

## **Integrasi Pasar Modal ASEAN Pasca Pemberlakuan MEA**

*This research aimed to examine the Indonesian capital market integration with the ASEAN capital market after implementation of ASEAN Economic Community (AEC). Data that used in this research is time series data with observation periods of January 1, 2016 to September 30, 2016. Methods of data analysis using multivariate cointegration. The study concluded found an integrated ASEAN capital market. Integration indicated that existence long-term equilibrium relationship between the ASEAN capital market, although some of the capital markets in ASEAN only have a long-term relationship, but does not have a short-term relationship such as Singapore capital markets (FTSE), Philippines (PSEI) and Vietnam (VN30). Whereas the capital markets of Malaysia (KLSE) and Thailand (SET) has a long-term and short-term with Indonesia capital market.*

**Keywords:** *Integration, Capital Markets, MEA*

### **Rasyidin**

*Dosen Fakultas Ekonomi  
Universitas Malikussaleh  
Lhokseumawe*

## PENDAHULUAN

Sektor pasar modal merupakan salah satu sektor kegiatan perekonomian yang dinilai memiliki peluang besar untuk dikembangkan pasca pemberlakuan Masyarakat Ekonomi ASEAN (MEA). Oleh karena itu pengintegrasian kegiatan pasar modal di kawasan ASEAN harus menjadi prioritas dalam pengimplementasian MEA. Integrasi pasar modal negara-negara ASEAN adalah syarat utama terciptanya kelancaran arus modal dan investasi. Dengan mengintegrasikan kegiatan pasar modal diharapkan dapat mendorong tumbuhnya investasi di antara sesama negara ASEAN, sehingga mempercepat proses pembangunan kawasan ASEAN yang maju dan kuat secara ekonomi. Pemberlakuan MEA akan memberikan keuntungan kepada para investor dengan integrasi pasar modal di ASEAN. Sebab penyatuan bursa menuntut penyesuaian regulasi transparansi dan *good corporate governance* dari bursa dan pelaku usaha pasar modal ke level standar internasional.

Terintegrasinya pasar modal di kawasan ASEAN memberikan sinyal baru untuk investor pasar modal dari negara-negara ASEAN dapat saling membuka peluang masuknya bursa pasar modal asing ke negaranya. Disamping itu juga terdapat beberapa kelebihan dalam pembentukan regulasi pasar modal di kawasan ASEAN ini jika pasar modal terintegrasi, seperti adanya kemudahan bagi para pemodal untuk berinvestasi di negara ASEAN manapun, akses yang lebih mudah bagi perusahaan untuk menjaring dana masyarakat, dan fleksibilitas pergerakan modal di kawasan ASEAN. Meskipun demikian, dengan terintegrasinya pasar modal juga membutuhkan kesiapan yang baik dari unsur regulator dan para pelaku pasar modal di level nasional. Adanya regulasi yang baik dan sesuai antar negara ASEAN, meskipun regulasi pasar modal saat ini sangat bebas, masih jauh dari transparansi dan tata kelola perusahaan yang benar. Dengan adanya pemberlakuan MEA diharapkan dapat meningkatkan kualitas transparansi dan tata kelola pasar modal yang akhirnya akan meningkatkan investasi di pasar modal domestik. Begitu juga halnya dengan para pelaku pasar harus sadar dengan konsekuensi persaingan yang semakin ketat jika terjadinya integrasi pasar.

Terintegrasinya pasar modal akan terjadi peningkatan aliran modal antar negara ASEAN, sinkronisasi harga aset, pendalaman pasar, stabilitas pasar keuangan, dan alokasi sumberdaya kapital yang lebih baik serta dapat meningkatkan pertumbuhan ekonomi di kawasan ASEAN. Ada beberapa program (ASEAN Linkage) yang bertujuan untuk mendukung terintegrasinya pasar modal seperti program promosi saham-saham berkapitalisasi besar di tujuh pasar modal ASEAN, yakni Indonesia, Malaysia, Singapura, Pilipina, Thailand, dan Vietnam (ASEAN Stars), kerjasama untuk pengembangan bisnis dan promosi pasar modal ASEAN (ASEAN Investment) dan program integrasi bursa ASEAN (ASEAN

Connect). Dengan ASEAN Connect, penerbit surat utang atau ekuitas bisa mencari dana di negara ASEAN. Sementara investor juga bebas berinvestasi di mana pun dengan fee yang kompetitif dan dari satu akses. Meskipun untuk saat ini hanya Singapore, Malaysia, dan Thailand menjalankan ASEAN Connect. Belum terkonেকnya Indonesia dalam ASEAN Connect disebabkan standar peraturan Indonesia jauh lebih tinggi dibanding negara lain di ASEAN. Walaupun pada dasarnya Indonesia sudah mengadopsi peraturan tersebut. Tetapi, Indonesia memiliki keunggulan standar peraturan yang tidak diadopsi negara lain, sehingga perlu adanya standardisasi.

