

**ANALISIS INTEGRASI PASAR MODAL KAWASAN ASEAN
DALAM RANGKA MENUJU MASYARAKAT EKONOMI ASEAN**

Analysis of Capital Market Integration Region ASEAN in Order to ASEAN Economic Community

Mafizatun Nurhayati

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Mercu Buana
Jl. Meruya Selatan No. 1, Kembangan, Jakarta Barat 11650
(mafiz_69@yahoo.com)

ABSTRAK

Integrasi di pasar modal telah diteliti menggunakan kointegrasi dengan pendekatan kointegrasi Johansen dan ARDL (*Autoregressive Distributed Lag*). Memanfaatkan data indeks harga saham gabungan di bursa saham Indonesia, Malaysia, Singapura, Filipina dan Thailand dianalisis untuk menentukan sejauh mana bentuk dari integrasi pasar modal. Secara umum, studi tentang integrasi pasar modal dapat memberikan informasi tentang bagaimana pasar beroperasi, yang mungkin berguna untuk memperbaiki kebijakan pasar modal, pemantauan gerakan harga saham, prediksi harga saham, dan memperbaiki kebijakan investasi. Dalam situasi pasar modal saat ini, hipotesis yang terbukti adalah bahwa hanya pasar modal di Indonesia yang dipengaruhi secara signifikan oleh pasar modal Malaysia, Singapura, Filipina, dan Thailand. Pasar modal yang lain tidak saling mempengaruhi. Sehingga, pasar modal di kawasan ASEAN terintegrasi, tetapi tidak sepenuhnya.

Kata kunci: integrasi, korelasi, kointegrasi, *autoregressive*, pasar modal

ABSTRACT

Capital market integration has been investigated using co-integration with the Johansen co-integration approach and ARDL (Autoregressive Distributed Lag). Utilizing the composite stocks price index data on the capital market of Indonesia, Malaysia, Singapore, Philippines and Thailand were analyzed to determine the extent and nature of capital market integration. In general, the study of market integration can provide information about how markets operate, which may be useful for improving capital market policies, monitoring the movement of stocks prices, stocks price prediction, and improve the investment policy. In the current capital market situation, the hypothesis that happens is that only the capital market in Indonesia are significantly influenced by the capital markets of Malaysia, Singapore, the Philippines, and Thailand capital markets do not affect each other. Thus capital markets integrated in the ASEAN region, but not completely.

Key words: *integrated, correlation, co-integrated, autoregressive, capital markets*

PENDAHULUAN

Kerjasama perhimpunan bangsa-bangsa Asia Tenggara (ASEAN) sudah dimulai sejak tahun 1967. Pada awalnya, ASEAN lebih merupakan kerjasama bidang politik, kemudian berkembang lebih luas, termasuk ke bidang ekonomi. Perkembangan kerjasama bidang ekonomi berawal dari bentuk *Preferential Trade Arrangement* (PTA) kemudian berkembang menjadi *Free Trade Area* (FTA). Perkembangan terakhir kerjasama ASEAN berupa pembentukan *ASEAN Economic Community* (AEC). Visi ini lebih dipertegas dalam KTT ASEAN Oktober 2003 di Bali dalam Deklarasi ASEAN *Concord II* (Bali *Concord II*). AEC merupakan realisasi dari aspirasi ASEAN sebagai kawasan yang stabil, makmur, mempunyai daya kompetitif yang tinggi. AEC akan berfungsi sebagai pasar tunggal dan wilayah basis produksi pada tahun 2020. Program yang ditujukan di AEC tidak saja meliputi kebebasan aliran barang, tenaga kerja, aliran modal, namun juga untuk mengurangi kemiskinan serta kesenjangan sosial ekonomi. (Soesastro, 2004).

Untuk memfasilitasi pencapaian AEC sesuai dengan target maka dilakukan pertemuan tingkat menteri keuangan ASEAN, Agustus 2003 di Makati City Filipina. Pertemuan tersebut menyepakati *Roadmap* Integrasi ASEAN (RIA) bidang finansial (RIA-Fin) yang meliputi 4 sektor, yaitu, 1) pengembangan pasar modal, 2) liberalisasi neraca modal, 3) liberalisasi jasa keuangan, dan 4) kerja sama nilai tukar. *Roadmap* kerjasama pasar modal bertujuan untuk mewujudkan kerjasama pasar modal yang lebih erat untuk meningkatkan perdagangan intra kawasan dan memperdalam integrasi ekonomi regional. Integrasi ekonomi akan menjadi semakin kuat apabila dilakukan integrasi pasar modal.

Terintegrasinya pasar modal ASEAN akan meningkatkan peran pasar modal dalam pembangunan ekonomi negara-negara ASEAN. Pentingnya peran pasar modal ini menurut Liaw (2005) karena pasar modal merupakan sumber pendanaan jangka panjang bagi korporasi dan untuk memperoleh keuntungan bagi investor. Terintegrasinya bursa-bursa saham akan memberikan peluang bagi perusahaan-perusahaan untuk memperoleh modal secara efisien.

Sementara bagi investor dapat menanamkan modalnya pada sekuritas atau investasi portofolio.

Uraian di atas menunjukkan bahwa masalah integrasi pasar saham-pasar saham ASEAN adalah sangat penting. Permasalahannya adalah bahwa waktu yang semakin dekat bagi ASEAN menerapkan pasar tunggal dalam perekonomiannya, sehingga akan sangat menarik dan perlu untuk mengetahui dan membuktikan apakah pasar modal di kawasan ASEAN, khususnya negara-negara Indonesia, Malaysia, Philipina, Singapura dan Thailand sudah layak diintegrasikan, ataukah masih tersegmentasi. Selanjutnya perlu juga diketahui dan dibuktikan bentuk integrasi seperti apa yang terjadi: apakah suatu pasar modal hanya mempengaruhi pasar modal yang lain, atau suatu pasar modal hanya dipengaruhi oleh pasar modal yang lain, atau suatu pasar modal selain mempengaruhi juga dipengaruhi oleh pasar modal yang lain dalam satu kawasan ASEAN.

LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Integrasi Ekonomi

Kajian tentang integrasi ekonomi secara khusus dipelopori oleh Viner (1950). (Brooks and Marco, 2002). Dampak dari suatu integrasi ekonomi terhadap tingkat kesejahteraan dijelaskan melalui konsep *trade creation* dan *trade diversion*. *Trade creation* terjadi apabila suatu negara dapat mengimpor barang dengan harga yang lebih murah dari negara lain dalam suatu kawasan integrasi ekonomi, sehingga secara keseluruhan kesejahteraan akan meningkat. Sedangkan *trade diversion* terjadi apabila impor dari suatu negara yang berada di luar kawasan digantikan oleh negara lain yang berada dalam kawasan integrasi, karena produk dari negara lain dalam kawasan tersebut menjadi lebih murah akibat adanya perlakuan khusus dalam penetapan tarif.

