

## PENDEKATAN *CONTAGION THEORY* TERHADAP KRISIS DUBAI

**Monica Weni Pratiwi**

Program Studi Akuntansi

Fakultas Ekonomi dan Ilmu Sosial Universitas Bakrie

Jl. H.R. Rasuna Said Kav C-22, Kuningan-Jakarta 12920

Tlp. +6221-5261448

e-mail: monica.wenipratiwi@bakrie.ac.id

**Anang Sucahyo**

Balai Penyuluhan Pertanian, Perikanan dan Kehutanan

Kecamatan Kokap Kabupaten Kulon Progo

Ngaseman, Hargorejo, Kokap, Kulon Progo, DIY 55652

Tlp. +628132 889 7343

e-mail: anangsucahyo@yahoo.com

**Solechuddin**

Jurusan Manajemen Keuangan, Fakultas Ekonomi, Universitas Islam Indonesia

Jl. Prawirokuat no2, Condongcatur, Sleman, Yogyakarta

Tlp. +62857 2904 352

e-mail: Solechuddin@yahoo.com

### Abstrak

Krisis Dubai mengguncang bursa saham global, yang diindikasikan dengan anjloknya *Index* harga saham pada pasar modal di Eropa dan Asia. Penelitian ini mencoba mengkaji pengaruh Dubai krisis terhadap *return* saham di Negara Indonesia, Malaysia, Singapura, Thailand, Thailand, dan Philipina (*Contagion Theory*). Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah nilai harga saham dua bulan sebelum dan dua bulan sesudah pemerintah Dubai menyatakan *default*, yaitu pada tanggal 28 November 2009. Metode yang digunakan adalah meregresikan negara *origin* dengan negara afektif. Berdasarkan analisis yang dilakukan, diketahui harga saham Dubai berpengaruh terhadap harga saham Malaysia pada hari ketiga dengan tingkat signifikansi 10%. Harga saham Malaysia berpengaruh terhadap harga saham Singapura pada hari ketiga dengan tingkat signifikansi 1%. Selain itu, harga saham Malaysia berpengaruh terhadap harga saham Thailand pada hari pertama dengan tingkat signifikansi 10%.

Kata kunci: Krisis Dubai, *contagion theory*, *return* saham.

### Abstract

*Dubai Crisis has shocked global stock exchange indicated by the downward of stock exchange index at stock markets in Europe and Asia. This study tries to review the effect of Dubai Crisis toward stock return in Indonesia, Singapore, Malaysia, Thailand and Philippine (contagion theory). Data used in this study is stock prices two months before*

*and after Dubai stated that its government was in default or failure to pay on November 28, 2009. Method used in this study is regressing between origin country and affective countries. Result of the analysis showed that the Dubai Crisis was significantly affected the stock price of Malaysia on the third day with the rate of significance 10%. Malaysia's stock price significantly affected the stock price of Singapore on the third day with the rate of significance 1%. It also significantly affected the stock price of Thailand on the first day with rate of significance 10%.*

*Keyword: Dubai Crisis, contagion theory, stock return.*

## PENDAHULUAN

Negara Dubai selama ini dikenal sebagai kekuatan baru bisnis global dari dunia Arab. Namun saat ini Negara Dubai menanggung hutang yang besar, sehingga mengakibatkan otoritas setempat meminta penangguhan pembayaran hutang pokok (*standstill*) hingga enam bulan kepada para kreditur manca negara, hal ini disebabkan oleh pembangunan besar-besaran sebuah kota bisnis yang diberi nama *Dubai World* (Kompas, 2009).

Sebagai pengelola utama pembangunan *Dubai World*, konsorsium *Dubai World* meminta para kreditur untuk menangguhkan penerimaan pembayaran hutang hingga Mei 2010. Hutang pokok yang harus ditanggung konsorsium *Dubai World* adalah sebesar US\$60 miliar. Sedangkan apabila termasuk bunga, beban yang harus ditanggung grup perusahaan dukungan pemerintah Dubai tersebut menjadi menjadi US\$80 miliar (Viva News, 2009a).