Terintegrasi pasar modal akan memberikan manfaat bagi para investor seperti tingkat pengurangan resiko bagi investor dengan melakukan diversifikasi di mana saja tanpa hambatan yaitu dengan memasukkan saham negara ASEAN dalam portofolionya (Bailey dan Stulz, 1990). Namun kebanyakan bursa saham di kawasan ASEAN belum terintegrasi, bahkan *ter-segmented*, karena pembentukan harga lebih dipengaruhi oleh kondisi pasar domestik dibanding pasar internasional. Jika pasar modal terintegrasi, maka aset finansial akan mencerminkan harga yang sama di manapun. Pendekatan integrasi di ASEAN adalah ramah pasar, melalui berbagai jalur (*multi-track*) dan dengan berbagai kecepatan (*multi-speed*), yang memungkinkan persaingan yang sehat karena memiliki kepentingan yang sama dari negara ASEAN.

Pasar modal terintegrasi juga dapat membantu mengembangkan pendekatan baru untuk membiayai kebutuhan investasi infrastruktur yang besar dari kawasan ASEAN, seperti deregulasi atau liberalisasi pasar modal, kemajuan teknologi yang memungkinkan pengawasan terhadap pasar modal dan peningkatan institusional pasar modal (Fabozzi, 2000). Terjadinya integrasi antar pasar saham disebabkan adanya kesamaan pasar dalam pola pendapatan, dan ini memberikan kontribusi positif terhadap makroekonomi dalam negeri, dapat memfasilitasi aliran modal daerah ke pasar multinasional, transformasi teknologi, deregulasi keuangan memungkinkan investor untuk memperluas portofolio mereka secara internasional, dan perdagangan internasional dan mendorong hubungan ekonomi yang lebih kuat. Disisi lain terintegrasinya pasar modal akan memberikan dampak negatif pasar modal domestik. Jika perusahaan domestik tidak cukup jeli menggunakan peluang, maka market share akan dimanfaatkan oleh perusahaan asing. Perusahaan sekuritas atau hedge fund asing akan berusaha mengambil pasar di Indonesia. Setelah mendapat investor lokal, dana akan dibawa ke luar negeri.

Semenjak pemberlakuan MEA pasar saham Indonesia terus mengalami peningkatan dan ini diprediksi terus sampai akhir semester kedua 2016. Peningkatan ini ditandai dengan aliran modal (*capital inflow*) yang terus masuk dan indeks yang diyakini

dapat melaju hingga ke posisi 5.600. Sejak awal tahun 2016 sampai Juni 2016 (*year-to-date*) kapitalisasi pasar saham Indonesia meningkat 19,98% menjadi US\$420 miliar, setara dengan Rp5.460 triliun. Kenaikan kapitalisasi pasar Indonesia ini tercatat paling tinggi dibandingkan dengan bursa negara lain di kawasan Asia Pasifik. Pasar saham Filipina hanya meningkat 19,46%, disusul Thailand yang naik 19,38%. Indeks harga saham gabungan (IHSG) meningkat 10,68%, terbesar ketiga setelah SET Index Thailand dan PSE Index Filipina. Kenaikan IHSG ini disokong kuat oleh masuknya dana ke pasar saham. Berdasarkan data Bloomberg, sepanjang tahun berjalan ini dana masuk ke pasar saham Indonesia mencapai Rp17,96 triliun, mengungguli Filipina yang mencatatkan aliran dana masuk Rp11,04 triliun (Dolorosa, dan Simamora, 2016). Bloomberg memperkirakan bahwa sepanjang tahun 2016 capital inflow ke pasar saham Indonesia akan mencapai Rp17,96 triliun, mengungguli Filipina yang mencatatkan aliran dana masuk Rp11,04 triliun.

