

ANALISIS INTEGRASI BURSA SAHAM ASEAN 5 (Analysis of Stock Exchange Integration of ASEAN 5)

Ardina Puspitasari¹, Hermanto Siregar², Trias Andati³

¹Program Pascasarjana Manajemen dan Bisnis, Institut Pertanian Bogor, Jl. Raya Pajajaran 085728707075. ardinapuspitasari07@gmail.com

^{2,3}Pascasarjana Manajemen dan Bisnis, Institut Pertanian Bogor, Jl. Raya Pajajaran

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis integrasi bursa saham ASEAN 5 (Indonesia, Malaysia, Singapura, Thailand, dan Filipina) yang dikaitkan dengan dinamika harga minyak dunia termasuk penurunan pada tahun 2014. Pada penelitian ini digunakan *Vector Error Correction Model* (VECM) untuk menganalisis integrasi pada 5 bursa saham negara-negara ASEAN. Dalam penelitian ini digunakan *variabel dummy* harga minyak dunia dengan nilai 0 untuk periode 2009 sampai 2013 dimana harga minyak dunia masih stabil dan nilai 1 untuk periode 2014 sampai 2015 dimana terjadi penurunan harga minyak dunia. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat hubungan kointegrasi diantara bursa saham ASEAN 5 selama periode penelitian yang mencerminkan bahwa bursa-bursa saham di negara-negara ASEAN 5 terintegrasi. Pasar saham Indonesia dipengaruhi oleh bursa saham Thailand dan Singapura dalam jangka panjang. Harga minyak dunia berpengaruh signifikan terhadap IHSG dalam jangka pendek.

Kata kunci: ASEAN 5, bursa saham, integrasi, VECM

Abstract

This study aimed to analyze the integration of the stock markets of ASEAN 5 (Indonesia, Malaysia, Singapore, Thailand, and the Philippines) associated with the event of dropped world oil prices in 2014. This study using *Vector Error Correction Model* (VECM) to analyze market integration 5 stocks with variable stock market. In this study uses a dummy variable of oil price with the value of 0 for the period 2009 to 2013 where world oil prices are still stable and the value of 1 for the period 2014 to 2015 where a decline in world oil prices. Results from this study shows that there is a relationship between the stock market cointegration ASEAN 5 during the study period that's mean that there is integration among ASEAN 5 stock markets. Indonesia's stock market is influenced by Thailand and Singapore in the long term. Dummy variables significantly influence the JCI during the short term.

Keywords: ASEAN 5, stock exchange, integration, VECM,

PENDAHULUAN

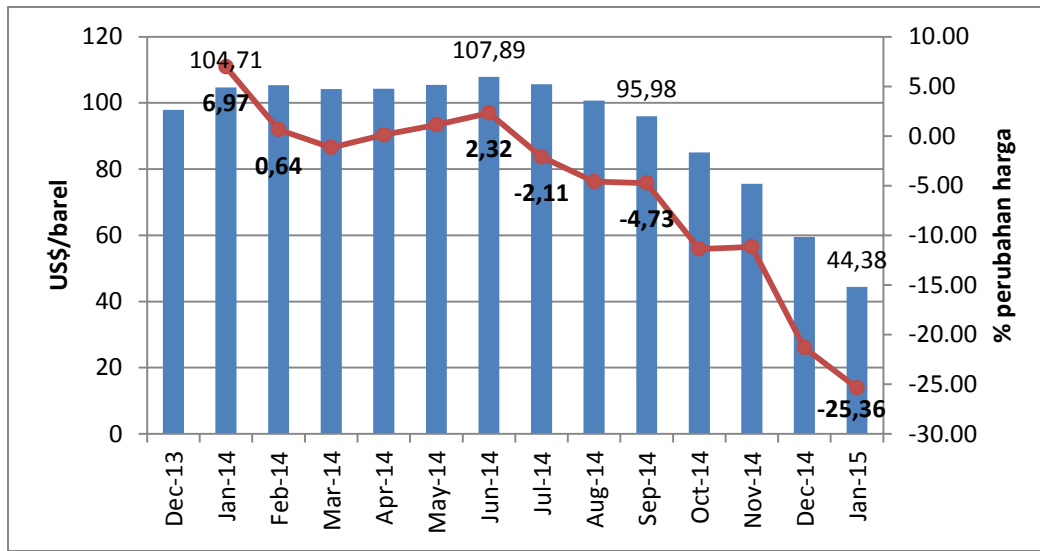
Latar Belakang

Harga minyak dunia merupakan salah satu faktor yang sangat

berpengaruh terhadap pergerakan harga saham di hampir semua negara. Hal ini dikarenakan minyak masih menjadi sumber energi utama di berbagai sektor. Oleh karena itu jika harga minyak mengalami penurunan atau kenaikan,

maka akan berpengaruh terhadap harga-harga di sektor lain. Harga-harga di berbagai sektor tentunya mempengaruhi pergerakan harga saham gabungan/ indeks suatu pasar modal di sebuah negara karena indeks-indeks tersebut merupakan gabungan dari beberapa sektor. Pernyataan ini sesuai dengan

penelitian Berk dan Aydoğan (2012) yang menganalisis pergerakan harga minyak mentah dunia terhadap pergerakan saham di Turki. Hasil dari penelitian tersebut menyatakan bahwa pergerakan harga minyak secara signifikan mempengaruhi aktivitas pasar saham di negara tersebut.



Gambar 1 Pergerakan harga minyak mentah dunia

Sumber: www.opec.org

Pergerakan harga minyak mentah dunia memang sulit diprediksi. Pada awal tahun 2014, harga minyak mentah dunia masih berada di kisaran US\$100/barel. Harga ini masih bertahan sampai pertengahan tahun pada bulan Juli 2014. Namun bulan-bulan selanjutnya sampai akhir Desember 2014 bahkan awal tahun pada bulan Januari 2015 harga minyak mentah dunia menyentuh US\$44,38/barel atau turun sebesar 25,56 persen. Penurunan ini dapat membawa dampak positif maupun negatif bagi perekonomian global. Pasar modal juga akan terkena dampak dari isu ini karena investor akan berpikir ulang untuk menempatkan dananya pada sektor yang berhubungan dengan minyak.

Dampak yang terjadi di pasar modal dapat dilihat langsung melalui

pergerakan indeksnya maupun dilihat *return* dan volatilitas saham. Dhaoui dan Khraief (2014) melakukan penelitian dengan melihat hubungan harga minyak dunia dengan *return* pasar dan volatilitas. Hasilnya menyebutkan bahwa fluktuasi harga minyak dunia dan *return* pasar mempunyai hubungan negatif namun mempengaruhi peningkatan volatilitas *return* saham.

Pada era globalisasi saat ini, interaksi dalam bidang ekonomi antar negara menjadi sangat penting dalam perekonomian global. Hal ini menyebabkan perpindahan modal menjadi lebih cepat dengan volume yang besar pula. Interaksi dalam perekonomian ditandai dengan semakin terbukanya transaksi perdagangan dan mobilitas arus modal antar negara. Kedua faktor ini menyebabkan integrasi

pasar modal suatu negara dengan pasar modal negara lain. Integrasi pasar modal mempunyai implikasi yang kuat terhadap stabilitas keuangan suatu negara (Yu *et al.* 2010). Bekaert dan Harvey (1995) dalam Kiranand (2004) mendefinisikan integrasi pasar dalam arti bahwa pasar benar-benar terintegrasi jika aset dengan rasio yang sama memiliki *return* yang juga sama.

Integrasi pasar saham terus mendapatkan perhatian yang luar biasa karena hubungannya dengan investasi portofolio internasional. Pasar saham menjadi lebih terintegrasi karena semakin pentingnya mobilitas modal bebas yang timbul dari berbagai mekanisme integrasi ekonomi termasuk liberalisasi hambatan perdagangan (Narayan *et. al* 2004). Integrasi pasar merupakan situasi dimana pasar tersebut tidak ada hambatan dalam arus keuangan, dan aset risiko untuk tingkat pengembalian yang diharapkan juga sama, terlepas dari domisili.

Integrasi pasar memungkinkan modal untuk mengalir bebas. Negara yang mempunyai undang-undang pajak dan regulasi yang sama biasanya mempunyai pasar yang terintegrasi. Dalam hal ini pasar saham di dunia dapat mencapai suatu harga internasional. Oleh karena itu investor mempunyai akses yang tidak terbatas dan tidak ada hambatan untuk menempatkan modalnya pada saham-saham yang ada di seluruh negara. Contoh dari adanya integrasi pasar adalah pasar kawasan Uni-Eropa.

