

PENGARUH PASAR MODAL AMERIKA TERHADAP PASAR MODAL LIMA NEGARA ASEAN PADA KONDISI: SEBELUM, SAAT, DAN SESUDAH KRISIS *SUBPRIME MORTGAGE*

Budi Setiawan¹ dan Taufik²

ABSTRACT

This study is conducted to determine the impact of U.S. stock market on ASEAN five stock markets before, during, and after subprime mortgage crisis. The data is composed of daily closing stock price over the period from January 1st 2000 – June 1st 2007 (before crisis), June 2nd 2007 – April 2nd 2009 (during crisis), and April 3rd 2009 – December 31st 2014 (after crisis). The research methodology employed includes linear regression and chow test. The results of this study reveal evidence that U.S. stock market significantly give the positive effect on ASEAN five stock markets before, during, and after subprime mortgage crisis. Chow test result showed that there are differences of influence among U.S. stock market and ASEAN five stock markets before, during, and after subprime mortgage crisis. For further research can add other Asia stock markets such as Nikkei225 Index (Japan), Hang Seng Index (Hong Kong), Kospi Index (South Korea), and BSE Index (India).

Keyword : *U.S. Stock Market, ASEAN Stock Markets, Subprime Mortgage Crisis.*

LATAR BELAKANG

Kerjasama perhimpunan bangsa-bangsa Asia Tenggara atau yang disebut *Association of Southeast Asian Nations* (ASEAN) dimulai sejak 1967. Awalnya, ASEAN lebih merupakan kerjasama bidang politik, kemudian berkembang menjadi lebih luas, salah satunya di bidang ekonomi. Pada Konferensi Tingkat Tinggi (KTT) ASEAN Oktober 2003 di Bali, dalam deklarasi ASEAN Concord II (*Bali Concord II*) menyepakati pembentukan *ASEAN Economic Community* (AEC) yang akan dimulai pada akhir 2015 (Almekinders *et al.*, 2015). Untuk memfasilitasi pencapaian AEC sesuai dengan target maka dilakukan pertemuan tingkat menteri keuangan ASEAN tahun 2003 di Makati City Filipina. Pertemuan tersebut menyetujui *Roadmap* Integrasi ASEAN (RIA) bidang finansial (RIA-Fin) yang meliputi 4 sektor yaitu, 1) pengembangan pasar modal, 2) liberalisasi neraca modal, 3) liberalisasi jasa keuangan, dan 4) kerja sama nilai tukar (Singh, 2009). *Roadmap* kerjasama pasar modal bertujuan mewujudkan kerjasama pasar modal yang lebih erat untuk meningkatkan perdagangan intra kawasan dan memperdalam integrasi ekonomi regional. Integrasi ekonomi menjadi semakin kuat apabila dilakukan integrasi pasar modal (Nurhayati, 2012).

Perkembangan pasar modal menciptakan hubungan antar negara semakin meningkat. Kemajuan teknologi mendorong terciptanya globalisasi yang menghilangkan batas antar negara. Globalisasi terjadi termasuk dalam aspek ekonomi, dimana transaksi ekonomis berkembang dengan terlibatnya pihak asing dalam sistem pendanaan maupun perdagangan (Kowanda *et al.*, 2014). Keterlibatan pihak asing di pasar modal yang didorong oleh kemajuan teknologi membuat pasar modal semakin terintegrasi (Christa dan Pratomo, 2015). Integrasi satu pasar modal dengan pasar modal negara lain dapat dilihat dari *spillover effect* yang terjadi ketika ada *shocks* melanda satu pasar dan berdampak pada pasar lainnya (Kim *et al.*, 2012).

Jakarta Composite Index (JKSE) bersama dengan empat indeks saham negara ASEAN yang lain yaitu *Philippines Stock Exchange* (PSE), *Kuala Lumpur Composite Indeks* (KLCI),

¹ Manajemen Magister Universitas Sriwijaya | email: budi.finance@gmail.com

² Dosen Fakultas Ekonomi Universitas Sriwijaya, Jurusan Manajemen

Straits Time Index (STI), dan *The Stock Exchange of Thailand* (SET) merupakan pasar modal negara yang tergabung dalam anggota ASEAN. Pasar modal lima negara ASEAN pada tahun 2000 hingga tahun 2014 menunjukkan tren yang positif, namun terjadi penurunan pada tahun 2008. JKSE merupakan pasar modal yang mengalami penurunan terbesar dibandingkan pasar modal negara ASEAN lainnya yaitu sebesar 51 persen dari level 2.746,83 pada tahun 2007 ke level 1.355,41 tahun 2008. Sedangkan KLCI menjadi pasar modal yang mengalami penurunan terkecil dibandingkan pasar modal di negara ASEAN lainnya yaitu sebesar 39 persen dari harga 1.445,03 pada tahun 2007 ke level 876,75 tahun 2008.

Penurunan pasar modal lima negara ASEAN diakibatkan oleh adanya imbas krisis *subprime mortgage* Amerika. Krisis *subprime mortgage* yang terjadi tahun 2007-2009 (Yehoue, 2009; Eubanks, 2010; Vayid, 2013) tercatat sebagai salah satu krisis terhebat selain *great depression* tahun 1930 (Claessens *et al.*, 2010; Afzal and Ali, 2012; Torii *et al.*, 2013). Krisis *subprime mortgage* disebabkan oleh beberapa faktor mencakup pemberian kredit perumahan berisiko tinggi, tingkat hutang perusahaan, distribusi produk keuangan berisiko, kebijakan moneter dan perumahan yang buruk, ketidakseimbangan perdagangan internasional, tingkat suku bunga rendah, dan kebijakan pemerintah yang tidak tepat (Stiglitz, 2008; Bianco, 2008; Simkovic, 2013).

