

***SPILOVER ASYMMETRIC EFFECT* INDEKS SAHAM SYARIAH DAN  
INDEKS SAHAM KONVENSIONAL DI NEGARA INDONESIA,  
MALAYSIA, THAILAND SELAMA PANDEMI COVID-19**



**TESIS**

**DIAJUKAN KEPADA FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS ISLAM  
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUNAN KALIJAGA YOGYAKARTA  
UNTUK MEMENUHI SALAH SATU SYARAT MEMPEROLEH GELAR  
MAGISTER EKONOMI SYARIAH**

**OLEH:**

**MASRIANI ADHILLAH**  
NIM: 20208011051

**DOSEN PEMBIMBING:**

**Dr. SUNARYATI, S.E., M.Si.**  
NIP. 19751111 200212 2 002

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

**2022**

***SPILOVER ASYMMETRIC EFFECT* INDEKS SAHAM SYARIAH DAN  
INDEKS SAHAM KONVENSIONAL DI NEGARA INDONESIA,  
MALAYSIA, THAILAND SELAMA PANDEMI COVID-19**



**TESIS**

**DIAJUKAN KEPADA FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS ISLAM  
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUNAN KALIJAGA YOGYAKARTA  
UNTUK MEMENUHI SALAH SATU SYARAT MEMPEROLEH GELAR  
MAGISTER EKONOMI SYARIAH**

**OLEH:**

**MASRIANI ADHILLAH  
NIM: 20208011051**

**DOSEN PEMBIMBING:**

**Dr. SUNARYATI, S.E., M.Si.  
NIP. 19751111 200212 2 002**

**PROGRAM STUDI MAGISTER EKONOMI SYARIAH  
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS ISLAM  
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUNAN KALIJAGA  
YOGYAKARTA  
2022**

## HALAMAN PENGESAHAN TUGAS AKHIR



KEMENTERIAN AGAMA  
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUNAN KALIJAGA  
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS ISLAM  
Jl. Marsda Adisucipto Telp. (0274) 550821, 512474 Fax. (0274) 586117 Yogyakarta 55281

### PENGESAHAN TUGAS AKHIR

Nomor : B-249/Un.02/DEB/PP.00.9/01/2023

Tugas Akhir dengan judul : SPILLOVER ASYMMETRIC EFFECT INDEKS SAHAM SYARIAH DAN INDEKS SAHAM KONVENSIONAL DI NEGARA INDONESIA, MALAYSIA, THAILAND SELAMA PANDEMI COVID-19

yang dipersiapkan dan disusun oleh:

Nama : MASRIANI ADHILLAH, S.E  
Nomor Induk Mahasiswa : 20208011051  
Telah diujikan pada : Jumat, 16 Desember 2022  
Nilai ujian Tugas Akhir : A/B

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

### TIM UJIAN TUGAS AKHIR



Ketua Sidang

Dr. Sunaryati, SE., M.Si.  
SIGNED

Valid ID: 63d79eb861b15



Penguji I

Dr. Darmawan, SPd.,MAB  
SIGNED

Valid ID: 63d721d11a13e



Penguji II

Dr. Prasajo, S.E., M.Si.  
SIGNED

Valid ID: 63b78da0a3bd



Yogyakarta, 16 Desember 2022  
UIN Sunan Kalijaga  
Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam  
Dr. Afdawaiza, S.Ag., M.Ag.  
SIGNED

Valid ID: 63d86e4502fc2

## HALAMAN PERSETUJUAN TESIS

Hal : Tesis Saudari Masriani Adhillah

Kepada

**Yth. Bapak Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Sunan Kalijaga  
Di - Yogyakarta.**

*Assalamu'alaikum Wr. Wb.*

Setelah membaca, meneliti dan mengoreksi serta menyarankan perbaikan seperlunya, maka kami berpendapat bahwa Tesis saudara:

Nama : Masriani Adhillah

NIM : 20208011051

Judul Tesis : *Spillover Asymmetric Effect* Indeks Saham Syariah dan Indeks Saham Konvensional di ASIA Tenggara Selama Pandemi Covid-19

Sudah dapat diajukan kepada Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam Program studi Magister Ekonomi Syariah Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga Yogyakarta sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Magister dalam ilmu Ekonomi Islam.

Dengan ini kami mengharapkan agar Tesis saudara tersebut dapat segera dimunaqasyahkan. Untuk itu kami ucapkan terima kasih.

*Wassalamu'alaikum Wr. Wb.*

Yogyakarta, Desember 2022

Pembimbing,

  
Dr. SUNARYATI, S.E., M.Si.

NIP. 19751111 200212 2 002

## SURAT PERNYATAAN KEASLIAN

*Assalamu'alaikum Wr. Wb.*

Saya yang bertanda tangan di bawah ini :

Nama : Masriani Adhillah

NIM : 20208011051

Jurusan/Prodi : Magister Ekonomi Syariah

Menyatakan bahwa Tesis yang berjudul "*Spillover Asymmetric Effect* Indeks Saham Syariah dan Indeks Saham Konvensional di ASIA Tenggara Selama Pandemi Covid-19" adalah benar-benar merupakan hasil karya penulis sendiri, bukan duplikasi ataupun saduran dari karya orang lain, kecuali pada bagian yang telah dirujuk dan disebutkan dalam *bodynote* atau daftar pustaka. Apabila di lain waktu terbukti adanya penyimpangan dalam karya ini, maka tanggung jawab sepenuhnya ada pada penulis.

Demikian surat pernyataan ini penulis buat agar dapat dimaklumi dan dipergunakan sebagaimana perlunya.

*Wassalamu'alaikum Wr.Wb*

Yogyakarta, 12 Desember 2022

Penulis,



Masriani Adhillah

STATE ISLAMIC UNIVERSITY  
SUNAN KALIJAGA  
YOGYAKARTA

## SURAT PERNYATAAN

Saya yang bertandatangan dibawah ini:

Nama : Masriani Adhillah

NIM : 20208011051

Program Studi : Magister Ekonomi Syariah

Fakultas : Ekonomi dan Bisnis Islam

Alamat : Dusun II Desa Petatal Kecamatan Talawi Kabupaten Batu  
Bara Prov. Sumatera Utara Indonesia

Dengan ini menyatakan bahwa sanggup untuk menerbitkan Tesis ke dalam Jurnal yang tersitasi Standard DOAJ (*Directory of Open Access Journals*), guna memenuhi salah satu syarat Ujian Tugas Akhir/Tesis di Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam.

Demikian surat pernyataan ini saya buat dengan sesungguhnya tanpa ada paksaan dari pihak manapun.