## TINJAUAN TEORITIS

Integrasi pasar modal merupakan suatu ukuran yang menunjukkan seberapa jauh perubahan harga saham di pasar modal yang terjadi di pasar acuan (pasar pada tingkat yang lebih tinggi) akan menyebabkan terjadinya perubahan pada pasar pengikutnya atau antara pasar modal yang satu dengan pasar modal lainnya. Pasar modal yang teintegrasi tidak ada lagi hambatan apapun untuk memiliki sekuritas di pasar modal manapun dan juga tidak ada hambatan dalam arus modal baik *capital inflow* maupun *capital outflow* dan *capital cost* akan menjadi lebih rendah. Hal ini disebabkan para investor dapat melakukan diversifikasi.

Gallagher (1995) dalam penelitiannya menguji integrasi antara pasar saham Irlandia, Jerman dan Inggris. Hasil studi tersebut menunjukkan bahwa tidak ada kointegrasi antara pasar saham Irlandia dan pasar saham Jerman, atau antara Irlandia dan Pasar saham Inggris. Dengan demikian, investor Irlandia dapat mendiversifikasikan portofolio dalam jangka panjang dengan meningkatkan pembelian saham domestik. Selain itu, Knif dan Pynnonen (2007) menunjukkan bahwa negara-negara Nordik (*Nordic Countries*) (wilayah yang terpisah di Eropa) pasar sahamnya tidak terintegrasi dengan pasar saham Eropa lainnya.

Kemungkinan tidak terjadinya kointegrasi antara pasara saham tersebut disebabkan data yang digunakan data harian selama tiga tahun. Data harian tidak dapat ditafsirkan kointegrasi pasar saham dalam jangka panjang, karena kointegrasi diperlukan data yang memiliki rentang waktu yang relatif alam untuk menguji keberadaan kointegrasi secara tepat.

Sebaliknya, bukti integrasi pasar saham dalam Uni Eropa cenderung menjadi kuat ketika analisis

kointegrasi dilakukan dengan menggunakan data jangka waktu yang lebih lama (Rangvid, 2001).

Budi (2013) dalam studinya menganalisis tingkat integrasi pasar saham kawasan ASEAN dan China. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia berada dalam posisi rentan, mudah dipengaruhi oleh gejolak pasar modal yang terjadi di kawasan ASEAN dan China akibat terintegrasi. Pasar modal Singapura berada dalam posisi yang kuat, sebagai referensi untuk pasar modal lain di wilayah tersebut. Sementara pasar modal Filipina relatif lebih tersegmentasi, dipengaruhi gejolak domestik. Sementara Endri (2009), melakukan pengujian terhadap pasar saham ASEAN (Indonesia, Singapura, Malaysia, Thailand, dan Filipina) dan China. Hasil penelitiannya mengatakan bahwa integrasi pasar saham di negara ASEAN dan Cina belum sempurna (masih rendah).

Lie (2012) mengkaji menganalisis Integrasi Pasar Modal Indonesia dengan Pasar Modal Global dengan menggunakan model *Vector Autoregression* (VAR). Hasil studinya menyimpulkan bahwa JKSE memiliki integrasi yang signifikan dari hasil JKSE pada 1 hari sebelumnya, JKSE dipengaruhi secara negative oleh DOW JONES, ini menandakan bahwa kenaikan DOW JONES justru menekan JKSE. Hal ini dikarenakan adanya peralihan investasi oleh investor. Kemudian JKSE dan HANGSENG dan NASDAQ memiliki tingkat integrasi yang positif maka jika Index HANGSENG dan NASDAQ meningkat, akan diikuti meningkatnya index JKSE. Sebaliknya justru JKSE tidak memiliki integrasi dengan NIKKEI.

Studi Erdinc dan Milla (2009) menguji kointegrasi pasar modal di Negara Uni Eropa. Hasil studi tersebut menunjukkan adanya hubungan keseimbangan jangka panjang antar pasar modal tersebut. Ini menunjukkan bahwa ketiga pasar modal tersebut saling terintegrasi satu sama lain. Sedangkan Arshanapalli dan Doukas (1993) menguji hubungan dan interaksi antara pasar saham New York, Jepang, Paris, Frankfurt, dan London, dari Januari 1980 sampai Mei 1990. Hasil studi tersebut menyimpulkan bahwa terjadi interdependensi antar pasar saham setelah tahun 1987, kecuali untuk pasar saham Jepang. Pasar Perancis, Inggris, dan Jerman sangat dipengaruhi oleh pasar AS. Kinerja pasar Jepang tidak memiliki link dengan pasar manapun di Amerika Serikat, Perancis, Jerman, dan Inggris. Ini menunjukkan bahwa pasar saham Jepang belum terintegrasi dengan pasar saham lainnya