Sekian banyak anak perusahaan konsorsium *Dubai World*, namun anak perusahaan yang bergerak di bidang *real estate* dan *nakheel* menanggung beban paling berat untuk membayar hutang ke sejumlah bank, perusahaan investasi, dan kontraktor. Saat ini, konsorsium *Dubai World* yang lebih dikenal dengan sebutan Dubai Inc. tersebut harus mengandalkan dukungan pemerintah Dubai (Viva News, 2009b).

Krisis hutang Dubai dapat mengguncang pasar keuangan dunia. Hal tersebut meningkatkan

kekhawatiran, bahwa beberapa bank mungkin lebih mempersulit dalam pinjaman mereka sehingga dapat menunda pemulihan ekonomi global. Bank-bank internasional dapat mengalami kerugian yang besar jika hutang obligasi perusahaan investasi Dubai, sebesar US\$60 miliar mengalami gagal bayar. Saham dan pasar komoditas di New York, London, dan Asia menjadi anjlok, hal tersebut diakibatkan oleh para investor yang berupaya memindahkan investasi mereka kedalam dollar AS untuk *safe haven*. Akan tetapi, kekhawatiran bahwa krisis Dubai dapat memicu krisis keuangan juga terjadi setelah beberapa analisis meremehkan risiko bank-bank di AS, yang diperkirakan hanya memiliki sedikit hubungan ke Timur Tengah (Kontan, 2009).

Krisis di Dubai ini dapat menjadi sangat rentan untuk pemulihan ekonomi global. Pada tahun lalu dunia ekonomi sudah mendapatkan guncangan berupa bencana kredit yang terjadi di bank-bank besar dunia dengan kerugian milyar-an Dollar US, dan memaksa untuk mengurangi pinjaman para konsumen dan bisnis. Akses kedalam kredit telah membaik dalam beberapa bulan terakhir, tetapi analisis mengatakan krisis Dubai dapat membuat bank menjadi lebih berhati-hati. Hal tersebut dapat mendorong lebih banyak pinjaman, dan melemahkan pemulihan setelah resesi terdalam dalam beberapa dasawarsa terakhir. Permasalahan yang terjadi di Dubai ini membuat para investor terkejut (Viva News, 2009b).

Dalam beberapa tahun terakhir, Dubai telah melakukan ekspansi proyek seperti Pulau Teluk dan

gedung pencakar langit tertinggi di dunia, sebuah kota Turis Timur Tengah. Dalam prosesnya, proyek ini membutuhkan dukungan dana sebesar US\$ 80 miliar. Oleh karena itu, Dubai inc. memerlukan *bailout* modal dari tetangganya yang kaya akan minyak bumi seperti Abu Dhabi dan Uni Emirat Arab. Karena khawatir terhadap kejadian tersebut, di Negara-Negara Eropa pasar saham *rebound*, setelah *Wall Street* jatuh. Sebelumnya, indek saham di Hong Kong dan Korea Selatan turun 5% dalam menanggapi kerugian Dubai ini (Kompas, 2009).

Krisis Dubai menyebabkan dollar naik sangat signifikan terhadap *euro* dan pounds, akan tetapi melemah terhadap *yen*. Intervensi dari *Bank of Japan* dengan membeli atau menjual dollar sangat membantu ekspor Jepang. Bank-bank Eropa yang paling berisiko jika *Dubai World* tidak dapat membayar tagihan-tagihan. Menurut perkiraan para analis di Goldman Sachs, HSBC Holdings dan Standard Chartered yang berbasis di London dan memiliki cabang di Timur Tengah dapat memberikan pinjaman dan menghadapi kerugian Dubai masing-masing sebesar US\$611 juta dan US\$177 juta. Kesulitan yang dialami *Dubai World* mengguncang bursa saham global yang menyebabkan Indek harga saham pasar-pasar di Eropa dan Asia anjlok secara signifikan (Kontan, 2009).

Berdasarkan beberapa hal di atas, sangat relevan apabila ditarik suatu pernyataan tentang pendekatan *contagion theory* terhadap krisis Dubai. Oleh karena itu, penelitian ini difokuskan untuk menganalisis dampak krisis Dubai terhadap *return* saham di Asia Tenggara. Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan di atas, maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah apakah krisis Dubai berpengaruh terhadap *return* saham antar negara yaitu Indonesia, Malaysia, Singapura, Thailand, dan Philipina.

