

UJI INTEGRASI DAN *CONTAGION EFFECT* PASAR MODAL PADA LIMA NEGARA ASEAN (RISET EMPIRIS PASCA TERJADINYA KRISIS *SUBPRIME MORTGAGE* DAN KRISIS YUNANI)

Tarsisius Renald Suganda
Yonatan Soetrisno

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Ma Chung Malang
Villa Puncak Tidar N-01, Malang, 65151, Indonesia

ABSTRACT

Financial market comovement in ASEAN main member countries is still attractive to scrutinized, because this area is vulnerable to the impact on a global economic event. This study examined capital market integration of five ASEAN main members (Indonesia, Singapore, Malaysia, Philippines, and Thailand) by using September 2008 – 30 April 2013 data period. This period will divided into the post 2008 Subprime Mortgage crisis period and the post 2010 Greece crisis period. Vector Autoregressive (VAR) was used to test the comovement occurrence among these capital markets and Granger Causality Test was used to analyze the contagion effect among these capital markets. The finding shows that the comovement was occurred among Indonesia, Malaysia, Singapore and Thailand's capital market during September 2008 to 30 April 2013 period. The comovement was still occurred after 2008 Subprime Mortgage crisis period and 2010 Greece crisis period, although there is country namely Philippines which did not have the comovement at all against the other countries. Furthermore, the finding shows that Indonesia capital market gives contagion effect to other ASEAN countries after 2008 Subprime Mortgage crisis and Greece financial crisis.

Keywords: *capital market comovement, contagion effect, subprime mortgage, Greece financial crisis, ASEAN countries.*

PENDAHULUAN

Pada tahun 2007, para pimpinan negara anggota-anggota ASEAN menyetujui adanya cetak biru AEC (*ASEAN Economic Community/ Masyarakat Ekonomi ASEAN*) yang rencananya akan diusung pada akhir tahun 2015. Hal tersebut

dilakukan agar daya saing negara anggota dapat terdongkrak serta mampu bersaing dengan Cina dan India untuk menarik investasi asing. Penanaman modal asing di wilayah ini sangat dibutuhkan untuk meningkatkan lapangan pekerjaan dan meningkatkan kesejahteraan masyarakatnya (www.bbc.com). AEC merupakan salah satu dari tiga pilar utama da-

Korespondensi dengan Penulis:

T. Renald Suganda: Telp. + 62 341 550 171 - 08125211644; Fax. +62 341 550 175
Email: renald.suganda@machung.ac.id

lam ASEAN *Community* 2015 selain Komunitas Keamanan ASEAN (ASEAN *Security Community/ASC*) dan Komunitas Sosial Budaya ASEAN (ASEAN *Socio-Cultural Community/ASCC*). Cetak biru tersebut terdiri atas rencana liberalisasi jasa-jasa keuangan di antara para negara anggota dengan tujuan untuk mempercepat perkembangan dan integrasi pasar modal dan juga yang tidak kalah penting adalah adalah pengurangan (bahkan penghilangan) batasan lalu lintas permodalan untuk mencapai arus modal yang lebih bebas di kawasan ASEAN (Volz, 2013). Salah satu sektor keuangan yang mampu menarik perhatian calon investor adalah sektor pasar modal. Semakin dibukanya peluang untuk berinvestasi ke negara lain dengan lebih leluasa, maka sektor pasar modal sudah pasti dijadikan salah satu peluang besar untuk berinvestasi.

Kestabilan perekonomian negara ditentukan pula oleh peristiwa-peristiwa yang terjadi baik secara domestik maupun secara eksternal. Peristiwa besar yang berkejolak di negara besar lainnya turut mempengaruhi kondisi perekonomian bangsa yang pada akhirnya memberi dampak terhadap pergerakan harga saham maupun integrasi pasar modal di kawasan tertentu. Beberapa tahun belakangan ini, terdapat krisis besar yang dikategorikan sebagai risiko sistematis yang mempengaruhi perekonomian dunia, yaitu krisis keuangan global yang terjadi di Amerika Serikat pada tahun 2008 dan krisis finansial Yunani pada tahun 2010. Peristiwa ekonomi yang terjadi pada negara lain dapat memberikan efek penularan (*contagion effect*) ke negara lain, dan hal tersebut juga tidak menutup kemungkinan dapat berimbas ke negara-negara di kawasan ASEAN.