Yogyakarta, 12 Desember 2022

STATE ISLAMIC UNIVERSITY  
SUNAN KALIJAGA  
YOGYAKARTA

Penulis,



**Masriani Adhillah**

## MOTTO

**"Lawan Terbesar mu adalah Dirimu Sendiri, Maka Bersegeralah Kompromi  
Sebaik Mungkin dengan Dirimu hingga Kamu Mampu Berteman Baik  
dengan Dirimu Sendiri dalam Menjalani Kehidupan"**

**"Tak Apa Mengeluh, Asal Tetap Mengayuh"**



STATE ISLAMIC UNIVERSITY  
SUNAN KALIJAGA  
YOGYAKARTA

## HALAMAN PERSEMBAHAN



**Karya terbaik dari saya ini, diriku persembahkan untuk kedua orang tua  
tercinta, Ayah Maswan S.Pd dan Ibu Sri Wardani yang tiada hentinya  
mendukung langkah saya dengan doa dan tenaganya demi kelancaran studi  
dan pencapaian  
cita-cita saya.**



STATE ISLAMIC UNIVERSITY  
**SUNAN KALIJAGA**  
YOGYAKARTA



## PEDOMAN TRANSLITERASI

Transliterasi kata-kata Arab yang dipakai dalam penyusunan dalam Tesis ini berpedoman pada Surat Keputusan Bersama Menteri Agama dan Menteri Pendidikan dan Kebudayaan Republik Indonesia Nomor: 158/1987 dan 0543b/U/1987.

### A. Konsonan Tunggal

Huruf Arab	Nama	Huruf Latin	Nama
ا	Alif	Tidak dilambang	Tidak dilambang
ب	Bā'	b	Be
ت	Tā'	t	Te
ث	Sā'	ś	Es (dengan titik diatas)
ج	Jīm	j	Je
ح	Ḥā'	ḥ	Ha (dengan titik bawah)
خ	Khā'	kh	Ka dan ha
د	Dāl	d	De
ذ	Ẓāl	ẓ	Zet (dengan titik diatas)
ر	Rā'	r	Er
ز	Zāi	z	Zet
س	Sīn	s	Es
ش	Syīm	sy	Es dan ye
ص	Ṣād	ṣ	Es (dengan titik bawah)
ض	Dād	ḍ	De (dengan titik bawah)
ط	Ṭā'	ṭ	Te (dengan titik bawah)
ظ	Ẓā'	ẓ	Zet (dengan titik bawah)
ع	'Ain	'	Koma terbalik diatas
غ	Gain	g	Ge

ف	Fā'	f	Ef
ق	Qāf	q	Qi
ك	Kāf	k	Ka
ل	Lām	l	El
م	Min	m	Em
ن	Nūn	n	En
و	Wāwu	w	W
ه	Hā'	h	Ha
ء	Hamzah	'	Apostrof
ي	Yā'	Y	Ye

### B. Konsonan Rangkap karena Syaddah Ditulis Rangkap

متعددة	Ditulis	<i>Muta'addidah</i>
عدة	Ditulis	<i>'iddah</i>

### C. Ta'Marbuttah

Semua ta'marbuttah ditulis dengan h, baik berada pada kata tunggal ataupun berada di tengah penggabungan kata (kata yang diikuti oleh kata sandang "al"). Ketentuan ini tidak diperlukan bagi kata-kata Arab yang sudah diterapkan dalam bahasa Indonesia, seperti shalat, zakat dan sebagainya kecuali dikehendaki kata aslinya.

حكمة	Ditulis	<i>Hikmah</i>
علة	Ditulis	<i>'illah</i>
كرمة الأولياء	Ditulis	<i>Karāmah al auliyā'</i>

### D. Vokal Pendek dan Penerapannya

--- َ ---	Fathah	Ditulis	A
--- ِ ---	Kasrah	Ditulis	i
--- ُ ---	Dammah	Ditulis	u

فعل	Fathah	Ditulis	<i>Fa'ala</i>
دكر	Kasrah	Ditulis	<i>Zukira</i>
يذهب	Dammah	Ditulis	<i>Yazhabu</i>

### E. Vokal Panjang

1. Fathah + alif جاهلية	Ditulis	A
	Ditulis	<i>Jāhiliyyah</i>
2. Fathah + yā'mati تنسى	Ditulis	ā
	Ditulis	<i>Tansā</i>
3. Kasrah + yā'mati كريم	Ditulis	ī
	Ditulis	<i>Karīm</i>
4. Dhammah + wāwu mati قول	Ditulis	ū
	Ditulis	<i>Furūd</i>

### F. Vokal Rangkap

1. Fathah + yā'mati بينكم	Ditulis	<i>Ai</i>
	Ditulis	<i>Bainakum</i>
2. Fathah + wāwu mati قول	Ditulis	<i>Au</i>
	Ditulis	<i>Qaul</i>

### G. Vokal Pendek yang Berurutan dalam Satu Kata yang Dipisahkan dengan Apostof

أنتم	Ditulis	<i>A'antum</i>
أعدت	Ditulis	<i>U'iddat</i>
لنشكركم	Ditulis	<i>La'in syakartum</i>

## H. Kata Sandang Alif + Lam

1. Bila diikuti huruf qamariyyah maka ditulis menggunakan huruf awal “al”.

القرآن	Ditulis	<i>Al-Qurān</i>
القياس	Ditulis	<i>Al-Qiyās</i>

2. Bila diikuti huruf syamsiyyah maka ditulis dengan huruf pertama syamsiyyah tersebut.

السماء	Ditulis	<i>As-samā'</i>
الشمس	Ditulis	<i>Asy-syams</i>

## I. Penulisan Kata-Kata dalam Rangkaian Kalimat

ذوي الفروض	Ditulis	<i>Zawi al-furūd</i>
أهل السنة	Ditulis	<i>Ahl as-sunnah</i>

## KATA PENGANTAR

*Assalamu'alaikum Wr. Wb.*

*Hamdan wa syukron lillah*, segala puji dan syukur penulis panjatkan kehadirat Allah SWT atas berkat, rahmat dan karunia-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan Tesis dengan *judul “Spillover Asymmetric Effect Indeks Saham Syariah dan Indeks Saham Konvensional di Indonesia, Malaysia, Thailand Selama Pandemi Covid-19”* ini dengan lancar dan *Insyallah* penuh dengan kerberkahan ilmu yang didapatkan oleh penulis dalam prosesnya. Tak luput juga, Sholawat dan salam penulis juga haturkan kepada Nabi Muhammad SAW, semoga nantinya kita dikenali oleh Beliau sebagai umatnya dan memperoleh syafa'atnya *Yaumul Qiyamah. Amin.*

Adapun penyusunan Tesis ini bertujuan yakni untuk memenuhi syarat untuk memperoleh gelar Strata Dua (S-2) Program Studi Magister Ekonomi Syariah Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga Yogyakarta. Dalam penyusunan Tesis ini, penulis menyadari masih banyak sekali kesalahan dan kekurangan. Dengan demikian, kritik dan saran dari para pembaca sangat penulis harapkan demi perbaikan karya tulis ini.