Pasar yang terintegrasi sepenuhnya akan tercipta hubungan yang erat pada pasar-pasar modal di dunia. Pasar-pasar modal tersebut akan saling mempengaruhi naik turunnya nilai saham yang mempunyai kesamaan. Pergerakan saham juga terjadi secara serentak sehingga menghasilkan risiko dan *return* yang sama. Dalam integrasi

pasar terdapat transmisi pergerakan harga. Transmisi harga saham pada dasarnya melihat bagaimana pergerakan harga suatu pasar saham dapat mempengaruhi harga pada pasar saham lainnya.

Menurut Eun dan Shim (1989) pasar Amerika merupakan pasar yang paling berpengaruh di dunia. Hal ini dibuktikan ketika jatuhnya bursa Wall Street, dimana indeks *Dow Jones Industrial Average* (DJIA) merosot sampai 22,6 persen diikuti indeks S&P 500 hingga 20,4 persen yang semuanya terjadi hanya dalam satu hari transaksi. Krisis ini berdampak pada jatuhnya pasar saham Inggris (FTSE 100) hingga 10,8 persen dan indeks Hangeng 45,6 persen. Hal ini membuktikan bahwa pasar saham di satu negara dapat mempengaruhi pasar saham di negara lain.

Integrasi pasar dapat pula dideskripsikan melalui *Arbitrage Pricing Theory* (APT), di mana perhatian utama APT adalah bagaimana menggunakan harga yang berbeda pada aset di waktu yang sama tetapi pada lokasi yang berbeda. Jika pasar di dunia menjadi terintegrasi, berarti pergerakan harga menjadi lebih serupa dan membuat informasi di negara-negara berbeda tersebar dengan cepat, oleh karenanya, ketersediaan harga yang berbeda di negara-negara tersebut menjadi lebih kecil, kemudian akan tersedia lebih sedikit kesempatan untuk terjadinya arbitrase di negara berbeda (Madura 2006 dalam Nainggolan 2010).

Climent dan Meneu (2003) berpendapat bahwa pasar modal dalam satu kawasan regional cenderung mempunyai pergerakan yang sama dan memiliki efek penularan (*contagion effect*) sehingga tingkat integrasi antar pasar modal yang satu dengan yang lainnya menjadi tinggi. Integrasi pasar menjadi penting mengingat saat ini

kerjasama antar negara dalam satu kawasan juga meningkat terutama dalam perdagangan. Adanya integrasi ini mampu menarik investor untuk menanamkan modalnya pada pasar modal negara tersebut. Walaupun integrasi mempunyai dampak positif, namun integrasi juga menyebabkan kerugian. Contoh yang telah terjadi yaitu saat krisis Asia pada 1990-an. Bekaert *et al.* (2005) menganalisis efek penularan yang diakibatkan krisis Meksiko dan Asia. Hasil dari penelitian tersebut menyebutkan bahwa saat terjadi krisis Asia terjadi efek penularan.

Salah satu contoh kawasan yang pasar atau perekonomiannya telah terintegrasi dengan baik yaitu Uni Eropa. Kawasan Uni Eropa telah menyatukan kebijakan makro ekonomi dan sosial dan membentuk suatu badan atau lembaga yang mengikat negara anggotanya. Uni Eropa telah menghapus kebijakan impor serta hambatan perdagangan tarif maupun non tarif untuk produk dan jasa. Uni Eropa juga telah menerapkan *Single Integrated Market* dan juga menggunakan satu mata uang yaitu Euro. Adanya integrasi ini menjadikan kawasan Uni Eropa lebih maju dalam perdagangan dan perekonomiannya karena daya saing juga semakin tinggi dan juga mampu meningkatkan perdamaian diantara negara-negara Uni Eropa.

Selain kawasan Eropa, beberapa kawasan regional di Asia juga akan menerapkan integrasi pasar, salah satunya yaitu kawasan Asia Selatan (ASEAN). ASEAN dibentuk sejak 1967 yang pada awalnya hanya kerjasama politik namun berkembang lebih luas termasuk bidang ekonomi. Dalam ASEAN dibentuk pula AFTA (*Asean Free Trade Area*) atau kawasan perdagangan bebas yang bertujuan

untuk melindungi kegiatan ekonomi di masa mendatang. Perkembangan terakhir yaitu dibentuknya AEC (*Asean Economic Community*) yang akan direalisasikan akhir tahun 2015. Untuk mendukung AEC tersebut disusunlah *Roadmap* Integrasi Asean dalam bidang finansial yang meliputi pengembangan pasar modal, liberalisasi neraca modal, liberalisasi jasa keuangan, dan kerjasama nilai tukar.

Kerjasama ini akan meningkatkan perdagangan dalam kawasan ASEAN dan integrasi ekonomi. Integrasi ekonomi akan semakin kuat apabila dilakukan integrasi pasar modal. Terintegrasinya bursa saham akan memberikan peluang bagi perusahaan untuk mendapatkan modal dan bagi investor dapat menanamkan modalnya pada berbagai sekuritas atau portofolio. Pada intinya AEC merupakan perencanaan integrasi ekonomi ASEAN untuk menciptakan pasar tunggal. Namun permasalahannya yaitu apakah pasar-pasar saham di ASEAN sudah layak diintegrasikan atau masih tersegmentasi. Oleh karena itu terkait masalah penurunan harga minyak dunia dilakukan penelitian mengenai hubungan penurunan harga minyak dunia dan integrasi pasar saham di ASEAN.

Beberapa penelitian telah dilakukan terkait adanya pengaruh harga minyak dunia terhadap pasar saham suatu negara dan penelitian mengenai integrasi pasar saham di suatu kawasan negara. Penelitian mengenai dampak harga minyak dunia terhadap pasar saham dilakukan oleh Abdalla (2013) yang melakukan penelitian mengenai model yang digunakan untuk menganalisis dampak fluktuasi harga minyak terhadap pasar saham di Kerajaan Arab Saudi. Model yang digunakan yaitu model bivariat VAR-GARCH. Hasil yang diperoleh

membuktikan bahwa fluktuasi harga minyak mempengaruhi *return* saham. Bukti empiris dari *return* harian pada indeks pasar saham Saudi (Tadawul) dan harga minyak mentah harian menunjukkan bahwa fluktuasi harga minyak mentah menyebabkan peningkatan *return* pasar saham volatilitas selama periode penelitian.

Penelitian mengenai integrasi pasar dilakukan oleh Endri (2010) yang menginvestigasi keterkaitan antara pasar saham di negara-negara kawasan ASEAN-5 yang tergolong pasar saham sedang berkembang, yaitu Indonesia, Singapura, Malaysia, Thailand, dan Filipina dengan pasar saham kuat dunia yaitu pasar saham AS dan pasar saham kuat Asia yaitu pasar saham Jepang yang keduanya tergolong pasar saham yang telah maju dengan menggunakan model kointegrasi multivariat. Hasil pengujian kointegrasi menunjukkan pasar saham ASEAN 5 dan pasar saham AS dan Jepang saling terkointegrasi selama periode penuh dan lebih menguat selama periode sebelum krisis. Disamping itu, hasil ini juga menunjukkan bahwa pasar saham *emerging* sangat sensitif terhadap pergerakan pasar saham negara maju, khususnya pasar saham AS.

Integrasi mengenai pasar ASEAN diteliti oleh Click dan Plummer (2003) menggunakan *vector autoregression* (VAR) dengan teknik *time series* untuk mengetahui hubungan jangka panjang. Hasil dari penelitiannya menunjukkan bahwa pasar ASEAN terintegrasi dan tidak tersegmentasi oleh batas-batas negara. Pasar ASEAN terintegrasi namun belum lengkap.

Berbeda dengan Nainggolan (2010) yang meneliti integrasi pasar modal pada ASEAN 5 (Indonesia, Malaysia, Singapura, Thailand, dan Filipina) yang dikaitkan dengan adanya peristiwa politik yaitu turunnya

pemerintahan Suharto, Mahathir, dan Thaksin. Penelitian ini menganalisa tingkat integrasi pasar modal pada 5 negara pendiri ASEAN pada periode 1997 – 2007. Semua hasil pengujian mengindikasikan bahwa peristiwa politik memberikan pengaruh pada volatilitas harga saham karena perubahan pemerintahan mengakibatkan perubahan kebijakan-kebijakan yang diambil. Tingginya volatilitas harga saham ini mengakibatkan perubahan tingkat integrasi pasar modal.

