

BAB V

PENUTUP

V.1. Kesimpulan

Berdasarkan pengolahan data dan analisa hasil pada bab sebelumnya, maka didapatkan beberapa kesimpulan berikut:

1. Terdapat hubungan kausalitas secara Granger di antara pasar modal Amerika Serikat, Inggris, Jerman, Perancis, Hongkong, Jepang, Singapura dan Indonesia selama periode 1 Januari 2002 sampai dengan 31 Desember 2007.

Dengan menggunakan uji Granger, dapat diketahui bahwa pasar saham Amerika Serikat memiliki hubungan kausalitas secara Granger dengan pasar saham Perancis, Jerman, Hongkong, Jepang, Inggris, dan Indonesia; serta menyebabkan pasar Singapura secara Granger.

Pengaruh Amerika Serikat yang dominan, sesuai dengan hasil yang didapatkan oleh Glezakos, Merika, dan Kaligosfiris (2007), namun sedikit berbeda dengan hasil yang didapatkan oleh Janakiramanan dan Lamba (1998) dimana pengaruh Amerika Serikat terhadap semua pasar saham yang diteliti (kecuali Indonesia), tidak disertai oleh pengaruh pasar saham lain terhadap pasar saham Amerika Serikat.

Pasar saham Inggris yang semula diduga memiliki pengaruh cukup signifikan di wilayah Eropa, tidak mempengaruhi pasar saham Perancis dan Jerman secara Granger. Dalam Glezakos, Merika, dan Kaligosfiris (2007), juga ditemukan hasil yang sama, yaitu pasar saham Inggris tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan di Eropa. Sedangkan, pasar saham Perancis justru mempengaruhi pasar saham Inggris secara Granger. Pasar

saham Perancis menunjukkan dominasinya pada perekonomian dunia dengan menyebabkan pasar saham Hongkong, Jepang, Singapura, dan Indonesia secara Granger.

Pasar saham Hongkong, dan Singapura menyebabkan pasar saham Jepang secara Granger. Sedangkan Jepang, yang sebelumnya diduga merupakan salah satu perekonomian terkuat di dunia tidak menunjukkan pengaruhnya terhadap pasar saham manapun.

Pasar modal Indonesia memiliki hubungan kausalitas Granger dengan pasar modal Jepang, Hongkong dan Amerika Serikat. Selain itu, pasar saham Indonesia disebabkan secara Granger oleh pasar modal Perancis, Jerman, dan Inggris; serta menyebabkan pasar modal Singapura secara Granger.

2. Terdapat hubungan jangka panjang antara Amerika Serikat, Inggris, Jerman, Perancis, Hongkong, Jepang, Singapura dan Indonesia selama periode 1 Januari 2002 sampai dengan 31 Desember 2007.

Pada uji kointegrasi, terbukti bahwa setidaknya terdapat satu hubungan kointegrasi atau hubungan jangka panjang antara pasar saham yang sedang diteliti.

Masih dan Masih (1998) menyatakan bahwa hubungan kointegrasi memberikan indikasi akan adanya tendensi gerak beberapa pasar saham menuju arah yang sama, yang disebabkan oleh *common force*, seperti arbitrase. Hal ini sesuai dengan hasil korelasi pada **Tabel IV-4** yang menunjukkan tingkat korelasi yang mendekati satu di antara pasar-pasar saham tersebut. Korelasi yang tinggi membuat beberapa pasar saham bergerak seolah-olah menjadi satu pasar. Masih dan Masih (1998) menyebutkan bahwa pasar saham yang mempunyai hubungan kointegrasi akan memiliki tingkat ketergantungan yang sangat tinggi dan cenderung bergerak sebagai satu pasar. Sehingga, sulit bagi investor untuk

mendapat keuntungan abnormal dari diversifikasi internasional yang dilakukannya. Seperti yang telah dijelaskan sebelumnya, penyebaran resiko dalam sebuah portfolio akan optimal apabila korelasi aset pembentuknya mendekati -1, atau dengan kata lain, beberapa aset pembentuk portfolio bergerak berlawanan arah.

Masih dan Masih (1998) juga menyebutkan bahwa kointegrasi akan membuat investor dapat memperkirakan *return* atau adanya *return predictability*. Investor akan dapat menggunakan harga saham di pasar saham negara lain, untuk memperkirakan harga saham di bursa saham negaranya.

Bila dianalisa lebih lanjut, akan didapatkan kesimpulan sebagai berikut. Adanya kointegrasi akan membuat investor dapat memperkirakan pergerakan indeks di bursa saham negaranya dengan menggunakan pergerakan indeks luar negeri sebagai intuisi. Namun, sesuai dengan teori efisiensi pasar, semua investor pada akhirnya akan menggunakan informasi yang sama untuk mendapatkan *return*. Karena semua investor melakukan hal yang sama, maka kemungkinan investor mendapatkan *abnormal return* menjadi sangat kecil.