Dalam penyusunan Tesis ini, penulis mengucapkan banyak terima kasih kepada pihak-pihak yang telah memberikan bimbingan serta dukungan baik tenaga, moral, dan spiritual, sehingga Tesis ini dapat diselesaikan dengan baik. Maka, perkenankan penulis untuk mengucapkan terima kasih setulus-tulusnya kepada beberapa pihak diantaranya :

1. Allah SWT dengan segala rahmat dan karunia-Nya yang memberikan keyakinan dan kekuatan bagi penulis dalam penyelesaian Tesis ini;
2. Bapak Prof. Dr. Phil. Al Makin, S.Ag., M.A. selaku Rektor UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta;
3. Bapak Dr. Afdawaiza, M. Ag. Selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta;
4. Bapak Dr. Muhammad Ghafur Wibowo, S.E., M.Sc. Selaku Ketua Prodi Magister Ekonomi Syariah Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta;
5. Ibu Dr. Sunaryati, S.E., M.Si. selaku dosen pembimbing Tesis sepenulis yang bersedia meluangkan waktu dan tenaganya untuk membimbing dan mengarahkan penulis hingga berhasil menyelesaikan Tesis ini. Terima kasih sebesar-besarnya
6. Ibu Dr. Sunaryati, S.E., M.Si. selaku dosen pembimbing akademik penulis yang telah membimbing dan mendukung selama menempuh pendidikan Magister Ekonomi Syariah Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta;
7. Seluruh Dosen Magister Ekonomi Syariah Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta yang telah mengajari penulis sebaik mungkin dalam keilmuan Ekonomi Syariah dan hal pengetahuan lainnya selama masa perkuliahan;
8. Seluruh pegawai staf Tata Usaha Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta yang telah mendukung proses akademik penulis

selama masa perkuliahan;

9. Kedua orang tua tercinta penulis, Bapak Maswan S.Pd dan Sri Wardani, yang telah percaya akan cita-cita penulis, sehingga selalu tiada hentinya mendukung langkah penulis, salah satunya dalam hal pendidikan. Semoga penulis dapat membanggakan Bapak dan Ibu di Dunia maupun Akherat kelak, *Amin*;
10. Untuk saudara saya penulis, Maskhuril Husin S.H, Masruro Hadani, Masfufa Asfia, terima kasih atas untuk dukungannya dalam bentuk apapun yang telah diberikan untuk kelancaran studi penulis. Serta Keluarga Besar (Alm.) H. Keman bin Sanrohman dan istri (Almh.) Hj. Dasmina binti Kamiat, dan Keluarga Besar (Alm.) Mahfud bin makmur dan istri Welas, terima kasih yang telah menemani dan menghibur penulis dalam proses naik turunnya penyusunan Tesis ini. *“Alwas makes me happy”*
11. Untuk teman-teman tercinta dan seperjuangan di Magister Ekonomi Syariah **“Geng Gong”** yakni Masjuf (Achmad Jufri), Masfik (Muhammad Zulfikar Yusuf), Novitong (Novita Dwi Lestari), Nurim (Nurul Imamah), Nanda Ikan (Nanda Puja), dan Linda Agustina, Latif Abdullah, terima kasih telah menjadi teman terbaik penulis selama studi, yang selalu setia menemani dan mendukung dalam kondisi bahagia, sedih, kecewa, capek, dan lainnya dari penulis. Terima Kasih 2 tahun Kebersamaan dan Kehangatannya. *See you on Succes Guys*;
12. Untuk seluruh mahasiswa Magister Ekonomi Syariah Angkatan 2020, terima kasih atas dukungan dan bantuannya bagi penulis selama studi;

13. Untuk para pihak di dalam Himpunan Magister Program Studi Magister Ekonomi Syariah (HMPM) FEBI UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta, terima kasih telah mewarnai masa studi penulis dalam kegiatan keorganisasian dan keilmuan tentunya.
14. Untuk seluruh teman-teman organisasi EL- Savior, IKMASA, IPMBB, Scholarship Hunter Sumut, PT Asahan Jaya Mulia, Tetew, Idola Squad yang mana banyak membantu selama proses dimasa kuliah online dan offline dan menemani selama penulisan tesis.
15. Untuk para sahabat saya Pratu Yogi Amrila, Atika Winari Putri M.Pd, Raudhah Rahmaini Jannah Sitorus M.E, Nisra Melida S.T, Adinda Anniswa S.AK, Lara Ari Ayumi S.E, Diyah Fitria S.Pd, Bina Lestari S.Pd, Maida Hafidz M.H, Insiyah Abdul Bakir M.H, Tri Puspita Rahmawati M.E, Hanifa Aulia S.Ag, Selviana Asman S.Pd, Nur Hasanah Hrp S.pd, Anggi Khairoh S.P,d, Nurul Azhari S.Pd, Nurul Husnah Hsb, Sampurno Putro S.E, Mustaqim Sidebang M.T, Iqbal Tajhi S.E, yang selalu memberikan semangat, motivasi, dan membantu sampai tesis ini selesai ini.
16. Untuk semua pihak yang telah membantu penulis selama studi dan penyelesaian Tesis ini yang tidak bisa saya sebutkan satu persatu, terima kasih banyak atas segala dukungan dan bantuannya.

Semoga segala kebaikan yang diberikan mendapatkan balasan dari Allah SWT, *Jazakumullah Ahsanal Jaza'*. Terakhir, penulis berharap semoga penelitian ini dapat bermanfaat. Oleh karena itu, segala bentuk respon dari pembaca akan sangat penulis harapkan untuk perbaikan karya tulis ini yang lebih baik. Sekian



yang dapat penulis ucapkan.