Penelitian ini bermanfaat pada pengembangan teori, terutama kajian akuntansi keuangan mengenai *return* saham di pasar modal antar negara yaitu Indonesia, Malaysia, Singapura, Thailand, dan

Philipina. Selain itu, penelitian ini dapat dijadikan pertimbangan dan analisis bagi investor yang akan menanamkan modal pada perusahaan *go public* di Negara Dubai dan empat negara asia tenggara yaitu Indonesia, Malaysia, Singapura, dan Philipina. Manfaat lain dari penelitian ini adalah dapat dapat menjadi acuan penelitian sejenis dan pengembangan penelitian selanjutnya.

## TINJAUAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS

### Krisis Dubai

*Dubai World* suatu perusahaan investasi yang mengelola dan mengawasi portofolio bisnis dan proyek milik pemerintah Dubai yang tersebar di berbagai area industri. *Dubai World* bertujuan untuk mempromosikan Dubai sebagai penghubung antara perdagangan dan transaksi serta pusat pariwisata dunia. Pimpinan dari *Dubai World* adalah Sultan Ahmed bin Sulayem. *Dubai World* memiliki proyek yang megah dalam sektor properti dengan membangun gedung-gedung mewah bertingkat dimana-mana. Hal tersebut sebagian dari hasil *booming* harga minyak, namun porsi yang terbanyak berasal dari pembiayaan sukuk dan obligasi (Kompas, 2009).

Pada tahun 2006 yang lalu, *Dubai World* untuk merealisasikan bisnisnya tersebut berhutang dengan mengeluarkan surat berharga dalam bentuk pembiayaan dari sukuk dan surat hutang yaitu obligasi sebesar 30,5 Miliar dollar AS, kemudian hingga pada tahun 2010 meningkat hutangannya menjadi 60 Miliar dollar AS, yang harus ditanggung *Dubai World*. Bila termasuk bunga, beban yang harus ditanggung grup perusahaan dukungan pemerintah Dubai totalnya menjadi sekitar 80 miliar dollar AS, di mana dari dana tersebut salah satunya untuk pengembangan tiga khas pulau berbentuk palem di Emirat (Kompas, 2009).

Total hutang yang diperoleh sebesar 30,5 Miliar dollar AS ditahun 2006, di antaranya berasal dari sukuk yang mana *Dubai World* menerbitkan

sukuk Nakheel (merupakan anak perusahaan dari *Dubai World*) sebesar 3,52 Miliar dollar AS dengan jatuh tempo selama 3 tahun tepatnya pada tanggal 14 Desember 2009 dan hutang lain senilai US\$ 980 juta yang jatuh tempo 13 Mei 2010. Pada suatu saat sebelum jatuh tempo, pemerintah Dubai mengumumkan bahwa harus ada restrukturisasi (penundaan membayar) selama 6 bulan (tepat pada bulan Mei 2010), sehingga asumsi investor yakni lembaga keuangan di Abu Dhabi dan berbagai bank besar asal Eropa, terutama Inggris, seperti Royal Bank of Scotland, HSBC, ataupun Standard Chartered, beranggapan bahwa sukuk tersebut akan dijamin oleh pemerintah namun setelah itu pemerintah membantahnya bahwa sukuk Dubai tidak dijamin oleh pemerintah (Viva News, 2009a).

Berdasarkan laporan keuangan, *nakheel* mendapat opini wajar dengan pengecualian dari Ernst & Young pada 5 November 2006. Sedangkan laporan laba rugi pada 6 bulan pertama tahun 2006 mengalami kerugian sebesar -98 juta AED, jika dikurskan dalam bentuk dollar AS, di mana 1 AED sama dengan 0,272238 USD sehingga dikurskan sekitar sebesar -26,7 juta dollar AS. Sedangkan pada tahun 2005 sebesar -331,7 juta AED atau -90 juta dollar AS, tahun 2004 sebesar -205,3 juta AED atau -55 juta dollar AS dan tahun 2003 sebesar -62,4 juta AED atau sekitar -16 juta dollar AS. Walaupun demikian, jumlah sukuk sebesar 3,52 miliar USD pada dasarnya relatif kecil bila dibandingkan dengan modal *nakheel* yang sebesar sekitar 18 miliar USD. Dengan demikian jumlah nominal sukuk yang dikeluarkan masih dapat dikatakan wajar, tetapi tanggapan para investor dan pasar berbeda dikarenakan pemerintah Dubai secara mengejutkan mengumumkan kondisi gagal bayar atas sebagian obligasi perusahaan terkemuka di negara tersebut, *Dubai World* yang jatuh tempo (Kontan, 2009).