Chandra (2015) menyatakan bahwa krisis Amerika Serikat pada tahun 2008 berawal dari permasalahan kegagalan pembayaran kredit perumahan (*subprime mortgage default*) di Amerika Serikat. Puncak dari krisis ini terjadi pada September 2008 yang terus berkembang dan merusak sistem per-

bankan, bukan hanya di Amerika Serikat namun meluas hingga ke Eropa lalu ke Asia. Secara beruntun, peristiwa tersebut menyebabkan efek penularan terhadap solvabilitas dan likuiditas lembaga-lembaga keuangan di negara-negara Eropa dan Asia, yang antara lain menyebabkan kebangkrutan bank, perusahaan sekuritas, lembaga dana pensiun dan asuransi. Krisis merambat ke belahan Asia terutama negara-negara seperti Jepang, Korea, China, Singapura, Hongkong, Malaysia, Thailand termasuk juga Indonesia. Krisis Amerika Serikat yang terjadi pada tahun 2008 memberikan dampak negatif bagi bursa saham di beberapa negara. Pada penutupan perdagangan saham akhir pekan Jumat, 24 Oktober 2008, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) turun 92,390 poin (6,91%) menjadi 1.244,864, yang merupakan posisi terendah sejak Juni 2006. IHSG mengikuti pelemahan bursa saham Asia yang jatuh seperti Hang Seng (Hong Kong) turun 8,3%, KOSPI (Korea Selatan) turun 10,33%, Nikkei (Jepang) turun 9,6%, Shanghai (China) turun 1,92%, STI (Singapura) turun 8,73% dan TSEC (Taiwan) turun 3,19% (www.finance.detik.com).

Peristiwa yang juga memiliki dampak ekonomi terhadap negara lainnya adalah krisis Yunani yang bermula saat Yunani memiliki utang yang sangat tinggi dan terus berkembang hingga pada tahun 2009 yaitu sebesar 262 miliar Euro. Keadaan ini diperbesar dengan adanya pemangkasan *rating* kredit Yunani oleh lembaga pemeringkat Fitch dari A- ke BBB+ akibat adanya beban utang yang membesar. Pada 27 April 2010, S&P (*Standard & Poor's*) melakukan hal serupa pada Yunani dengan menurunkan *rating* utang Yunani ke level BB+. Pada akhirnya, untuk pertama kali Yunani kehilangan status A- yang mengundang kegundahan di pasar saham dunia dikarenakan Yunani merupakan negara yang tergabung dalam Uni Eropa (www.finance.detik.com). Pada Mei 2010, krisis Yunani ditandai dengan adanya bantuan sebesar 110 miliar Euro untuk Yunani dan adanya kewajiban untuk menutup pinjaman sampai tahun 2013 dengan

menyatakan *bailout* yang disepakati oleh menteri keuangan Eropa. Sebagai timbal balik, Yunani terpaksa harus memangkas defisit melalui efisiensi besar-besaran. Menjelang akhir tahun 2011, S&P menyatakan bahwa Yunani resmi menyandang *rating* CC. Akibat dari krisis utang Yunani tersebut, pasar saham dunia kembali mengalami kepanikan. Bahkan, *Dow Jones Industrial Average* (DJIA) yang bertindak sebagai indeks acuan sempat mengalami penurunan yang sangat tajam mencapai 1000 poin dan masih berlanjut hingga berada dibawah level 10.000 poin. Kepanikan dari para pelaku pasar modal yang melepas sahamnya di hampir seluruh jenis saham menjadi salah satu pemicu turunnya harga saham saat itu (www.finance.detik.com).

Peristiwa *subprime mortgage* di Amerika dan krisis finansial Yunani merupakan suatu hal yang tidak dapat diabaikan begitu saja mengingat kondisi perekonomian di wilayah ASEAN juga ikut terkena imbasnya. Adanya hubungan diplomatik dan perdagangan antara kelima negara di ASEAN mengindikasikan adanya keterkaitan di antara kelima negara yaitu Indonesia, Singapura, Malaysia, Filipina, dan Thailand. Selain itu, integrasi ekonomi di kawasan ASEAN yang ditandai dengan adanya *ASEAN free-trade area* menimbulkan adanya interdependensi ekonomi antar negara anggota. Interdependensi ini dapat diamati juga pada kinerja pasar modal yang tercermin pada indeks harga saham gabungan.