*Wassalamu'alaikum Wr.Wb.*

**Hormat Saya,**

**Yogyakarta, 12 Desember 2022**

**Penulis,**



**Masriani Adhillah**

**NIM.20208011051**



STATE ISLAMIC UNIVERSITY  
**SUNAN KALIJAGA**  
YOGYAKARTA

## DAFTAR ISI

COVER .....	i
HALAMAN JUDUL .....	ii
HALAMAN PENGESAHAN TUGAS AKHIR .....	iii
HALAMAN PERSETUJUAN TESIS .....	iv
SURAT PERNYATAAN KEASLIAN .....	v
HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI.....	vi
MOTTO .....	vii
HALAMAN PERSEMBAHAN .....	viii
PEDOMAN TRANSLITERASI .....	ix
KATA PENGANTAR.....	xiii
DAFTAR ISI.....	xviii
DAFTAR TABEL .....	xx
DAFTAR GAMBAR.....	xxi
ABSTRAK .....	xxii
ABSTRACT .....	xxiii
<b>BAB I PENDAHULUAN</b>	
A. Latar Belakang .....	1
B. Rumusan Masalah .....	4
C. Tujuan Penelitian .....	4
D. Manfaat Penelitian .....	5
E. Sistematika Penulisan .....	5
<b>BAB II LANDASAN TEORI</b>	
A. Landasan Teori .....	7
B. Kajian Pustaka .....	29
C. Pengembangan Hipotesis .....	33
<b>BAB III METODE PENELITIAN</b>	
A. Jenis Penelitian .....	37
B. Variabel dan Definisi operasional variabel penelitian.....	37
C. Populasi dan Sampel.....	38
D. Data,Sumber dan Teknik Pengumpulan Data .....	39
E. Hipotesis .....	39
<b>BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN</b>	
A. Gambaran .....	47
B. Analisis Deskriptif .....	47
C. Uji Hipotesis .....	49
D. Pembahasan .....	62

<b>BAB V PENUTUP</b>	
<b>A. Kesimpulan</b> .....	<b>66</b>
<b>B. Implikasi</b> .....	<b>67</b>
<b>C. Saran</b> .....	<b>68</b>
<b>DAFTAR PUSTAKA</b> .....	<b>70</b>
<b>LAMPIRAN</b> .....	<b>75</b>
<b>CURRICULUM VITAE</b> .....	<b>110</b>



STATE ISLAMIC UNIVERSITY  
**SUNAN KALIJAGA**  
YOGYAKARTA

## DAFTAR TABEL

Tabel 4.1 Analisis Deskriptif Variabel.....	48
Tabel 4.2 Uji Akar Unit .....	50
Tabel 4.3 Hasil Estimasi Model NARDL .....	51
Tabel 4.4 Uji Multikolinieritas.....	52
Tabel 4.5 Uji Heteroskedastisitas.....	53
Tabel 4.6 Uji Autokorelasi.....	53
Tabel 4.7 Uji Kointegrasi.....	55
Tabel 4.8 Uji Asimetris .....	56
Tabel 4.9 Uji Koefisien Uji Asimetri Jangka Panjang.....	57
Tabel 4.10 Hasil Estimasi Model NARDL Syariah.....	58
Tabel 4.11 Uji Multikolinieritas .....	59
Tabel 4.12 Uji Heteroskedastisitas.....	59
Tabel 4.13 Uji Autokorelasi.....	60
Tabel 4.14 Uji Kointegrasi.....	61
Tabel 4.15 Uji Asimetris.....	62

STATE ISLAMIC UNIVERSITY  
SUNAN KALIJAGA  
YOGYAKARTA

## DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Aset Keuangan Syariah Indonesia.....	20
Gambar 2.2 Perkembangan Saham Syariah Indonesia .....	21
Gambar 4.1 Uji Stabilitas Model NARDL Konvensional .....	54
Gambar 4.2 Uji Stabilitas Model NARDL Syariah .....	61



STATE ISLAMIC UNIVERSITY  
SUNAN KALIJAGA  
YOGYAKARTA

## ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji spillover effect indeks saham syariah dan indeks saham konvensional terhadap indeks saham ASEAN dengan menggunakan metode Nonlinier Autoregressive Distributed Lag (NARDL) untuk menemukan spillover effect yang bersifat asimetris selama pandemi Covid-19. Data yang diamati dimulai pada 1 Januari 2020 sampai dengan 30 September 2021 dengan total observasi sebanyak 336 data untuk masing-masing indeks saham. Penelitian ini mendapatkan beberapa temuan. Pertama, indeks saham syariah dan indeks saham konvensional ASEAN memiliki pengaruh asimetris jangka pendek terhadap indeks saham syariah dan konvensional ASEAN, Malaysia dan Thailand selama pandemi Covid-19. Kedua, indeks saham syariah hanya memiliki pengaruh asimetris jangka pendek terhadap indeks saham syariah ASEAN selama pandemi Covid-19. Ketiga, efek ketika terjadi penurunan indeks saham konvensional lebih besar dibandingkan pada saat terjadi kenaikan terhadap indeks saham syariah selama pandemi Covid-19. Salah satu penyebab hubungan tersebut adalah karena adanya hubungan dagang yang sangat erat antara masing-masing negara terhadap ASEAN. Adapun implikasi dari penelitian ini adalah investor internasional dapat menjadikan hasil penelitian ini sebagai bahan pengambilan keputusan apabila terjadi kontraksi akibat krisis seperti pada saat pandemi Covid-19 terhadap indeks saham syariah dan konvensional untuk mempertahankan maupun menjual portofolio investasi mereka.

Kata Kunci: *Spillover Effect*, Indeks Saham, Covid-19.

## ABSTAK

This study aims to examine the spillover effect of Islamic stock indices and conventional stock indices on ASEAN stock indices using the Nonlinear Autoregressive Distributed Lag (nardl) method to find an asymmetrical spillover effect during the Covid-19 pandemic. The observed data starts from January 1 2020 to September 30 2021 with a total of 336 observations of data for each stock index. This research obtained several findings. First, the Islamic stock index and ASEAN conventional stock index have a short-term asymmetric effect on the ASEAN, Malaysia and Thailand Islamic and conventional stock indexes during the Covid-19 pandemic. Second, the Islamic stock index only has a short-term asymmetric effect on the ASEAN Islamic stock index during the Covid-19 pandemic. Third, the effect when there is a decrease in the conventional stock index is greater than when there was an increase in the Islamic stock index during the Covid-19 pandemic. One of the causes of this relationship is due to the very close trade relations between each country towards ASEAN. The implication of this research is that international investors can use the results of this research as material for decision-making in the event of a contraction due to a crisis such as during the Covid-19 pandemic for Islamic and conventional stock indices to maintain or sell their investment portfolios.

Keywords: Spillover Effect, Stock Index, Asymmetric, Covid-19.

STATE ISLAMIC UNIVERSITY  
SUNAN KALIJAGA  
YOGYAKARTA

## BAB I

### PENDAHULUAN

#### A. Latar Belakang Masalah

Globalisasi terjadi pada semua aspek kehidupan manusia. Salah satunya adalah aspek sosial ekonomi. Globalisasi ekonomi tidak hanya melibatkan seorang individu sebagai pelaku ekonomi tapi juga negara. Hubungan antar negara dengan adanya globalisasi ekonomi menjadi semakin erat dan saling bergantung satu sama lain (Panjaitan 2021). Hubungan tersebut terjalin karena adanya hubungan perdagangan dan keuangan, seperti ekspor dan impor dan investasi di sektor riil seperti *Foreign direct investment*, dan akuisisi maupun di sektor keuangan, seperti pasar modal.