Integrasi ekonomi menurut Achsani (2008) diartikan sebagai satu kawasan ekonomi tanpa *frontier* (batas antar negara) dimana setiap penduduk maupun sumber daya dari setiap negara anggota bisa bergerak bebas sebagaimana dalam negara sendiri. Tujuannya adalah untuk mencapai tingkat kegunaan yang paling optimal yang pada akhirnya akan mendorong tercapainya tingkat

kesejahteraan yang sama (merata) di antara negara-negara anggota.

Dennis dan Alfred (1998) dalam Arifin, et. al. (2007) menjelaskan bahwa negara-negara yang bergerak dalam perdagangan internasional telah membentuk suatu persekutuan dagang (Integrasi Ekonomi) yang sebelumnya telah terjadi hubungan antar negara yang istimewa. Integrasi ekonomi dapat dibagi menjadi empat kategori yaitu *Free Trade Area*, *Customs Union*, *Common Market*, dan *Economic Union*. Setiap negara dapat masuk ke dalam salah satu kategori tersebut.

Bentuk kerjasama regional bervariasi menurut perbedaan tingkat integrasi ekonomi yang dilakukan. *Free Trade Agreement (FTA)* merupakan tahapan paling awal dari proses integrasi ekonomi. Dalam *FTA*, negara peserta bersepakat untuk menurunkan atau menghilangkan hambatan dalam perdagangan, baik tarif maupun non-tarif, namun tetap dibebaskan menetapkan tarif perdagangannya sendiri terhadap negara bukan peserta *FTA*. Tahapan berikutnya dalam proses integrasi ekonomi adalah *Customs Union (CU)*. Dalam *CU*, selain penetapan tarif preferential bagi sesama peserta, semua peserta juga menetapkan tarif impor yang sama terhadap negara non anggota. Tahapan berikutnya adalah *Common Markets (CM)* atau pasar bersama. Dalam *CM*, negara peserta bersepakat mencabut semua penghalang dalam mobilitas modal dan tenaga kerja serta melakukan harmonisasi dalam peraturan dan hukum. Kerjasama regional yang paling komprehensif adalah *Economic Union (EU)*, dimana negara peserta tidak saja bersepakat dalam menghilangkan semua hambatan perdagangan dan menjamin kebebasan mobilitas semua faktor produksi, namun juga sampai pada penyatuan kebijakan moneter dan fiskal. Manfaat yang ingin dicapai dari integrasi suatu kawasan tentu tidak hanya terbatas di sektor perdagangan saja. Harapan yang muncul adalah bahwa dengan menggalakkan perdagangan intra regional dapat membantu meningkatkan kinerja pertumbuhan dari negara-negara anggota. Ekspansi perdagangan yang mendorong pertumbuhan yang lebih tinggi dapat membantu negara-negara yang kurang maju di kawasan untuk mengejar ekonomi-ekonomi yang lebih maju di kawasan.

Pasar Tunggal ASEAN

ASEAN Economic Community atau Pasar Tunggal ASEAN 2015 kira-kira bisa digambarkan sebagai satu kawasan ekonomi tanpa frontier (batas antar negara) dimana setiap penduduk maupun sumber daya dari setiap negara anggota bisa bergerak bebas (sebagaimana dalam negeri sendiri). Tujuannya adalah untuk mencapai tingkat kegunaan yang paling optimal yang pada akhirnya akan mendorong tercapainya tingkat kemakmuran (kesejahteraan) yang sama (merata) diantara negara-negara anggota ASEAN.

Konsep ini dilandasi oleh empat pilar utama sebagai berikut:

- a. *Free movement of goods and services*. Konsep ini memungkinkan terjadinya pergerakan barang-barang dan jasa tanpa ada hambatan (pajak bea masuk, tarif, quota dll), yang merupakan bentuk lanjut dari kawasan perdagangan bebas (sebagaimana AFTA) dengan menghilangkan segala bentuk hambatan perdagangan (obstacles) yang tersisa. Dengan demikian, barang-barang produksi negara anggota ASEAN akan bebas diperjual belikan di seluruh kawasan sebagaimana di negeri sendiri. Pada akhirnya konsumen akan bisa mendapatkan barang „terbaik“ dengan harga „termurah“.
- b. *Freedom of movement for skilled and talented labours*. Konsep ini untuk mendorong terjadinya mobilitas tenaga kerja sesuai dengan tuntutan pasar dan memberi kesempatan kepada setiap pekerja untuk menemukan pekerjaan terbaik sesuai dengan kualifikasi yang dimiliki. Mobilitas tenaga kerja akan mendorong terjadinya kontak dan meningkatkan saling pengertian antar sesama penduduk negara-negara ASEAN.
- c. *Freedom of establishment and provision of services and mutual recognition of diplomas*. Konsep ini menjamin setiap expert warga negara ASEAN akan bebas membuka praktek layanan di setiap wilayah ASEAN tanpa ada diskriminasi kewarganegaraan.
- d. *Free movement of capital*. Konsep ini akan menjamin bahwa modal atau kapital akan bisa berpindah secara leluasa diantara negara-negara ASEAN, yang secara teoritis

memungkinkan terjadinya penanaman modal secara efisien. Dengan demikian, setiap pemilik modal baik WNI maupun waga negara lainnya akan bebas dan leluasa memindahkan investasinya dari Indonesia ke negara ASEAN --atau sebaliknya-- demi mencapai efisiensi tertinggi tanpa bisa dicegah. (Widyahartono, 2010).

Integrasi Pasar modal

Secara teoritis pasar modal internasional yang terintegrasikan sepenuhnya (artinya tidak ada hambatan apapun untuk memiliki sekuritas di setiap pasar modal, dan juga tidak ada hambatan dalam *capital inflow/outflow*) akan menciptakan biaya modal yang lebih rendah daripada seandainya pasar modal tidak terintegrasikan (Husnan, 2004). Hal ini disebabkan karena para pemodal bisa melakukan diversifikasi investasi dengan lebih luas (bukan hanya antar industri, tetapi juga antar negara). Karena risiko yang relevan bagi para pemodal hanyalah risiko yang tidak bisa dihilangkan dengan diversifikasi, maka semakin besar bagian risiko total yang bisa dihilangkan dengan diversifikasi semakin menarik diversifikasi internasional bagi para pemodal. Dengan semakin kecilnya risiko yang ditanggung pemodal, maka tingkat keuntungan yang disyaratkanpun akan lebih kecil. Dengan kata lain, biaya modal akan menjadi lebih kecil.

Menurunnya biaya modal tentu akan membuat investasi makin menguntungkan, kalau hal-hal lain sama. Ini akan berarti bahwa investasi akan makin banyak dilakukan, penyerapan tenaga kerja makin besar, dan seterusnya. Dengan demikian nampaknya pasar modal internasional yang terintegrasikan akan memberikan manfaat yang besar dibandingkan dengan seandainya tersegmentasikan.