Bertolak dari kedua peristiwa tersebut, penelitian ini akan difokuskan untuk melihat integrasi pasar modal di beberapa negara ASEAN beserta efek penularannya (*contagion effect*). Beberapa penelitian terdahulu sudah dilakukan terkait pembuktian adanya integrasi dan juga efek penularan pasar modal di beberapa negara ASEAN. Palac-McMiken (1997) melakukan penelitian terkait integrasi beberapa pasar modal pada negara anggota ASEAN seperti Bursa Efek Jakarta, *Phillipines Stock Exchange*, *Kuala Lumpur Stock Exchange*, *Singapore Stock Exchange* dan *Stock Exchange Thailand* dengan meng-

gunakan data perioda Januari 1987 hingga Oktober 1995. Menggunakan analisis kointegrasi, diperoleh hasil bahwa semua pasar modal yang diteliti, kecuali Bursa Efek Jakarta (Indonesia), memiliki keterkaitan satu sama lain. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa pasar modal di ASEAN merupakan pasar yang tidak efisien secara kolektif. Roca *et al.*, (1998) menemukan hasil yang sejalan dengan penelitian Palac-McMiken (1997) tersebut. Roca *et al.*, (1998) meneliti hubungan antara beberapa pasar modal pada negara anggota ASEAN dengan perioda penelitian 1988 – 1995. Hasil penelitian menunjukkan bahwa Bursa Efek Jakarta (Indonesia) tidak terintegrasi dengan pasar modal yang ada pada negara-negara anggota ASEAN lainnya pada jangka panjang maupun jangka pendek. Lebih lanjut, penelitian ini menyimpulkan bahwa di jangka pendek, semua pasar modal kecuali Bursa Efek Jakarta, memiliki keterkaitan satu sama lain; sedangkan untuk jangka panjang, semua pasar modal yang diteliti tidak memiliki keterkaitan antara pasar modal yang satu dengan pasar modal lainnya.

Ibrahim (2006) melakukan kajian pada lima negara ASEAN yang sama dengan menggunakan perioda penelitian dari Januari 1988 hingga Desember 2003. Penelitian ini mengkaji pengaruh pasar modal negara maju yaitu pasar modal Amerika Serikat dan Jepang terhadap pasar modal yang berada di negara-negara anggota ASEAN. Hasil penelitian memberikan bukti bahwa pasar modal Amerika Serikat memiliki pengaruh yang lebih dominan (dibandingkan pasar modal Jepang) terhadap pasar modal di negara-negara anggota ASEAN. Bukti empiris yang ada juga menunjukkan bahwa pasar modal pada negara-negara anggota ASEAN sangat rentan terhadap adanya krisis finansial internasional. Hal ini terlihat dari adanya pengaruh yang signifikan dari gejolak yang terjadi di pasar modal Amerika Serikat, namun perubahan yang positif secara drastis pada pasar modal yang sudah maju tidak memiliki dampak yang signifikan.

Suryanta (2011) melakukan penelitian mengenai integrasi pasar modal di beberapa negara anggota ASEAN yaitu Indonesia, Malaysia, Singapura, Thailand dan Filipina. Data yang dipergunakan dalam penelitian adalah data periode Januari 2004 hingga Desember 2009. Hasil penelitiannya konsisten dengan penelitian Palac-McMiken (1997) dan Roca *et al.*, (1998) yaitu tidak terdapat integrasi dan keterkaitan dinamis pasar modal Indonesia dengan pasar modal Malaysia, Singapura, Thailand dan Filipina. Lebih lanjut Suryanta (2011) mengemukakan bahwa faktor domestik Indonesia lebih memengaruhi pasar modal Indonesia dibandingkan faktor eksternal.

Karim & Karim (2012) secara lebih mendetail melakukan penelitian mengenai integrasi pasar modal di beberapa negara anggota ASEAN seperti Indonesia, Malaysia, Singapura, Thailand dan Filipina dengan menggunakan data Januari 1988 hingga Desember 2010 yang dipilah-pilah menjadi periode sebelum 1997 dan periode setelah 1997 serta periode setelah terjadi krisis finansial (*subprime mortgage*) di Amerika Serikat. Karim & Karim (2012) menyimpulkan bahwa pasar modal di negara-negara anggota ASEAN makin terintegrasi terutama setelah terjadinya krisis finansial (*subprime mortgage*) di Amerika Serikat.

Tan (2014) melakukan penelitian mengenai integrasi pasar modal dan *contagion effect* pada beberapa negara di kawasan ASEAN dengan kajian data pada periode pasca krisis moneter di Asia tahun 1998 dan periode pasca krisis finansial global tahun 2008. Penelitian ini menyimpulkan bahwa sepanjang periode penelitian (Januari 1997 – Desember 2013) integrasi pasar modal ini tetap ada pasca terjadinya krisis finansial Asia tahun 1997 dan pasca krisis finansial global tahun 2008. Lalu ditemukan juga dalam penelitian ini bahwa pasar modal Indonesia merupakan pasar modal yang menerima *contagion effect* dari pasar modal Thailand, Malaysia dan Singapura pasca terjadinya krisis finansial Asia tahun 1997, namun tidak

menerima *contagion effect* dari pasar modal Thailand, Malaysia dan Singapura pasca terjadinya krisis finansial global.

