

## BAB 2

### TINJAUAN LITERATUR

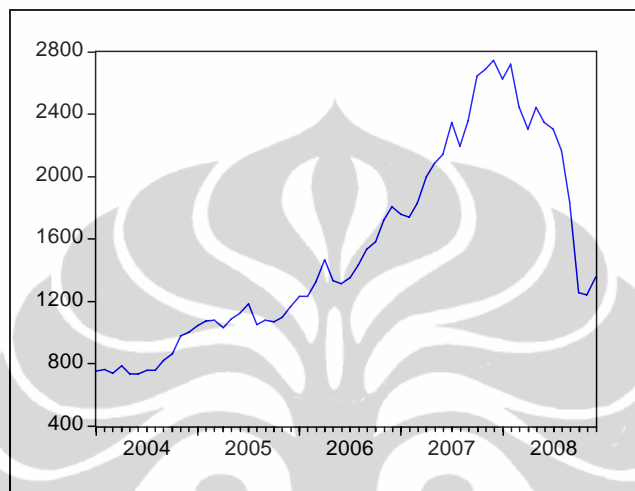
#### 2.1 Pengaruh Indeks Bursa Global Terhadap IHSG

Keterkaitan pasar modal Indonesia dengan pasar modal luar negeri dimulai setelah diperbolehkannya para investor untuk ikut menguasai saham-saham yang tercatat di BEJ. Investasi portofolio asing berperan sangat penting di pasar modal manapun (Mobius, hal 187, 1998). Diperkenalkannya investor asing ke pasar tentu saja berfungsi sebagai katalis yang mendorong investasi lokal. Investasi asing berpengaruh dalam menyorot perusahaan yang memberikan informasi keuangan paling transparan dan valuasi terbaik, masuknya dana-dana asing ke pasar-pasar baru berpengaruh jelas dan menguntungkan bagi pertumbuhan dan struktur pasar (Mansur, hal 206, 2005).

Walaupun peranan investor domestik semakin meningkat akan tetapi terdapat kebiasaan dari investor domestik untuk melakukan strategi mengekor pada investor asing atau setidaknya investor domestik menggunakan perilaku investor asing sebagai acuan (Cahyono, hal 93, 2000). Sehingga saat investor asing menjual saham maka investor domestik pun sebagai *follower* juga akan menjual sahamnya, akibatnya indeks akan mendapatkan tekanan dan mengalami pelemahan yang semakin tajam. Investor asing menanamkan modalnya pada bursa seluruh dunia sehingga antara bursa-bursa didunia mempunyai keterkaitan secara global. Kejadian dan dinamika harga saham antara satu bursa dengan bursa yang lain saling pengaruh mempengaruhi terutama dengan bursa dari negara-negara berdekatan misalnya kehancuran (*crash*) yang terjadi di bursa Singapura akan mengakibatkan *crash* pada bursa Taiwan, Hongkong, Jepang maupun Indonesia (Mansur, hal 203, 2005). Grafik Indek Harga Saham Gabungan (IHSG) menunjukkan pergerakan bulanan IHSG dari 2004 hingga 2008 yang memiliki kecenderungan arah yang menguat (*bullish*) dari tahun 2004 hingga tahun 2007 dan mencapai level indeks tertinggi dalam sejarah IHSG yaitu level indeks

bulanan yang sebesar 2721,94 di bulan Februari 2008, namun mengalami perlawanan arah menuju pelemahan (*bearish*) sepanjang tahun 2008.