Brook dan Negro (2002) menyatakan makin terintegrasinya pasar-pasar modal dunia yang ditandai oleh makin tingginya korelasi antara *return* saham antar bursa saham. Penyebab makin tingginya korelasi adalah (1) bias yang makin menurun dalam pilihan portofolio, (2) makin beranekaragamnya penjualan dan pendanaan perusahaan-perusahaan, (3) fenomena sementara, atau dan konvergensi industri dan koordinasi

kebijakan antar negara yang makin tinggi intensitasnya.

Onay (2007) menyatakan bahwa korelasi antar bursa bervariasi dari waktu ke waktu atau *correlations are time-varying*. Bervariasinya korelasi ini juga dikemukakan Bodie. et al (2005), Meskipun korelasi *return* antar bursa penting dalam keputusan diversifikasi portofolio, perhitungan korelasi *return* yang menggunakan nilai tengah (mean) dan ragam (variance), hanya memberikan indikasi jangka pendek dan tidak memberikan petunjuk kepada pergerakan pasar finansial dalam jangka panjang. Berkaitan dengan sifat jangka pendek korelasi, sehingga untuk peramalan jangka panjang diperlukan ukuran yang lebih akurat dari saling ketergantungan (*interdependence*) dan arah gerak-umum (*comovement*) dari harga saham-saham pada berbagai bursa. (Onay, 2007).

Persoalan kesalingtergantungan dan pergerakan umum di atas menunjuk kepada konsep kointegrasi (*cointegration*) yang menurut Bierens (2006), pertama kali diperkenalkan oleh J. Granger dan kemudian dielaborasi oleh Engle dan Granger, Engle and Yoo, Phillips dan Outliaris, Stock dan Watson, Phillips, serta Johansen. Bierens selanjutnya menyatakan bahwa konsep kointegrasi Granger merupakan tolok ukur dalam melakukan diversifikasi yang didasarkan data harga pasar.

Penelitian Sebelumnya

Penelitian Koh dan Mayasami (1996) tentang pengaruh pasar global terhadap kointegrasi saham-saham di Bursa Saham Singapura diperoleh hasil bahwa pada level pasar, Amerika, Jepang dan Singapura berkointegrasi positif secara signifikan. Alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah *trivariate vector error-correlation model (VECM)*.

Penelitian empiris Husnan dan Pudjiastuti (1998) menguji integrasi pasar modal internasional untuk sebelas bursa di Asia Pasifik, yaitu bursa Tokyo, Hongkong, Singapura, Kuala Lumpur, Seoul, Taipei, Bangkok, Jakarta, Manila, Sydney dan New Zeland. Untuk mengamati hubungan antara risiko (beta) dengan tingkat keuntungan yang diharapkan, beta dihitung dengan meregresikan tingkat keuntungan indeks negara

dengan tingkat keuntungan *world market portfolio*. Dalam penelitian tersebut digunakan dua *world market portfolio*, yaitu *Morgan World Portfolio* dan *World portfolio* yang terdiri dari rata-rata tiga belas indeks pasar, termasuk New York (disebut *Average World Index*). Apabila dengan menggunakan kedua *world market portfolio* tersebut menunjukkan koefisien beta signifikan pada level 5 atau 10%, diklasifikasikan bursa tersebut sebagai bursa yang *integrated*. Sebaliknya apabila tidak signifikan keduanya, diklasifikasikan sebagai *segmented*. Apabila salah satu signifikan, maka diklasifikasikan sebagai bentuk antara. Hasil yang diperoleh, bursa di Tokyo, Hongkong, dan Singapura terintegrasi dengan bursa-bursa lain di seluruh dunia. Kuala Lumpur dan Selandia Baru terklasifikasi sebagai bentuk antara. Sedangkan bursa yang lainnya masih tersegmentasi.

Brook dan Negro (2002) dalam studinya mengenai saham-saham dan imbal hasil di bursa saham Amerika Serikat dan Internasional menyatakan bahwa makin terintegrasinya pasar-pasar modal dunia yang ditandai oleh makin tingginya korelasi antara *return* saham antar bursa saham di Amerika dengan negara maju lainnya.

Click dan Plummer (2003) menganalisis integrasi pasar modal ASEAN setelah krisis moneter, dengan analisis *time series* menggunakan data harian dan mingguan indeks harga saham komposit Juli 1998 – Desember 2002 di lima Negara ASEAN. Penelitian ini mengungkapkan bahwa bursa saham lima Negara ASEAN terintegrasi dalam pengertian ekonomi, namun integrasinya belum lengkap.

Kiang-Ping et.al. (2003) melakukan studi mengenai integrasi bursa saham di Jakarta, Kuala Lumpur, Manila, Singapura dan Bangkok dengan menggunakan data bulanan mulai 1998 sampai dengan tahun 2002. Hasil penelitian dapat disimpulkan bahwa ada *common force* yang menggerakkan bursa saham kelima Negara ASEAN tersebut dalam jangka panjang bergerak bersama, saling bergantung (*interdependent*) dan sangat terintegrasi dan akan bergerak sebagaimana bagian dari sebuah pasar yang terintegrasi.

Bodie et. al. (2005), menguji integrasi pasar modal Amerika dan Eropa, di mana disebutkan bahwa korelasi perubahan harga saham

Amerika dan Eropa meningkat dari 0,4 pada tahun 1990-an menjadi 0,8 pada akhir tahun 2000.

Gilmore. et. al. (2005) melakukan penelitian mengenai integrasi pasar saham di negara-negara Eropa Timur, yaitu di negara Republik Chehnya, Hungaria, dan Polandia dibandingkan dengan negara Jerman dan Inggris. Dari penelitian tersebut disimpulkan bahwa di negara-negara Eropa Timur (Republik Chzehnya, Hungaria, dan Polandia) bursa masih *segmented*, sedangkan Inggris dan Jerman sudah terintegrasi (*integrated*). Hal ini dimungkinkan karena negara-negara tersebut relatif tertutup, terbelakang dibanding negara Eropa Barat yang sangat maju perekonomiannya. Alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis korelasi.

Kerangka Pemikiran

Integrasi pasar modal dapat diartikan sebagai hubungan yang terjadi antar pasar modal dua atau lebih negara–negara dimana jika salah satu pasar mengalami *shocks* baik berupa perubahan indeks harga saham gabungan, atau yang lain akan memberikan pengaruh baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek pasar modal negara yang terintegrasi. Pengaruh yang ditimbulkannya bisa positif atau negatif. Jika integrasi pasar modal terjadi maka hasil analisisnya akan menampilkan *trend* yang sama untuk tiap negara, dengan kata lain kenaikan atau penurunannya akan terjadi secara bersama-sama dari periode ke periode selanjutnya atau sebelumnya. Korelasi indeks harga saham gabungan dalam jangka panjang antar pasar modal antar Negara digunakan untuk mengetahui tingkat dan perkembangan integrasi pasar modal (gambar 1.a).