Tujuan Penelitian.

Penelitian ini menggabungkan peristiwa penurunan harga minyak dunia dan integrasi pasar pada periode 2009-2015. Penelitian ini bertujuan untuk melihat perkembangan bursa saham ASEAN 5 dan untuk menganalisa apakah bursa saham di negara-negara ASEAN 5 terintegrasi di tengah dinamika harga minyak dunia.

METODE PENELITIAN

Pendekatan Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan deskriptif dan kuantitatif yang ditunjukkan dengan uji-t. Penelitian ini merupakan studi untuk menganalisis dampak penurunan harga minyak dunia terhadap integrasi pada pasar ASEAN 5. Model penelitian yang digunakan yaitu VAR/VECM.

Jenis dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder bulanan yang terdiri dari harga minyak mentah dunia dan indeks pasar saham ASEAN 5 yaitu *Jakarta Composite Index/JCI* (Indonesia), *Kuala Lumpur Composite Index/KLCI* (Malaysia), *Strait Time Index/STI* (Singapura), *Securities Exchange of Thailand Index/SETI* (Thailand), dan *Philippine*

Stock Exchange/PSE (Filipina) selama bulan Januari 2009 sampai Mei 2015. Sumber data diakses melalui website opec.com dan investing.com.

Prosedur Penelitian

Dalam menggunakan model VAR/VECM, data yang digunakan diuji terlebih dahulu untuk menentukan model yang sesuai apakah VAR atau VECM. Tahapan uji sebagai berikut:

1. Uji Stasioneritas Data

Permasalahan penggunaan data *time series* yaitu mengenai stasioneritas. Regresi dengan data time series akan menyebabkan regresi tersebut meragukan sehingga memungkinkan munculnya regresi palsu (*spurious regression*). Model ini mungkin didapat akibat variabel terikat dan variabel bebas yang digunakan untuk membentuk regresi tidak stasioner. Oleh karena itu diperlukan uji stasioneritas agar regresi menjadi tidak meragukan dengan mengubah data yang tidak stasioner menjadi stasioner. Uji yang paling umum digunakan yaitu uji *Unit Root* yang dikenalkan oleh David Dickey dan Wayne Fuller atau juga dikenal uji *Augmented Dickey-Fuller/ADF*. Persamaan uji ADF dapat ditulis sebagai berikut (Nachrowi dan Usman 2006):

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \beta_2 t + \delta Y_{t-1} + \alpha_i \sum_{i=1}^m \Delta Y_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \delta Y_{t-1} + \sum_{i=2}^p \beta_i \Delta Y_{t-1+i} + e_t$$

$$\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + \sum_{i=2}^p \beta_i \Delta Y_{t-1+i} + e_t$$

Dimana: m = panjang lag yang digunakan

Model pertama merupakan model dengan *intercept* β_1 dan *trend* β_2 , sedangkan model kedua yang hanya menggunakan *intercept* β_1 saja, dan model ketiga tanpa menggunakan *intercept* dan *trend (slope)*. Hasil uji ADF ditentukan berdasarkan nilai kritis Mackinnon di dalam tabel uji ADF, dengan ketentuan:

- a. Jika nilai t statistik lebih kecil dari pada nilai kritis, maka tolak H0 yang berarti tidak ada *unit root* atau data tersebut stasioner.
- b. Jika nilai t statistik lebih besar dari pada nilai kritis, maka terima H0 yang berarti ada *unit root* atau data tersebut tidak stasioner.

2. Penentuan Panjang Lag

Panjang *lag* dapat diukur dengan beberapa parameter antara lain AIC (*Akaike Information Criterion*), SIC (*Schwarz Information Criterion*) dan LR (*Likelihood Ratio*). Penentuan panjang *lag* yang optimal diperoleh dari persamaan VAR dengan nilai AIC, SC atau LR yang terkecil. Perhitungan dari AIC dan SIC adalah sebagai berikut (Maruddani dan Safitri 2008):

$$AIC = \log \left[\frac{\sum \hat{\varepsilon}_i^2}{n} \right] + \frac{2k}{n}$$

$$SC = \log \left[\frac{\sum \hat{\varepsilon}_i^2}{n} \right] + \frac{k}{n} \log n$$

Dimana:

- $\sum \hat{\varepsilon}_i^2$ = jumlah kuadrat residual
- k = jumlah variabel independen
- n = jumlah observasi

sedangkan perhitungan dengan LR dirumuskan:

$$LR = -2(I^r - I^u)$$

Dimana:

$I = \log \text{ likelihood}$

$r = \text{restrictive regression}$

$u = \text{unrestrictive regression}$

3. Uji Stabilitas Model VAR

Dalam mengestimasi model diperlukan tingkat validasi yang tinggi agar hasil estimasi yang diperoleh dapat dipercaya. Hasil tersebut dapat dipercaya jika model persamaan mempunyai stabilitas. Uji stabilitas digunakan untuk melihat apakah model yang digunakan stabil atau tidak. Dalam menguji stabilitas model VAR digunakan AR Roots Table dengan melihat nilai modulusnya. Jika nilai modulus dibawah satu maka sistem disebut stabil.

4. Uji Kointegrasi

Santosa (2013) menjelaskan bahwa jika data time series Y dan X tidak stasioner pada tingkat level tetapi menjadi stasioner pada tingkat diferensi pertama, maka kedua data tersebut dikatakan terkointegrasi atau mempunyai hubungan jangka panjang. Jadi dapat dikatakan bahwa uji kointegrasi hanya dapat dilakukan jika data tersebut berintegrasi pada derajat yang sama. Uji kointegrasi yang sering digunakan yaitu dengan metode *Johansen Cointegration Test*. Uji ini dapat digunakan untuk menentukan kointegrasi sejumlah variabel (vektor) dengan model *autoregresif* dengan order p dan dirumuskan sebagai berikut:

$$Y_t = A_1 Y_{t-1} + \dots + A_p Y_{t-p} + B X_t + \varepsilon_t$$

Dimana:

$Y_t =$ vektor k dari variabel I non-stokastik

$X_t =$ vektor d dari deterministik

$\varepsilon_t =$ vektor inovasi

Hasil dari uji Johansen Cointegration yaitu membandingkan nilai *trace statistic* dengan *critical value* pada taraf nyata 5%. Jika nilai *trace statistic* lebih besar dari pada *critical value* maka terdapat kointegrasi diantara variabel. Selain itu juga dapat dilihat dari nilai probabilitasnya, jika nilai probabilitasnya lebih kecil dari 0,05 maka variabel tersebut terkointegrasi.

5. Model VECM

Manakala semua variabel bersifat non-stasioner dan terdapat kointegrasi sesama variabel tersebut, maka model yang harus digunakan yaitu VECM (Pesaran *et al.* 2000) :

$$\Delta R_t = \sum_{i=1}^{p-1} \Gamma_i \Delta R_{t-k} + \Pi R_{t-1} + \varepsilon_t$$

Dimana:

$\Delta R_t =$ vektor 5x1 kolom pengembalian indeks saham bulanan pada *first difference*.

p = panjang *lag*

$\Gamma =$ matriks jangka pendek 5x1

$\Pi =$ matriks jangka panjang 5x1

$\varepsilon_t =$ vektor sisaan 5x1

Dalam makalah ini, faktor-faktor yang mempengaruhi dianalisis berdasarkan koefisien regresi yang terdapat pada matriks kointegrasi saja.

