-fundamental contagion* dari *frontier sharia* dan periode *bullish market* pasar saham syariah yang lebih singkat. Bagi pemerintah dan regulator, prinsip kehati-hatian dan transparansi kebijakan makroprudensial/fiskal sangat penting untuk meminimalisir risiko sistemik dan spekulasi investor pada pasar saham. Selain itu, regulator perlu memastikan kualitas *sharia filtering* pada emiten syariah untuk menjamin keamanan dan meningkatkan daya saing bagi investor.

1.7 Uji Ketahanan

Pengujian validitas hasil pengujian MSVAR dilakukan dengan memisah sampel menjadi dua bagian (Chen et al., 2011). Bagian pertama memuat periode *pre-crisis* dari 27 Juni 2019 hingga 10 Maret 2020 dan bagian kedua memuat periode *post-crisis* dari 11 Maret hingga 19 November 2020. Pengujian konsistensi stabilitas pasar dilakukan dengan menguji ulang hipotesis dengan *smoothed regime probabilities* yang didapatkan pada kedua bagian sampel. Selanjutnya, pengujian aspek kausalitas pasar dilakukan dengan menguji ulang *granger-causality* dan *impulse response* saat memasuki *bearish regime* pada 24 Februari 2020. Hasil *robustness test* terhadap hipotesis stabilitas pasar masih sangat konsisten. Selanjutnya, pada aspek kausalitas, secara garis besar hasilnya masih konsisten dimana terjadi peningkatan *co-movement* saat memasuki *crisis period* dan *developed market* bertindak sebagai *contagion transmitter* terhadap *emerging non-sharia* dan *frontier sharia*. Namun, tidak ditemukan hubungan *emerging non-sharia* terhadap *frontier non-sharia*. Secara garis besar, *robustness test* mengkonfirmasi hasil analisis yang konsisten dan perbedaan yang ditemukan dapat ditolerir karena bersifat minor.

1.8 Sistematika Penulisan

BAB 1 PENDAHULUAN

Penjelasan mengenai latar belakang, kesenjangan dan kebaruan penelitian, motivasi penelitian, ringkasan penelitian, dan sistematika penulisan

BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA

Penjelasan landasan teori yang berasal dari studi literatur penelitian sebelumnya

BAB 3 METODE PENELITIAN

Penjelasan mengenai metode penelitian yang dipilih, dalam hal pendekatan penelitian, model empiris, definisi operasional variabel, jenis dan sumber data, prosedur pengumpulan data, serta teknik analisis yang digunakan

BAB 4 HASIL DAN PEMBAHASAN

Penjelasan tentang hasil penelitian yang ditemukan oleh peneliti atas topik permasalahan yang diangkat.

BAB 5 SIMPULAN DAN SARAN

Berisi simpulan dan saran berupa pernyataan singkat dari peneliti atas saran dan rekomendasi dari hasil temuan.