Pengumuman Pemerintah Dubai bahwa *Dubai World* merestrukturisasi pembayaran sukuk yang telah jatuh tempo selama 6 bulan yakni pada bulan

Mei 2010, berdampak pada sentimen pasar terutama dalam pasar penawaran sukuk. Pertama, masalah tentang likuiditas, di mana investor dapat merespons secara negatif, dimungkinkan investor banyak yang menjual sukuk *nakheel* dengan harga yang rendah, di bawah harga semula pada saat membeli sukuk, tentu hal ini sangat merugikan bagi investor itu sendiri. Kedua, adalah paradigma masyarakat terhadap investasi *Dubai World* bisa melemah bahkan sampai mencapai titik terendah yaitu hilang kepercayaan masyarakat terhadap investasi di Dubai. Ketiga, *Dubai World* adalah perusahaan terbesar penerbit sukuk di Asia di mana salah seorang pakar pasar saham yaitu Hariyajid mengungkapkan bahwa dengan obligasi *Dubai World* yang gagal bayar "Pasar tentu akan merespons dan terjadi koreksi. Akan banyak investor yang akan menjual saham, khususnya bagi mereka yang memiliki porsi margin besar (Kontan, 2009).

Permasalahan Dubai ini membuat para investor terkejut. Setahun setelah terjadi krisis global, pertumbuhan sebetulnya sudah mulai terlihat. Perusahaan Investasi ternama, *Dubai World*, mengungkapkan pekan ini sedang mencari pendanaan untuk membayar hutang obligasinya sebesar US\$60 miliar paling lambat 6 bulan ke depan. Lembaga kredit menanggapi dengan memotong peringkat hutang perusahaan ini dan mengatakan mereka mungkin akan mempertimbangkan rencana *default* atau gagal bayar. Di Eropa, pasar saham *rebound* setelah Wall Street jatuh karena khawatir terhadap kejadian tersebut. Sebelumnya, indeks saham di Hongkong dan Korea Selatan turun 5% dalam menanggapi kerugian Dubai (Viva News, 2009a).

Krisis Dubai menyebabkan dollar naik signifikan terhadap *euro* dan *pound* tapi melemah terhadap *yen*. Intervensi dari Bank of Japan dengan membeli atau menjual dollar sangat membantu ekspor Jepang. Bank-bank Eropa yang paling berisiko jika *Dubai World* tidak dapat membayar

tagihan-tagihan. Menurut perkiraan para analis di Goldman Sachs, HSBC Holdings dan Standard Chartered yang berbasis di London dan memiliki cabang di Timur Tengah bisa memberikan pinjaman dan menghadapi kerugian Dubai masing-masing sebesar US\$611 juta dan US\$177 juta. Korea Selatan memperkirakan bahwa lembaga-lembaga keuangan negara baru saja memberikan pinjaman US\$88 juta. Perusahaan konstruksi dari Jepang, Australia dan Korea Selatan juga ada di balik para pengembang Dubai (Kontan, 2009).

Menurut catatan JPMorgan, di antara bank-bank AS, Citigroup Inc telah memberikan pinjaman US\$1,9 miliar ke Uni Emirat Arab pada 2008. Tetapi tidak jelas berapa banyak yang terkait ke Dubai. Citigroup menolak berkomentar. Menurut data *Real Capital Analytics* di Amerika Serikat, *Dubai World* memiliki sedikitnya delapan gedung perkantoran dan hotel, termasuk Mandarin Oriental dan W Hotel Union Square di New York dan Fontainebleau di Miami Beach. Proyek ini juga mencakup perjanjian *Dubai World's* dan operator kasino MGM Mirage's untuk membangun proyek City Center di Las Vegas Strip. Antara Oktober 2005 dan April 2008, *Dubai World* membeli 10 properti sekitar US\$9,7 miliar, *Real Capital Analytics* juga menunjukkan dua dari properti, baik gedung perkantoran di New York, dijual pada November 2007 untuk penggabungan sebesar US\$ 2,4 miliar. Bahkan jika sebagian besar bank dapat mengalami kerugian yang berhubungan dengan Dubai. Hal ini bisa membawa masalah baru di Emirat sehingga akan mengevaluasi kembali skala pengembalian pinjamannya. Ini bisa membuat perusahaan mengalami kesulitan pinjaman untuk membantu mempertahankan pemulihan global (Kompas, 2009).