HASIL DAN PEMBAHASAN

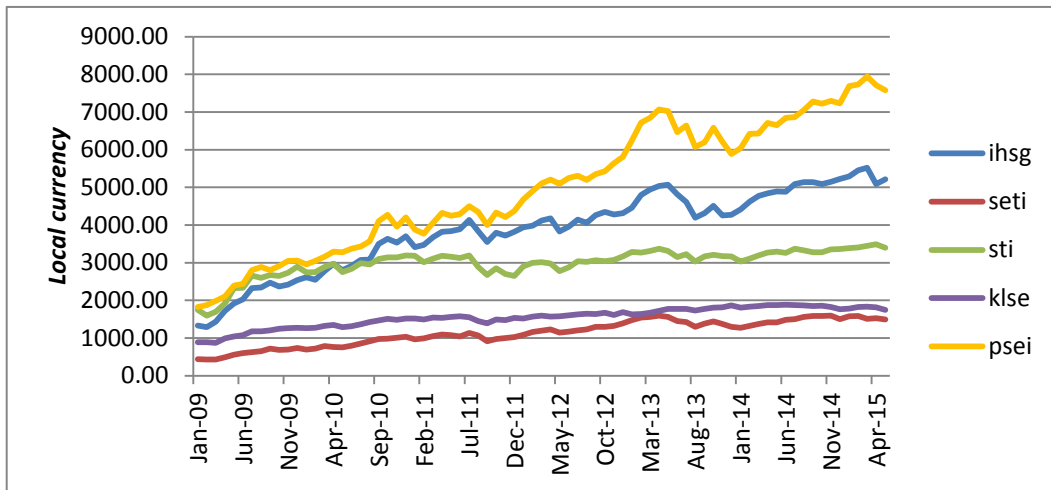
Perkembangan Bursa Saham

ASEAN 5

Perkembangan Harga Saham

Sepanjang tahun 2009 sampai 2015, perkembangan harga indeks saham ASEAN menunjukkan pertumbuhan yang cukup baik. Tahun 2009 merupakan tahun pertama setelah

adanya krisis finansial global yang terjadi pada tahun 2008. Pertumbuhan ekonomi pada saat itu dikatakan cukup baik karena setelah adanya krisis tahun 2008, harga saham mengalami perkembangan yang cenderung meningkat.

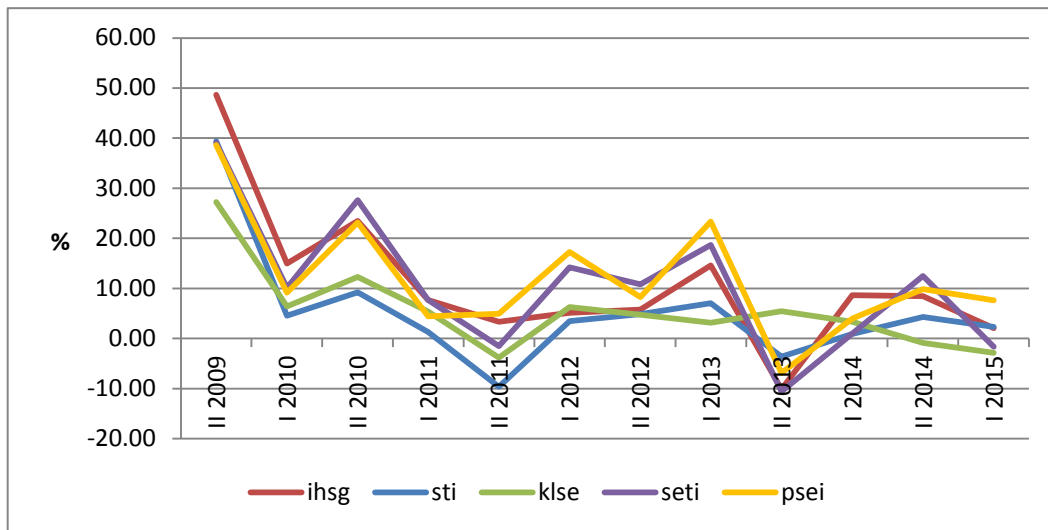


Gambar 2 Pergerakan harga saham ASEAN 5 (Sumber: investing.com diolah)

Berdasarkan Gambar 2, pada periode 2009 hingga 2013 dimana harga minyak dunia diasumsikan stabil, harga indeks ASEAN mengalami peningkatan dari tahun ke tahun. Hal yang sama ditunjukkan pada periode 2014 hingga 2015 dimana harga minyak dunia diasumsikan mengalami gejolak harga atau penurunan, namun harga indeks ASEAN masih menunjukkan peningkatan. Hal ini dapat disimpulkan bahwa selama periode penuh dari tahun 2009 hingga tahun 2015, indeks saham ASEAN mempunyai tren yang cenderung mengalami peningkatan.

Laju Pertumbuhan Bursa Saham

Jika dilihat dari laju pertumbuhan harga indeks ASEAN, dapat diketahui nilai *real* dari perkembangan masing-masing pasar apakah positif atau negatif. Gambar 3 merupakan grafik laju pertumbuhan yang menggambarkan laju harga saham indeks ASEAN 5 dari tahun 2009 hingga 2015 semester I.



Gambar 3 Grafik laju pertumbuhan pasar saham ASEAN 5 (Sumber: investing.com diolah)

Gambar 3 menunjukkan laju pertumbuhan masing-masing pasar saham negara yang dimulai pada semester II tahun 2009 sampai semester I tahun 2015. Tahun 2009 semua pasar saham mempunyai laju pertumbuhan yang cukup tinggi yaitu diatas 20%. Pasar saham Indonesia atau IHSG mempunyai laju pertumbuhan tertinggi yaitu 48,69% dan laju pertumbuhan terendah yaitu pasar saham Malaysia dengan KLSE sebesar 27,24%. Hal ini dapat disimpulkan bahwa percepatan pertumbuhan pasar saham Indonesia tertinggi diantara negara-negara ASEAN pasca krisis tahun 2008.

Laju pertumbuhan yang ditampilkan kelima negara ASEAN mempunyai tren yang cenderung sama yaitu tinggi pada tahun 2009 kemudian sama-sama turun pada semester I 2010. Penurunan laju pertumbuhan kembali terjadi pada semester II tahun 2011 dengan nilai terendah yaitu Singapura dengan STI sebesar -9,61% dan tahun 2013 dengan nilai terendah yaitu Thailand dengan SETI sebesar -10,61% dan Indonesia dengan IHSG sebesar -10,13%. Selama periode penurunan harga minyak dunia tahun 2014, laju

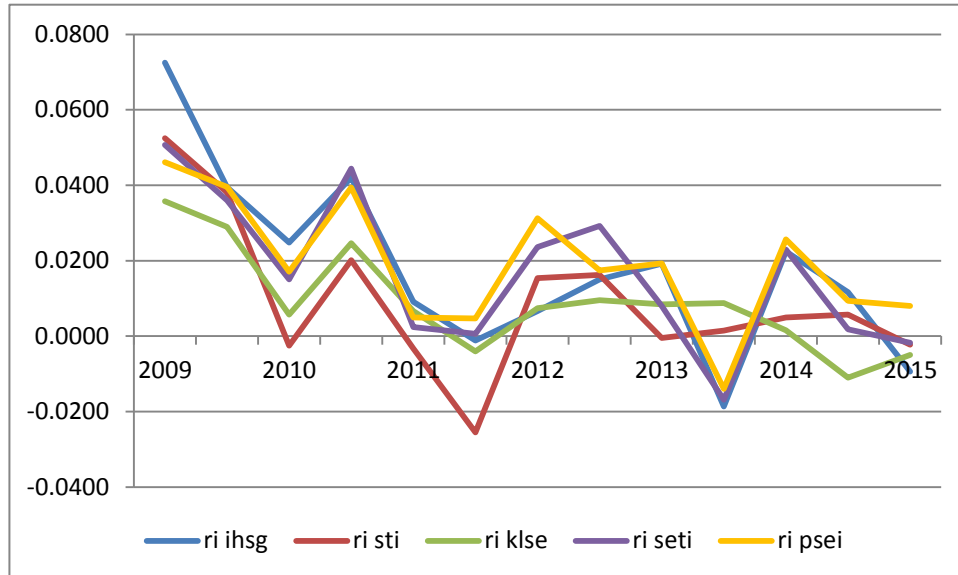
pertumbuhan pasar saham ASEAN cenderung stabil dengan tren menurun sampai semester I 2015.

Return Bursa Saham ASEAN 5

Dalam melakukan investasi, seorang investor selalu mengharapkan keuntungan atau *return*. *Return* merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. *Return* merupakan salah satu cerminan keadaan saham yang paling valid, ketika *return* yang diterima investor tinggi, maka saham ada dalam keadaan baik, begitu pula sebaliknya (Sari dan Sisdyani 2014). Suatu *return* hasilnya tidak selalu menjanjikan bagi para investornya, namun investor masih memungkinkan mendapatkan keuntungan dari dividen, saham bonus, dan *capital gain*. Disamping tingkat keuntungan yang diperoleh, investor juga dihadapkan oleh risiko yang terjadi dalam investasi. Investasi memang menjanjikan keuntungan, namun tentu saja ada risiko yang diterima investor ketika menanamkan modalnya pada suatu saham atau portofolio. Hal ini dapat terjadi karena realisasi penghasilan berbeda dengan penghasilan yang diharapkan, nilai

saham turun, atau pembagian dividen tidak sesuai harapan. Semakin tinggi return saham yang diterima investor,

risiko yang dihadapi juga semakin tinggi.