Hubungan yang erat tersebut menyebabkan gejolak yang saling berkaitan antara negara, baik positif maupun negatif. Misalnya, ketika suatu negara maju dengan perekonomian yang kuat mengalami guncangan atau kondisi yang buruk, seperti krisis maupun penurunan pertumbuhan, hal tersebut dapat menyebabkan ketidakstabilan bagi perekonomian di negara-negara lain, khususnya yang memiliki hubungan perdagangan maupun keuangan dengan negara tersebut (Sari 2017). Kondisi tersebut dikenal sebagai efek tumpahan atau *spillover effect* (Wang 2021). Salah satu contoh dari guncangan tersebut adalah pandemi Covid-19.

Pandemi Covid-19 memulai penyebarannya dari akhir tahun 2019. Sejak saat itu, kondisi perekonomian global mengalami penurunan yang signifikan. International Monetary Funds (IMF) mencatat kontraksi ekonomi di negara maju



sebesar -4,6% dengan kontraksi terbesar terjadi di Spanyol -10,8%, Inggris -9,8%, dan Italia -8,9%. Sedangkan di negara berkembang terkontraksi sebesar -2,1% dengan penurunan terbesar terjadi di Meksiko -8,3%, India -7,3, Afrika Selatan, Amerika Latin dan Karibian masing-masing -7,0%. Sementara apabila dilihat dari volume perdagangan dunia, negara maju terkontraksi sebesar -9,2% dan negara berkembang sebesar -6,7%. Harga komoditas sangat terkontraksi sebesar -32% (Fund 2021).

Kontraksi ekonomi yang dialami setiap negara bukan hanya murni diakibatkan oleh pandemi Covid-19, melainkan akibat dari guncangan yang terjadi di negara-negara lainnya akibat dari *spillover effect*. Dampak dari kondisi tersebut pernah diteliti oleh (Marçal 2020) ketika terjadi krisis subprime di Amerika, krisis Euro dan perlambatan pertumbuhan Cina. Dalam penelitian tersebut ditemukan bahwa krisis subprime Amerika menyebabkan kontraksi di negara lain sampai sebesar -4,7%. Perlambatan pertumbuhan Cina menyebabkan kontraksi hingga 2,2% dan krisis Euro menyebabkan kontraksi sebesar -3% ke negara-negara lain (Wang 2021), menganalisa dampak yang diakibatkan oleh penurunan sektor energi, ekonomi dan lingkungan akibat pandemi Covid-19 di Amerika Serikat terhadap negara-negara lain. Hasil penelitian tersebut membuktikan bahwa Sebagian besar negara mengalami penurunan indeks emisi karbon akibat dari pengurangan emisi karbon di Amerika Serikat.

Pandemi Covid-19 juga berdampak terhadap pasar modal (Alber, 2020). Hal tersebut ditunjukkan dengan indeks saham yang menurun secara signifikan berdasarkan McKibbin & Vines (2020) dan Tambunan (2020) dan volatilitas

harga saham tinggi Ali *et al* (2020). Di Amerika Serikat, indeks Dow mengalami penurunan sebesar 700 poin (Macheel & Stevens, 2021). Semua nilai saham sektor S&P jatuh sebesar hampir 5 persen (Jain, 2021). Penelitian Baker *et al* (2020) menunjukkan bahwa pasar modal Amerika Serikat mengalami reaksi yang lebih besar dibandingkan ketika pandemi-pandemi sebelumnya yang terjadi pada tahun 1918, 1957 dan 1968. Di Inggris, FTSE All-share Index menurun hingga 35 persen (Griffith *et al.*, 2020). Di Cina, Shanghai Composite menurun sebesar 7,7 persen dan Shenzhen Component Index jatuh mendekati 8,5 persen (L.He, 2020).

Penelitian ini bertujuan untuk menguji *spillover effect* di sektor pasar modal di ASIA Tenggara selama pandemi Covid-19. Beberapa penelitian terkait *spillover effect* di sektor pasar modal telah dilakukan selama pandemic Covid-19, seperti penelitian Q.He *et al* (2020) yang menemukan *spillover effect* antara Amerika Serikat, Eropa dan Asia, penelitian. Lento & Gradojevic (2021) menemukan *spillover effect* indeks S&P 500 terhadap pasar keuangan lainnya. Penelitian Aslam *et al* (2020) menemukan korelasi 56 indeks saham global. Penelitian Abdullahi (2021) menemukan bahwa 10 indeks yang diamati bergerak bersama terdapat transmisi volatilitas yang tinggi. Namun penelitian Panjaitan & Novel (2021) menemukan bahwa negara ASEAN yang diamati tidak terdapat *spillover effect* ke pasar modal Indonesia.

Penelitian ini berfokus pada *spillover effect* indeks saham syariah dan indeks saham konvensional yang masih sangat sedikit dikaji di penelitian sebelumnya. Penelitian ini bertujuan untuk menguji *spillover effect* indeks saham syariah dan indeks saham konvensional terhadap indeks saham syariah ASEAN

selama pandemi Covid-19 dengan menggunakan model NARDL. Metode NARDL belum pernah digunakan oleh penelitian sebelumnya untuk mengukur hubungan antar indeks saham, seperti penelitian Abdullahi (2021). Dia menggunakan metode GMM, ARDL dan MGARCH. Azhar *et al* (2021) menggunakan metode Sharpe, Treynor dan Jensen. Sementara Aslam *et al* (2020) menggunakan complex network method. Lento & Gradojevic (2021) menggunakan LASSO model dan Jebran *et al* (2017), Panjaitan & Novel (2021), dan Sumani & Saadah (2019) menggunakan model EGARCH. Q. He *et al* (2020) menggunakan tes non parametrik Mann-Whitney. Marçal *et al* (2020) menggunakan pendekatan univariate global autoregressive.

#### **B. Rumusan dan Batasan Masalah**

1. Apakah terdapat *spillover effect* asimetris pada indeks saham konvensional di Malaysia terhadap indeks saham konvensional di Indonesia selama pandemi Covid-19?
2. Apakah terdapat *spillover effect* asimetris pada indeks saham konvensional di Thailand terhadap indeks saham konvensional di Indonesia selama pandemi Covid-19?
3. Apakah terdapat *spillover effect* asimetris pada indeks saham syariah Malaysia terhadap indeks saham syariah di Indonesia selama pandemi Covid-19?
4. Apakah terdapat *spillover effect* asimetris pada indeks saham syariah Thailand terhadap indeks saham syariah di Indonesia selama pandemi Covid-19?