Meskipun integrasi pasar modal dapat memberikan manfaat bagi negara-negara yang berada di satu kawasan dan memberikan kontribusi bagi perkembangan finansial dari negara-negara anggota ASEAN (Suryanta, 2011), namun tidak dapat dipungkiri bahwa terdapat risiko yang sangat substansial yang menyertai pembebasan lalu lintas permodalan dan liberasi keuangan. Risiko ini dapat berupa adanya efek penularan (*contagion effect*) akibat adanya integrasi pasar modal. Kejatuhan pasar modal yang satu akan berdampak kepada kejatuhan pasar modal lain yang terintegrasi dengannya, demikian pula sebaliknya, terutama pada negara-negara yang terdapat pada satu kawasan tertentu.

Mempertimbangkan adanya potensi risiko akibat adanya integrasi pasar modal yang berupa efek penularan tersebut, maka penelitian ini dilakukan untuk memberikan bukti adanya integrasi pasar modal pada beberapa pasar yang ada di kawasan ASEAN yaitu pada *Singapore Stock Exchange*, Bursa Efek Indonesia, *Kuala Lumpur Stock Exchange*, *Stock Exchange Thailand*, dan *Philippine Stock Exchange Index*.

PENGEMBANGAN HIPOTESIS

AEC mendorong negara-negara di ASEAN untuk semakin terintegrasi dalam beberapa hal. Adanya integrasi yang terjadi antara satu negara dengan negara lain pada wilayah tertentu memberikan manfaat dan kontribusi bagi negara-negara yang berada di kawasan tersebut. Akan tetapi, keberadaan risiko yang sangat substansial akan selalu ada dan risiko tersebut menyertai pembebasan lalu lintas permodalan dan liberasi keuangan. Salah satu bidang yang langsung bersentuhan dengan sektor finansial adalah pasar modal. Risiko yang muncul dapat berupa adanya efek

penularan (*contagion effect*) akibat adanya integrasi pasar modal khususnya di negara-negara ASEAN. Dua peristiwa besar yang dijadikan *economic setting* dalam penelitian ini adalah krisis Amerika Serikat (*subprime mortgage*) di tahun 2008 dan krisis finansial Yunani di tahun 2010.

Berdasarkan uraian di atas, maka penelitian ini dilakukan untuk membuktikan hipotesis-hipotesis yang diajukan peneliti yakni sebagai berikut.

H₁ : Terdapat integrasi pasar modal pada beberapa negara di kawasan ASEAN pasca krisis *Subprime Mortgage*.

H₂ : Terdapat integrasi pasar modal pada beberapa negara di kawasan ASEAN pasca krisis Yunani.

H₃ : Terdapat *contagion effect* pada pasar modal di beberapa negara kawasan ASEAN pasca krisis *Subprime Mortgage*.

H₄ : Terdapat *contagion effect* pada pasar modal di beberapa negara kawasan ASEAN pasca krisis Yunani.

METODE

Data yang dipergunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang didapatkan dari situs bursa masing-masing negara yang diteliti. Data-data tersebut adalah data penutupan bulanan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di Bursa Efek Indonesia, data *Strait Times Index* (STI) di *Singapore Stock Exchange*, data *KLSE Composite* (KLSE) dari *Kuala Lumpur Stock Exchange* dan data

indeks SET (SET) dari *Stock Exchange Thailand*, dan data indeks Filipina (PSEI) dari *Philippine Stock Exchange*. Data penelitian dianalisis dengan dua perioda waktu yang berbeda yaitu September 2008 – 30 April 2010 yang merupakan perioda pasca krisis *Subprime Mortgage* dan Mei 2010 – 30 April 2013 yang merupakan perioda pasca krisis finansial Yunani. Program EVIEWS 7 digunakan sebagai alat bantu analisis.

HASIL

Uji Kestasioneran Data

Uji kestasioneran data dilakukan dengan menggunakan ADF (*Augmented Dickey Fuller*) untuk *level*, *1st difference* dan *2nd difference*. Jika data tidak stasioner (*unit root*) maka perlu dilakukan uji derajat integrasi. Uji derajat integrasi dimaksudkan untuk melihat pada derajat atau orde diferensi ke berapa data yang diamati akan stasioner. Hasil penelitian untuk perioda pasca krisis *Subprime Mortgage* 2008 dapat dilihat pada Tabel 1 dan Tabel 2, dan untuk perioda pasca krisis Yunani tahun 2010 dapat dilihat pada Tabel 3 dan Tabel 4.