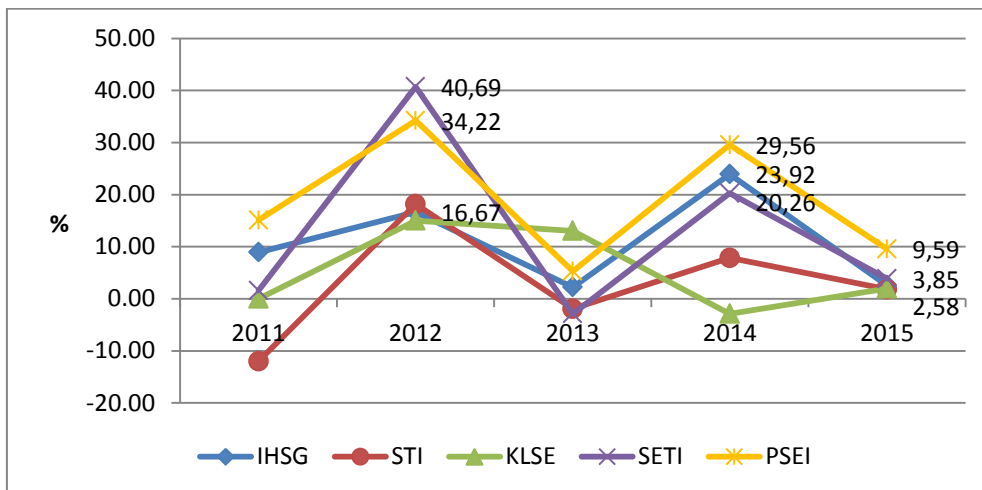
Gambar 5 Return bursa saham ASEAN 5
(Sumber: investing.com diolah)

Gambar 5 menunjukkan *return* per bulan sejak 2009 sampai 2015. Indonesia menunjukkan *return* tertinggi pada tahun 2009. Pada tahun 2010, semua bursa saham ASEAN 5 mengalami penurunan nilai *return*. Sepanjang tahun 2014 dimana terjadi penurunan harga minyak dunia, return bursa saham ASEAN 5 juga mengalami penurunan. Nilai return bursa saham Filipina menunjukkan nilai tertinggi.

akan menurun jika harga saham juga mengalami penurunan. Berikut ini merupakan data laju pertumbuhan kapitalisasi pasar saham negara-negara ASEAN 5.

Kapitalisasi Bursa Saham ASEAN 5

Kapitalisasi pasar atau *market capitalization (market cap)* merupakan salah satu indikator yang menunjukkan perkembangan bursa saham. *Market cap* dapat didefinisikan sebagai total keseluruhan nilai surat berharga yang diterbitkan perusahaan dalam suatu pasar. *Market cap* biasanya akan meningkat sejalan dengan peningkatan harga saham, begitu pula sebaliknya



Gambar 6 Laju kapitalisasi pasar saham ASEAN 5 (Sumber: OJK diolah)

Berdasarkan Gambar 6, laju pertumbuhan kapitalisasi bursa ASEAN memiliki pola yang cenderung sama yaitu mengalami kenaikan pada tahun 2012 kemudian penurunan di tahun 2013 dan kembali naik di tahun 2014. Laju kapitalisasi tertinggi pada tahun 2012 yaitu SETI sebesar 40,69% diikuti PSEI sebesar 34,22% dan IHSX sebesar 16,67%. Indeks PSEI pada tahun 2014 sampai semester I 2015 mempunyai nilai laju kapitalisasi tertinggi yaitu 29,56% dan 9,59%.

Karakteristik Indeks pada Pasar Saham ASEAN 5

Metodologi pembentukan indeks dikelompokkan menjadi tiga yaitu *price-weighted index*, *market capitalization index*, dan *free float market capitalization weighted index*. *Price-weighted index* merupakan indeks yang masing-masing sahamnya mempengaruhi indeks sebanding dengan proporsi harga per saham. Indeks ini memberikan bobot berdasarkan harga sahamnya. Saham dengan harga lebih tinggi diberikan bobot yang lebih besar terlepas dari ukuran perusahaan ataupun saham yang

beredar. Oleh karena itu saham tersebut mempunyai pengaruh paling besar terhadap kinerja indeks. Hal ini menjadi kekurangan metode *price-weighted index* karena tidak mampu mengukur kinerja jangka panjang dan perbandingan *return* aset.

Market capitalization index merupakan indeks yang bobotnya sepadan dengan total pasar masing-masing sekuritas. *A full market capitalization* dapat didefinisikan sebagai metode perhitungan kapitalisasi pasar yang mempergunakan jumlah saham tercatat (Andriansyah *et.al* 2007). *Market capitalization* atau *market cap* adalah nilai sebuah perusahaan berdasarkan perhitungan harga pasar saham dikalikan dengan jumlah sahamnya yang beredar. Perusahaan dengan kapitalisasi pasar yang lebih besar memiliki pengaruh yang lebih besar terhadap *return* indeks. Dalam indeks ini komponen yang lebih besar mempunyai bobot yang lebih besar karena masing-masing saham memberikan kontribusi nilai pasar untuk menentukan nilai indeks keseluruhan. Rata-rata indeks saham di dunia menggunakan metode ini untuk pembentukan harga indeksnya. Namun

kelemahan dari metode ini yaitu hanya fokus terhadap komponen harga pasar sementara harga saham ditentukan oleh banyak faktor baik berasal dari internal maupun eksternal.

Metode pembentukan yang ketiga yaitu *free float market capitalization weighted index* yang dinilai paling tepat dalam menggambarkan perkembangan harga di pasar saham. Indeks ini hanya mempertimbangkan *free-float* kapitalisasi pasar dari sebuah perusahaan dengan tujuan perhitungan

indeks dan penentuan bobot dalam indeks. Pada intinya *a free float market capitalization* mempergunakan jumlah saham yang tersedia di pasar. Dalam indeks ini hanya saham yang dikeluarkan oleh perusahaan yang diperdagangkan di pasar saham. Kelebihan dari penggunaan indeks ini yaitu lebih mencerminkan tren pasar yang lebih rasional karena hanya mempertimbangkan saham yang tersedia untuk diperdagangkan di pasar.

Tabel 7 Deskripsi indeks pasar saham ASEAN 5 Tahun 2004

No	Negara	Indeks	Jumlah Emiten	Metode Pembentukan	Base Year	Nilai Kapitalisasi (USD billion)
1	Indonesia	Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)	507	Market Capitalization	1982	441,20
2	Malaysia	Kuala Lumpur Stock Exchange (KLSE)	906	Market Capitalization	1977	504,45
3	Singapura	Strait Times Index (STI)	769	Market Capitalization	2008	780,49
4	Thailand	Stock Exchange of Thailand Index (SETI)	728	Market Capitalization	1975	438,38
5	Filipina	Philippine Stock Exchange Index (PSEI)	263	Free-float Market Capitalization	1990	320,99

Integrasi Bursa Saham ASEAN 5

Pengujian Stasioneritas: Uji Akar Unit (Unit Root)

Pengujian stasioner dilakukan karena data yang digunakan dalam penelitian ini berupa data *time series*. Data yang tidak stasioner ini apabila diregresikan akan menghasilkan regresi palsu (*spurious regression*). Data yang tidak stasioner dapat diubah menjadi data stasioner dengan meningkatkan derajat integrasinya sampai data menjadi stasioner.

Dalam penelitian ini dilakukan uji akar unit dengan menggunakan uji (*Augmented Dickey Fuller*). Pengujian awal ADF dilakukan pada tingkat level. Hasil dari uji ADF yaitu dengan membandingkan nilai t-statistik yang diperoleh dengan nilai kritis *MacKinnon* pada taraf 5%. Apabila nilai t-statistik ADF lebih kecil dari nilai kritisnya, maka data tersebut tidak stasioner, begitu pula sebaliknya. Selain membandingkan nilai kritisnya, dapat juga dilihat nilai probabilitasnya pada taraf 5%. Apabila probabilitas data lebih besar dari 0,05 maka data tersebut tidak stasioner, begitu pula sebaliknya.