### C. Tujuan Penelitian

1. Penelitian ini bertujuan untuk menguji *spillover effect* asimetris pada indeks saham konvensional Malaysia terhadap indeks saham konvensional di Indonesia selama pandemi Covid-19.
2. Penelitian ini bertujuan untuk menguji *spillover effect* asimetris pada indeks saham konvensional Thailand terhadap indeks saham konvensional di Indonesia selama pandemi Covid-19.
3. Penelitian ini bertujuan untuk menguji *spillover effect* asimetris pada indeks saham syariah Malaysia terhadap indeks saham syariah di Indonesia selama pandemi Covid-19.
4. Penelitian ini bertujuan untuk menguji *spillover effect* asimetris pada indeks saham syariah Thailand terhadap indeks saham syariah di Indonesia selama pandemi Covid-19.

### D. Manfaat Penelitian

#### 1. Manfaat Teoritis

Temuan dari penelitian ini berkontribusi terhadap cakrawala keilmuan pembaca (akademisi) pasar modal tentang dampak simetris dan asimetris dari variabel makroekonomi terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (IDX).

#### 2. Manfaat Praktis

Praktisi pasar modal salah satunya adalah investor. Investor dapat menggunakan hasil penelitian ini untuk memperkirakan perubahan harga yang terjadi pada saham syariah yang disebabkan oleh perubahan variabel makroekonomi agar dapat meminimalisir risiko investasi di pasar modal. Dalam

artian, hasil penelitian ini dapat menjadi acuan dalam keputusan berinvestasi. Memahami asimetris variabel makroekonomi sangat penting bagi investasi sebagai acuan dalam mengambil kebijakan di pasar modal sehingga investor dapat menentukan kapan waktu yang baik untuk berinvestasi.

#### **E. Sistematika Pembahasan**

Sistematika pembahasan penelitian tersusun sebagai berikut:

##### **Bab I: Pendahuluan**

Isi dalam bab ini adalah latar belakang penelitian yang mencakup permasalahan yang melatarbelakangi penelitian ini. Selanjutnya, terdapat rumusan masalah yang merupakan batasan masalah penelitian ini sehingga pengujian akan fokus pada pemecahan masalah tersebut, serta terdapat tujuan dan manfaat penelitian, baik teoritis maupun praktis.

##### **Bab II: Landasan Teori dan Pengembangan Hipotesis**

Isi dari bab ini adalah landasan teori yang menjelaskan mengenai definisi variabel-variabel dalam penelitian ini. Selanjutnya dalam Bab ini, penulis juga menguraikan kerangka konsep, model hipotesis, dan hipotesis penelitian.

##### **Bab III: Metodologi Penelitian**

Dalam bab ini peneliti menguraikan metode penelitian yakni pendekatan dan jenis penelitian, sumber data, populasi, sampel, dan teknik sampling, teknik pengumpulan data, identifikasi variabel, skala pengukuran, dan metode analisis data.

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

Bab ini memaparkan hasil penelitian beserta diskusi ataupun pengkajian terhadap temuan penelitian yang kemudian akan digunakan untuk menjawab rumusan masalah.

#### Bab V: Penutup

Peneliti akan memaparkan terkait kesimpulan dari hasil dan pembahasan di bab sebelumnya. Selanjutnya, dipaparkan juga implikasi dari penelitian yang dilakukan, kekurangan atau hal yang tidak dapat dicapai atau dilakukan dalam penelitian ini, serta saran yang memuat ide-ide yang dapat dikembangkan untuk penelitian selanjutnya.

## BAB V

### PENUTUP

#### A. Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian diperoleh kesimpulan bahwa selain dipengaruhi oleh variabel independen beserta lag-nya, indeks saham syariah dan konvensional di Indonesia, Thailand dan Malaysia juga dipengaruhi oleh beberapa lag-nya sendiri. Hasil uji kointegrasi menunjukkan adanya kointegrasi atau hubungan jangka indeks saham konvensional di Indonesia hanya pada indeks saham konvensional Malaysia. Terakhir, penggunaan model NARDL pada hubungan indeks saham syariah dan konvensional di Indonesia terhadap Indeks saham ASEAN menemukan adanya pengaruh asimetris.

Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui pengaruh asimetris jangka panjang indeks saham konvensional ASEAN terhadap indeks saham syariah Indonesia, Malaysia dan Thailand dengan menggunakan pendekatan NARDL. Hasil penelitian ini menemukan bahwa, pertama, indeks saham konvensional ASEAN hanya memiliki pengaruh asimetris jangka panjang terhadap indeks saham Thailand positif. Selain dari dukungan hasil penelitian terdahulu yang menyatakan bahwa indeks saham ASEAN memiliki spillover effect yang sangat kuat terhadap negara-negara lain dalam lingkup internasional dan spillover effect pada negara-negara tetangga, hasil penelitian ini juga didukung dengan beberapa fakta bahwa ASEAN memang memiliki hubungan dagang yang sangat erat terhadap Thailand, sehingga hal ini mengindikasikan penyebab mengapa hanya ditemukan efek asimetris jangka panjang pada indeks saham konvensiona

Thailand. Kedua, efek ketika terjadi penurunan indeks saham syariah ASEAN lebih besar dibandingkan pada saat terjadi kenaikan indeks harga saham. Dengan demikian, kontraksi yang terjadi pasar ASEAN berdampak lebih buruk pada negara lain dibandingkan pada saat harga indeks saham stabil maupun positif. Hasil penelitian ini dapat dijadikan acuan bagi para investor mancanegara, khususnya wilayah Asia Tenggara untuk mengidentifikasi pengaruh yang ditimbulkan oleh pasar modal konvensional dan syariah ketika positif dan negatif pada pasar modal syariah.

## **B. Implikasi**

Pengujian dampak simetris dan asimetris variabel Indeks Saham Syariah ASEAN dan hasil yang ditemukan dalam penelitian ini dapat bermanfaat baik secara praktis maupun teoritis. Secara teoritis, dapat dijadikan perbandingan antara teori dan kenyataan terkait pengaruh variabel dalam penelitian ini terhadap harga saham bahwa pengaruh dari suatu variabel tidak selalu sejalan dengan teori yang dibangun. Selain itu, terdapat kemungkinan bahwa dalam satu periode penelitian, suatu variabel dapat memiliki dampak yang berbeda.

Uraian terkait hasil penelitian ini dapat dijadikan tambahan dukungan terhadap teori yang ada dan dapat memunculkan kemungkinan pengaruh yang berbeda dari teori sebelumnya sebagai tambahan dalam wawasan keilmuan pada sektor investasi pasar modal, khususnya pasar modal syariah.