Krisis *subprime mortgage* juga diindikasikan bisa menyebabkan perubahan hubungan kointegrasi. Pada periode krisis ditemukan peningkatan hubungan kointegrasi dibandingkan periode sebelum krisis, sedangkan pada periode setelah krisis hubungan ini menurun dibandingkan periode krisis namun menguat apabila dibandingkan periode sebelum krisis (Kassim, 2010; Franca and Junior, 2011; Aswani, 2015; Chandra, 2015). Atas dasar ini maka penulis tertarik untuk meneliti “Pengaruh Pasar Modal Amerika terhadap Pasar Modal Lima Negara ASEAN pada Kondisi: Sebelum, Saat, dan Sesudah Krisis *Subprime Mortgage*”. Penelitian ini memberi kontribusi dengan melihat pengaruh pasar modal Amerika terhadap pasar modal 5 negara ASEAN pada kondisi sebelum, saat dan sesudah krisis subprime mortgage di Amerika. Lebih jauh, penelitian ini juga menginvestigasi apakah terdapat perbedaan pengaruh antar pasar modal yang diteliti pada kondisi sebelum, saat, dan sesudah krisis *subprime mortgage* di Amerika.

LANDASAN TEORI

Pasar Modal Amerika

Pasar modal adalah tempat atau sarana bertemunya antara permintaan dan penawaran atas instrumen keuangan jangka panjang, umumnya lebih dari satu tahun (Samsul, 2006). Seperti halnya pasar pada umumnya, pasar modal merupakan pertemuan antara permintaan dan penawaran. Menurut Husnan (2005) hal-hal yang mempengaruhi permintaan dan penawaran di pasar modal antara lain penawaran sekuritas, permintaan sekuritas, kondisi politik dan ekonomi, masalah hukum dan peraturan, dan lembaga lain yang mengatur serta mengawasi kegiatan pasar modal.

Pasar modal di Amerika secara informal sudah dimulai sejak tahun 1700. Pada tahun 1792, dibentuk secara resmi lembaga bursa di New York oleh 24 pialang yang menjadi asal mula *New York Stock Exchange*. *Dow Jones Industrial Average* (DJIA) merupakan salah satu dari tiga indeks utama di Amerika selain *Nasdaq Composite Index* dan *S&P 500 Index*. DJIA merupakan indeks pasar saham tertua di Amerika yang didirikan pada tahun 1884. DJIA mencakup 30 perusahaan terbesar dan paling banyak diperdagangkan di pasar modal Amerika dengan tingkat kapitalisasi pasar tahun 2015 sebesar \$4.9 triliun dolar (Dow Jones Industrial Average, 2015). DJIA menjadi indikator pasar saham yang paling terkenal dibandingkan *Nasdaq Composite Index* dan *Standar & Poor's 500 Index* (Fan, 2011).

Krisis *Subprime Mortgage*

Kenaikan harga properti dan perubahan kebijakan moneter Amerika dengan menaikkan suku bunga dari 1 persen pada Mei 2004 menjadi 5,25 persen pada Juni 2006, mengakibatkan sektor properti mengalami penurunan. Individu yang mendapatkan kredit melalui skema *subprime mortgage* untuk membeli properti saat suku bunga berada pada level rendah, dihadapkan pada kewajiban melakukan pembayaran dengan cicilan kredit yang tinggi. Secara otomatis, pembeli rumah dengan skema *subprime mortgage* tidak mampu membayar kredit tersebut. Akumulasi kredit macet atau *non performing loan* (NPL) yang bersumber dari kredit *subprime* menyebabkan krisis properti di Amerika terjadi (Arafat, 2009). Menurut Ait-Sahalia *et al* (2012) peningkatan Libor-OIS pada 1 Juni 2007 menandai dimulainya krisis, dan berakhir pada 2 April 2009 saat Senat Amerika menyetujui paket penyelamatan ekonomi lebih dari US\$1 triliun untuk meningkatkan perdagangan dan keuangan internasional.

Krisis *subprime mortgage* di Amerika tidak hanya menyebabkan dampak negatif terhadap lembaga pemberi kredit atau bank, namun juga mengakibatkan penurunan di berbagai sektor utama perekonomian Amerika, termasuk sektor pasar modal (Murthy and Dep, 2008). Kajian yang dilakukan Kuncoro dan Prasetyantono (2009) menyebutkan bahwa kredit macet di sektor properti mengakibatkan efek domino ambuknya lembaga-lembaga keuangan besar di Amerika. Pasalnya, lembaga pembiayaan sektor properti pada umumnya meminjam dana jangka pendek dari pihak lain termasuk lembaga keuangan. Usaha pemerintah Amerika mengucurkan dana talangan sebesar US\$700 miliar hanya sementara saja, karena mayoritas investor di seluruh dunia terpaksa menjual portofolio saham yang dimiliki secara besar-besaran untuk menutupi kebutuhan likuiditas sehingga menyebabkan terhempasnya pasar modal dunia.

Dow Jones Industrial Average Index (DJIA) mencapai level tertinggi untuk pertama kalinya pada 19 Juli 2007, tutup di atas 14.000. Pada 15 Agustus 2007, DJIA turun di bawah 13.000. Penurunan serupa juga terjadi hampir di seluruh pasar modal dunia. Indeks FTSE 100 Inggris turun 31 persen, Indeks DAX Jerman dan Indeks CAC Prancis masing-masing terkoreksi 40 persen dan 42 persen tahun 2008 (Camara, 2011). *Korea Composite Stock Price* turun 7 persen dalam sehari (Bianco, 2008). Sejak awal Oktober 2008, Nikkei terkoreksi sekitar 20 persen, Indeks Hang Seng Hong Kong turun 10 persen dan Indeks Kospi Korea turun 8 persen (Kuncoro dan Prasetyantono, 2009).