Didalam integrasi pasar modal akan terdapat kekuatan dari salah satu atau beberapa pasar yang mempengaruhi salah satu atau beberapa pasar yang lain. Pasar yang kuat akan mempengaruhi pasar yang lemah dan sebaliknya (gambar 1.b).

Hipotesis

Berdasarkan rumusan masalah penelitian dan teori yang mendasari dapat dirumuskan hipotesis penelitian sebagai berikut:

H1 : Terdapat integrasi pasar modal di kawasan ASEAN.

- H2 : Terdapat pasar modal di kawasan ASEAN yang hanya mempengaruhi pasar modal yang lain secara signifikan;
- H3 : Terdapat pasar modal di kawasan ASEAN yang hanya dipengaruhi oleh pasar modal yang lain secara signifikan;
- H4 : Terdapat pasar modal di kawasan ASEAN yang saling mempengaruhi dan saling dipengaruhi oleh pasar modal yang lain secara signifikan;
- H5 : Terdapat pasar modal di kawasan ASEAN yang masing-masing pasar modal saling mempengaruhi dan saling dipengaruhi oleh pasar modal yang lain secara signifikan.

METODE PENELITIAN

Desain Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian deskriptif korelasional dan kausal. Data yang dipakai dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di lima negara ASEAN, yaitu Indonesia, Singapura, Malaysia, Thailand dan Philipina. Data tersebut merupakan data *time series* bulanan Indeks Harga Saham Gabungan masing-masing Bursa Efek di kelima negara dari bulan Juli 1997 sampai dengan Maret 2010. Data dikumpulkan dari internet melalui situs yang beralamat di www.finance.yahoo.com. Dalam bentuk data IHSG Bursa Efek Indonesia, Singapura, Malaysia dan Philipina, sedangkan IHSG Bursa Efek Thailand data dikumpulkan melalui website <http://www.set.or.th>.

Metode Analisis Data

Integrasi pasar modal negara-negara ASEAN akan dilihat dari sejauh mana indeks harga saham komposit masing-masing negara ASEAN saling terkait. Untuk menganalisis hal tersebut perlu dilakukan beberapa uji statistik yang akan dijelaskan berikut ini.

a. Deteksi Stasionaritas: Uji Akar Unit

Dalam Widarjono (2007) dikatakan bahwa data time series seringkali tidak stasioner sehingga menyebabkan hasil regresi yang meragukan atau sering disebut regresi lancung (*superious regression*). Regresi lancung adalah situasi dimana

hasil regresi menunjukkan koefisien regresi yang signifikan secara statistik dan nilai koefisien determinasi yang tinggi namun hubungan antar variabel di dalam model tidak saling berhubungan. Data yang tidak stasioner seringkali menunjukkan hubungan ketidakseimbangan dalam jangka pendek, tetapi ada kecenderungan terjadinya hubungan keseimbangan dalam jangka panjang. Agar regresi yang dihasilkan tidak rancu (meragukan) kita perlu merubah data tidak stasioner menjadi data stasioner.

Setiap data time series merupakan suatu data dari hasil proses stokastik atau bersifat random. Suatu data hasil proses random dikatakan stasioner jika memenuhi tiga kriteria, yaitu jika rata-rata dan variannya konstan sepanjang waktu dan kovarian antara dua data runtut waktu hanya tergantung dari kelambanan (*lag*) antara dua periode waktu tersebut. Data time series dikatakan tidak stasioner jika rata-ratanya maupun variannya tidak konstan, berubah-ubah sepanjang waktu (*time-varying mean and variance*).

Metode uji stasionaritas dilakukan dengan uji akar-akar unit (*unit root test*). Uji akar unit yang sekarang terkenal adalah uji dari Dickey Fuller (DF) dan Phillips Perron (PP), namun yang biasa digunakan adalah uji DF karena uji ini sangat sederhana. Uji yang dilakukan dengan menggunakan Uji Augmented Dickey-Fuller (ADF).

Prosedur untuk menentukan apakah data stasioner atau tidak dengan cara membandingkan antara nilai statistik ADF (*Augmented Dickey-Fuller*) dengan nilai kritis distribusi statistik Mackinnon. Jika nilai absolut statistik ADF lebih besar dan nilai kritisnya, maka data yang diamati menunjukkan stasioner dan jika sebaliknya nilai absolut statistik ADF lebih kecil dan nilai kritisnya maka data tidak stasioner.

Data tidak stasioner dapat dijadikan menjadi data stasioner melalui proses diferensi data. Uji stasioner data melalui proses diferensi ini disebut uji derajat integrasi. Seperti uji akar-akar unit sebelumnya, keputusan sampai pada derajat keberapa suatu data akan stasioner dapat dilihat dengan membandingkan antara nilai statistik ADF yang diperoleh dengan nilai kritis distribusi statistik Mackinnon. Jika nilai absolut dan statistik ADF lebih besar dari nilai kritisnya pada diferensi

tingkat pertama, maka data dikatakan stasioner pada derajat satu. Akan tetapi, jika nilainya lebih kecil maka uji derajat integrasi perlu dilanjutkan pada diferensi yang lebih tinggi sehingga diperoleh data yang stasioner.

b. Uji Kointegrasi

Regresi menggunakan data time series yang tidak stasioner kemungkinan besar akan menghasilkan regresi lancung. Hal terjadi jika koefisien determinasi cukup tinggi tapi hubungan antara variabel independen dan variabel dependen tidak mempunyai makna. Ini terjadi karena hubungan keduanya yang merupakan data *time series* hanya menunjukkan trend saja, bukan karena hubungan keduanya.

Secara umum bisa dikatakan bahwa jika data *time series* tidak stasioner pada tingkat level (aras) tetapi menjadi stasioner pada tingkat diferensi pertama atau diferensi (*difference*) yang sama, maka data tersebut terkointegrasi (mempunyai hubungan dalam jangka panjang). Jadi, uji kointegrasi hanya bisa dilakukan ketika data yang digunakan dalam penentuan berintegrasi pada derajat yang sama.

- **Uji kointegrasi Johansen**

Alternatif uji kointegrasi yang sekarang banyak digunakan adalah uji kointegrasi yang dikembangkan oleh Johansen. Untuk menjelaskan ada tidaknya kointegrasi dengan melihat estimator *maximum likelihood*, didasarkan pada uji *likelihood ratio (LR)*. Jika nilai hitung *LR* lebih besar dari nilai kritis *LR* maka kita menerima adanya kointegrasi sejumlah variabel dan sebaliknya jika nilai hitung *LR* lebih kecil dari nilai kritisnya maka tidak ada kointegrasi.