Apabila data pada tingkat level tidak stasioner, dilakukan uji derajat integrasi atau meningkatkan tingkat differensinya menjadi 1st *difference* atau lebih sampai

data stasioner. Tabel 1 menunjukkan hasil pengujian ADF dengan membandingkan nilai probabilitasnya.

Tabel 1 Hasil pengujian stasioneritas data

Indeks	Level	Keterangan	1 st <i>differences</i>	Keterangan
IHSG	0,9989	Tidak stasioner	0,0000	Stasioner
STI	0,9687	Tidak stasioner	0,0000	Stasioner
KLSE	0,9968	Tidak stasioner	0,0000	Stasioner
SETI	0,9976	Tidak stasioner	0,0000	Stasioner
PSEI	0,9997	Tidak stasioner	0,0000	Stasioner

Berdasarkan Tabel 1, pengujian ADF dilakukan pada tingkat level kemudian pada tingkat 1st *difference*. Pada pengujian tingkat level, semua data pada pasar ASEAN 5 mengandung *unit root* terbukti dengan nilai probabilitasnya yang lebih besar dari 0,05. Dengan kata lain, pada tingkat level ini data harga saham pada pasar ASEAN 5 tidak stasioner. Pengujian dilanjutkan dengan meningkatkan derajat integrasinya yaitu pada 1st *difference*. Hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa semua data mempunyai nilai probabilitas dibawah 0,05 sehingga data tidak mengandung *unit root* atau data telah stasioner. Hal ini berarti bahwa kemungkinan pasar modal ASEAN 5 terintegrasi atau mempunyai hubungan jangka panjang.

Penentuan Lag Optimal

Sebelum melakukan uji *Johansen Cointegration*, dilakukan penentuan *lag*

optimal terlebih dahulu agar estimasi model VAR/VECM yang diperoleh menjadi lebih baik. Dalam penggunaan model autoregresi yang menggunakan data *time series*, maka peran waktu dalam permodelan menjadi sangat penting. Oleh karena itu penentuan panjang *lag* dilakukan untuk mendapatkan model estimasi yang tepat.

Kriteria penentuan panjang *lag* optimum dalam model VAR/VECM ditentukan oleh informasi yang ditampilkan *Final Prediction Error* (FPE), *Akaike Information Criterion* (AIC), *Schwarz Criterion* (SC), dan *Hannan-Quinn* (HQ). Nilai *lag* optimum yaitu memiliki nilai FPE, AIC, SC, dan HQ yang terkecil. Tanda bintang merupakan panjang *lag* optimum yang direkomendasikan dari pengujian dengan *software e-views*. Hasil dari pengujian *lag* optimal pada penelitian ini ditampilkan pada Tabel 2.

Tabel 2 Panjang *lag* optimal

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	475,8590	NA	7,20e-14	-13,23546	-13,04425	-13,15942
1	840,9700	658,2283	6,80e-18*	-22,50620*	-21,16771*	-21,97392*
2	860,5485	31,98733	1,10e-17	-22,04362	-19,55786	-21,05511

Berdasarkan Tabel 2 dapat dilihat bahwa *lag* optimal yang

direkomendasikan dalam penelitian ini adalah *lag* 1. Hasil uji *lag* dalam

penelitian ini mengindikasikan bahwa derajat kelambanan variabel-variabel untuk menjadi stasioner adalah 1 (Sutawijaya dan Lestari 2013).

Pengujian Stabilitas VAR

Pengujian stabilitas VAR dilakukan untuk mengetahui apakah model VAR sudah stabil/stasioner (Juanda dan Junaidi 2012). Uji stabilitas VAR dilakukan dengan melihat nilai modulusnya. Jika nilai modulus kurang dari 1 (<1) maka model VAR tersebut telah stabil. Selain dari nilai modulusnya, kriteria stabil atau tidak juga dapat dilihat dari informasi yang ditampilkan pada saat uji stabilitas VAR yaitu VAR *satisfies the stability condition*. Tabel 3 merupakan hasil pengujian stabilitas VAR pada lag yang telah ditentukan sebelumnya.

Tabel 3 Pengujian stabilitas VAR

Root	Modulus
0,967399	0,967399
0,863292 – 0,033128i	0,863928
0,863292 + 0,033128i	0,863928
0,770967 – 0,051487i	0,772685
0,770967 + 0,051487i	0,772685
0,488853	0,488853
<i>No root lies outside the unit circle.</i>	
<i>VAR satisfies the stability condition.</i>	

Berdasarkan Tabel 3 diketahui bahwa nilai modulusnya kurang dari 1, sehingga dapat dikatakan bahwa model VAR stabil. Hasil uji ini menandakan bahwa analisis *Impulse Respon Function* (IRF) dan analisis *Forecast Error Variance Decomposition* (FEVD) yang dihasilkan dianggap valid (Firdaus 2011).

Pengujian Kointegrasi: Uji Johansen Cointegration

Setelah dilakukan uji lag optimum, dilanjutkan dengan uji *Johansen Cointegration* untuk

menganalisis adanya integrasi dalam jangka panjang diantara bursa saham ASEAN 5 pada lag 1. Pengujian ini dilakukan dengan membandingkan nilai *trace statistic* dengan nilai kritis pada taraf 5%. Hasil dari pengujian *Johansen* ditampilkan pada Tabel 4.

Tabel 4 Uji Johansen *Cointegration*

Hypothesized	No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.
None	0,407124	96,00074	83,93712	0,0051*	
At most 1	0,238485	56,79296	60,06141	0,0915	
At most 2	0,210506	36,35959	40,17493	0,1150	
At most 3	0,129250	18,63232	24,27596	0,2182	
At most 4	0,100513	8,252327	12,32090	0,2178	
At most 5	0,004092	0,307551	4,129906	0,6409	

**Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level*

Dari Tabel 4, terlihat bahwa pada tingkat signifikansi 5% ditemukan adanya 1 persamaan kointegrasi diantara bursa saham ASEAN 5. Hal ini berarti pergerakan IHSG, KLSE, STI, SETI, dan PSEI selama terjadinya penurunan harga minyak dunia memiliki hubungan keseimbangan dan kesamaan pergerakan dalam jangka panjang. Hasil uji *Johansen* digunakan untuk menentukan model VAR atau VECM. Pada penelitian ini, karena ditemukan integrasi maka model yang digunakan yaitu VECM.

Hasil Estimasi VAR/VECM

Hasil uji praestimasi yang telah dilakukan mengindikasikan bahwa semua variabel telah stasioner pada 1st *difference* dan terdapat kointegrasi sehingga model yang digunakan yaitu VECM. Model VECM menggunakan lag optimum 1. Hasil dari estimasi VAR/VECM ditampilkan pada Tabel 5 dan 6.

Tabel 5 Koefisien penduga integrasi bursa ASEAN 5 jangka panjang

Cointegrating Eq:	CointEq1	t-statistik
LN_IHSG(-1)	1,000	<i>dependent</i>
LN_KLSE(-1)	0,210	0,527
LN_PSEI(-1)	0,642	1,757
LN_SETI(-1)	1,645	-3,663*
LN_STI(-1)	- 0,479	2,022*
C	-7,532	

Tabel 6 Koefisien penduga integrasi bursa ASEAN 5 jangka pendek

Error Correction:	D(LN_IHSG) t-stat.	D(LN_KLSE) t-stat.	D(LN_PSEI) t-stat.	D(LN_SETI) t-stat.	D(LN_STI) t-stat.					
CointEq1	-0,302	-5,955*	-0,093	-2,781*	-0,175	-3,429*	-0,108	-1,773	-0,219	-4,561*
D(LN_IHSG(-1))	-0,031	-0,18	0,202	1,785	0,267	1,55	0,098	0,476	0,158	0,971
D(LN_KLSE(-1))	0,077	0,354	-0,243	-1,686	0,222	1,011	0,105	0,398	0,389	1,879
D(LN_PSEI(-1))	-0,026	-0,159	-0,126	-1,168	-0,231	-1,414	0,001	0,002	-0,011	-0,073
D(LN_SETI(-1))	0,039	0,262	-0,040	-0,404	0,085	0,566	-0,119	-0,665	-0,118	-0,827
D(LN_STI(-1))	0,025	0,145	0,091	0,803	-0,201	-1,162	0,169	0,819	-0,185	-1,134
C	0,009	1,375	0,011	2,556	0,010	1,629	0,0124	1,609	0,001	0,032
DUMMY	0,041	2,895*	-0,004	-0,388	0,027	1,889	0,008	0,488	0,032	2,341*