Adapun secara praktis, informasi pengaruh simetris dan asimetris dalam penelitian dapat dijadikan bahan pertimbangan oleh investor dan para pemangku kebijakan untuk membuat keputusan dan kebijakan. Untuk



investor jangka pendek atau *trader*, peningkatan inflasi dapat menjadi risiko penurunan harga saham, sehingga investor yang berorientasi jangka pendek harus waspada terhadap perubahan inflasi dan pengaruhnya terhadap saham di ISSI. Sedangkan, perubahan suku bunga harus dipertimbangkan baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang karena di kedua waktu tersebut, suku bunga merupakan risiko yang dipertimbangkan. Begitu pula peningkatan variabel lainnya, yaitu nilai tukar, jumlah uang beredar dan harga minyak juga merupakan risiko yang harus dipertimbangkan meskipun dalam kondisi tertentu, kenaikan terhadap variabel-variabel tersebut bukanlah sesuatu yang buruk.

### **C. Keterbatasan dan Saran**

1. Penelitian ini memiliki keterbatasan dalam mengolah data variabel untuk kemudian diuji dampak asimetrisnya terhadap Indeks Saham ASEAN karena adanya masalah multikolinieritas sempurna. Oleh karena itu, saran untuk penelitian selanjutnya adalah menambahkan waktu penelitian yang lebih panjang untuk menghindari adanya masalah multikolinieritas yang sempurna pada variabel jumlah uang beredar dan harga minyak dunia. Penambahan data merupakan opsi selanjutnya yang dapat dilakukan karena opsi lainnya seperti mengubah data menjadi bentuk diferensi sudah peneliti lakukan dan opsi terakhir yang dapat peneliti lakukan dalam penelitian ini adalah dengan mengeliminasi kedua variabel tersebut karena penambahan data tidak dapat dilakukan. Sehingga agar kedua variabel tersebut dapat digunakan dalam penelitian selanjutnya, maka periode penelitian harus lebih panjang.

2. Penelitian ini memiliki keterbatasan untuk memastikan apakah perubahan pada Indeks Saham ASEAN benar-benar disebabkan oleh perilaku investor yang merespon terhadap perubahan dari variabel makroekonomi yang digunakan dalam penelitian ini. Oleh karena itu, saran untuk penelitian selanjutnya adalah menguji respon dari investor terhadap perubahan variabel makroekonomi dengan menggunakan data primer atau kuesioner yang disebarakan kepada para investor di perusahaan yang tergabung.
3. Penelitian ini memiliki keterbatasan untuk menggunakan menambahkan salah satu variabel disebabkan oleh kekurangan data pada variabel tersebut. Oleh karena itu, saran untuk penelitian selanjutnya adalah menambahkan variabel tersebut apabila telah dirilis oleh Badan Pusat Statistik untuk periode yang hilang tersebut atau dengan menguji dampak simetris dan asimetris variabel makroekonomi terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia dengan periode yang lebih pendek dari penelitian ini, yaitu hanya sampai bulan februari 2020.

## DAFTAR PUSTAKA

- Abdullahi, S. I. (2021). Islamic equities and covid-19 pandemic: Measuring Islamic stock indices correlation and volatility in period of crisis. *Islamic Economic Studies*, 29(1), 50-66. <https://doi.org/10.1108/IES-09-2020-0037>
- Achmad Jufri, Masriani Adhilla, Abdul Qoyum. *Asymmetric Spillover Effect of The United States and China Islamic Index on ASEAN Islamic Index during The Covid-19 Pandemic*. 2022.
- Aslam, F., Mohmand, Y. T., Ferreira, P., Memon, B. A., Khan, M., & Khan, M. (2020). Network analysis of global stock markets at the beginning of the coronavirus disease (covid-19) outbreak. *Borsa Istanbul Review*, 20, 49–61. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2020.09.003>
- Azhar, J. A., Wulandari, R., & Kalijaga, U. I. N. S. (2021). Stock performance based on sharia stock screening: Comparasion between syariah stock indices of Indonesia and Malaysia. 1(1), 14–26. <https://doi.org/10.20885/AMBR.vol1.iss1.art2>
- Baek, S., Mohanty, S. K., & Glambosky, M. (2020). Covid-19 and stock market volatility: An industry level analysis. *Finance Research Letters*, 37(January), 1-10. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101748>
- Dizioli, A., Guajardo, J., Klyuev, VladimirMano, R., & Raissi, M. (2016). Spillovers from China’s growth slowdown and rebalancing to the ASEAN-5 economies. *IMF Working Papers*, 16(170), 1. <https://doi.org/10.5089/9781475524260.001>
- Forbes, K. J., & Rigobon, R. (2002). No contagion, only interdependence: Measuring stock market comovements. *Journal of Finance*, 57(5), 2223–2261. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00494>
- Hasan, M. B., Mahi, M., Sarker, T., & Amin, M. R. (2021). Spillovers of the covid-19 pandemic: Impact on global economic activity, the stock market, and the energy sector. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(5), 200. <https://doi.org/10.3390/jrfm14050200>
- He, Q., Liu, J., Wang, S., & Yu, J. (2020). The impact of covid-19 on stock markets. *Economic and Political Studies*, 0(0), 275–288. <https://doi.org/10.1080/20954816.2020.1757570>
- Hung, N. T. (2019). Return and volatility spillover across equity markets between China and Southeast Asian countries. *Journal of Economics, Finance and*

Administrative Science, 24(47), 66–81. <https://doi.org/10.1108/JEFAS-10-2018-0106>

- International Monetary Fund. (2021). Fault lines widen in the global recovery. World Economic Outlook Update, July 2021, 1–21. Retrieved from <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/07/27/world-economic-outlookupdate-july-2021>
- International Trade Administration. (2021). The investment climate statement chapter of the CCG is provided by the state department. Retrieved from <https://www.trade.gov/country-commercialguides/malaysia-market-overview>
- Jebbran, K., & Iqbal, A. (2016). Examining volatility spillover between Asian countries' stock markets. *China Finance and Economic Review*, 4(1), 0–13. <https://doi.org/10.1186/s40589-016-0031-1>
- Kayo, E. S. (2021). Bursa saham terbesar di dunia (20 besar). Retrieved from <https://www.sahamu.com/bursa-saham-terbesar-di-dunia>
- Kirkulak Uludag, B., & Khurshid, M. (2019). Volatility spillover from the Chinese stock market to E7 and G7 stock markets. *Journal of Economic Studies*, 46(1), 90–105. <https://doi.org/10.1108/JES-01-2017-0014>
- Komorek, C. (2021). Record trade between Malaysia and China. Retrieved from <http://www.fruitnet.com/asiafruit/article/184345/record-trade-between-malaysia-and-china>
- Jufri, et al/*Jurnal Ekonomi Syariah Teori dan Terapan* Vol. 9 No. 3 Mei 2022: 286-298
- Lee, H. Y. (2012). Contagion in international stock markets during the sub prime mortgage crisis. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 2(1), 41–53.
- Lee, K.-J., Lu, S.-L., & Shih, Y. (2018). Contagion effect of natural disaster and financial crisis events on international stock markets. *Journal of Risk and Financial Management*, 11(2), 16. <https://doi.org/10.3390/jrfm11020016>
- Lento, C., & Gradojevic, N. (2021). S&P 500 index price spillovers around the covid-19 market meltdown. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(7), 330. <https://doi.org/10.3390/jrfm14070330>
- Liu, H., Manzoor, A., Wang, C., Zhang, L., & Manzoor, Z. (2020). The covid-19 outbreak and affected countries stock markets response. *International Journal of Environmental Research and Public Health*, 17(8), 1–19. <https://doi.org/10.3390/ijerph17082800>
- Marçal, E. F., Prince, D. de, Zimmermann, B., Merlin, G., & Simões, O. (2020). Assessing global economic activity linkages: The role played by United