- **Uji kointegrasi berbasis ARDL (*Autoregressive Distributed Lag*)**

Uji kointegrasi yang kedua dengan pendekatan ARDL dengan alat bantu program pengolahan data statistic *Microfit for windows seri 4*. (Bierens, 2006). Dari uji ini akan diketahui adanya kointegrasi atau tidak, sekaligus arah kointegrasinya. Pembuktian dilakukan dengan membandingkan *F statistic* dengan signifikansinya. Jika nilai *F statistic*nya lebih besar daripada tingkat signifikansi berbagai

tingkat kepercayaannya (1%, 5% dan 10%), maka berarti terjadi kointegrasi, tetapi apabila kejadian sebaliknya, yaitu nilai *F statistic*nya lebih kecil daripada tingkat signifikansi berbagai tingkat kepercayaannya (1%, 5% dan 10%), maka tidak terjadi kointegrasi.

Terdapat kelebihan uji kointegrasi berbasis ARDL dibandingkan dengan uji kointegrasi Johansen. Uji kointegrasi Johansen tidak dapat digunakan untuk mengetahui mana *dependent variable* dan mana *independent variable*, tetapi hanya dapat digunakan untuk mengetahui ada berapa persamaan kointegrasi. Selain itu dengan uji kointegrasi ini masing-masing data time series tidak perlu melalui uji stasioneritas data dan boleh berbeda derajat integrasinya. Sehingga dengan melakukan uji ini dapat diketahui arah kointegrasi pasar modal negara-negara ASEAN, dengan mengetahui mana *dependent variable* dan mana yang *independent variable*.

HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Deteksi Stasionaritas: Uji Akar Unit pada Tingkat Level

Data yang tidak stasioner bisa menyebabkan regresi yang lancung sehingga perlu dilakukan uji stasioneritas data. Hasil uji stasioneritas variabel-variabel dalam penelitian ditampilkan pada tabel 1.

Dari hasil uji stasioneritas data pada tingkat level dengan *intercept* menghasilkan nilai *absolut statistic Augmented Dickey-Fuller test (ADF)* lebih kecil dari nilai kritis MacKinnon pada setiap α -nya (1%, 5% dan 10%) sehingga data-data tersebut termasuk data tidak stasioner. Ini berarti bahwa pasar modal di negara-negara ASEAN memiliki kemungkinan terintegrasi (mempunyai hubungan jangka panjang). Untuk mengetahui berapa derajat integrasi data-data tersebut perlu dilakukan uji pada tingkat diferensi sampai menemukan data yang stasioner.

Deteksi Stasionaritas: Uji derajat integrasi (Uji Akar Unit pada Tingkat 1st Differens

Hasil uji stasioneritas pada tingkat diferensi pertama data indeks harga saham gabungan di lima bursa efek negara ASEAN diperlihatkan pada tabel 2.

Hasil uji memperlihatkan bahwa uji stasioneritas tingkat diferensi pertama menghasilkan data stasioner karena nilai absolut ADF lebih besar dari nilai *absolut statistic* Mackinnon pada berbagai tingkat kepercayaan (1%, 5% dan 10%) dengan *intercept*. Ini berarti bahwa indeks harga saham gabungan di lima bursa efek negara ASEAN terintegrasi pada derajat pertama. Hal ini juga bisa berarti bahwa pasar modal di bursa efek lima negara ASEAN mempunyai hubungan jangka panjang.

Uji Kointegrasi: Uji Johansen

Untuk mengetahui ada tidaknya kointegrasi, dilakukan pengujian dengan uji Johansen. Hasil pengujiannya dapat ditunjukkan pada tabel 3.

Pada hasil tersebut, bandingkan nilai *Trace Statistic* dengan nilai kritis pada tingkat keyakinan 5% dan atau 1%. Ternyata hanya pada baris pertama saja yang nilai *Trace Statistic*-nya lebih besar dibanding nilai kritis pada tingkat keyakinan 5% maupun 1%, sehingga dapat disimpulkan bahwa hanya terdapat satu persamaan kointegrasi yang terbentuk.

Terdapat cara yang lain untuk mengetahui ada tidaknya kointegrasi, yaitu dengan membaca baris terakhir pada table 3. yaitu tulisan : *Trace test indicates 1 cointegrating equation(s) at both 5% and 1% levels*, yang menyatakan bahwa terdapat satu persamaan kointegrasi pada kedua tingkat keyakinan, baik 5% maupun 1%.

Uji Kointegrasi: Pendekatan ARDL (*Autoregressive Distributed Lag*)

Uji kointegrasi yang kedua adalah dengan pendekatan ARDL dengan alat bantu program pengolahan data statistic *Microfit for windows seri 4*. Dari uji ini akan diketahui adanya kointegrasi atau tidak, sekaligus arah kointegrasinya. Pembuktian dilakukan dengan membandingkan F statistic dengan signifikansinya. Jika nilai F statistiknya lebih besar daripada tingkat signifikansi berbagai tingkat kepercayaannya (1%, 5% dan 10%), maka berarti terjadi kointegrasi, tetapi apabila kejadian sebaliknya, yaitu nilai F statistiknya lebih kecil daripada tingkat signifikansi berbagai tingkat kepercayaannya (1%,

5% dan 10%), maka tidak terjadi kointegrasi. Kelebihan dari uji ini sebagaimana diterangkan adalah selain membuktikan adanya kointegrasi dapat juga diketahui arah dari integrasi pasar modal (membedakan mana *independent variable* dan mana *dependent variable*). Hasil uji kointegrasi pendekatan ARDL ditampilkan pada tabel 4.

Dari tabel tersebut dapat dilihat bahwa dari *diagnostic tests* pada *functional form* terlihat bahwa hanya pada saat indeks harga saham gabungan bursa efek Indonesia sebagai *dependend variable*-lah tingkat signifikansi F statistik berada di bawah 1%, yaitu pada 0,4%. Sedangkan tingkat signifikansi untuk variabel yang lain berada lebih dari 10%. Ini berarti bahwa, pertama, hanya terdapat satu persamaan kointegrasi, yaitu ketika indeks harga saham gabungan bursa efek Indonesia menjadi variabel dependen, sedangkan indeks harga saham di keempat bursa efek negara yang lain menjadi variabel independennya. Kedua, bahwa arah pengaruh integrasi pasar modal tidak bergerak dua arah secara penuh, maksudnya hanya satu variabel yaitu indeks harga saham gabungan bursa efek Indonesia saja yang sebagai variabel yang dipengaruhi, sedangkan indeks harga saham gabungan bursa efek negara-negara lain hanya mempengaruhi.

Estimasi persamaan integrasi

Dari hasil uji sebelumnya diketahui bahwa uji kointegrasi dengan pendekatan ARDL (*Autoregressive Distributed Lag*) akan diketahui estimasi persamaan integrasinya. Panjang kelambanan optimal adalah 1 berdasarkan kriteria AIC (*Akaike Information Criterion*). Persamaan kointegrasi tersebut dilakukan melalui uji ARDL dengan alat bantu program pengolahan data *Microfit for windows seri 4*.