Tabel 5 menunjukkan koefisien penduga kointegrasi untuk keseimbangan jangka panjang dan Tabel 6 menunjukkan koefisien penduga untuk keseimbangan jangka pendek. Pada persamaan jangka panjang dapat dilihat bahwa terdapat hubungan keseimbangan jangka panjang antara IHSG, STI, KLSE, SETI, dan PSEI. Persamaan kointegrasi yang ditampilkan menggunakan variabel IHSG sebagai *dependent*. Dalam persamaan tersebut, IHSG dipengaruhi secara signifikan oleh SETI dan STI. Variabel SETI dengan *lag* satu bulan sebelumnya berpengaruh signifikan terhadap IHSG sebesar 1,645 yang berarti ketika SETI mengalami peningkatan satu bulan yang lalu maka IHSG akan meningkat sebesar 1,645% satu bulan yang akan datang (*Ceteris Paribus*). Variabel STI berpengaruh signifikan terhadap IHSG sebesar -

0,479 yang menandakan jika STI meningkat 1% maka IHSG akan menurun sebesar 0,479% (*Ceteris Paribus*).

Dalam jangka panjang, SETI berpengaruh positif terhadap IHSG yang berarti jika SETI mengalami kenaikan maka IHSG juga akan naik, begitu pula sebaliknya jika SETI mengalami penurunan maka IHSG juga akan turun. Hubungan yang positif ini didukung oleh adanya peningkatan kerjasama antara Thailand dan Indonesia. Thailand dan Indonesia saat ini meningkatkan kerjasama dalam bidang perikanan. Selain itu kesamaan penggunaan dana FDI (*foreign direct investment*) Indonesia dan Thailand digunakan dalam bidang produksi.

STI berpengaruh negatif terhadap IHSG dalam jangka panjang. Kenaikan STI akan menyebabkan IHSG menurun, dan penurunan STI akan menyebabkan

IHSG mengalami peningkatan. Hubungan negatif ini dapat disebabkan karena investor lebih banyak menanamkan modalnya ke Singapura dari pada di Indonesia karena negara tersebut dianggap stabil perekonomiannya. Selain itu banyaknya koruptor dari Indonesia yang melarikan diri dan membawa uang yang pada akhirnya ditanamkan di Singapura mampu menyebabkan hubungan yang negatif. Saat ini Singapura dan Indonesia menjalin kerjasama dalam bidang maritim, bukan produksi sehingga kerjasama perdagangan antara keduanya dalam bidang produksi sedikit berkurang. Tidak seperti Thailand dan Indonesia, aliran FDI yang masuk digunakan Singapura untuk perdagangan. Beberapa hal tersebut yang menyebabkan hubungan STI dan IHSG negatif, sedangkan SETI dan IHSG positif.

Nilai ECT (*error correction term*) memiliki nilai signifikan terhadap harga saham IHSG, KLSE, PSEI, dan STI, sedangkan tidak signifikan untuk SETI. Pada IHSG, ECT signifikan pada -0,302 yang menunjukkan bahwa proses penyesuaian menuju jangka panjang mempunyai koefisien kecepatan penyesuaian (*speed of adjustment*) sebesar -30% per bulan. Hal yang sama juga ditunjukkan oleh harga KLSE, PSEI, dan STI, dimana masing-masing nilai signifikan pada -0,093; -0,175; dan -0,219 yang menunjukkan bahwa proses penyesuaian menuju jangka panjang memiliki *speed of adjustment* masing-masing sebesar -9%, -17,5%, dan -22% per bulan.

Pada persamaan jangka pendek terdapat 5 persamaan pada pasar modal ASEAN 5. Dalam persamaan jangka pendek, pasar modal tidak saling berpengaruh secara signifikan. Pengaruh signifikan hanya ditemukan pada *variabel dummy* untuk persamaan

dengan *dependent* IHSG dan STI. Hal ini menandakan bahwa peristiwa penurunan harga minyak dunia berpengaruh terhadap harga saham pada IHSG dan STI dalam jangka pendek.

PEMBAHASAN

Tingkat integrasi modal berubah sejalan dengan adanya berbagai peristiwa yang terjadi di suatu kawasan negara. Peristiwa tersebut meliputi peristiwa politik, bencana alam, krisis, dan kenaikan/penurunan minyak dunia. Penelitian ini membahas mengenai perubahan tingkat integrasi pasar saham kawasan ASEAN 5 yang dihubungkan dengan adanya peristiwa penurunan harga minyak dunia pada tahun 2014. Objek yang dikaji dalam penelitian ini yaitu pasar modal Indonesia, Malaysia, Singapura, Thailand, dan Filipina periode Januari 2009 sampai dengan Mei 2015. Dalam penelitian ini digunakan *variabel dummy* harga minyak dunia yaitu nilai 0 untuk periode 2009 sampai 2013 dimana harga minyak dunia masih stabil dan nilai 1 untuk periode 2014 sampai 2015 dimana terjadi penurunan harga minyak dunia. Penelitian ini mengindikasikan bahwa terdapat integrasi dalam kawasan ASEAN yang dibuktikan dengan uji *Johansen cointegration*. Hasil ini sama dengan yang diperoleh pada penelitian Nurhayati (2012) dan Santosa (2013) yang menyatakan bahwa terdapat hubungan integrasi atau jangka panjang dalam kawasan ASEAN. Penelitian yang dilakukan pada beberapa periode berbeda mendapatkan hasil yang sama yaitu adanya integrasi pada kawasan ASEAN yang berarti bahwa kedepannya pada kawasan ASEAN berpotensi untuk dilakukan kawasan pasar tunggal.

Dalam hubungan jangka panjang, pasar saham Indonesia secara signifikan dipengaruhi oleh pasar saham Thailand

dan Singapura. Thailand berpengaruh positif terhadap Indonesia sedangkan Singapura berpengaruh negatif. Hasil ini berbeda dengan yang diperoleh pada penelitian Click dan Plummer (2003), dimana Singapura dan Thailand sama-sama berpengaruh positif terhadap Indonesia. Hasil yang berbeda ini dapat disebabkan salah satunya oleh perbedaan periode penelitian dan objek yang digunakan pada penelitian. Click dan Plummer (2003) menggunakan objek krisis Asia untuk menguji integrasi, sedangkan pada penelitian ini menggunakan objek peristiwa penurunan harga minyak dunia.

Pada penelitian ini, diperoleh bahwa dalam jangka panjang hanya Thailand dan Singapura yang berpengaruh signifikan terhadap Indonesia. Dalam kawasan ASEAN, kedua negara ini memang mempunyai struktur modal yang cukup tinggi. Hal ini sesuai dengan penelitian Setiawan (2012) dimana mengkaji keterbukaan dan daya saing pasar modal kawasan ASEAN. Indonesia berada pada peringkat 4 dalam daya saing pasar modal setelah Singapura, Malaysia, dan Thailand yang mempunyai daya saing tinggi. Berdasarkan hal tersebut maka dapat dikatakan bahwa memang Indonesia cenderung dipengaruhi oleh pasar kuat yaitu Singapura dan Thailand.

Indonesia saat ini menjalin kerja sama di antara negara-negara ASEAN. Thailand dan Singapura yang paling erat hubungannya. Indonesia memperkuat hubungan dengan Thailand dalam bidang produksi perikanan, sedangkan dengan Singapura, Indonesia menjalin kerja sama dalam bidang maritim. Hubungan pasar modal yang positif dengan Thailand dapat disebabkan karena Indonesia dan Thailand sama-sama menggunakan aliran dana asing yang masuk ke negara

mereka untuk bidang produksi, sedangkan Singapura untuk bidang perdagangan sehingga Indonesia dan Singapura mempunyai hubungan negatif untuk pasar modal.

Dalam jangka pendek, IHSG tidak dipengaruhi oleh pasar saham dari negara ASEAN lainnya. IHSG hanya dipengaruhi secara signifikan oleh *variabel dummy*. Hal ini menandakan bahwa IHSG merespon peristiwa penurunan harga minyak dunia tahun 2014 lalu. Selain pada IHSG, *variabel dummy* juga berpengaruh signifikan terhadap STI. Sama seperti IHSG, STI juga merespon peristiwa penurunan harga minyak dunia.