Tabel 1 menunjukkan bahwa hanya probabilitas variabel KLSE saja lebih besar daripada 0,1 ($\alpha=10\%$), yang berarti *unit root* diterima atau data belum stasioner. Maka dari itu dilakukan tes yang kedua (tes derajat integrasi): *1st Difference - Trend & Intercept*. Berikut adalah hasil uji *1st difference* variabel KLSE.

Tabel 1. *Augmented Dickey-Fuller Tests Statistic (Level)* Periode September 2008 – 30 April 2010

	IHSG	PSEI	SET	STI	KLSE
<i>Level</i>	0,0541	0,0041	0,0016	0,0254	0,5563
<i>t-Statistic</i>	-3,711482***	-4,997717*	-5,497282*	-4,040390**	-2,002803

Keterangan:

* signifikan pada tingkat 1%

** signifikan pada tingkat 5%

*** signifikan pada tingkat 10%

Uji Integrasi dan Contagion Effect Pasar Modal Pada Lima Negara Asean...

Tarsisius Renald Suganda & Yonatan Soetrisno

Tabel 2. *Augmented Dickey-Fuller Tests Statistic (1st difference) Periode September 2008 – 30 April 2010*

	KLSE
<i>1st difference</i>	0,0025
<i>t-Statistic</i>	-5,320532

Keterangan:

*Signifikan pada tingkat 1%

Tabel 2 menunjukkan bahwa probabilitas variabel KLSE lebih kecil daripada 0,1 ($\alpha=10\%$) dan juga memiliki nilai t untuk uji ADF yang signifikan, yang menunjukkan bahwa data adalah *unit root* ditolak atau tidak memiliki *unit root* dan bersifat stasioner.

Tabel 3 menunjukkan bahwa probabilitas variabel IHSG, PSEI, SET, STI, dan KLSE lebih besar daripada 0,1 ($\alpha=10\%$), yang berarti *unit root* diterima atau data belum stasioner. Maka dari itu dilakukan tes yang kedua (tes derajat integrasi): *1st Difference – Trend & Intercept*. Berikut adalah hasil *1st Difference* variabel IHSG, PSEI, SET, STI, dan KLSE.

Tabel 4 menunjukkan bahwa probabilitas variabel IHSG, PSEI, SET, STI, dan KLSE lebih kecil daripada 0,1 ($\alpha=10\%$) dan juga memiliki nilai t untuk uji ADF yang signifikan, yang menunjukkan bahwa data adalah *unit root* ditolak atau tidak memiliki *unit root* dan bersifat stasioner.

Tabel 3. *Augmented Dickey-Fuller Tests Statistic (Level) Periode Mei 2010 – 30 April 2013*

	IHSG	PSEI	SET	STI	KLSE
<i>Level</i>	0,2938	0,9458	0,8854	0,6251	0,1108
<i>t-Statistic</i>	-2,573407	-0,891423	-1,242857	-1,915774	-3,151292

Sumber: Data diolah, 2015

Tabel 4. *Augmented Dickey-Fuller Tests Statistic (1st difference) Periode Mei 2010 – 30 April 2013*

	IHSG	PSEI	SET	STI	KLSE
<i>1st difference</i>	0,0001	0,0003	0,0022	0,0000	0,0000
<i>t-Statistic</i>	-6,114182*	-5,586979*	-4,876758*	-5,726002*	-7,513000*

Keterangan:

*Signifikan pada tingkat 1%

Tabel 5. Hasil *Vector Autoregressive (VAR)* Periode September 2008—30 April 2010

Variabel Terikat	IHSG	KLSE	SET	STI	PSEI	Adjusted R ²
IHSG	-	0,429235 (2,48260)**	0,357090 (2,63053)**	1,142858 (2,05828)***	0,964284 (2,13451)**	0,918872
KLSE	2,691089 (1,34753)	-	0,762121 (1,77027)***	2,649082 (1,50438)	3,720599 (2,59692)**	0,935440
SET	-2,975888 (-1,47432)	-0,765923 (-1,38202)	-	-3,064072 (-1,72159)***	-2,582407 (-1,78335)***	0,929681
STI	-0,924057 (1,53675)***	-0,193575 (-1,17249)	-0,173324 (-1,33712)	-	-0,419683 (-0,97289)	0,911722
PSEI	-0,105780 (-0,18064)	-0,119270 (-0,74180)	0,003504 (0,02776)	-0,187473 (-0,36307)	-	0,947717

Sumber: Data diolah, 2015

Keterangan:

Angka dalam kurung merupakan angka t statistik

* signifikan pada tingkat 1%

** signifikan pada tingkat 5%

*** signifikan pada tingkat 10%

PEMBAHASAN

Analisis Integrasi Pasar Modal

Hasil analisis integrasi pasar modal dengan *Vector Autoregressie* (VAR) untuk perioda pasca krisis *Subprime Mortgage* 2008 (September 2008 – 30 April 2010) dapat dilihat pada Tabel 5. Sedangkan analisis VAR untuk perioda pasca krisis Yunani 2010 (Mei 2010 – 30 April 2013) dapat dilihat pada Tabel 6.