- States, Germany and China. *EconomiA*, 21(1), 38–56.  
<https://doi.org/10.1016/j.econ.2020.01.001>
- Mata, M. N., Razali, M. N., Bentes, S. R., & Vieira, I. (2021). Volatility spillover effect of AAN-Asia's property portfolio markets. *Mathematics*, 9(12), 1–20.  
<https://doi.org/10.3390/math9121418>
- McMillan, D. G. (2020). Interrelation and spillover effects between stocks and bonds: Cross-market and cross-asset evidence. *Studies in Economics and Finance*, 37(3), 561–582. <https://doi.org/10.1108/SEF-08-2019-0330>
- Panjaitan, Y., & Novel, R. (2021). Volatility spillover among Asian developed stock markets to Indonesia stock market during pandemic covid-19. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 25(2), 342–354.  
<https://doi.org/10.26905/jkdp.v25i2.5532>
- Pesaran, M. H., Shin, Y., & Smith, R. J. (2001). Bounds testing approaches to the analysis of level relationships. *Journal of Applied Econometrics*, 16, 289–326.
- Purbasari, I. (2019). Volatility spillover effects from the US and Japan to the ASEAN-5 markets and among the ASEAN-5 markets. *Sains: Jurnal Manajemen dan Bisnis*, 11(2), 293–331.  
<https://doi.org/10.35448/jmb.v11i2.6064>
- Rahmayani, D., & Oktavilia, S. (2021). Does the covid-19 pandemic affect the stock market in Indonesia? *Jurnal Ilmu Sosial dan Ilmu Politik*, 24(1), 33–47. <https://doi.org/10.22146/JSP.56432>
- Ramdhan, N., Yousop, N. L. M., Ahmad, Z., Abdullah, N. M. H., & Zabizi, A. Z. (2016). Stock market integration: The effect of leader and emerging market. *Journal of Advanced Research in Business and Management Studies*, 2(1), 1–10.
- Saleem, A., Bárczi, J., & Sági, J. (2021). Covid-19 and Islamic stock index: Evidence of market behavior and volatility persistence. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(8), 389.  
<https://doi.org/10.3390/jrfm14080389>
- Sari, L. K., Achsani, N. A., & Sartono, B. (2017). Volatility transmission of the main global stock return towards Indonesia. *Bulletin of Monetary Economics and Banking*, 20(2), 229–254.  
<https://doi.org/10.21098/bemp.v20i2.813>
- Sekaran, U., & Bougie, R. (2018). *Metode penelitian untuk bisnis*. Jakarta: Salemba Empat.

- Setiawan, A., & Kartiasih, F. (2021). Contagion effect of Argentina and Turkey crisis to Asian countries, is it really happening? *Jurnal Ekonomi dan Pembangunan Indonesia*, 21(1), 59–76. <https://doi.org/10.21002/jepi.v21i1.1333>
- Shin, Y., Yu, B., & Greenwood-Nimmo, M. (2012). Modelling asymmetric cointegration and dynamic multipliers in a nonlinear ARDL framework. *SSRN Electronic Journal*, 1–61. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1807745>
- Suppakittiwong, T., & Aimprasittichai, S. (2015). A study of a relationship between the U.S. stock market and emerging stock markets in Southeast Asia. Unpublished undergraduate thesis. Sweden: Linnaeus University.
- Sznajderska, A., & Kapuściński, M. (2019). The spillover effects of chinese economy on Southeast Asia and Oceania. NBP Working Paper Issue 315. Retrieved from [https://www.nbp.pl/publikacje/materialy\\_i\\_studia/315\\_en.pdf](https://www.nbp.pl/publikacje/materialy_i_studia/315_en.pdf)
- Thai Hung, N. (2019). Equity market integration of China and Southeast Asian Countries: Further Evidence from MGARCH-ADCC and wavelet coherence analysis. *Quantitative Finance and Economics*, 3(2), 201–220. <https://doi.org/10.3934/qfe.2019.2.201>
- Jufri, et al/*Jurnal Ekonomi Syariah Teori dan Terapan* Vol. 9 No. 3 Mei 2022: 286-298 Thomson Reuters Practical Law. (2021). International trade in goods and services in Malaysia: Overview. Retrieved from [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/w-0179602?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/w-0179602?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true)
- Trade between Malaysia and China reached new high in 2020 despite Covid. (2021). Retrieved from <https://www.freshplaza.com/article/9293748/trade-between-malaysia-and-china-reached-newhigh-in-2020-despite-covid/>
- United States Census Bureau. (2021). Trade in goods with Malaysia. Retrieved from <https://www.census.gov/foreign-trade/balance/c5570.html>
- Vo, X. V., & Tran, T. T. A. (2019). Modelling volatility spillovers from the US equity market to ASEAN stock markets. *Pacific Basin Finance Journal*, 59(February 2020), <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2019.101246>
- Wang, Q., & Han, X. (2021). Spillover effects of the United States economic slowdown induced by COVID-19 pandemic on energy, economy, and environment in other countries. *Environmental Research*, 196(February). <https://doi.org/10.1016/j.envres.2021.110936>
- Wycislak, S. (2014). Contagion effect and organization. *European Scientific Journal*, 10(1), 17–26. <https://doi.org/10.19044/esj.2014.v10n1p%25p>

- Yan, B., Stuart, L., Tu, A., & Zhang, Q. (2020). Analysis of the effect of covid-19 on the stock market and investing strategies. SSRN Electronic Journal. <https://doi.org/10.2139/SSRN.3563380>
- Yan, C. (2020). COVID-19 Outbreak and stock prices: Evidence from China. SSRN Electronic Journal. <https://doi.org/10.2139/SSRN.3574374>
- Yujing, O. (2021). China-Malaysia diplomatic relations – sailing towards a brighter future. Retrieved from <https://www.thestar.com.my/opinion/letters/2021/05/31/china-malaysia-diplomaticrelations---sailing-towards-a-brighter-future>