Dampak positif bisa muncul, terutama bagi negara asia seperti Indonesia dan Malaysia, salah satunya adalah dampak positif pertama, adanya *capital inflow* di mana investor Timur Tengah akhirnya banyak beralih dan mengalihkan

dananya untuk investasi di Asia Tenggara dengan instrumen yang sama yakni sukuk yang diterbitkan oleh pemerintah Indonesia. Kedua, bisa jadi investor domestik dari Indonesia tertarik untuk membeli sukuk Dubai dengan harga yang rendah, dengan harapan bahwa tahun mendatang harga sukuk menjadi lebih meningkat dari harga sebelumnya (Viva News, 2009b).

### ***Contagion Theory***

Berkaitan dengan *contagion* terdapat dua penafsiran utama, yang pertama berasal dari interdependensi adanya saling ketergantungan antar ekonomi pasar seperti kesamaan makro ekonomi, hubungan dagang dan pinjaman dari bank (kredit bank) (Barry, Rose & Wyplosz, 1996). Calvo dan Reinhart (1996), menyebutkan bahwa gagasan di balik saluran ini adalah bahwa kejutan-kejutan, entah itu bersifat lokal ataupun global, disebar ke seluruh negara melalui hubungan riil dan finansial. suatu krisis bisa menular antar negara jika negara-negara tersebut memiliki kondisi perekonomian yang sama. Saluran melalui kredit bank (kreditor yang sama) juga ikut berperan atas penyebaran krisis. Sebagaimana yang disebutkan oleh Rijckeghem dan Weder (1999) serta Kim dan Sheen (2001) bahwa kredit bank serta perilaku investor melalui saluran finansial merupakan sumber penting yang memicu krisis, hipotesis tentang kreditor yang sama dilandaskan pada kecenderungan lembaga peminjam untuk membatasi pinjaman ketika bank menderita kerugian. Ketika lembaga-lembaga finansial mengalami *default* di satu negara, mereka cenderung untuk menarik modal bukan hanya di negara itu saja, melainkan juga dari negara-negara lainnya, agar mereka bisa menghindari penurunan lebih jauh nilai aset mereka.

Kategori *contagion* kedua menekankan pada perilaku investor. Jenis *contagion* ini berasal dari asimetri informasi, perilaku secara kolektif dan hilangnya kepercayaan tanpa memandang kinerja makro ekonomi suatu negara yang bersangkutan.

Dikarenakan partisipan pasar berbagi akses pada informasi yang sama, maka satu atau sedikit informasi baru (misalnya “perubahan kecil pada suatu mata uang”) bisa memberikan sinyal yang memicu terjadinya perubahan ekspektasi dalam pasar. Persepsi pasar ini, bisa ditafsirkan oleh para investor di pasar lainnya sebagai suatu indikasi akan munculnya suatu krisis dalam waktu dekat (Barry, Rose & Wyplosz, 1996).

Konsep *contagion* sendiri beragam dari satu penulis ke penulis lainnya. Menurut Masson (1999) suatu krisis dipandang sebagai *cotatgiours* (menular) jika ia menyebar dari negara asal krisis ke negara lainnya, dengan mengubah kondisi sifat fundamental negara tersebut, dengan kata lain penularan krisis bisa disebut sebagai perubahan kesetabilan yang terjadi di bawah beberapa kondisi fundamental perekonomian. Pandangan lainnya adalah bahwa *contagion* adalah suatu peningkatan dalam probabilitas dari suatu serangan yang bersifat spekulatif terhadap nilai mata uang domestik (Barry, Rose & Wyplosz, 1996). Forbes dan Rigobon (2002), memandang *contagion* sebagai suatu peningkatan korelasi selama masa-masa pergolakan dan membedakannya dengan korelasi lintas pasar selama masa tenang, dalam hal volatilitas pasar saham. Masson (1999b) membagi penyebaran krisis kedalam tiga jenis yaitu suatu sebab yang sama (*effect monsoon*), kondisi fundamental (*effect spell over*), dan *triger* dari negara yang pertama kali dan paling berat mengalami krisis (lompatan sentimen). Ito (2002) menggunakan pendekatan baru yaitu *contagion* berkecepatan tinggi didefinisikan sebagai *effect spell offer* dari “*degound zero* (titik nol)” ke negara lainnya dalam hal penurunan harga saham dalam beberapa hari terakhir. Konsep *ground zero* merupakan negara asal yang mana para investor merespons secara serius revisi portofolio mereka, dan arah dari negara asal ke negara lainnya menggambarkan saluran penyebaran krisis yang dijadikan sebagai sandaran oleh para investor untuk memprediksi penurunan