**Grafik 2.1 Pergerakan IHSG (2004-2008)**



Sumber : Data Bulanan IHSG, Bloomberg

Pergerakan IHSG memiliki pergerakan indeks yang sama dan dipengaruhi oleh pergerakan indeks dari beberapa pasar modal internasional, sehingga dapat diketahui adanya efek domino (*contagion effect*) dari satu negara ke negara lainnya. Sejak peristiwa krisis finansial di Asia pada tahun 2007, beberapa hasil penelitian menunjukkan bahwa return pasar modal Korea, Thailand, dan Indonesia memiliki hubungan yang sangat dekat (Abimanyu, 2000; Fratzscher 1999). Kehancuran indeks pasar modal Amerika Serikat (Dowjones) terkait masalah *subprime mortgage* di akhir tahun 2007 silam memiliki dampak negatif terhadap pasar modal secara global hingga ke pasar modal Indonesia. Dowjones (DJI) mengalami keruntuhan indeks sebesar 5.261,62 poin atau sebesar 37,77% menjadi 8668,39 Desember 2008 dari level indeks tertingginya dan IHSG juga mengalami penurunan yang signifikan sepanjang tahun 2008 sebesar 1.366,54 poin atau sebesar 50,2% dari level tertinggi IHSG menjadi 1355,41 di Bulan Desember 2008 (IDX Monthly Statistic, 2008).

**Universitas Indonesia**

## 2.2 Definisi *Contagion*

Para ahli berpendapat bahwa kondisi perekonomian suatu negara akan berpengaruh terhadap kondisi perekonomian negara. Kondisi krisis negara-negara Asia tahun 1997 menurut penelitian Bank Dunia terutama disebabkan oleh adanya *contagion effect* (domino effect) dari negara lain (Tan, Jose Antonio, 1998). Belajar dari krisis tahun 1997, Indonesia sebagai salah satu negara berkembang ternyata hingga saat ini masih sangat tergantung pada kondisi perekonomian luar negeri terutama yang berkaitan dengan investasi. Akibatnya, kondisi pasar modal di Indonesia diduga dipengaruhi oleh kondisi luar negeri terutama kondisi pasar modal yang ada pada negara-negara maju.

Menurut para ahli, liberalisasi dalam bidang perekonomian cenderung menguntungkan perekonomian negara maju dan berdampak merugikan terhadap perekonomian negara yang sedang berkembang akibat lemahnya pondasi perekonomian yang dimilikinya. Pola pengembangan perekonomian antara negara-negara maju (developed countries) ternyata memiliki perbedaan dengan negara-negara yang sedang berkembang (developing countries). Dalam perekonomian dunia saat ini, suatu negara yang memiliki capital yang kuat pasti unggul dalam setiap transaksi perekonomian (Hatten, Marry Louise, 1986).

Krisis keuangan timbul karena antar pasar atau negara saling berkorelasi, sehingga sebagai konsekuensinya telah terjadi perhatian yang meningkat dalam "contagion" yang secara luas didefinisikan sebagai *transmission of shocks* (krisis) antar pasar (negara). Krisis dapat ditransmisikan secara kualitatif dalam dua cara yakni keterkaitan antar-negara yang stabil (*channels*), dan perubahan yang mendadak (*shifts*) dalam keterkaitan persistensi yang berubah-ubah (Endri, hal 44, 2008).

Tiga definisi *Contagion* yang diklasifikasikan oleh Bank Dunia dalam penelitian Endri (2008) adalah sebagai berikut :

- a. Dalam arti luas, *contagion* diidentifikasi dengan proses umum dari transmisi *shocks* antar negara. Definisi ini berlaku baik dalam periode stabil maupun krisis dan tidak hanya berhubungan dengan *negative shocks* tetapi juga dengan *positive spillover effects*.
- b. Definisi restriktif : *contagion* meliputi perambatan guncangan (*propagation of shocks*) diantara dua negara lebih dari apa yang sebenarnya diperkirakan berdasarkan aas fundamental setelah mempertimbangkan pergerakan bersama yang dipicu oleh guncangan bersama (*common shocks*). Jika definisi ini diadopsi maka diperlukan pengetahuan apa yang menjadi *underlying fundamental*.
- c. Definisi sangat restriktif : *contagion* seharusnya diinterpretasikan sebagai perubahan dalam mekanisme transmisi yang terjadi selama periode krisis dan dapat dianggap sebagai dasar atas kenaikan yang signifikan dalam korelasi antar pasar.