Zuhri dan Endri (2008) menguji intergrasi pasar saham ASEAN yaitu Indonesia, Malaysia, Singapura, Thailand dan Filipina selama periode Januari 1999 – Januari 2008. Pengujian dilakukan secara *bivariate co-integration* dan *multivariate co-integration*. Hasilnya secara *multivariate co-integration test* menyimpulkan bahwa kelima Negara ASEAN memiliki kointegrasi pada vector 1 dengan tingkat signifikansi 5%. Sedangkan pengujian dengan *bivariate cointegration test* menemukan bahwa pasar saham Indonesia terintegrasi dengan pasar saham

ASEAN, akan tetapi pasar saham Malaysia-Singapura, Malaysia- Thailand, Malaysia –Filipina dan Thailand – Filipina tidak terintegrasi

## METODE PENELITIAN

### Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data harian dalam bentuk *time series* dengan periode 1 Januari 2016 sampai dengan 1 September 2016. Data Penelitian ini menggunakan data indeks harga saham penutupan harian untuk lima pasar saham utama ASEAN, yaitu IHSG (Indonesia), KLSE (Malaysia), FTSE (Singapura), PSEI (Filipina), SET (Thailand) dan VN30 (Vietnam).

### Model Analisis Data

#### a. Unit Root Test

Pada penelitian ini, uji stasioneritas dilakukan dengan menggunakan metode *Augmented Dickey-Fuller Test* (ADF). Uji *stasioneritas* ini didasarkan atas hipotesis nol variabel stokastik memiliki unit root. Jika nilai probabilitas pasar saham tidak signifikan pada taraf keyakinan 90%, maka kesimpulan dari hasil pengujian unit root pada ordo nol semua data penelitian tersebut adalah tidak stasioner. Hal ini menunjukkan bahwa data *time series* pada umumnya bersifat *nonstationary* (Gujarati, 2006). Pengambilan keputusan terhadap *stasioneritas* data didasarkan pada nilai kritis MacKinnon sebagai pengganti uji-t dari hasil model uji *ADF test*. Selanjutnya nisbah t tersebut dibandingkan dengan nilai kritis statistik pada t tabel *ADF* untuk mengetahui ada atau tidaknya akar-akar unit. Jika hipotesa diterima berarti variabel tersebut tidak stasioner, maka perlu dilakukan uji derajat integrasi. Uji derajat integrasi dimaksudkan untuk melihat pada derajat atau *order diferensi* ke berapa data yang diamati akan stasioner.

#### b. Kointegrasi

Kombinasi dari dua seri yang tidak stasioner, akan bergerak ke arah yang sama menuju ekuilibrium jangka panjangnya dan diferensiasi diantara kedua seri tersebut akan konstan. Jika demikian halnya, seri ini dikatakan saling berkointegrasi. Tes kointegrasi berdasarkan pendekatan *vector autoregressions* (VAR) Johansen. Jika vektor  $X_t$  adalah vektor variabel endogen dalam VAR dengan panjang lag  $p$ , maka:

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

Notasi :

$Y_t$  = vector k dari variabel I(1) *non-stasioner*

$X_t$  = vector d dari variabel deterministic

$\varepsilon_t$  = vector inovasi

Spesifikasi VAR ini dapat dinyatakan dalam bentuk *first difference* (Widarjono, 2009).

$$\Delta Y_t = \Pi Y_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \Gamma \Delta Y_{t-i} + \beta X_t + \varepsilon_t \quad (2)$$

Notasi :

$$\Pi = \sum_{i=1}^p A_i - I$$

$$\Gamma = - \sum_{j=i+1}^p A_j$$

I = Matrik identitas

Hubungan jangka panjang (kointegrasi) dijelaskan di dalam matrik dari sejumlah  $p$  variable. Karena  $0 < \text{rank} = r < (\Pi) = r = p$  maka  $\Pi$  terdiri dari matrik Q dan R dengan dimensi  $p * r$  sehingga  $\Pi = QR'$ . Matrik R terdiri dari  $r$ ,  $0 < r < p$  vektor kointegrasi, sedangkan Q merupakan *vektor parameter error correction*. Johansen menyarankan *estimator maximum likelihood* untuk Q dan R dan uji statistic untuk menentukan *vector kointegrasi r*. ada tidaknya kointegrasi didasarkan pada uji *likelihood ratio* (LR). Jika nilai hitung LR lebih besar dari nilai kritis LR, maka menerima adanya kointegrasi dan sebaliknya jika nilai hitung LR lebih kecil dari nilai kritisnya maka tidak ada kointegrasi. Jika tidak terdapat hubungan kointegrasi, model *unrestricted VAR* dapat diaplikasikan. Tetapi jika terdapat hubungan kointegrasi antar seri, model *Vector Error Correction* (VECM) yang dipergunakan (Enders dalam Ingrid, 2006).