Pasar modal ASEAN juga terkena dampak krisis *subprime mortgage* di Amerika. *Vietnamese Stock Market* Vietnam mengalami penurunan tertinggi dibandingkan pasar modal di negara ASEAN lainnya sebesar 66 persen. Diikuti *Jakarta Composite Index* Indonesia terkoreksi 51 persen. *Strait Times Index* Singapura turun 49 persen, *Stock Exchange of Thailand* dan *Philippines Stock Exchange* masing-masing mengalami penurunan sebesar 48 persen. *Kuala Lumpur Composite Index* Malaysia menjadi negara dengan penurunan terendah dibandingkan pasar modal di negara ASEAN lainnya sebesar 39 persen

Integrasi Pasar Modal

Bae (1995) menjelaskan bahwa pasar modal dikatakan terintegrasi secara internasional apabila aset-aset dengan risiko yang sama (identik) memiliki harga yang sama walaupun diperdagangkan pada pasar modal yang berbeda. Secara teoritis pasar modal internasional yang terintegrasi sepenuhnya (artinya tidak ada hambatan apapun untuk memiliki sekuritas di setiap pasar modal, dan juga tidak ada hambatan dalam *capital inflow outflow*) akan menciptakan biaya modal yang lebih rendah daripada seandainya pasar modal tidak terintegrasi (Husnan, 2005). Integrasi pasar modal disebabkan karena para pemodal bisa melakukan diversifikasi investasi dengan lebih luas, bukan hanya antar industri tetapi juga antar negara. Karena risiko yang relevan bagi pemodal hanyalah risiko yang tidak bisa dihilangkan dengan diversifikasi, maka semakin besar bagian risiko total yang bisa dihilangkan dengan diversifikasi semakin menarik diversifikasi internasional bagi para pemodal.

Teori Efek Domino (*Contagion Effect Theory*)

Contagion didefinisikan sebagai sebuah peningkatan signifikan pada hubungan lintas pasar setelah *shock* pada suatu negara (atau sekelompok negara), sebagaimana diukur oleh perbandingan harga aset atau pergerakan bersama arus keuangan di pasar terhadap *co-movement* pada masa stabil (Forbes and Rigobon, 2002). Kedekatan geografis dan kesamaan karakteristik memungkinkan negara di kawasan Asia memiliki efek domino (*contagion effect*) yang sangat tinggi.

Menurut Rigobon (2002) mengemukakan tiga definisi *contagion*. Pertama, *contagion* dapat diinterpretasikan sebagai terjadi krisis di suatu negara dan krisis yang terjadi di negara tersebut menimbulkan serangan spekulasi pada negara lain. Sebagai contoh adalah serangan besar-besaran yang menyebabkan Brazil menderita pada akhir 1998 setelah Rusia jatuh. Kedua, *contagion* dalam arti restriktif merupakan transmisi dari suatu *shock* melewati lintas batas negara atau secara umum terjadi korelasi yang signifikan antar negara yang terjadi di luar hubungan fundamental antara negara dan di luar *common shocks*. *Contagion* dalam arti restriktif biasanya disebut sebagai *excess co-movement* dan umumnya dijelaskan oleh *herd behavior*. Ketiga, *contagion* dalam arti sangat restriktif yaitu suatu fenomena yang terjadi ketika korelasi antar lintas negara meningkat selama periode krisis dibandingkan pada saat perekonomian normal.

Diversifikasi Internasional

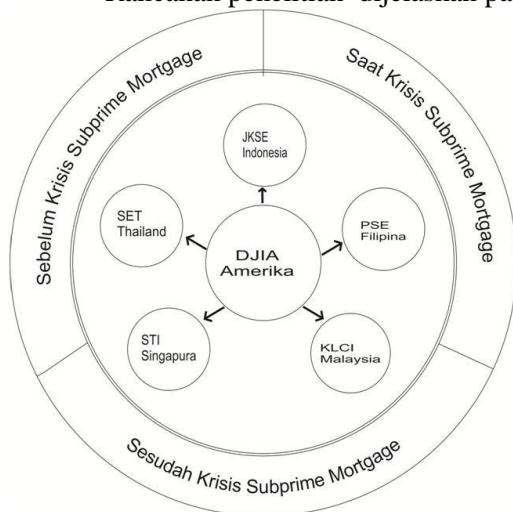
Diversifikasi adalah sebuah strategi investasi dengan menempatkan dana dalam berbagai instrumen investasi dengan tingkat risiko dan potensi keuntungan yang berbeda, atau dikenal dengan strategi alokasi aset (*asset allocation*). Alokasi aset ini lebih fokus pada penempatan dana di berbagai instrumen investasi, bukan memfokuskan terhadap pilihan saham dalam portofolio.

Alokasi aset adalah tindakan untuk menetapkan bobot investasi atas proporsi instrumen keuangan tak berisiko (*risk free asset*) dan instrumen keuangan berisiko (*risky asset*). *Risk free asset* diartikan sebagai instrumen investasi yang tidak mungkin mengalami gagal bayar bunga dan pokok investasi seperti Sertifikat Bank Indonesia (SBI). *Risky asset* diartikan sebagai instrumen keuangan yang mengandung risiko tidak mendapatkan hasil investasi atau pokok investasi tidak kembali sebagian atau seluruhnya, seperti saham dan obligasi. Dalam menentukan bobot investasi *risk free asset* dan *risky asset*, investor mempertimbangkan kondisi pasar (*market timing*) dan siklus ekonomi (*business cycle*) yang sedang berlangsung pada saat investasi akan diputuskan (Samsul, 2006).

METODE PENELITIAN

Rancangan Penelitian

Rancangan penelitian dijelaskan pada gambar berikut:



Hipotesis Penelitian

- H₁ : Pasar Modal Amerika berpengaruh terhadap *Jakarta Composite Index* (JKSE), *Philippines Stock Exchange* (PSE), *Kuala Lumpur Composite Indeks* (KLCI), *Straits Time Index* (STI), dan *The Stock Exchange of Thailand* (SET) pada kondisi: sebelum, saat, dan sesudah krisis *subprime mortgage*
- H₂ : Ada perbedaan pengaruh Pasar Modal Amerika terhadap *Jakarta Composite Index* (JKSE), *Philippines Stock Exchange* (PSE), *Kuala Lumpur Composite Indeks* (KLCI), *Straits Time Index* (STI), dan *The Stock Exchange of Thailand* (SET) pada kondisi: sebelum, saat, dan sesudah krisis *subprime mortgage*.

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini merupakan pasar modal di kawasan negara-negara ASEAN. Sampel penelitian meliputi negara Indonesia, Filipina, Malaysia, Singapura, dan Thailand. Alasan pengambilan sampel bagi lima negara ASEAN di atas karena kapitalisasi pasar modal lima negara ASEAN tersebut berkontribusi sebesar 98 persen terhadap total kapitalisasi pasar modal ASEAN.

Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang digunakan adalah metode dokumentasi, yaitu metode pengumpulan data dengan cara mengutip atau mencatat secara langsung data dari laporan harian, laporan keuangan dan *website* tiap pasar modal yang diteliti.

Variabel Penelitian

variabel penelitian pada penelitian ini mencakup pasar modal Amerika dan pasar modal ASEAN-5. Jenis data penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari yahoo.finance.com dan terminal bloomberg periode 2000-2014 serta merujuk langsung dari *website* pasar modal lima negara ASEAN. Penelitian ini dilakukan dengan menggunakan data penutupan indeks harga saham harian pada periode 1 Januari 2000 – 1 Juni 2007 (sebelum krisis), 2 Juni 2007 – 2 April 2009 (saat krisis), dan 3 April 2009 – 31 Desember 2014 (sesudah krisis).

Teknik Analisis

Teknik analisis yang digunakan pada penelitian ini antara lain, (1) Uji statistik t menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen. Pengujian dilakukan dengan menggunakan tingkat signifikansi sebesar 0,05 ($\alpha=5\%$) (Ghozali, 2011), (2) Uji chow dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan struktural model estimasi pada periode waktu yang berbeda atau untuk menguji konsistensi model pengaruh pasar modal Amerika terhadap pasar modal lima negara ASEAN pada kondisi sebelum, saat, dan sesudah krisis *subprime mortgage*.

HASIL DAN TEMUAN PENELITIAN

Penelitian ini mencoba melihat pengaruh pasar modal Amerika terhadap pasar modal 5 lima negara ASEAN (Indonesia, Malaysia, Singapura, Filipina, dan Thailand) pada kondisi sebelum, saat, dan sesudah krisis *subprime mortgage* di Amerika. Data yang digunakan pada penelitian ini adalah data penutupan indeks harga saham harian pada periode 1 Januari 2000 – 1 Juni 2007 (sebelum krisis), 2 Juni 2007 – 2 April 2009 (saat krisis), dan 3 April 2009 – 31 Desember 2014 (sesudah krisis).

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan yang telah dikemukakan, dapat diambil beberapa kesimpulan sebagai berikut:

1. Pasar modal Amerika berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Jakarta Composite Index* (JKSE), *Philippines Stock Exchange* (PSE), *Kuala Lumpur Composite Indeks* (KLCI), *Straits Time Index* (STI), dan *The Stock Exchange of Thailand* (SET) pada kondisi sebelum, saat, dan sesudah krisis *subprime mortgage*. Kondisi ini menunjukkan bahwa meningkatnya pasar modal Amerika mengakibatkan peningkatan pada pasar modal Indonesia, begitu pula

sebaliknya apabila pasar modal Amerika mengalami penurunan mengakibatkan penurunan pada pasar modal Indonesia.

2. Berdasarkan hasil uji chow menunjukkan adanya perbedaan pengaruh pasar modal Amerika terhadap *Jakarta Composite Index* (JKSE), *Philippines Stock Exchange* (PSE), *Kuala Lumpur Composite Index* (KLCI), *Straits Time Index* (STI), dan *The Stock Exchange of Thailand* (SET) pada kondisi sebelum, saat, dan sesudah krisis *subprime mortgage* di Amerika.

PEMBAHASAN

Hipotesis 1 yang diajukan dalam penelitian ini adalah “Pasar Modal Amerika berpengaruh terhadap *Jakarta Composite Index* (JKSE), *Philippines Stock Exchange* (PSE), *Kuala Lumpur Composite Indeks* (KLCI), *Straits Time Index* (STI), dan *The Stock Exchange of Thailand* (SET) pada kondisi: sebelum, saat, dan sesudah krisis *subprime mortgage*”. Berdasarkan hasil perhitungan, diperoleh bahwa hipotesis 1 terbukti. Hal ini menunjukkan bahwa kenaikan pasar modal Amerika akan mendorong kenaikan JKSE, PSE, KLCI, STI, dan SET pada kondisi sebelum, saat, dan sesudah krisis *subprime mortgage*.

Pasar modal Amerika merupakan pasar modal terbesar di dunia dengan kapitalisasi pasar sebesar US\$19.8 triliun atau setara dengan 52 persen total kapitalisasi pasar modal dunia, oleh karena itu pergerakan pasar modal Amerika dapat mempengaruhi hampir seluruh pasar modal di dunia termasuk Indonesia. Hal ini mengkonfirmasi dan sejalan dengan penelitian yang telah dilakukan oleh beberapa peneliti sebelumnya, seperti Haryogo (2013), Mailangkay (2013), Kowanda et al. (2014), Manurung et al. (2014), Christa dan Pratomo (2015) yang menyatakan bahwa pasar modal Amerika mempunyai pengaruh terhadap pasar modal Indonesia. Pengaruh pasar modal Amerika terhadap JKSE pada kondisi sebelum, saat, dan sesudah krisis *subprime mortgage* adalah positif, dengan nilai koefisien variabel pasar modal Amerika pada kondisi sebelum krisis *subprime mortgage* sebesar 0.746, kondisi saat krisis *subprime mortgage* sebesar 0.881, dan kondisi sesudah krisis *subprime mortgage* sebesar 0.973. Berdasarkan nilai koefisien tersebut dapat diartikan bahwa pada kondisi sebelum krisis *subprime mortgage*, kenaikan pasar modal Amerika sebesar 1 poin akan mengakibatkan kenaikan pada JKSE sebesar 0.746 poin. Pada kondisi saat krisis *subprime mortgage* kenaikan pasar modal Amerika sebesar 1 poin akan mengakibatkan kenaikan pada JKSE sebesar 0.881 poin. Sedangkan Pada kondisi sesudah krisis *subprime mortgage* kenaikan pasar modal Amerika sebesar 1 poin akan mengakibatkan kenaikan pada JKSE sebesar 0.930 poin.