Perilaku investor juga dapat menjadi penyebab terjadinya efek domino (*contagion*) di pasar modal, yakni perilaku investor yang fokus pada peranan masalah likuiditas dapat menimbulkan *contagion* (Valdes (1997); Kaminsky, Lyons, dan Schmukler (2001)), kerugian dalam satu negara menyebabkan investor menjual sekuritas di pasar yang lain untuk meningkatkan kas sebagai antisipasi terhadap *redemption* yang lebih besar. Perilaku investor atas struktur insentif dan dalam *risk aversion* (Schinasi and Smith (2001); Gelos and Reinhart (2004)), krisis dalam satu pasar yang sedang berkembang menyebabkan investor menjual sahamnya ke pasar berkembang yang lain untuk mempertahankan proporsi yang pasti dari suatu negara atau saham regional dalam portofolionya. Perilaku investor lainnya yang dapat menyebabkan *contagion* adalah investor yang sering tidak mempunyai gambaran yang lengkap dari kondisi dalam setiap negara sehingga didapatkan informasi yang asimetris dan tidak sempurna. Ketiadaan informasi yang yang terbaik, krisis dalam suatu negara dapat menyebabkan investor yang mempercayai bahwa negara-negara yang lain menghadapi masalah yang sama. Akibatnya investor akan menjual asetnya ke negara lain terutama negara yang memiliki kondisi yang sama dengan negara yang mengalami krisis. Jika suatu

**Universitas Indonesia**

krisis menunjukkan fundamental yang lemah, investor mungkin dapat menyimpulkan bahwa negara-negara yang serupa juga menghadapi persoalan yang sama, sehingga menyebabkan *contagion*

### **2.3 Cointegration dan Error Correction Model**

Regresi yang menggunakan data *time series* yang tidak stasioner memiliki kemungkinan besar akan menghasilkan regresi lancung (*spurious regression*). Regresi lancung terjadi jika koefisien determinasi cukup tinggi namun hubungan antara variabel independen dan variabel dependen tidak mempunyai makna. Hal ini terjadi karena hubungan variabel independen dan variabel dependen yang merupakan data *time series* hanya menunjukkan trend saja. Jadi tingginya koefisien determinasi karena trend bukan karena hubungan antar variabel dependen dan variabel independennya (Granger dan Newbold, hal 111-120, 1974). Jika data variabel dependen dan variabel independen masing-masing mengandung unsur akar unit atau dengan kata lain tidak stasioner, namun kombinasi linier variabel independen dan variabel dependen (variabel  $e_t$ ) mungkin saja stasioner. Bila variabel  $e_t$  ternyata tidak mengandung unsur akar unit atau data stasioner atau  $I(0)$  maka variabel dependen dan variabel independen adalah terkointegrasi yang berarti memiliki hubungan jangka panjang (Engle dan Granger, hal 251-276, 1987). Secara umum bisa dikatakan bahwa jika data *time series* variabel dependen dan variabel independen tidak stasioner pada tingkat level tetapi menjadi stasioner pada diferensi (*difference*) yang sama yaitu variabel dependen adalah  $I(d)$  dan variabel independen adalah  $I(d)$ , dimana  $d$  adalah tingkat diferensi yang sama maka variabel dependen dan variabel independen tersebut adalah terkointegrasi. Dengan kata lain uji kointegrasi hanya bisa dilakukan ketika data yang digunakan dalam penelitian berintegrasi pada derajat yang sama.

Adanya kointegrasi antara variabel dependen dan variabel independen berarti ada hubungan atau keseimbangan jangka panjang antara variabel dependen dan variabel independen tersebut, namun dalam jangka pendek mungkin saja ada

ketidakseimbangan (*disequilibrium*). Ketidakseimbangan inilah yang sering dijumpai dalam perilaku ekonomi, berarti apa yang diinginkan pelaku ekonomi belum tentu sama dengan apa yang terjadi sebenarnya. Dengan adanya perbedaan apa yang diinginkan pelaku ekonomi dan apa yang terjadi maka diperlukan adanya penyesuaian (*adjustment*). Model yang memasukkan penyesuaian untuk adanya koreksi bagi ketidakseimbangan disebut sebagai model koreksi kesalahan (*Error Correction Model=ECM*).