Persamaan yang dibentuk adalah satu persamaan integrasi pasar modal untuk bursa efek Indonesia berdasarkan AIC (*Akaike Information Criterion*) dengan *maximum lag 1* sebagaimana yang dipilih oleh model *Vector Autoregressive (VAR)*. Dari persamaan-persamaan yang dihasilkan tersebut, hanya indeks harga saham gabungan bursa efek Indonesia yang akan menjadi variabel dependen sedangkan indeks harga saham gabungan bursa efek negara-negara yang lain akan menjadi variabel independen. Pengujian *T-ratio*

memperlihatkan signifikan atau tidaknya suatu variabel independen mempengaruhi variabel dependen. Nilai signifikansi dari *T-ratio* yang kurang dari 10%, atau 5% atau 1% memberi pengertian bahwa variabel independen signifikan mempengaruhi variabel dependen.

Persamaan kointegrasi pasar modal negara Indonesia yang terbentuk adalah :

$$\text{Ind} = 0,12609 \text{ MLY} + 0,62058 \text{ Phil} + 0,11214 \text{ Sing} + 0,27105 \text{ Tha}$$

<i>T-Ratio</i>	(2,7818)	(2,2932)	(3,5845)	(2,7771)
<i>Sig</i>	0,006	0,023	0,000	0,006

Dari hasil pengolahan data pada table 5, terlihat bahwa uji T-Ratio dari variabel IHSG masing-masing negara tingkat signifikansinya memenuhi syarat untuk dikatakan signifikan. IHSG_{Malaysia} signifikan pada α 1%, IHSG_{Philipina} signifikan pada α 5%, IHSG_{Singapura} signifikan pada α 1%, dan IHSG_{Thailand} signifikan pada α 1%.

Pembahasan

Hasil pembuktian dari penelitian ini adalah hipotesis satu terbukti bahwa telah terjadi integrasi pasar modal di kawasan ASEAN, walaupun tidak sepenuhnya karena hanya ada satu persamaan kointegrasi yang terbentuk.

Hipotesis dua terbukti bahwa terdapat pasar modal di kawasan ASEAN yang hanya mempengaruhi pasar modal yang lain secara signifikan. Hasil penelitian membuktikan bahwa masing-masing pasar modal baik Malaysia, Philipina, Singapura dan Thailand berpengaruh secara signifikan terhadap pasar modal di Indonesia. Pengaruh pasar modal Malaysia, Philipina, Singapura dan Thailand terhadap pasar modal Indonesia adalah positif. Pengaruh positif berarti ketika pasar modal Malaysia, Filipina, Singapura dan Thailand mengalami kenaikan maka akan berpengaruh positif terhadap pasar modal di Indonesia atau sebaliknya ketika pasar modal Malaysia, Filipina, Singapura dan Thailand mengalami penurunan maka pasar modal Indonesia juga akan mengalami penurunan yang signifikan juga.

Hipotesis ketiga dimana terdapat pasar modal di kawasan ASEAN yang hanya dipengaruhi oleh pasar modal yang lain secara signifikan terbukti. Hal ini dibuktikan bahwa pasar modal Indonesia hanya dipengaruhi oleh pasar modal yang lain secara signifikan, dan tidak

mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap pasar modal negara-negara yang lain.

Hipotesis keempat dan kelima tidak terbukti, karena hanya ada satu persamaan kointegrasi yang terbentuk. Jadi tidak terdapat pasar modal di kawasan ASEAN yang saling mempengaruhi dan saling dipengaruhi oleh pasar modal yang lain secara signifikan dan bahwa tidak terdapat pasar modal di kawasan ASEAN yang masing-masing pasar modal saling mempengaruhi dan saling dipengaruhi oleh pasar modal yang lain secara signifikan.

Hasil penelitian ini dapat diartikan bahwa, pasar modal Indonesia ada pada posisi yang rentan, mudah terpengaruh oleh gejolak pasar modal yang terjadi di negara-negara lain khususnya dalam satu kawasan ASEAN.

Kondisi pasar modal Indonesia yang rentan ini dimungkinkan karena transaksi yang terjadi pada pasar modal Indonesia didominasi oleh investor asing. Tercatat investor asing saat ini memegang sekitar 60% dari *total market capitalization*, maka hal ini harus menjadi perhatian lebih. Karena, jika pihak asing secara serentak melakukan *rush* dan dananya dilarikan ke luar negeri maka yang akan terjadi adalah selain terjadi *crash* di pasar modal Indonesia dengan penurunan Indeks Harga Saham Gabungan yang signifikan, maka juga akan terjadi *capital outflow* yang besar dan juga akan mempengaruhi neraca pembayaran Indonesia.

Selain itu, karakteristik pasar modal Indonesia yang didominasi oleh beberapa penyandang dana yang sangat besar, sementara volume pasarnya masih kecil membuat pasar modal Indonesia rentan terhadap pengendalian dari pelaku pasar. (infogue.com, 2011). Menurut pengamat hukum pasar modal Indra Safitri, (infogue.com, 2011), karakteristik tersebut mengakibatkan sangat mungkin merosotnya atau melonjaknya indeks harga saham gabungan (IHSG) dalam waktu yang sangat cepat juga akibat dimanipulasi oleh pelaku pasar. Ini bisa dicermati dari saat indeks bursa regional hanya turun lima persen, IHSG bisa terjun bebas hingga 10 persen. Demikian juga saat semuanya naik, IHSG bisa naik berkali-kali lipat.

Karakteristik yang lain, investor lokal yang berperan di pasar modal Indonesia didominasi oleh

kalangan institusi sedangkan investor lokal perorangan masih sangat kecil. Hal ini karena kurangnya pemahaman tentang pasar modal, dan masih kurangnya kegiatan sosialisasi dan edukasi pasar modal. Tandelilin menyebutkan bahwa jumlah investor di pasar modal Indonesia hanya berkisar di angka 200.000. (Suara Merdeka 2012). Jumlah itu jauh tertinggal dibandingkan Singapura yang sudah mencapai 2 juta Sehingga apabila terjadi gejolak yang dilakukan oleh sebagian kecil dari pelaku pasar saja akan dapat menyebabkan pasar bergejolak lebih besar.

Di dalam ASEAN *Economy Community blueprint* tahun 2015, dirumuskan bahwa membangun visi untuk pasar integrasi di tingkat regional, yaitu arus modal dapat bergerak bebas di kawasan ASEAN. Pemodal dapat bergerak bebas di regional dan investor dapat berinvestasi dimanapun di regional. Tidak dapat ditunda lagi, Indonesia mestinya sudah mempersiapkan diri untuk menghadapi integrasi pasar modal ASEAN 2015 yang sudah disepakati bersama, karena apa yang sudah disepakati ini berat dalam pelaksanaannya nanti apabila tidak siap menghadapi persaingan yang terjadi.