Pengaruh pasar modal Amerika terhadap JKSE selama periode penelitian dari tahun 2000 hingga tahun 2014 terus mengalami peningkatan. Pengaruh pasar modal Amerika terhadap pasar modal Indonesia pada kondisi saat krisis *subprime mortgage* lebih besar dibanding pada kondisi sebelum krisis *subprime mortgage*. Peningkatan pengaruh pasar modal Amerika terhadap JKSE pada kondisi saat krisis *subprime mortgage* dapat disebabkan oleh adanya *contagion effect* dari krisis *subprime mortgage* yang terjadi di Amerika. Pada saat terjadi krisis *subprime mortgage* di Amerika tahun 2007 hingga tahun 2009 mendorong investor untuk melakukan diversifikasi portofolio secara internasional, salah satunya ke ASEAN termasuk Indonesia. Hal ini dapat dilihat dari rata-rata pembelian bersih asing (*foreign net purchase* atau FNP) pada kondisi saat krisis *subprime mortgage* US\$1,5 miliar, lebih besar dibanding kondisi sebelum krisis *subprime mortgage* sebesar US\$743 juta. Hal ini mengkonfirmasi dan sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Chandra (2015) yang menyatakan bahwa pada periode krisis ditemukan peningkatan hubungan kointegrasi dibandingkan periode sebelum krisis. Peningkatan hubungan kointegrasi antara pasar modal Amerika dan pasar modal Indonesia salah satunya melalui FNP yang dilakukan oleh investor global.

Pengaruh pasar modal Amerika pada kondisi sesudah krisis meningkat dibanding kondisi sebelum dan saat krisis *subprime mortgage*. Hal ini sesuai dengan aliran investasi langsung luar negeri (*foreign direct investment* atau FDI) yang masuk ke Indonesia. Sebelum krisis *subprime mortgage*, rata-rata FDI Indonesia sebesar US\$1 miliar, meningkat menjadi US\$7 miliar pada

kondisi saat krisis *subprime mortgage*. Rata-rata FDI Indonesia pada periode sesudah krisis *subprime mortgage* sebesar US\$21,2 miliar atau tumbuh sebesar 558 persen dibanding rata-rata FDI pada kondisi saat krisis *subprime mortgage* dan tumbuh sebesar 1.975 persen dibandingkan kondisi sebelum krisis *subprime mortgage*. Fenomena ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Sari (2015) yang menyatakan bahwa portofolio asing yang diprosikan dengan FDI memiliki pengaruh terhadap integrasi pasar modal Indonesia.

Pengaruh pasar modal Amerika terhadap PSE pada kondisi sebelum, saat, dan sesudah krisis *subprime mortgage* adalah positif, dengan nilai koefisien variabel pasar modal Amerika pada kondisi sebelum krisis *subprime mortgage* sebesar 0.743, kondisi saat krisis *subprime mortgage* sebesar 0.865, dan kondisi sesudah krisis *subprime mortgage* sebesar 0.916. Berdasarkan nilai koefisien tersebut dapat diartikan bahwa pada kondisi sebelum krisis *subprime mortgage* kenaikan pasar modal Amerika sebesar 1 poin akan mengakibatkan kenaikan pada PSE sebesar 0.743 poin. Pada kondisi saat krisis *subprime mortgage* kenaikan pasar modal Amerika sebesar 1 poin akan mengakibatkan kenaikan pada PSE sebesar 0.865 poin. Sedangkan Pada kondisi sesudah krisis *subprime mortgage* kenaikan pasar modal Amerika sebesar 1 poin akan mengakibatkan kenaikan pada PSE sebesar 0.916 poin.

Pengaruh pasar modal Amerika terhadap pasar modal Filipina selama periode penelitian dari tahun 2000 hingga tahun 2014 terus mengalami peningkatan. Pengaruh pasar modal Amerika terhadap pasar modal Filipina pada kondisi saat krisis *subprime mortgage* lebih besar dibanding pada kondisi sebelum krisis *subprime mortgage*.

Pengaruh pasar modal Amerika terhadap pasar modal Malaysia selama periode penelitian dari tahun 2000 hingga tahun 2014 terus mengalami peningkatan. Pengaruh pasar modal Amerika terhadap pasar modal Malaysia pada kondisi saat krisis *subprime mortgage* lebih besar dibanding pada kondisi sebelum krisis *subprime mortgage*. Krisis *subprime mortgage* di Amerika menyebabkan terjadinya *contagion effect* terhadap hampir seluruh pasar modal dunia termasuk Malaysia. Terjadinya *contagion* disebabkan oleh perilaku investor dan kondisi fundamental ekonomi yang tercermin dari pertumbuhan ekonomi. Hal ini sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa korelasi antar lintas negara meningkat selama periode krisis dibandingkan pada saat perekonomian normal. Krisis menyebabkan kepanikan dan mendorong investor untuk menjual saham serta menarik uangnya dari bursa, sehingga mendorong KLCI turun sebesar 40,01 persen pada periode puncak krisis dan berdampak pada penurunan kapitalisasi pasar modal Malaysia menjadi US\$187 miliar atau turun sebesar 42 persen dibandingkan periode sebelumnya sebesar US\$325 miliar. Ketidakpastian yang terjadi di sektor keuangan mengakibatkan aliran likuiditas di sektor riil menjadi tersendat dan berkontribusi terhadap penurunan pertumbuhan ekonomi. Pada kondisi krisis *subprime mortgage* pertumbuhan ekonomi Malaysia sebesar 3,2 persen atau turun 2,3 persen dibandingkan periode sebelum krisis *subprime mortgage* sebesar 5,5 persen.

Pengaruh pasar modal Amerika terhadap KLCI pada kondisi sesudah krisis meningkat dibandingkan kondisi sebelum dan saat krisis *subprime mortgage*. Hal ini sejalan dengan diversifikasi investasi yang dilakukan oleh investor internasional ke kawasan ASEAN termasuk Malaysia. Investasi langsung luar negeri (*Foreign Direct Investment* atau FDI) Malaysia pada kondisi sesudah krisis *subprime mortgage* sebesar US\$11,6 miliar, meningkat sebesar 108 persen dibandingkan kondisi saat krisis *subprime mortgage* US\$5,5 miliar.