Pendekatan model ECM mulai timbul sejak perhatian para ahli ekonometrika membahas secara khusus ekonometrika *time series*. Model ECM pertama kali diperkenalkan oleh Sargan dan kemudian dikembangkan lebih lanjut oleh Hendry dan akhirnya dipopulerkan oleh Engle-Granger. Model ECM memiliki beberapa kegunaan, namun penggunaan yang paling utama untuk ekonometrika adalah di dalam mengatasi masalah data *time series* yang tidak stasioner dan masalah regresi lancung.

*Error Correction Term* (ECT) Variabel kesalahan ketidakseimbangan (*disequilibrium error*), oleh karena itu jika ECT sama dengan nol tentunya variabel dependen dan variabel independen adalah dalam kondisi keseimbangan. Model ECM dapat menjelaskan bahwa perubahan variabel dependen masa sekarang dipengaruhi oleh perubahan variabel independen dan kesalahan ketidakseimbangan (ECT) periode sebelumnya. Kesalahan ketidakseimbangan ini adalah variabel *error* periode sebelumnya ( $e_{t-1}$ ) dan nilai absolut dari koefisien ECT menentukan seberapa cepat keseimbangan bisa tercapai kembali bila didapat penyimpangan.

Beberapa hal yang harus diperhatikan untuk koefisien ECT adalah (Nachrowi dan Usman, hal 371, 2006) :

- a. Bila  $e_{t-1} > 0$ , maka model ECM tidak dalam keseimbangan berarti perubahan variabel dependen di atas nilai keseimbangan. Hal ini menunjukkan bahwa

bila variabel dependen berada diatas keseimbangannya, maka variabel dependen tersebut akan menurun pada periode berikutnya untuk mengoreksi kesalahan keseimbangan.

- b. Bila  $e_{t-1} < 0$ , maka model ECM tidak dalam keseimbangan berarti perubahan variabel dependen di bawah nilai keseimbangannya. Sehingga nilai variabel dependen meningkat pada periode ke-t.

## 2.4 Penelitian Sebelumnya

Terdapat beberapa penelitian yang menjadi dasar pembuatan Karya Akhir ini antara lain:

- Penelitian dari Chan, Grup and Pan (1992) menggunakan uji *unit root* dan *cointegration* untuk menguji hubungan diantara pasar saham Hongkong, Korea Selatan, Singapura, Taiwan, Jepang, dan Amerika Serikat. Uji *pairwise and higher order cointegration* menunjukkan bahwa tidak ada kointegrasi diantara indeks pasar modal ini. Penemuan ini mendukung pasar saham di negara-negara Asia utama dan Amerika Serikat adalah efisien bentuk lemah secara individual dan secara kolektif dalam jangka panjang. Penemuan ini juga menunjukkan bahwa diversifikasi internasional di antara pasar yang diuji adalah efektif.
- Arshanapalli dan Urrutia (1992) menguji keterkaitan dan interaksi dinamis di antara lima pasar saham (Inggris, Jerman, Amerika Serikat, Perancis, dan Jepang) dengan menggunakan data dari Januari 1980 sampai Mei 1990 dan menggunakan *pairwise cointegration* dan *error correction models*. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa derajat pergerakan bersama dalam pasar saham internasional telah meningkat signifikan semenjak *October 1987 crash*. Sepanjang periode *post-crash*, pasar saham Amerika Serikat menunjukkan pengaruh yang paling besar atas pasar saham Perancis, Jerman dan Inggris dan tidak untuk sebaliknya. Hasil pengujian tidak menemukan bukti saling ketergantungan di antara harga pasar saham antara Amerika Serikat dan

Jepang, dan pasar saham Perancis, Jerman dan Inggris selama *pre and post October crash*. Disamping itu, pengujian juga menemukan bahwa pasar saham Jepang tidak berhubungan dengan setiap pasar yang lain semenjak *October crash*.