Tabel 5 (perioda setelah terjadinya krisis finansial global di tahun 2008 yaitu perioda September 2008 hingga perioda 30 April 2010) menunjukkan adanya integrasi dan keterkaitan pada pasar modal Indonesia dengan pasar modal Malaysia, Thailand, Singapura, dan Filipina, sehingga H_1 yang menyatakan terjadinya integrasi pasar modal pada peristiwa pasca krisis Amerika, **diterima**. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Tan

(2014) yang menunjukkan bahwa setelah krisis finansial 2008 terdapat integrasi IHSG dengan KLSE, SET, STI, dan PSEI.

Tabel 6 (perioda pasca krisis Yunani yaitu perioda Mei 2010 hingga perioda 30 April 2013) juga menunjukkan adanya integrasi antara pasar modal yang diteliti termasuk Indonesia, sehingga H_2 yang menyatakan terjadinya integrasi pasar modal pada peristiwa pasca krisis finansial Yunani, **diterima**.

Analisis Contagion Effect

Hasil analisis *Granger Causality Test* untuk perioda pasca krisis *Subprime Mortgage* 2008 (September 2008 – 30 April 2010) dapat dilihat pada Tabel 7. Sedangkan analisis *Granger Causality Test* untuk perioda pasca krisis Yunani 2010 (Mei 2010 – 30 April 2013) dapat dilihat pada Tabel 8.

Tabel 6. Hasil *Vector Autoregressive* (VAR) Perioda Mei 2010—30 April 2013

Variabel Terikat	IHSG	KLSE	SET	STI	PSEI	Adjusted R ²
IHSG	-	-0,067605 (-1,17796)***	-0,177238 (-2,77830)**	-0,451871 (-3,34234)**	-0,679115 (-2,84323)**	0,908176
KLSE	0,382740 (0,66046)	-	0,283168 (1,47897)	0,519684 (1,28076)	0,216920 (0,30259)	0,794844
SET	2,263121 (2,79836)**	0,194948 (0,81099)	-	0,860404 (1,51944)	3,472929 (3,47143)**	0,942136
STI	-0,387442 (-1,87592)***	-0,055731 (-0,90783)	-0,047420 (-0,69493)	-	-0,719693 (-2,81690)**	0,673450
PSEI	-0,101905 (-0,66597)	0,025004 (0,54975)	0,071239 (1,40913)	0,027380 (0,25555)	-	0,964329

Sumber: Data diolah, 2015

Keterangan:

Angka dalam kurung merupakan angka t statistik

* signifikan pada tingkat 1%

** signifikan pada tingkat 5%

*** signifikan pada tingkat 10%

Uji Integrasi dan *Contagion Effect* Pasar Modal Pada Lima Negara Asean...

Tarsisius Renald Suganda & Yonatan Soetrisno

Tabel 7 (periode September 2008 hingga 30 April 2010) menunjukkan bahwa KLSE dan PSEI tidak memiliki *contagion effect* ke IHSG. Sedangkan IHSG hanya memiliki *contagion effect* terhadap PSEI. SET dan STI juga memiliki *contagion effect* ke IHSG, dan sebaliknya IHSG memiliki *contagion effect* terhadap SET dan STI. SET tidak memiliki *contagion effect* ke KLSE, tetapi KLSE memiliki *contagion effect* ke SET. Lebih lanjut ditemukan pula bahwa PSEI dan STI memiliki *contagion effect* ke KLSE, begitu juga KLSE memiliki *contagion effect* ke PSEI dan STI. Adanya *Contagion Effect* pada beberapa negara di kawasan ASEAN memberikan bukti bahwa **H₃ diterima**.