harga saham di masa mendatang (jatuhnya harga saham). Ketika pasar finansial berada dalam keadaan krisis para investor cenderung untuk menarik modal mereka dari negara-negara sekitarnya di wilayah tersebut, sebagai antisipasi terhadap munculnya devaluasi di masa mendatang. Tetapi jatuhnya nilai mata uang atau harga saham lebih cenderung menjadi faktor utama krisis di negara asal. Oleh karena itu selama masa memuncaknya krisis di wilayah tersebut penurunan terbesar pasar finansial bisa menyebar langsung dari *ground zero* ke negara tetangga lainnya berdasarkan pada perilaku investor dalam meminimalkan kerugian. Ito (2002) menemukan hubungan positif antara perubahan hubungan dagang dengan *index contagion* (daftar negara-negara yang berpotensi untuk mengalami krisis selanjutnya). Hal ini menandakan bahwa dalam benak para investor yang mungkin berfikir di negara mana krisis berikutnya akan muncul, hubungan dagang bilateral nampaknya menjadi salah satu variabel penting dalam penyebaran tekanan finansial ke seluruh negara.

Wolfh (1998), menjabarkan *contagion* sebagai gerakan ikutan atau *co-movement* dari pasar aset dan bukan disebabkan oleh gerakan biasa dari fundamental. *Contagion* tidak bisa diukur dengan sendirinya melainkan diperkirakan atau diestimasi bersama dengan residual dari gerakan yang tidak dijelaskan oleh fundamental, terdapat dua faktor yang bisa menjadi penyebab *contagion* yakni faktor informasional dan faktor intitusional. Terdapat dua kategori pustaka tentang interdependensi pasar saham di seluruh dunia, yang pertama, hanya sekedar menentukan bagaimana tingkat interdependensi sekelompok tertentu dari pasar saham dan seberapa banyak ragam interdependensi semacam itu dalam kurun waktu tertentu dan dalam kesesuaiannya dengan beberapa peristiwa khusus seperti krisis pasar saham, liberalisasi pasar, dan lain-lain. Sementara kategori lainnya berupaya menguji faktor-faktor yang memungkinkan atau penentu integrasi pasar saham di seluruh dunia.

Krugman (1999), menyatakan bahwa dua hal penting tentang pemikiran para ekonom mengenai krisis mata uang dan saham. Pertama, menganalisis dasar-dasar perekonomian secara terpisah tidak memungkinkan kita untuk bisa memahami penyebab dan dinamika dari krisis keuangan dan saham, dan yang kedua, adalah bahwa krisis cenderung untuk menjalar padahal kurang sekali pengetahuan yang kita miliki untuk memahami secara pasti mengapa krisis bisa menjalar ke negara-negara lainnya. Tujuan dari tulisan ini adalah untuk membantu mengisi kekosongan tersebut dan memberikan jawaban yang berkenaan dengan pertanyaan mengapa banyak krisis yang terjadi pada tahun 1990an dalam bertautan dalam satu wilayah dan kemudian mempengaruhi hampir secara serempak ke berbagai negara, dan mengapa krisis-krisis tersebut berubah menjadi jauh lebih parah dari yang diperkirakan/dijamin oleh fundamental.