- Arshanapalli (1995) menginvestigasikan keberadaan *common stochastic trend* pergerakan di antara pasar saham Asia dan Amerika Serikat selama sebelum dan sesudah Oktober 1987. Dengan menggunakan data harian, sampel termasuk indeks data dari Jepang, Hongkong, Malaysia, Filipina, Singapura, Thailand dan Amerika Serikat untuk periode waktu 1 Januari 1986 sampai 12 Mei 1992. Dengan menggunakan *cointegration* dan *error correction model* ditemukan bahwa pengaruh inovasi pasar saham AS terbesar setelah post-October 1987. Hasil juga menunjukkan bahwa pasar saham Asia kurang terintegrasi dengan pasar saham Jepang dibandingkan dengan pasar saham Amerika Serikat (AS).
- Hassan dan Naka (1996) menginvestigasi keterkaitan dinamis indeks pasar saham Jepang, Amerika Serikat (AS), Inggris, dan Jerman menggunakan data harian periode 1 April 1984 – 31 Mei 1991. Hubungan antar pasar baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang di antara empat pasar saham yang diteliti. Bukti signifikan menunjukkan bahwa hubungan jangka pendek dan jangka panjang eksis di antara empat indeks pasar. Pasar saham AS memimpin semua pasar yang lain dalam jangka panjang semua periode dan memimpin pasar saham yang lain dalam jangka pendek periode sebelum dan sesudah *crash* Oktober 1987. Hasil mengungkapkan bahwa terjadinya keseimbangan hubungan ko-integrasi jangka panjang di antara empat indeks pasar saham menyebabkan manfaat diversifikasi internasional bagi investor dalam periode waktu jangka panjang menjadi berkurang.
- Sheng and Tu (2000), menganalisis pasar saham nasional sebelum dan sepanjang krisis keuangan Asia dengan menggunakan analisis kointegrasi dan *variance decomposition*. Data yang digunakan adalah harga penutupan harian indeks S&P 500 New York dan 11 indeks pasar saham Asia Pasifik lainnya (Tokyo Nikkei225, Hongkong Hangseng, Singapura STI, Sidney All

**Universitas Indonesia**



Ordinaries, Seoul Composite Index, Taiwan Composite Index, Kuala Lumpur Composite Index, Manila Composite Index, Bangkok Composite Index, Jakarta Composite Index and Shanghai B-Shares Index selama periode 1 Juli 1996 sampai Juni 1998. Hasil studi menunjukkan bahwa hubungan negara-negara ASEAN lebih kuat dibandingkan dengan negara-negara Asia Timur. Hasil empiris juga menunjukkan bahwa tidak ada kointegrasi sebelum krisis keuangan Asia. Hasil analisa juga menemukan bahwa derajat *exogeneity* untuk semua indeks negara telah berkurang.