Tabel 8 (pasca terjadinya krisis Yunani 2010) menunjukkan terjadi perubahan antara keterkaitan pasar modal yang terdapat di negara-negara anggota ASEAN. Jika sebelumnya pasar modal satu memiliki *contagion effect* ke pasar modal lainnya, maka di periode pasca terjadinya krisis Yunani 2010 *contagion effect* ini menjadi lenyap. Hanya PSEI dan SET yang memiliki *contagion effect* ke IHSG dan sebaliknya IHSG memiliki *contagion effect* ke PSEI dan SET, dan PSEI dengan SET memiliki *contagion effect* ke KLSE. Adanya *Contagion Effect* pada beberapa negara di kawasan ASEAN memberikan bukti bahwa **H₄ diterima**.

Tabel 7. Hasil *Granger Causality Test* Periode September 2008—30 April 2010

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
KLSE does not Granger Cause IHSG	19	0.12572	0.7275
IHSG does not Granger Cause KLSE		1.07154	0.3160
PSEI does not Granger Cause IHSG	19	2.02562	0.1739
IHSG does not Granger Cause PSEI		15.3384	0.0012
SET does not Granger Cause IHSG	19	4.62330	0.0472
IHSG does not Granger Cause SET		22.7563	0.0002
STI does not Granger Cause IHSG	19	7.11750	0.0168
IHSG does not Granger Cause STI		15.6022	0.0011
PSEI does not Granger Cause KLSE	19	4.25273	0.0558
KLSE does not Granger Cause PSEI		24.2854	0.0002
SET does not Granger Cause KLSE	19	1.65022	0.2172
KLSE does not Granger Cause SET		17.9511	0.0006
STI does not Granger Cause KLSE	19	3.62440	0.0751
KLSE does not Granger Cause STI		13.6128	0.0020
SET does not Granger Cause PSEI	19	1.32841	0.2660
PSEI does not Granger Cause SET		1.48058	0.2413
STI does not Granger Cause PSEI	19	0.10036	0.7555
PSEI does not Granger Cause STI		1.10821	0.3081
STI does not Granger Cause SET	19	0.26707	0.6124
SET does not Granger Cause STI		1.02522	0.3264

Sumber: Data diolah, 2015

KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk mengidentifikasi apakah pasca terjadinya krisis *Subprime Mortgage* dan pasca krisis Yunani terdapat integrasi pasar modal dan *contagion effect* pada lima negara di ASEAN. Berdasarkan dari hasil pengolahan data dan pengujian, didapatkan simpulan sebagai berikut.

1. Terdapat integrasi pasar modal pada beberapa negara di kawasan ASEAN pasca krisis *Subprime Mortgage* (H_1 diterima) dan pasca krisis finansial Yunani (H_2 diterima). Dengan

adanya integrasi atau adanya kerjasama di wilayah ASEAN di bidang pasar modal, maka pertumbuhan perekonomian masing-masing negara ataupun perekonomian wilayah ASEAN dapat lebih cepat mengalami pertumbuhan sesuai yang diharapkan dari cetak biru AEC.

2. Terdapat *contagion effect* (efek penularan) pada beberapa negara di kawasan ASEAN pasca krisis *Subprime Mortgage* (H_3 diterima) dan pasca krisis finansial Yunani (H_4 diterima). *Contagion effect* timbul sebagai akibat dari adanya integrasi pasar modal. Jika efek penularan tersebut terjadi, maka pada saat pasar modal suatu negara

Tabel 8. Hasil *Granger Causality Test* Periode Mei 2010—30 April 2013

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
KLSE does not Granger Cause IHSG	35	1.27967	0.2664
IHSG does not Granger Cause KLSE		1.23072	0.2755
PSEI does not Granger Cause IHSG	35	7.54203	0.0098
IHSG does not Granger Cause PSEI		3.17184	0.0844
SET does not Granger Cause IHSG	35	14.4155	0.0006
IHSG does not Granger Cause SET		3.51637	0.0699
STI does not Granger Cause IHSG	35	0.01100	0.9171
IHSG does not Granger Cause STI		0.00187	0.9658
PSEI does not Granger Cause KLSE	35	5.27686	0.0283
KLSE does not Granger Cause PSEI		0.09019	0.7659
SET does not Granger Cause KLSE	35	4.48276	0.0421
KLSE does not Granger Cause SET		0.04371	0.8357
STI does not Granger Cause KLSE	35	0.43914	0.5123
KLSE does not Granger Cause STI		0.62468	0.4351
SET does not Granger Cause PSEI	35	1.37374	0.2498
PSEI does not Granger Cause SET		1.10510	0.3010
STI does not Granger Cause PSEI	35	0.97982	0.3297
PSEI does not Granger Cause STI		1.71412	0.4044
STI does not Granger Cause SET	35	0.80449	0.3765
SET does not Granger Cause STI		0.96339	0.3337

Sumber: Data diolah, 2015

sedang terguncang, imbasnya dapat berdampak ke negara lain yang terintegrasi pada suatu kawasan tersebut. Dan sebaliknya, jika efek penularan tersebut memiliki kontribusi yang positif, maka negara-negara yang terintegrasi pada kawasan tersebut (dalam hal ini ASEAN) diharapkan mendapatkan kontribusi yang sama.