Jadi, adanya integrasi pasar modal, untuk negara-negara yang memiliki pasar modal yang rentan seperti Indonesia bisa menyebabkan pasar modalnya tenggelam sehingga akan jarang investor yang mau menanamkan investasinya. Untuk menghindari masalah ini adalah dengan lebih banyak menarik investor domestik (nasional) untuk masuk menjadi investor di pasar modal Indonesia karena sampai sekarang investor domestik Indonesia masih dinilai kecil baru sekitar 40% dibandingkan dengan peran investor asing. Selain itu Bapepam dan BEI pada saat IPO sebuah emiten berlangsung bebar-benar mengawasi bahwa saham dimiliki oleh publik, dan bukannya oleh segelintir orang ataupun pemegang saham mayoritas. Sehingga penyebaran saham bisa merata.

SIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian, maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut :

- a. Berdasarkan uji stasionaritas dan uji kointegrasi dapat diambil kesimpulan bahwa dalam jangka pendek integrasi pasar modal

tidak terjadi. Hal ini dapat ditunjukkan dengan uji stasioneritas *unit root* pada tingkat level yang tidak stasioner, sehingga harus dilakukan uji stasioneritas tingkat diferensial pertama yang akhirnya stasioner.

- b. Dalam jangka panjang terjadi integrasi pasar modal, walaupun tidak sepenuhnya. Ini ditunjukkan dengan menggunakan uji kointegrasi Johansen, dimana terdapat satu persamaan kointegrasi yang dapat dihasilkan. Berarti bahwa terdapat satu pasar modal yang terintegrasi dengan pasar modal dari negara-negara ASEAN yang lain.
- c. Selanjutnya, dengan menggunakan uji kointegrasi pendekatan ARDL, terbukti bahwa pasar modal Indonesia terintegrasi dengan pasar modal negara-negara ASEAN yang lain secara signifikan. Di sini dibuktikan bahwa kenaikan maupun penurunan indeks harga saham gabungan di bursa efek Indonesia dipengaruhi secara signifikan oleh indeks harga saham gabungan di bursa efek negara-negara Malaysia, Philipina, Singapura dan Thailand. Perubahan atau naik turunnya indeks harga saham gabungan di bursa efek Malaysia, Philipina, Singapura dan Thailand berpengaruh positif yang signifikan terhadap indeks harga saham gabungan di bursa efek Indonesia.
- d. Hasil pembuktian di atas adalah bahwa masing-masing pasar modal baik bursa efek Malaysia, Philipina, Singapura dan Thailand berpengaruh secara signifikan terhadap pasar modal di bursa efek Indonesia. Di sisi yang lain, pasar modal Indonesia tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap pasar modal negara-negara yang lain. Ini dapat diartikan bahwa, pasar modal Indonesia ada pada posisi yang rentan, mudah terpengaruh oleh gejolak pasar modal yang terjadi di negara-negara lain khususnya dalam satu kawasan ASEAN.

KETERBATASAN PENELITIAN

Khusus terhadap penelitian ini, terdapat beberapa hal yang menjadi kelemahan dari penelitian ini, yaitu:

- a. Alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini hanya menggunakan dua uji kointegrasi yaitu uji kointegrasi Johansen dan uji

kointegrasi pendekatan ARDL, padahal ada beberapa pendekatan lain yang dapat digunakan untuk melakukan pengujian integrasi. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat melakukan pengujian integrasi dengan menggunakan metode yang lain.

- b. Dengan adanya perjanjian ACFTA (ASEAN-China *Free Trade Agreement*) dan semakin menguatnya negara Cina dan India, akan menarik apabila penelitian tentang integrasi pasar modal selanjutnya memasukkan pasar modal Cina dan India.

SARAN

Dengan melihat hasil analisis dari penelitian ini, maka ada beberapa saran yang penulis ajukan, yaitu:

- a. Bagi Pemerintah, sampai sekarang, antar negara ASEAN masih terdapat perbedaan-perbedaan *regulatory* (peraturan). Kurangnya kerangka kerja peraturan bersama antar negara merupakan faktor yang dapat menghambat realisasi rencana ini. Maka sebelum merealisasikan keinginan memiliki pasar modal tunggal di kawasan ASEAN sampai batas akhir 2015, maka masih banyak yang harus dilakukan diantaranya perlunya dibuat kebijakan yang mengatur perpajakan, perlindungan investor dan penyelesaian sengketa. Setiap negara harus memprioritaskan dan mensinkronisasi agenda individualnya masing-masing, integrasi harus dilakukan para pemangku kepentingan, setiap negara harus berusaha meningkatkan likuiditas di pasar ASEAN.
- b. Sebagai pelaku pasar, investor juga mesti memperhatikan implikasi dari terintegrasinya pasar yang tentunya akan berpengaruh terhadap prospek-prospek investasi baik di dalam negeri Indonesia maupun di negara-negara yang terintegrasi.
- c. Sebagai akademisi, masih akan terdapat banyak permasalahan-permasalahan yang terkait dengan terintegrasinya pasar modal khususnya, maupun proses menuju terintegrasinya sektor moneter, bahkan terintegrasinya perekonomian suatu kawasan untuk dijadikan sebagai topik penelitian.

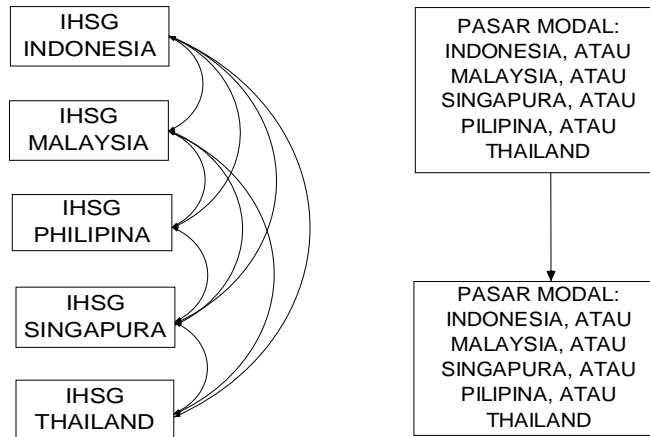
Demikian juga dengan ASEAN yang menuju ke pasar tunggal pada tahun 2015 tentunya.

DAFTAR PUSTAKA

- Achsani, Noer Azam. 2008. *Integrasi Ekonomi ASEAN+3: Antara Peluang dan Ancaman*, Diunduh 16 Maret 2010, dari <http://www.brighten.or.id>.
- Arifin, Syamsul, et. al. 2007. *Integrasi Keuangan dan Moneter di Asia Timur: Peluang dan Tantangan bagi Indonesia*. Elex media Komputindo. Jakarta.
- Bierens, Herman J. 2006. *Cointegration Analysis*. Pennsylvania State University.
- Bodie, Z., Alex Kane and A. J. Marcus. 2005. *Investment*. 6th Edition. Diterjemahkan oleh Zuliani Dalimonte. Penerbit Salemba Empat. Jakarta.
- Bozinis, A. I. 2006. *Global Economy and lobar Financial Markets In The Information Society Era*. Research Journal of International Studies – Issue 5.
- Brooks, R. and Marco Del Negro. 2002. *The Rise in Comovement Across National Stock Market: Market Integration or IT Bubble?* Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper 2002-17a, September 2002.
- Click, R.W. and Michael G. Plummer. 2003. *Stock Market Integration in ASEAN after The Asian Financial Crisis*. The International Centre for the Study of East Asian Development, Kitakyushu, Japan.
- Departemen Keuangan Republik Indonesia, Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan. 2008. *Laporan Studi Pengaruh Transaksi Asing Terhadap Neraca Pembayaran Indonesia Th Anggaran 2008*.
- Evans, M.D.D and Viktoria Hnatkovska. 2005. *International Capital Flows Returns l and World Financial Integration*. National Bureau Of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.
- Gilmore., Claire G. et. Al. 2005. *The Dynamics of Central European Equity Market Integration*.
- Husnan, Suad. 2004. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Edisi Revisi, UPP AMP YKPN Yogyakarta.