Pengaruh pasar modal Amerika terhadap STI pada kondisi sebelum, saat, dan sesudah krisis *subprime mortgage* adalah positif, dengan nilai koefisien variabel pasar modal Amerika pada kondisi sebelum krisis *subprime mortgage* sebesar 0.812, kondisi saat krisis *subprime mortgage* sebesar 0.956, dan kondisi sesudah krisis *subprime mortgage* sebesar 0.604. Berdasarkan nilai koefisien tersebut dapat diartikan bahwa pada kondisi sebelum krisis *subprime mortgage* kenaikan pasar modal Amerika sebesar 1 poin akan mengakibatkan kenaikan pada STI sebesar 0.812 poin. Pada kondisi saat krisis *subprime mortgage* kenaikan pasar modal Amerika sebesar 1 poin akan mengakibatkan kenaikan pada STI sebesar 0.956 poin. Sedangkan Pada kondisi sesudah krisis *subprime mortgage* kenaikan pasar modal Amerika sebesar 1 poin akan mengakibatkan kenaikan pada STI sebesar 0.604 poin.

Pengaruh pasar modal Amerika terhadap pasar modal Singapura pada kondisi saat krisis *subprime mortgage* lebih besar dibanding pada kondisi sebelum dan sesudah krisis *subprime mortgage*. Pada saat terjadi krisis *subprime mortgage* di Amerika menyebabkan terjadinya *contagion effect* terhadap hampir seluruh pasar modal dunia termasuk Singapura. Terjadinya *contagion* disebabkan oleh perilaku investor dan kondisi fundamental ekonomi yang tercermin dari pertumbuhan ekonomi. Hal ini sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa korelasi antar lintas negara meningkat selama periode krisis dibandingkan pada saat perekonomian normal. Krisis menyebabkan kepanikan dan mendorong investor untuk menjual saham serta menarik uangnya dari bursa, sehingga mendorong STI turun sebesar 52,04 persen pada periode puncak krisis dan berdampak pada penurunan kapitalisasi pasar modal Singapura menjadi US\$180 miliar atau turun sebesar 49 persen dibandingkan periode sebelumnya sebesar US\$353 miliar. Penurunan ekspor Singapura ke Amerika berkontribusi terhadap pelemahan pertumbuhan ekonomi. Pertumbuhan ekonomi Singapura pada kondisi sebelum krisis *subprime mortgage* sebesar 6,1 persen, tetapi mengalami perlambatan pertumbuhan ekonomi sebesar 2,6 persen pada periode saat krisis *subprime mortgage* menjadi 3,4 persen.

Pengaruh pasar modal Amerika terhadap STI pada kondisi sesudah krisis menurun dibandingkan kondisi sebelum dan saat krisis *subprime mortgage*. Hal ini sejalan dengan penurunan pembelian bersih asing (*net foreign purchase* atau NFP) di pasar modal Singapura terus menurun. Pada kondisi sesudah krisis *subprime mortgage* rata-rata NFP Singapura berada di teritori negatif US\$1,1 miliar atau turun sebesar 146 persen dibandingkan pada kondisi saat krisis dengan rata-rata NFP sebesar US\$3,5 miliar. Rata-rata NFP Singapura periode sebelum krisis *subprime mortgage* sebesar US\$2,6 miliar.

Pengaruh pasar modal Amerika terhadap SET pada kondisi sebelum, saat, dan sesudah krisis *subprime mortgage* adalah positif, dengan nilai koefisien variabel pasar modal Amerika pada kondisi sebelum krisis *subprime mortgage* sebesar 0.241, kondisi saat krisis *subprime mortgage* sebesar 0.956, dan kondisi sesudah krisis *subprime mortgage* sebesar 0.919. Berdasarkan nilai koefisien tersebut dapat diartikan bahwa pada kondisi sebelum krisis *subprime mortgage* kenaikan pasar modal Amerika sebesar 1 poin akan mengakibatkan kenaikan pada SET sebesar 0.241 poin. Pada kondisi saat krisis *subprime mortgage* kenaikan pasar modal Amerika sebesar 1 poin akan mengakibatkan kenaikan pada SET sebesar 0.956 poin. Sedangkan Pada kondisi sesudah krisis *subprime mortgage* kenaikan pasar modal Amerika sebesar 1 poin akan mengakibatkan kenaikan pada SET sebesar 0.919 poin.

Pengaruh pasar modal Amerika terhadap pasar modal Thailand pada kondisi saat krisis *subprime mortgage* lebih besar dibanding pada kondisi sebelum dan sesudah krisis *subprime mortgage*. Krisis *subprime mortgage* di Amerika menyebabkan terjadinya *contagion effect* terhadap hampir seluruh pasar modal dunia termasuk Thailand. Terjadinya *contagion* disebabkan oleh perilaku investor dan kondisi fundamental ekonomi yang tercermin dari pertumbuhan ekonomi. Hal ini sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa korelasi antar lintas negara meningkat selama periode krisis dibandingkan pada saat perekonomian normal. Krisis menyebabkan kepanikan dan mendorong investor untuk menjual saham serta menarik uangnya dari bursa, sehingga mendorong SET turun sebesar 53,68 persen pada periode puncak krisis dan berdampak pada penurunan kapitalisasi pasar modal Singapura menjadi US\$102 miliar atau turun sebesar 48 persen dibandingkan periode sebelumnya sebesar US\$196 miliar.

Ketidakpastian yang terjadi di sektor keuangan mengakibatkan aliran likuiditas di sektor riil menjadi tersendat dan berkontribusi terhadap penurunan pertumbuhan ekonomi. Pada kondisi krisis *subprime mortgage* pertumbuhan ekonomi Thailand sebesar 1,7 persen atau turun 3,3 persen dibandingkan periode sebelum krisis *subprime mortgage* sebesar 5 persen. Pengaruh pasar modal Amerika terhadap SET pada kondisi sesudah krisis *subprime mortgage* menurun dibanding pada kondisi saat krisis *subprime mortgage*. Penurunan pengaruh pasar modal Amerika tersebut sesuai dengan penurunan pembelian bersih investor asing (*net foreign purchase*). Pada kondisi sesudah krisis *subprime mortgage*, pembelian bersih investor asing di Thailand adalah negatif US\$1,1 juta atau turun sebesar 263 persen dibanding pembelian bersih pada kondisi saat krisis *subprime mortgage* sebesar US\$720 juta.