3. Penelitian ini membuktikan bahwa cetak biru AEC (ASEAN Economic Community/ Masyarakat Ekonomi ASEAN) yang terdiri atas rencana liberalisasi jasa-jasa keuangan di antara para negara anggota dengan tujuan untuk mempercepat perkembangan dan integrasi pasar modal, TERBUKTI. Indonesia sebagai salah satu negara di ASEAN, melalui bidang pasar modalnya, terbukti mampu memberikan efek penularan kepada negara-negara lain.

SARAN

Mengingat adanya keterikatan pasar modal Indonesia dengan negara-negara ASEAN yang juga memiliki keterikatan dengan negara maju yang memiliki peranan besar bagi perkembangan perekonomian global, maka para investor dan calon investor dituntut untuk memperhatikan faktor eksternal seperti adanya krisis atau sebuah peristiwa yang terjadi secara global, selain memperhatikan faktor internal yaitu peristiwa yang terjadi di dalam negeri. Keterampilan untuk menganalisa apakah peristiwa tersebut akan berdampak pada pasar modal Indonesia sangat dibutuhkan untuk memperkuat pemahaman berinvestasi dan pada akhirnya diharapkan dapat memperkuat daya saing bangsa Indonesia di sektor pasar modal.

Saran bagi pengembangan riset atau penelitian selanjutnya adalah untuk menguji dampak AEC terhadap laju perkembangan pertukaran pasar tenaga kerja di beberapa negara ASEAN, apakah AEC memberikan kontribusi yang positif bagi negara-negara ASEAN atau tidak. Begitu pula

dengan sektor infrastruktur dan juga sektor industri yang masih perlu dikaji terkait AEC. Hal tersebut menarik untuk dikaji agar dapat memberikan simpulan yang lebih agregat terhadap dampak AEC di negara-negara ASEAN.

Bagi pengembangan teori, adanya integrasi pasar modal dan efek penularan dapat dijadikan sebagai bahan kajian empiris untuk mengukur perkembangan ekonomi sebuah wilayah integrasi. Terlebih lagi jika melihat pada peristiwa *ASEAN Economic Community/ AEC* yang saat ini sedang menjadi topik menarik untuk dikaji lebih dalam.

DAFTAR PUSTAKA

- Chandra, J. Y. 2015. Analisa Kointegrasi Pasar Modal ASEAN-5 Sebelum, Saat, dan Setelah Krisis *Subprime Mortgage*. Jurnal *FINESTA*. Vol. 3, No. 1, (2015) 24-29.
- Ibrahim, M, H. 2006. International Linkage of ASEAN Stock Prices: An Analysis of Response Asymmetries. *Applied Econometrics and International Development*, 3(3): 191-202.
- Karim, B, A., & Karim, Z, A. 2012. Integration of ASEAN-5 Stock Markets: A Revisit. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 8(2): 21-41.
- Palac-McMiken, E. D. 1997. An Examination of ASEAN Stock Markets: A Cointegration Approach. *ASEAN Economic Bulletin*, 13(3): 299-311.
- Roca, E. D., Selvanathan, E, A. & Shepherd, W, F. 1998. Are the ASEAN Equity Markets Interdependent?. *ASEAN Economic Bulletin*, 15(2): 109-120.
- Suryanta, B. 2011. Capital Market Integration in ASEAN Countries: Special Investigation of Indonesian Towards the Big Four. *Asian Journal of Technology Management*, 4(2): 109-114.
- Tan, R. 2014. Integrasi pasar modal dan *contagion effect* pada beberapa negara di kawasan ASEAN (kajian data pada periode pasca krisis moneter di Asia tahun 1998 dan periode pasca krisis finansial global tahun 2008). *Proceedings the Second International Conference on Finance*.

Volz, U. 2013. ASEAN Financial Integration in the Light of Recent European Experiences. *Journal of South-east Asian Economics*, 30 (2):124-142.

<http://finance.detik.com/read/2015/06/30/140045/2956256/4/krisis-utang-yunani-mirip-krismon-98> (Diakses Tanggal 10 Januari 2016).

http://www.bbc.com/indonesia/berita_indonesia/2014/08/140826_pasar_tenaga_kerja_aec (Diakses Tanggal 10 Januari 2016).