Berdasarkan pada model bank berjalan Diamond dan Dybvig (1983), banyak penelitian terkini yang menunjukkan betapa hilangnya kepercayaan investor bisa memicu pembalikan aliran modal, tekanan likuiditas dan pada akhirnya runtuhnya nilai mata uang domestik (Valdes, 1996; Goldfajn & Valdes, 1997). Sebuah konsensus disepakati bahwa yang menjadi alasan utama buruknya krisis terakhir ini adalah bahwa devaluasi yang pada awalnya berada pada tingkatan sedang bisa mengawali terjadinya lingkaran setan di mana upaya berikutnya dari para investor dan perusahaan yang meng-cover eksposur pertukaran mata uang asing bisa semakin menenggelamkan nilai mata uang asing, sehingga pada gilirannya bisa mengakibatkan debitur tidak lagi mampu untuk melunasi hutang-hutang mereka. Penundaan atau gagal bayar ini kemudian mengawali babak baru devaluasi yang selanjutnya semakin memperburuk situasi likuiditas dalam negara yang bersangkutan, terutama di sektor perbankan. Dikarenakan dinamika yang terus berputar ini, nilai tukar cenderung untuk melampaui setiap level yang dianggap pantas dari sudut pandang makro ekonomi.

Kaminsky dan Reinhart (1999) menemukan temuan empirik untuk hubungan antara sektor keuangan dengan krisis neraca pembayaran, atau “krisis kembar”. Namun, mereka gagal untuk menjelaskan faktor-faktor apa saja yang memicu perubahan ekspektasi di antara pelaku pasar dan alasan mengapa krisis terjadi hampir serempak di berbagai negara seperti yang terjadi selama krisis Amerika Latin tahun 1994-1995 dan krisis Asia baru-baru ini.

Fratzscher (1998), mendefinisikan penjalaran sebagai transmisi dari suatu krisis yang tidak disebabkan oleh terpengaruhinya fundamental negara tersebut (meskipun, tentu saja transmisi tersebut berdampak terhadap fundamental negara tersebut), melainkan oleh “kedekatan” negara tersebut dengan negara di mana krisis bermula. Dua jenis “kedekatan”, dalam hal dua saluran telah teridentifikasi. Fratzscher (1998) menyebut saluran pertama sebagai “penjalaran integrasi riil” yakni krisis dan devaluasi yang tajam dalam perekonomian suatu negara memperburuk daya saing negara lain dan menurunkan neraca dagang, khususnya dengan pesaing terdekat, sehingga tekanan devaluasi terhadap nilai mata uang negara tersebut semakin besar. Saluran kedua adalah apa yang disebut sebagai “penjalaran integrasi keuangan” yakni peristiwa dari suatu krisis di satu pasar menggerakkan investor untuk menarik aset mereka dari negara lain dengan alasan untuk mengumpulkan uang tunai untuk pembayaran “penjalaran institusional” atau semata-mata hanya mengikuti investor lainnya untuk menghindari kerugian di pasar-pasar keuangan yang sudah terintegrasi “penjalaran giringan”, sebagai akibatnya meningkatkan kecenderungan bahwa pasar tersebut juga akan menjadi korban dari serangan dan devaluasi mata uang.

Glick dan Rose (1999) mengemukakan bahwa hubungan dagang bisa berperan dalam transmisi krisis keuangan akhir-akhir ini, meskipun penelitian empirik mereka dianggap kontroversial karena

hanya menitikberatkan pada perdagangan bilateral sementara persaingan pasar ketiga nampaknya menjadi saluran penting bagi sebagian besar pasar baru. Calvo dan Mendoza (1999) memperkuat peran hubungan finansial dalam mentransmisikan krisis, dengan menyatakan bahwa perilaku giringan dalam pasar keuangan bisa dipahami sebagai globalisasi dari pasar keuangan yang mengurangi insentif bagi investor yang mengumpulkan informasi dari sumber pertama dan mendorong mereka untuk menjalankan strategi investasi bersama.

Frankel dan Schmukler (1996) juga menemukan bukti bahwa perilaku giringan semacam itu dan faktor-faktor institusional sebagian bertanggungjawab atas menyebarnya krisis Mexico di tahun 1994 ke pasar yang ada, sementara Fratzscher (1998b) memperlihatkan bahwa korelasi yang lebih tinggi dari *return* pasar saham dengan negara-negara di mana krisis bermula menandakan bahwa negara-negara tersebut lebih cenderung untuk terpengaruh oleh krisis Asia dan Amerika Latin. Dengan menggunakan data harian, Baig dan Goldfajn (1998) mengungkapkan seberapa penting saluran penularan dengan memperlihatkan bahwa berita tentang peristiwa ekonomi dan politik di satu negara Asia mempengaruhi nilai tukar dan pasar saham negara lain di wilayah tersebut selama berlangsung krisis Asia.