#### c. Error Correction Model

Persoalan yang timbul dalam data *time series* adalah berkaitan dengan *stasioneritas data time series* dan kointegrasi. Jika data stasioner pada tingkat level maka digunakan model *Vector Autoregression* (VAR), tetapi jika data tidak stasioner pada tingkat level, tetapi stasioner pada differensi, tetapi saling berkointegrasi maka data memiliki hubungan dalam jangka panjang. Apabila terdapat kointegrasi, maka model yang digunakan adalah model *vektor error correction model*(ECM). Model ECM *Engle-Granger* dapat diformulasikan sebagai berikut :

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta X_t + \alpha_2 EC_t + \varepsilon_t \quad (3)$$

dengan

$$EC_t = Y_{t-1} - \beta_0 - \beta_1 X_{t-1}$$

$$\Delta X_t = X_t - X_{t-1} \quad (4)$$

$\alpha_1$  = koefisien jangka pendek,

$\beta_1$  = koefisien jangka panjang, dan

$\alpha_2$  = koefisien koreksi ketidakseimbangan

Koefisien koreksi ketidakseimbangan  $\alpha_2$  adalah nilai absolut yang menjelaskan seberapa cepat waktu yang diperlukan untuk mendapatkan nilai keseimbangan. Apabila nilai probabilitas dari koefisien  $\alpha_2$  lebih kecil 0.05 maka terindikasi mempunyai hubungan jangka pendek.

## HASIL PENELITIAN

### Uji Stasioneritas Data (*Unit Root Test*)

Dalam mengestimasi model Autoregression (VAR) adalah melakukan uji stasioneritas data. Pengujian dilakukan dengan unit root test dengan prosedur *Augmented Dickey-Fuller Test* (ADF-Test). Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui apakah data penelitian menunjukkan fenomena *random walk* yang merupakan *series data* yang tidak stasioner. Hasil pengujian unit root adalah sebagai berikut:

**Tabel 1.**  
**Unit Root Test pada Level Aras**

ADF test	t-Statistics	
	Level	1st differents
IHSG	-1,014119	-11,56174***
KLSE	-1,374860	-10,92953***
FTSE	-2,476199	-9,653323***
PSEi	-0,774908	-9,896661***
SET	-1,064201	-9,935503***
VN30	-1,364118	-8,580421***
Test critical values:	1% level	-3,491345
	5% level	-2,888157
	10% level	-2,581041

\*\*\*, \*\*, \* Signifikan pada 1%, 5% dan 10%

Pada Tabel 1 di atas bahwa hasil uji *unit root test* dengan menggunakan *Augmented Dickey-Fuller Test* (ADF-Test) semua data harga saham pada level tidak stasioner dan belum terbebas dari masalah *unit root*. Dengan demikian keseluruhan data harga sama tersebut selanjutnya perlu pengujian *unit root* pada *first differents* melalui uji *unit root*. Pengujian stasioneritas terhadap data level dilakukan dengan menggunakan model *intercept* seperti uji ADF ordo nol terhadap data level sebelumnya. Setelah dilakukan *differencing* ADF test pada ordo satu dari model persamaan di atas, maka semua variabel setelah dilakukan proses *differencing* melalui uji ADF ordo satu ini sudah tidak lagi mengandung unit root, sehingga semua data yang digunakan sudah dalam kondisi yang stasioner.

Output hasil uji *unit root* pada tingkat diferensi pertama (ordo satu) pada tabel di atas menunjukkan adanya perubahan tingkat signifikansi dari nilai probabilitas, statistik ADF dan serta *critical value* ( $\alpha$ ) pada semua variabel. Dengan demikian tidak perlu melakukan uji stasioneritas data pada tingkat diferensi yang lebih tinggi. Berdasarkan hasil unit root test melalui pengujian ADF menunjukkan hasil bahwa semua data saham yang digunakan dalam penelitian tidak stasioner pada ordo nol dan stasioner pada pengujian tingkat diferensi pertama.