Hipotesis 2 yang diajukan dalam penelitian ini adalah “Ada perbedaan pengaruh Pasar Modal Amerika terhadap *Jakarta Composite Index* (JKSE), *Philippines Stock Exchange* (PSE), *Kuala Lumpur Composite Indeks* (KLCI), *Straits Time Index* (STI), dan *The Stock Exchange of Thailand* (SET) pada kondisi: sebelum, saat, dan sesudah krisis *subprime mortgage*”. Berdasarkan hasil uji chow diperoleh bahwa hipotesis 6 sampai hipotesis 10 terbukti. Hasil uji chow membuktikan bahwa terdapat perbedaan struktural model estimasi pengaruh pasar modal Amerika terhadap JKSE, PSE, KLCI, STI, dan SET pada kondisi sebelum, saat, dan sesudah krisis *subprime mortgage*.

KETERBATASAN PENELITIAN

Keterbatasan penelitian ini hanya terdapat satu variabel independen yaitu pasar modal Amerika dan 5 variabel dependen yaitu pasar modal ASEAN-5.

SARAN

Saran yang dapat diberikan bagi penelitian selanjutnya yaitu menambar variabel independen lainnya selain pasar modal Amerika seperti pasar modal negara-negara G7 (G7 countries) dan melihat pengaruhnya terhadap pasar modal lima negara ASIA dapat menambahkan variabel pasar modal lainnya di kawasan Asia seperti: indeks Nikkei225 (Jepang), indeks Hang Seng (Hong Kong), indeks Kospi (Korea Selatan), indeks BSE (India).

DAFTAR PUSTAKA

- Afzal, M & Ali, R. (2012). Impact of Global Financial Crisis on Stock Markets: Evidence from Pakistan and India. *E3 Journal of Business Management and Economics* Vol. 3(7). Pp. 275-282.
- Ait-Sahalia, Y., Andritzky, J., Jobst, A., Nowak, S. & Tamirisa, N. (2012). Market Response to Policy Initiatives during the Global Financial Crisis. *Journal of International Economics* 87 (2012) 162-177.
- Almekinders, G., Fukuda, S. Mourmouras, A. & Zhou, J. (2015). ASEAN Financial Integration. IMF Working Paper. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp1534.pdf>. Diakses tanggal 28 September 2015.
- Arafat, M.R. (2009). Faktor Penyebab Krisis Financial Global 2008 serta Ekses Krisis terhadap Tatanan Ekonomi Global. Tesis pada Program Pascasarjana Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik Universitas Indonesia.
- ASEAN. (2008). *ASEAN Economic Community Blueprint. Association of Southeast Asian Nations*. <http://www.asean.org/archive>. Diakses tanggal 21 September 2015.
- Aswani, J. (2015). Analyzing the Impact of Global Financial Crisis on the Interconnectedness of Asian Stock Markets using Network Science. Indira Gandhi Institute of Development Research, Mumbai, WP-2015-020.
- Bank of America. (2015). *BofAML's Transforming World Atlas: Investment Themes Illustrated by Maps*. 04 Agustus 2015.
- Bianco, K.M. (2008). The Subprime Lending Crisis: Causes and Effects of the Mortgage Meltdown. <http://business.cch.com/images/banner/subprime.pdf>. Diakses tanggal 23 September 2015.
- Bursa Efek Indonesia. (2015). Kinerja Indeks Syariah di BEI. IDX Newsletter April 2015. http://www.idx.co.id/Portals/0/StaticData/Publication/Newsletter/FileDownload/20150420_IDX-Newsletter.pdf. Diakses tanggal 28 September 2015.
- Camara, R.M.D. (2011). The Price and Volatility Transmission of International Financial Crisis to the South African Equity Market. Dissertation at Magister Risk Management Potchefstroom Campus of the North-West University.
- Chandra, J.Y. (2015). Analisa Kointegrasi Pasar Modal ASEAN-5 Sebelum, Saat, dan Setelah Krisis Subprime Mortgage. *Finesta* Vol. 3, No. 1 (2015) 24-29.