Adanya kointegrasi memungkinkan untuk dilakukan estimasi model *error correction model* (ECM). Dari hasil ECM, pengaruh Amerika Serikat yang dominan terbukti. Pasar saham Amerika Serikat dari lag 1 sampai dengan lag 3 mempengaruhi harga indeks periode t semua pasar saham dalam pengamatan.

Pengaruh pasar saham Inggris pada pasar saham Eropa yang tidak terbukti pada uji Granger, terbukti dengan ECM. Kejadian atau pergerakan pasar saham Inggris satu hari sebelumnya, akan tercermin dalam pergerakan pasar saham Jerman, Perancis, Hongkong dan Inggris periode t atau hari ini.

Selain itu, dengan ECM juga dapat terlihat bahwa Singapura mulai menunjukkan pengaruhnya pada perekonomian global. Singapura dengan lag sebanyak 3, memiliki pengaruh terhadap Amerika Serikat, Perancis, Inggris dan Jerman periode t .

Berdasarkan uji kointegrasi dan estimasi ECM, terbukti bahwa terdapat hubungan integrasi antara beberapa pasar saham dalam penelitian ini. Integrasi pasar modal di dunia akan semakin menyulitkan investor untuk mencari *abnormal return*. Hal ini disebabkan karena pasar saham di dunia akan bergerak menuju satu arah yang sama.

3. Terdapat hubungan interdependensi pasar modal Indonesia dengan pasar modal lain dalam jangka pendek maupun jangka panjang selama periode 1 Januari 2002 sampai dengan 31 Desember 2007.

Dari uji Granger, diketahui bahwa pasar modal Indonesia memiliki hubungan kausalitas Granger dengan pasar modal Jepang, Hongkong dan Amerika Serikat.

Indonesia juga memiliki hubungan kointegrasi dengan ketujuh pasar saham lainnya. Sehingga, dalam jangka panjang, pergerakan pasar saham Indonesia akan menuju keseimbangan jangka panjang atau ke arah yang sama dengan pasar modal dunia. Hal ini membuktikan bahwa interaksi perekonomian Indonesia dengan perekonomian luar negeri semakin tinggi dalam jangka panjang.

Meningkatnya interaksi perekonomian Indonesia dengan pihak asing juga terbukti dari meningkatnya penanaman modal asing di Indonesia, dan meningkatnya jumlah kepemilikan saham oleh pihak asing di bursa saham Indonesia yang dapat terlihat pada **Tabel IV-6** dan **Tabel IV-7**.

Dengan estimasi ECM, dapat diketahui bahwa pasar saham Indonesia juga memiliki interdependensi dengan pasar luar negeri. Pasar saham Indonesia periode t , dipengaruhi

oleh pasar saham Amerika Serikat lag 1 dan lag 3; Jepang lag 5; dan Indonesia hari sebelumnya. Sedangkan Indonesia pada lag 1 juga menunjukkan pengaruhnya di pasar modal Hongkong, Singapura, Jepang dan Indonesia pada periode t. Pada lag 3, Indonesia mempengaruhi pasar saham Eropa, yaitu Perancis, Inggris dan Jerman. Indonesia mempengaruhi pasar saham Amerika Serikat pada lag 5.

Dari ketiga uji tersebut, dan dengan melihat tingkat korelasi pada **Tabel IV-4**, dapat dikatakan bahwa pasar saham Indonesia semakin terintegrasi dengan pasar saham dunia. Hal ini dapat menyulitkan investor Indonesia untuk melakukan diversifikasi internasional dengan optimal, karena Indonesia dan pasar luar negeri bergerak seolah menjadi satu pasar.

4. Pasar modal Indonesia bereaksi terhadap pergerakan pasar modal lain dan pasar modal Amerika Serikat, Inggris, Jerman, Perancis, Hongkong, Jepang, serta Singapura juga bereaksi terhadap pergerakan pasar saham lain selama periode 1 Januari 2002 sampai dengan 31 Desember 2007.

Analisa sensitivitas yang digunakan pada penelitian ini adalah *impulse response function* (IRF) dan *variance decomposition* (VDC). Keduanya menggunakan periode 10 hari sebagai rentang waktu pengamatan.

Dari IRF, diketahui bahwa pergerakan pasar modal Indonesia di hari pertama dipengaruhi secara signifikan oleh faktor domestik, dan sedikit dipengaruhi oleh pasar saham DJIA, CAC, FTSE, dan Hangseng. Artinya, *random shock* yang terjadi hari ini di Amerika Serikat, Perancis, Inggris dan Hongkong akan tercermin pada pergerakan indeks harga saham gabungan Indonesia hari ini juga, dan masih terlihat pengaruhnya pada beberapa hari berikutnya. Hal ini dapat terjadi karena lokasi Indonesia yang berdekatan secara geografis dengan Hongkong, interaksi perekonomian yang tinggi dengan berbagai

negara tersebut, dan juga karakter investor Indonesia yang serupa dengan karakteristik investor di negara lainnya.