- Kian-Ping Lim, Hock-Ann Lee and L. Khim-Sen Liew. 2003. *International Diversification Benefits in ASEAN Stock Markets: A Revisit*, Labuan School of International Business and Finance, University Malaysia, University Putra Malaysia.
- Koh, Tiong Sim and Ramin Cooper Maysami. 1996. *A Cointegration Analysis of the Impact of Economic Forces and Global Market Integration on the Singapore Stock Market*. Nanyang Business School. Nanyang Technological University, Singapore.
- Liaw, K. Thomas. 2005. *Capital market*. Thomson-Southwestern.
- Onay, C. 2007. *Cointegration Analysis of Bovespa and Istanbul Stock Exchanges*. Oxford Business and Economics Conference. Oxford University. United Kingdom.
- Soesastro, Hadi. 2004. *Kebijakan Persaingan, Daya Saing, Liberalisasi, Globalisasi, Regionalisasi dan Semua Itu*, Economics Working Paper Series CSIS, diunduh 2 April 2010 dari <http://www.csis.or.id/papers/wpe082>
- Widarjono, Agus. 2007. *Ekonometrika Teori dan Aplikasi* Edisi kedua. Penerbit Ekonisia Fakultas Ekonomi UII. Yogyakarta.
- Widyahartono, Bob. 2010. *Dari AFTA Menuju Komunitas Ekonomi ASEAN*. Diunduh 19 Mei 2010 dari <http://www2.kompas.com/kompascetak/0711/23opini/4017526>
- Winarno, Wing Wahyu. 2007. *Analisis Ekonometri dan Statistik dengan Eviews*. UPP STIM YKPN. Yogyakarta. www.finance.yahoo.com. <http://www.set.or.th/th/index.html> http://ekonomi-indonesia-bisnis.infogate.com/transaksi_bei_rentan_pelanggaran, Diunduh 18 Mei 2012. <http://www.suaramerdeka.com/v1/index.php/read/cetak/2012/04/17/183508/Investor-Asing-Dominasi-Pasar-Modal-Indonesia>. Diunduh 18 Mei 2012.

LAMPIRAN



Gambar 1.a

Gambar 1.b

Gambar 1. Kerangka Pemikiran

Tabel 1. Hasil pengujian *Unit Roots* Indeks Harga Saham Gabungan Lima Negara ASEAN periode waktu 7/1997 – 3/2010

Augmented Dickey-Fuller test Statistic	t-Statistic	Prob.*
1. Indeks harga saham gabungan Indonesia	-0.118387	0.9444
2. Indeks harga saham gabungan Malaysia	-1.198815	0.6743
3. Indeks harga saham gabungan Philipina	-2.034291	0.2720
4. Indeks harga saham gabungan Singapura	-1.221524	0.6644
5. Indeks harga saham gabungan Thailand	-1.367647	0.5968
Test critical values:		
1% level	-3.473967	
5% level	-2.880591	
10% level	-2.577008	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Sumber: Hasil pengolahan data

Tabel 2. Hasil Uji Stasioneritas Pada Data *1st Differens* Indeks Harga Saham Gabungan Lima Negara ASEAN periode waktu 1/1994 – 1/2010

Augmented Dickey-Fuller test statistic	t-Statistic	Prob.*
1. Indeks harga saham gabungan Indonesia	-9.300562	0.0000
2. Indeks harga saham gabungan Malaysia	-10.64232	0.0000
3. Indeks harga saham gabungan Philipina	-11.90418	0.0000
4. Indeks harga saham gabungan Singapura	-10.93978	0.0000
5. Indeks harga saham gabungan Thailand	-11.95309	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.473967	
5% level	-2.880591	
10% level	-2.577008	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Sumber: Hasil pengolahan data

Tabel 3. Uji Kointegrasi Johansen

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	5 Percent Critical Value	1 Percent Critical Value
None **	0.250523	76.19034	68.52	76.07
At most 1	0.086805	34.95210	47.21	54.46
At most 2	0.079685	21.96684	29.68	35.65
At most 3	0.059485	10.09217	15.41	20.04
At most 4	0.009205	1.322389	3.76	6.65

*(**) denotes rejection of the hypothesis at the 5%(1%) level

Trace test indicates 1 cointegrating equation(s) at both 5% and 1% levels

Sumber: Hasil pengolahan data

**Tabel 4. Uji Kointegrasi: Pendekatan ARDL
(Autoregressive Distributed Lag)
Diagnostic Tests - Functional Form**

<i>Dependent Variable</i>	<i>F Version</i>
1. Indeks harga saham gabungan Indonesia	F(1, 143) = 8.5507[.004]
2. Indeks harga saham gabungan Malaysia	F(1, 143) = 1.2619[.263]
3. Indeks harga saham gabungan Philipina	F(1, 145) = .0016305[.968]
4. Indeks harga saham gabungan Singapore	F(1, 142) = .020850[.885]
5. Indeks harga saham gabungan Thailand	F(1, 143) = 2.1912[.141]

Sumber: hasil pengolahan data

**Tabel 5. Indek Harga Saham Gabungan Bursa Efek Indonesia
sebagai *Dependent Variable***

Autoregressive Distributed Lag Estimates

ARDL(1,0,1,1,1) selected based on Akaike Information Criterion

Regressor	Coefficient	Standard Error	T-Ratio[Prob]
MALAYSIA	.12609	.045326	2.7818[.006]
PHILIPINA	.062058	.027061	2.2932[.023]
SINGAPURA	.11214	.031285	3.5845[.000]
THAILAND	.27105	.097601	2.7771[.006]

R-Squared	.97484	R-Bar-Squared	.97361
S.E. of Regression	40.0942	F-stat.	F(7, 144) 796.9286[.000]
Mean of Dependent Variable	867.2435	S.D. of Dependent Variable	246.8234
Residual Sum of Squares	231486.8	Equation Log-likelihood	-772.6369
Akaike Info. Criterion	-780.6369	Schwarz Bayesian Criterion	-792.7324
DW-statistic	1.8456	Durbin's h-statistic	1.1028[.270]

Sumber: Hasil pengolahan data