### Penentuan Panjang Lag

Uji kointegrasi dapat dijadikan dasar penentuan persamaan yang digunakan memiliki kesimbangan jangka panjang atau tidak, apabila persamaan terbukti terkointegrasi melalui Johansen ini, maka persamaan estimasi tersebut memiliki keseimbangan jangka panjang (Gujarati, 2006). Namun sebelum dilakukan pengujian kointegrasi, maka terlebih dahulu perlu dilakukan optimasi panjang lag yang digunakan berdasarkan Akake Information Criterion (AIC) dan Schwarz Criterion (SC) yang menunjukkan lag yang optimal. Hasil uji ordo untuk data-data saham yang digunakan berdasarkan kriteria AIC dan SC, maka lag yang akan digunakan adalah pada lag pertama.

**Tabel 2.**  
**Kriteria Penentuan Ordo**

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-8.312.569	NA	0.543103	16.41680	16.57121	16.47933
1	-2.601.019	1063.916	1.51e-05*	5.923567*	7.004438*	6.361248*
2	-2.304.112	51.81312*	1.72e-05	6.047279	8.054611	6.860116
3	-2.079.864	36.49536	2.28e-05	6.313458	9.247252	7.501451
4	-1.768.853	46.95656	2.60e-05	6.409515	10.26977	7.972664
5	-1.444.064	45.21574	2.95e-05	6.478556	11.26527	8.416860

Berdasarkan Tabel 2 di atas diperoleh bahwa panjang lag yang optimal adalah lag pertama. Maka selanjutnya akan dilakukan pengujian kointegrasi untuk mengetahui apakah akan terjadi keseimbangan antar harga saham dalam jangka waktu yang sama.

### Pengujian Kointegrasi

Pengujian kointegrasi Johansen dilakukan pada panjang lag pertama. Data-data yang diuji merupakan data harga saham yang stasioner pada derajat yang sama (1st different). Hasil uji kointegrasi Johansen dapat dilihat pada Tabel 3 di bawah ini:

**Tabel 3.**  
**Uji Kointegrasi Johansen**

Hypothesized	Eigenvalue	Trace	0.05	Prob.
			Critical Value	
No. of CE(s)		Statistic		
None *	0.258368	111.1973	95.75366	0.0028
At most 1 *	0.219892	79.21474	69.81889	0.0074
At most 2 *	0.207858	52.64423	47.85613	0.0166
At most 3	0.176004	27.71162	29.79707	0.0854
At most 4	0.048130	6.997554	15.49471	0.5779
At most 5	0.015942	1.719553	3.841466	0.1897

Berdasarkan Tabel 3 di atas dapat dilihat bahwa nilai *trace statistic* pada  $r = 0$  lebih kecil dari *critical value* dengan tingkat signifikansi 5%. Hal ini berarti adanya kointegrasi pada tingkat signifikansi 5%. Dengan demikian, dari hasil uji kointegrasi mengindikasikan bahwa pasar modal ASEAN pasca

pemberlakuan MEA memiliki keseimbangan jangka panjang (*long-run equilibrium*). Karena hasil pengujian kointegrasi Johansen memperlihatkan adanya keseimbangan jangka panjang. Dengan demikian, hasil uji kointegrasi mengidentifikasi bahwa antara pergerakan saham di pasar modal ASEAN pasca pemberlakuan MEA memiliki hubungan stabilitas/keseimbangan dan kesamaan pergerakan dalam jangka panjang. Dengan kata lain, dalam setiap periode jangka pendek, seluruh variabel cenderung saling menyesuaikan, untuk mencapai ekuilibrium jangka panjangnya. Hasil temuan ini mendukung studi empiris yang pernah dilakukan oleh Gallagher (1995), Rangvid, (2001), Knif dan Pynnonen (2007), Zuhri dan Endri (2008), Erdinc dan Milla (2009), Endri (2009), Lie (2012) dan Budi (2013).