Dengan menggunakan uji VDC diketahui bahwa penyimpangan dari pergerakan harga indeks Indonesia hari pertama, tidak hanya dipengaruhi oleh inovasi dari Indonesia, melainkan juga dari Hongkong, Perancis dan Jerman. Atau dengan kata lain, varians dari indeks Indonesia dipengaruhi oleh beberapa negara selain Indonesia.

Dari VDC dan IRF, pengaruh inovasi domestik pada pergerakan indeks JKSE terlihat cukup besar, terutama di hari pertama. Setelah hari pertama, pengaruh *shock* luar negeri terus meningkat sampai dengan periode kesepuluh. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh tekanan dari luar negeri pada pergerakan indeks JKSE akan memiliki trend yang meningkat, dan pada akhirnya mendukung hasil kointegrasi dimana terdapat hubungan dan integrasi jangka panjang antara pasar saham Indonesia dengan ketujuh pasar saham lain dalam penelitian.

Pengaruh Amerika Serikat yang signifikan terbukti dalam penelitian ini. Selain Amerika Serikat, Perancis, Jerman dan Inggris juga menunjukkan signifikansinya dalam perekonomian dunia.

Pasar saham Indonesia yang dikatakan sebagai pasar yang terisolasi dalam Janakiraman dan Lamba (1998), terbukti terintegrasi dengan pasar saham lainnya. Bahkan, pasar saham Indonesia menunjukkan pengaruhnya pada beberapa pasar saham dalam uji Granger, ECM, IRF dan VDC. Keterbukaan pasar Indonesia dapat disebabkan oleh beberapa hal. Di antaranya adalah deregulasi pasar modal yang dilakukan pemerintah, restriksi arus modal yang dihapuskan atau dikurangi, arus globalisasi, majunya teknologi, dan meningkatnya jumlah saham Indonesia yang terdaftar di bursa saham luar negeri.

V.2. Saran

V.2.1. Investor

Dengan melihat hasil pada penelitian ini, para investor dapat semakin yakin akan pentingnya analisa lebih lanjut sebelum melakukan diversifikasi internasional. Untuk mendapatkan hasil yang optimal, investor harus dapat memilih aset dengan pergerakan yang berlawanan, bukan yang searah. Pergerakan pasar saham yang cenderung searah dalam jangka panjang akan menyulitkan investor dalam mendapatkan *abnormal return*. Sedangkan dalam jangka pendek, pengaruh dari inovasi di suatu pasar saham dapat tercermin dalam pergerakan indeks pasar saham lainnya. Sehingga, investor masih memiliki peluang untuk mendapatkan *abnormal return* dalam jangka pendek, dengan menggunakan metode arbitrase dan menggunakan informasi publik yang tersedia. Namun, peluang mendapatkan *abnormal return* dalam jangka pendek juga sangat terbatas, mengingat semua investor pada akhirnya akan menggunakan informasi yang sama dalam membuat keputusan jual atau beli.

V.2.2. Regulator

Dari hasil penelitian ini juga dapat terlihat bahwa pasar saham Indonesia sudah semakin terbuka terhadap perubahan dari luar negeri. Hal ini memberikan indikasi bahwa minat investor asing pada pasar saham Indonesia terus meningkat. Salah satu cara yang dapat dilakukan oleh para regulator adalah menjaga stabilitas politik, ekonomi dan sosial di Indonesia, agar investasi asing yang masuk ke dalam Indonesia akan meningkat, sehingga dapat digunakan untuk pembangunan.

V.2.3. Penelitian Selanjutnya

Dengan menggunakan penelitian ini, peneliti-peneliti selanjutnya dapat meneruskan penelitian dengan memperpanjang periode sampai dengan beberapa tahun ke depan, sehingga dapat memasukan efek krisis *subprime mortgage* yang dimulai pada pertengahan tahun 2007 yang memiliki dampak terhadap resesi global. Selain itu, penelitian selanjutnya dapat dilakukan dengan membagi periode penelitian ke dalam dua sub-periode agar dapat membandingkan tingkat integrasi dan keterbukaan pasar saham Indonesia dari waktu ke waktu.

Penelitian selanjutnya juga dapat meningkatkan tingkat akurasi hasil penelitian dengan memperhitungkan lebih banyak pasar modal di dunia ke dalam pengujian hipotesis, atau dengan menambah variabel penelitian, seperti indeks MSCI global sebagai *benchmark* performa pasar modal dunia secara keseluruhan.