- Chiang, T.C; Jeon, B.N; Li, H. (2007). Dynamic Correlation Analysis of Financial Contagion: Evidence from Asian Markets.
http://www.pages.drexel.edu/~chiangtc/JIMF_Paper_Chiang_Jeon_Li_11_28_2005.pdf
Diakses tanggal 28 September 2015.
- Christa, R. & Pratomo, W.A. (2015). Analisis Pengaruh Indeks Harga Saham di Bursa Global terhadap Indeks Harga Saham Gabungan di BEI. *Jurnal Ekonomi dan Keuangan* Vol. 1, No.8.
- Claessens, S., Dell’Ariccia, G., Igan, D. & Laeven, L. (2010). Lessons and Policy Implications from the Global Financial Crisis. IMF Working Paper No. 10/44.
- Department of Statistics Singapore. 2015. Year Books of Statistics Singapore. www.singstat.gov.sg.
- Dow Jones Industrial Average. (2015). *Fact Sheet S&P Dow Jones Indices McGraw Hill Financial*. <https://www.djindexes.com/> Diakses tanggal 28 Oktober 2015.
- Eubanks, W.W. (2010). *The European Union’s Response to the 2007-09 Financial Crisis. Congressional Research Service*.
<https://www.fas.org/sgp/crs/row/R41367.pdf> Diakses tanggal 23 September 2015.
- Fan, Y. (2011). Are International Stock Markets Correlated? Comparing Nikkei, Dow Jones and DAX in Periods 1991-2000 and 2001-2010. Jonkoping International Business School Jonkoping University.
- Forbes, K.J. & Rigobon, R. (2002). No Contagion, Only Interdependence: Measuring Stock Market Comovements. *The Journal of Finance* Vol. LVII, No. 5.
- Franca, I.D.P. & Junior, L.S. (2011). Correlation of Financial Markets in Times of Crisis. <http://arxiv.org/pdf/1102.1339.pdf>. Diakses tanggal 25 September 2015.
- FTSE Group. (2015). *FTSE Factsheet: FTSE 100 Index data as at: 31 august 2015*
<http://www.ftse.com/Analytics/FactSheets/Home/DownloadSingleIssue?issueName=UKX>. Diakses tanggal 28 September 2015.
- Ghozali, I. (2011). *Aplikasi Analisis Multivariat dengan Program IBM SPSS19*, Badan Penerbit Universitas Diponegoro Semarang.
- Haryogo, A. (2013). Pengaruh Nilai Tukar dan Indeks Dow Jones Terhadap Composite Index di Bursa Efek Indonesia. *FINESTA* Vol. 1, No. 1, (2013) 1-6.
- Husnan, S. (2005). *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. UPP AMP YKPN Yogyakarta.
- Kassim, S.H. (2010). Global Financial Crisis and Integration on Islamic Stock Markets in Developed and Developing Countries. Institute of Developing Economies, Japan External Trade Organization V.R.F. Series, No. 461.
- Kementerian Perdagangan. (2014). *Perkembangan Perdagangan Indonesia-Amerika Serikat Periode: Januari – Desember 2014*.
<http://www.kemendag.go.id/files/pdf/2014/03/25/report-1395718850.pdf>. Diakses tanggal 9 November 2015.
- Kim, H.W., Kim, B.H. & Lee, B.S. (2012). Spillover Effects of the U.S. Financial Crisis on Financial Markets in Emerging Asian Countries. Auburn University Department of Economics Working Paper.
- Kowanda, D., Binastuti, S., Pasaribu, R.B.F. & Ellim, M. (2014). Pengaruh Bursa Saham Global, ASEAN dan Harga Komoditas terhadap IHSG, dan Nilai Tukar EUR/USD. *Jurnal Akuntansi & Manajemen* Vol, 25, No. 2.
- Kuncoro, D. & Prasetiantono, T. (2009). Memahami Krisis Keuangan Global, Bagaimana Harus Bersikap. Kerjasama Departemen Keuangan, Depkominfo, dan Bappenas, Jakarta.
- Mailangkay, J. (2013). Integrasi Pasar Modal Indonesia dan Beberapa Bursa di Dunia (Periode Januari 2013 – Maret 2013). *Jurnal EMBA*, 1(3) ISSN 2303-1174.

- Manurung, A., Pardede, J. & Sitorus, R. (2014). Dynamic Interrelationships between Macroeconomic Indicators, Global Stock Market, and Commodities Prices and Jakarta Composite Index (JCI). http://www.academia.edu/3630232/Dynamic_Interrelationships_between_Macroeconomic_Indicators_Global_Stock_Market_and_Commodities_Prices_and_Jakarta_Composite_Index_JCI. Diakses tanggal 25 September 2015.
- Murthy, K.V.B & Deb, A.T. (2008). Sub Prime Crisis in US: Emergence, Impact and Lessons. papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1303417 Diakses tanggal 13 November 2015.
- Nikkei inc. (2015). *Nikkei Stock Average July 1, 2015*. http://indexes.nikkei.co.jp/nkave/archives/faq/faq_nikkei_stock_average_en.pdf. Diakses tanggal 28 September 2015.
- Nurhayati, M. (2012). Analisis Integrasi Pasar Modal Kawasan ASEAN dalam Rangka Menuju Masyarakat Ekonomi ASEAN. <http://eprints.unisbank.ac.id/205/1/artikel-38.pdf>. Diakses tanggal 23 September 2015.
- Rigobon, R. (2002). Contagion: How to Measure it?. <http://www.nber.org/chapters/c10638.pdf>. Diakses tanggal 28 September 2015.
- Samsul, M. (2006). *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio Edisi Pertama*, Erlangga Jakarta
- Santosa, B. (2013). Integrasi Pasar Modal Kawasan Cina – ASEAN. *Jurnal Ekonomi Pembangunan* Volume 14, Nomor 1, Juni 2013, hlm. 78-91.
- Singh, D.R.A. (2009). ASEAN Capital Market Integration Issues and Challenges. [http://eprints.lse.ac.uk/43635/1/ASEAN_ASEAN%20capital%20market%20integration%20\(lsero\).pdf](http://eprints.lse.ac.uk/43635/1/ASEAN_ASEAN%20capital%20market%20integration%20(lsero).pdf). Diakses tanggal 28 September 2015.
- Simkovic, M. (2013). Competition and Crisis in Mortgage Securitization. *Indiana Law Journal*, Indiana University Vol. 88 Issue 1 <http://ssrn.com/abstract=1924831>. Diakses tanggal 23 September 2015.
- Stiglitz, J. (2008). How to Prevent the Next Wall Street Crisis. <http://edition.cnn.com/2008/POLITICS/09/17/stiglitz.crisis/index.html?iref=topnews>. Diakses tanggal 15 September 2015.
- Torii, H. & Srilayatha, M.A.K. (2013). Interdependence of the Stock Markets, Before and During the Economic Crisis: The Case of East and South Asia. http://www.biz.meijou.ac.jp/SEBM/ronso/no14_1/08_SRIYALATHA.pdf. Diakses tanggal 23 September 2015.
- Vayid, I. (2013). Central Bank Communications Before, During and After the Crisis: From Open-Market Operations to Open-Mouth Policy. Bank of Canada Working Paper 2013-14.
- Yehoue, E.B. (2009). Emerging Economy Responses to the Global Financial Crisis of 2007-09: An Empirical Analysis of the Liquidity Easing Measures. IMF Working Paper WP/09/265.
- Yoshendy, A. (2012). Kajian Dampak Krisis Keuangan Subprime terhadap Perekonomian Indonesia. http://yoshendy40e.blogstudent.mb.ipb.ac.id/files/2012/05/Paper-MF-Andi-Y_0520121.pdf. Diakses tanggal 13 November 2015.