- Sharma dan Wongbanpo (2002) menguji keterkaitan pasar saham Indonesia, Malaysia, Singapura, Thailand dan Filipina) dengan menggunakan teknik kointegrasi selama periode Januari 1986-Desember 1996. Hasil penelitian menunjukkan terdapatnya kointegrasi jangka panjang antara pasar saham di negara-negara Indonesia, Malaysia, Singapura, dan Thailand, kecuali Filipina. Hal yang menarik dari studi ini adalah pasar saham Malaysia dan Singapura bergerak secara bersama-sama *one for one* dalam vektor yang terkointegrasi. Hal ini mungkin disebabkan antara lain karena hubungan perdagangan yang kuat antar kedua negara, letak geografis, dan faktor budaya.
- Penelitian dari Wondabio (2006) membuktikan bahwa kondisi perekonomian negara maju akan berpengaruh terhadap perekonomian negara berkembang, yaitu dengan adanya pengaruh negara-negara dengan ekonomi kuat terhadap kondisi pasar modal di Indonesia yang tercermin dalam IHSG Bursa Efek Jakarta (JSX). Dengan pendekatan model *Autoregressive Conditional Heteroscedasticity* (ARCH) / *Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity* (GARCH) dan *Vector Autoregression* (VAR) yang menggunakan data penelitian bulanan dari Januari 2000 sampai dengan Juni 2005, didapatkan adanya pola hubungan yang berbeda-beda antara London (FTSE), Jepang (NIKKEI), dan Singapura (SSI) terhadap JSX. Hubungan negatif antara FTSE dan NIKKEI terhadap JSX menunjukkan adanya pengalihan investasi oleh para investor.
- Fabozi, Modigliani dan Ferni (1998, 8) menyatakan bahwa dengan semakin berkembangnya sarana komunikasi dan teknologi informasi, disertai pula

**Universitas Indonesia**

dengan adanya deregulasi keuangan telah menghilangkan batasan antara pasar keuangan domestik dengan pasar keuangan asing.

- Penelitian oleh Achسانی (2000) tentang bagaimana bursa merespon terhadap shock dari bursa lain, apabila terjadi *shock* di Amerika Serikat maka bursa-bursa regional tidak akan terlalu meresponnya. Hanya di Singapura, Hongkong, Jepang, Taiwan, dan New Zealand yang akan langsung merespon, namun tidak cukup besar. Sebaliknya jika *shock* di Singapura, Australia, atau Hongkong, maka secara cepat *shock* tersebut akan ditransmisikan ke hampir semua bursa saham di Asia Pasifik termasuk Bursa Efek Indonesia (BEI).
- Penelitian oleh Mansur (2005, 2003) menunjukkan besarnya pengaruh indeks bursa saham global baik secara simultan maupun secara individual terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) BEI. Dengan menggunakan data mingguan selama tiga tahun (2000 – 2002) dari Bursa Efek Korea (KOSPI), Hongkong (Hang Seng), Jepang (NIKKEI225), Taiwan (TAIEX), London Inggris (FTSE), Amerika (Dowjones), dan Australia (ASX). Pengaruh ketujuh bursa saham global secara bersama-sama berpengaruh secara signifikan tetapi secara individual hanya indeks bursa KOSPI, NIKKEI225, TAIEX, dan ASX saja yang mempengaruhi IHSG BEI.

## 2.5 Sikap

Berdasarkan penelitian sebelumnya dan tinjauan literatur yang ada, maka dapat diketahui bahwa hubungan jangka panjang dan jangka pendek beberapa indeks pasar modal dari berbagai negara dapat dibuktikan dengan pendekatan *cointegration* dan *error correction model*.

Penelitian Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) memiliki hubungan dengan indeks bursa global dan regional asia pada penelitian sebelumnya yang menggunakan data harian, mingguan dan bulanan memiliki hasil hubungan yang berbeda-beda. Karya Akhir ini akan membahas secara statistik apakah benar Indeks Harga Saham Gabungan di BEI memiliki hubungan terhadap bursa global

dan regional asia, baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang bila penelitian menggunakan data level Bursa Efek Indonesia (IHSG), Amerika (Dowjones/DJI), London Inggris (FTSE), Hongkong (Hang Seng), Jepang (NIKKEI), Singapura (STI), Korea (KOSPI), dan Malaysia (KLCI) dari Bulan Januari 2004 sampai dengan tanggal Desember 2008. Model regresi digunakan untuk mengetahui hubungan global dan regional asia terhadap IHSG, regresi yang terkointegrasi untuk keseimbangan jangka panjang dan pendekatan *error correction* (ECM) untuk memperbaiki keseimbangan jangka pendek dan jangka panjang dari guncangan (*shocks*).