Penelitian yang dilakukan Sofa (2015) menyebutkan bahwa STI tidak berpengaruh signifikan terhadap IHSG pada analisis VECM. Hasil ini sama dengan yang diperoleh dalam penelitian ini dimana IHSG tidak dipengaruhi STI. Dalam jangka pendek, hubungan Indonesia dan Singapura memang tidak terasa, namun dalam jangka panjang hubungan Indonesia dan Singapura dapat dirasakan karena kedua negara tersebut memang menjalin kerja sama untuk periode yang cukup panjang, sehingga dalam jangka pendek, hubungan antara keduanya tidak terjadi.

Pada hubungan jangka pendek, kelima negara tersebut tidak saling mempengaruhi satu sama lain. Hasil penelitian ini berbeda dengan hasil yang diperoleh pada penelitian Santosa (2013), dimana dalam jangka pendek terdapat keterkaitan diantara kelima negara ASEAN. Pada penelitian Santosa (2013), IHSG dipengaruhi oleh Singapura, Thailand, Malaysia, Filipina, dan China. Hasil yang berbeda dapat disebabkan karena periode waktu yang digunakan berbeda serta adanya penambahan variabel pasar modal China pada penelitian Santosa (2013).

Dalam kaitannya dengan peristiwa penurunan minyak dunia dan integrasi pasar modal, kelima negara tersebut masih rendah tingkat integrasinya. Walaupun ditemukan adanya kointegrasi, namun hasilnya belum lengkap sehingga pasar modal kawasan ASEAN dapat dikatakan belum sepenuhnya terintegrasi. Peristiwa penurunan harga minyak dunia yang terjadi sepanjang tahun 2014 sampai 2015 saat ini memang membawa dampak yang berbeda-beda di antara negara ASEAN itu sendiri. Namun secara keseluruhan cenderung memperlihatkan hasil yang sama jika dilihat dari perkembangan nilai indeks saham, laju pertumbuhan indeks saham, dan laju nilai kapitalisasi saham.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian dan analisis data yang telah dilakukan, dapat disimpulkan bahwa selama periode penelitian yaitu tahun 2009-2015, terdapat integrasi atau hubungan jangka panjang dalam kawasan ASEAN5 (Indonesia, Malaysia, Singapura, Thailand, dan Filipina). Dalam hubungan jangka panjang, diperoleh bahwa hanya Thailand dan Singapura yang secara signifikan mempengaruhi pasar saham Indonesia. Integrasi yang terjadi yaitu belum lengkap.

Dalam estimasi VECM (*Vector Error Correction Model*), nilai ECT (*error correction term*) memiliki nilai signifikan terhadap harga saham IHSG, KLSE, PSEI, dan STI, sedangkan tidak signifikan untuk SETI. Variabel *dummy* hanya berpengaruh signifikan terhadap IHSG dan STI. Hal ini berarti bahwa dalam jangka pendek peristiwa penurunan minyak dunia yang terjadi sepanjang tahun 2014 sampai 2015 berdampak pada pasar saham Indonesia dan Singapura.

Saran. Dari hasil yang telah dikemukakan, maka saran yang dapat diajukan antara lain:

1. Bagi Pemerintah, dapat merancang kebijakan terkait integrasi dan fluktuasi harga minyak dunia agar siap menghadapi Masyarakat Ekonomi Asean (MEA) yang direalisasikan akhir tahun 2015. Selain itu pemerintah harus aktif dalam mengatur kebijakan pada pasar saham agar mampu menarik investor baik domestic maupun internasional agar memperkuat struktur modal pada pasar modal Indonesia.
2. Bagi investor, agar dapat mempertimbangkan faktor-faktor dalam menentukan investasi yang akan dilakukan baik di dalam negeri maupun luar negeri.
3. Bagi akademisi, agar dapat dilakukan penelitian lanjutan terkait integrasi pada ASEAN dimana pada akhir tahun 2015 akan dilakukan MEA sehingga masalah-masalah terkait integrasi masih banyak yang perlu diteliti.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdalla SZS. 2013. Modelling the Impact of Oil Price Fluctuations on the Stock Returns in an Emerging Market: The Case of Saudi Arabia. *Journal of Research in Business*. 2(10): 10-20.
- Andriansyah, Pohan B, Husodo B. 2007. Tentang Penyesuaian atas Saham yang Tersedia Di Pasar (*On Free Float Shares Adjustment*). Kertas Diskusi Bagian Riset Ekonomi No. 1.
- Bekaert G, Harvey CR, Ng A. 2005. Market Integration and

- Contagion. *Journal of Business*. 78(1): 39-69.
- Berk I, Aydogan B. 2012. Crude Oil Price Shocks and Stock Returns: Evidence from Turkish Stock Market under Global Liquidity Conditions. *EWI Working Paper*. 15(12).
- Click RW, Plummer MG. 2003. Stock Market Integration In Asean After The Asian Financial Crisis. *Working Paper Series* Vol. 6.
- Climent FJ, Meneu V. 2003. Has 1997 Asian Crisis Increased Information Flows between International Markets? *International Review of Economics and Finance*. 12: 111-143.
- Dhaoui A, Khraief N. 2014. Empirical Linkage between Oil Price and Stock Market Returns and Volatility: Evidence from International Developed Markets. *Economics Discussion Paper* No. 12.
- Endri. 2010. Keterkaitan Pasar Saham Berkembang dan Maju: Implikasi Diversifikasi Portofolio Internasional. *Jurnal Ekonomi Bisnis*. 15(2): 105-119.
- Eun CS, Shim S. 1989. International Transmission of Stock Market Movements. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 24(2): 241-256.
- Firdaus M. 2011. *Ekonometrika (Suatu Pendekatan Aplikatif)*. Jakarta: PT. Bumi Aksara.
- Juanda B, Junaidi. 2012. *Ekonometrika Deret Waktu (Teori dan Aplikasi)*. Bogor: IPB Press.
- Kiranand S. 2004. Stock Market Integration Measurement: Investigation of Asian Stock Markets. *Finance India*. 18(1): 57-102.
- Maruddani DAI, Safitri D. 2008. Vector Autoregressive (VAR) untuk Peramalan Harga Saham PT. Indofood Sukses Makmur Indonesia Tbk. *Jurnal Matematika*. 11(1):6-12.
- Nachrowi DN, Usman H. 2006. *Pendekatan Populer dan Praktis: Ekonometrika Untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan*. Jakarta (ID): LP-FEUI.
- Nainggolan AA. 2010. Analisis Pengaruh Peristiwa Politik (Turunnya Suharto, Mahathir dan Thaksin) Terhadap Integrasi Pasar Modal (Studi Pada Bursa di Lima Negara ASEAN) [tesis]. Semarang (ID): Universitas Diponegoro.
- Narayan P, Smyth R, Nandha M. 2004. Interdependence and Dynamic Linkages between the Emerging Stock Markets of South Asia. *Accounting and Finance*. 44: 419-439.
- Nurhayati M. 2012. Analisis Integrasi Pasar Modal Kawasan Asean dalam Rangka Menuju Masyarakat Ekonomi Asean. *Proseding*. Seminar Nasional, Semarang.
- Pesaran MH, Shin Y, Smith RJ. 2000. Structural Analysis Of Vector Error Correction Models With Exogenous I(1) Variables. *Journal of Econometrics*. 293-343.
- Santosa B. 2013. Integrasi Pasar Modal Kawasan Cina – Asean. *Jurnal Ekonomi Pembangunan*. 14(1): 78-91.
- Setiawan S. 2012. Analisis Sektor Pasar Modal Indonesia Menghadapi Liberalisasi dan Integrasi ASEAN. *Policy Paper*. No. 2/2012. Pusat Kebijakan Regional dan Bilateral-BKF.

- Sofa R. 2015. Analisis Potensi *Contagion Effect* Antar Indeks Pasar Modal Di Kawasan Asia. Jurnal Ilmiah. Malang (ID): Universitas Brawijaya.
- Sutawijaya A, Lestari EP. 2013. Penerapan Metode *Vector Auto Regression* dalam Interaksi Kebijakan Fiskal dan Moneter Di Indonesia. Jurnal Ekonomi Pembangunan. 14(1): 66-77.
- Yu IW, Fung KP, Tam CS. 2010. Assessing Financial Market Integration In Asia–Equity markets. *Journal of Banking & Finance*. 34 (Februari): 2874–2885.