Terintegrasinya pasar modal di negara ASEAN akan membuat pasar saham saling berhubungan satu sama lain dan saling mempengaruhi (*closely correlated*) perubahan (naik turun) terhadap kesamaan pergerakan harga saham pada tiap-tiap bursa terjadi secara serentak, sehingga menghasilkan *risk and return* yang sama besarnya di seluruh pasar modal ASEAN yang pada akhirnya memberikan kebebasan para investor untuk menanamkan investasinya. Integrasi pasar bermanfaat bagi investor seperti pengurangan tingkat resiko apabila investir melakukan diversifikasi dengan memasukan saham negara-negara lain dalam portofolionya. Seperti hasil penelitian yang dilakukan Biley dan Stulz (1990) di Amerika menemukan bahwa para investor dapat menurunkan tingkat risiko sebesar 30% sampai 50% karena memasukan saham-saham negara asia dalam diversifikasinya.

Di sisi lain, pasar modal yang terintegrasi akan lebih efisien dari pada pasar modal yang tersegmentasi, karena informasi yang masuk akan langsung tercermin pada indeks harga saham menyebabkan suatu mekanisme *random walk*, sehingga tidak mungkin investor memperoleh *abnormal return* terus menerus berdasarkan analisis teknikal. Oleh karenanya likuiditas pasar saham tersebut akan meningkat dan menjadi lebih menarik bagi investor untuk berinvestasi di pasar saham. Dengan adanya integrasi pasar modal ASEAN akan mempermudah para investor untuk berinvestasi di negara manapun di ASEAN. Selain itu, perusahaan juga dengan mudah dapat memperoleh dana masyarakat di negara ASEAN mana pun dan juga arus modal dapat bergerak bebas di ASEAN. Akan tetapi tantangan pasar modal yang terintegrasi adalah harus meningkatkan sisi penawaran dan permintaan serta mengembangkan infrastruktur pasar modal.

#### Pengujian *Vector Error Correction Model*

Keseluruhan data saham terintegrasi pada *1st differents*, maka pengujian kointegrasi dilakukan untuk melihat apakah dalam jangka panjang terdapat kesamaan pergerakan dan stabilitas hubungan antara kedua variabel penelitian tersebut. Pengujian dalam

hal ini ditujukan untuk menentukan model yang cocok digunakan, apakah model *Vector Autoregression* (VAR) atau *Vector Error Correction Model* (VECM). Jika terdapat hubungan kointegrasi, maka estimasi yang tepat adalah VEC, namun jika tidak terjadinya kointegrasi maka model yang cocok digunakan adalah VAR (Enders, 2010 dan Widarjono, 2013).

Setelah didapati hubungan kointegrasi diantara data penelitian, maka tahap selanjutnya adalah membentuk model *Vector Error Correction Model* (VECM). Menurut Enders dalam Ingrid (2006), jika terdapat hubungan kointegrasi diantara variabel penelitian, maka estimasi dilakukan dengan VECM, sedangkan jika tidak ada kointegrasi diantara kedua variabel di atas maka estimasi dilakukan dengan *Vector Autoregression Difference* (VARD). Fungsi VECM ini adalah untuk mengetahui pengaruh jangka pendeknya antara pasar modal. Pada Tabel 4 di bawah ini penulis menyajikan hasil estimasi dengan VECM dengan pengujian kecepatan penyesuaian (*speed of adjustment test*) adalah sebagai berikut:

**Tabel 4.**  
***Vector Error Correction Model***

Variabel	Coefficient
C	-0.003668
	[0.003996]
D(FTSE)	0.000229
	[0.001511]
D(KLSE)	0.000798*
	[0.000434]
D(PSEI)	-0.003267
	[0.054062]
D(SET)	1.387.188***
	[0.404611]
D(VN30)	0.000254
	[0.000755]
ECT(-1)	-0.236323***
	[0.064387]

\*\*\*/\*\*/\* Signifikan pada 1%, 5% dan 10%

Berdasarkan hasil uji Error Correction Model (ECM) diperoleh nilai Error Correction Term (ECT-1) signifikansi pada 1%. Ini berarti model empiris yang digunakan dalam penelitian ini memiliki model yang valid, sehingga hasil estimasi ECM dapat digunakan untuk melihat hubungan jangka pendek selama periode penelitian. Hasil ECM menunjukkan bahwa kombinasi pasar modal Singapura (FTSE), Filipina (PSEI) dan Vietnam (VN30) pasar tidak memiliki hubungan jangka pendek dengan pasar modal Indonesia (IHSG), meskipun ketiga pasar modal tersebut memiliki hubungan jangka panjang (kointegrasi). Pasar modal Malaysia (KLSE) dan Thailand (SET) yang memiliki hubungan jangka

pendek dan jangka panjang dengan pasar modal Indonesia.

Model koreksi kesalahan (*error correction model*) di atas dilakukan dengan menggunakan asumsi pada optimal lag pertama, sehingga *speed of adjustment* yang signifikan menunjukkan bahwa guncangan *disequilibrium* akibat perubahan pasar modal dalam jangka pendek langsung dapat diperbaiki kembali menuju *equilibrium* pada periode berikutnya. Pada pasar modal Filipina dalam jangka pendek berpengaruh negatif terhadap perubahan/pergerakan pasar modal Indonesia. Pengaruh negatif menunjukkan bahwa menurunnya pergerakan harga saham di pasar modal Filipina dalam jangka pendek direspon oleh pelaku pasar modal (investor) dengan mengalihkan investasinya ke pasar modal Indonesia.

## PENUTUP

### Kesimpulan

Hasil uji root test diperoleh bahwa data *time series* tidak stasioner pada level, tetapi stasioner pada differensi ini menunjukkan adanya hubungan keseimbangan jangka panjang (kointegrasi). Dari hasil uji *error correction model* diperoleh pasar modal Singapura (FTSE), Filipina (PSEI) dan Vietnam (VN30) dengan pasar modal Indonesia (IHSG) hanya memiliki hubungan jangka panjang saja, sementara pasar modal Malaysia (KLSE) dan Thailand (SET) yang memiliki hubungan jangka panjang dan jangka pendek dengan pasar modal Indonesia.

## REFERENSI

- Arshanapalli, B. dan Doukas, J., (1993), International Stock Market Linkages: Evidence from the pre- and post-1987 period, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 17. No. 1
- Bailey, W dan Stulz, RM., (1990), Benefits of International Diversifications: The Case of Pacific Basin Stock Markets, *The Journal of Portfolio Management*, No. 16, Vol. 4
- Budi, Santosa, (2013), Integrasi Pasar Modal Kawasan Cina-ASEAN, *Jurnal Ekonomi Pembangunan*, Vol.14, No. 1
- Dolorosa, Gloria N. dan Simamora, Novita S., (2016), IHSG Berjaya di ASEAN, <http://koran.bisnis.com>
- Enders, W, (2010), *Applied Econometrics Time Series*, 2<sup>nd</sup> Edition, John Welley dan Sons, Inc, New York
- Endri, (2009), Integrasi Pasar Saham Kawasan Perdagangan Bebas ASEAN– China: Analisis Kointegrasi Pasar Saham ASEAN-5 Plus China dan Implikasinya Terhadap Pengelolaan Portofolio Internasional, *Integritas-Jurnal Manajemen Bisnis*, Vol. 2. No. 2
- Erdinc, Hande dan Milla, Joniada., (2009), Analysis of Integration in Capital Markets of France, Germany and United Kingdom, *Economic and Business Journal*, Vol. 2. No. 1
- Fabozzi, Frank, J., (2000), *Manajemen Investasi*, Penerbit Salemba Empat, Jakarta
- Gallagher, L., (1995), Interdependencies among the Irish, British and German Stock Markets, *Economic and Social Review*, Vol. 26. No. 2
- Gujarati, Damodar N. (2006), *Essentials of Econometrics*, New York: The McGraw-Hill Companies, Inc.
- Inggrid (2006), Sektor Keuangan dan Pertumbuhan Ekonomi di Indonesia: Pendekatan Kausalitas dalam Multivariate Vector Error Correction Model (VECM), *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, Vol. 8, No. 1.
- Knif, Johan, dan Pynnonen, Seppo, (2007), Volatility driven changes in Stock Return Correlation Dynamics, *Managerial Finance*, Vol. 33 Issue. 3
- Lie, William Jairus, (2012), Analisis Integrasi Pasar Modal Indonesia (IHSG) Dengan Pasar Modal Global (DOW JONES, HANG SENG, NIKKEI, DAN NASDAQ) Periode 2005- 2010, *Tesis*, Pascasarjana Unika Widya Mandala, Surabaya
- Rangvid, Jesper., (2001), Predicting Returns and Changes in Real Activity : Evidence From Emerging Economies, *Emerging Markets Review*, Vol. 2, No. 4
- Widarjono, Agus, (2013), *Ekonometrika Pengantar dan Aplikasinya*, Penerbit UPP STIM YKPN, Yogyakarta
- Zuhri, M dan Endri, (2008), Analisis Keterkaitan Dinamis Pasar Saham di antara negara-negara ASEAN-5, *Finance and Banking Journal*, Vol. 10. No.1