### Pengembangan Hipotesis

Dengan adanya perdagangan antar negara dan investasi bebas antar negara menjadikan mudah terpengaruhnya perekonomian antara satu negara dengan negara lain. Krisis juga bisa berdampak terhadap dunia global, termasuk Asia Tenggara. Hal ini didukung oleh penelitian Ito (2002) yang menemukan hubungan positif antara perubahan hubungan dagang dengan *index contagion* (daftar negara-negara yang berpotensi untuk mengalami krisis selanjutnya). Hal ini menandakan bahwa dalam benak para investor yang mungkin berfikir di negara mana krisis berikutnya akan muncul, hubungan

dagang bilateral nampaknya menjadi salah satu variabel penting dalam penyebaran tekanan finansial ke seluruh negara. Oleh karena itu hipotesis yang diajukan:

Ha: Krisis Dubai berpengaruh terhadap *return* saham antar negara yaitu Indonesia, Malaysia, Singapura, Thailand, dan Philipina.

### METODE PENELITIAN

Objek penelitian ini adalah nilai saham gabungan harian di Negara Dubai, Indonesia, Malaysia, Singapura, dan Philipina. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif. Jenis data yang digunakan adalah data sekunder berupa indeks harga saham gabungan harian di negara Dubai, Indonesia, Malaysia, Singapura, dan Philipina.

Teknik pengambilan sampel dari penelitian ini dengan *purposive sampling*. Jenis teknik ini termasuk dalam teknik penarikan sampel *non probability sampling*, di mana setiap elemen tidak mempunyai kesempatan yang sama untuk menjadi sampel penelitian. Hanya elemen yang memenuhi syarat atau kriteria tertentu dari peneliti saja yang bisa digunakan sebagai sampel penelitian. Adapun kriteria pemilihan sampel adalah Indeks IHSG Dubai, Indonesia, Malaysia, Singapura, Philipina dua bulan sebelum *event* dan dua bulan sesudah *event* dengan tanggal penentuan *event* 28 November 2009. Metode pengumpulan data adalah dengan menggunakan metode studi pustaka, pengambilan data penelitian ini menggunakan data yang terdokumentasi. *Return* dihitung dengan rumus:

$$Return = \frac{H \arg a_t - H \arg a_{t-1}}{H \arg a_{t-1}}$$

Hipotesis diuji menggunakan analisis regresi dengan dengan meregresikan negara *origin* terhadap negara afektif. Persamaan regresi yang digunakan dalam penelitian ini sebagai berikut:

$$y = \hat{a} + \hat{a}_1x_1 + \hat{a}_2x_2 + \hat{a}_3x_3 + \hat{a}_4x_4,$$



Keterangan:

$y$  = *return* negara afektif,

$\acute{a}$  = konstanta,

$\hat{a}$  = koefisien,

$X_1$  = *return* negara origin pada saat  $t=0$ ,

$X_2$  = *return* negara origin pada saat  $t=-1$ ,

$X_3$  = *return* negara origin pada saat  $t=-2$ , dan

$X_4$  = *return* negara origin pada saat  $t=3$

## HASIL DAN PEMBAHASAN

Tujuan penelitian ini adalah menunjukkan seberapa besar pengaruh krisis Dubai terhadap harga saham di negara Asean yaitu Malaysia, Indonesia, Singapura, Thailand, dan Philipina. Dengan origin pertama yaitu Dubai yang langsung diregresikan ke lima negara Asean yaitu Malaysia, Indonesia, Singapura, Thailand, dan Philipina, sehingga kita bisa mendapatkan negara origin ke -2 atau yang paling terpengaruh terhadap krisis Dubai. Dalam penelitaian ini data yang digunakan adalah harga saham 2 bulan sebelum dan sesudah pemerintahan Dubai menyatakan *default* yaitu pada tanggal 28 November 2009. Data setiap negara dalam penelitian ini mempunyai jumlah hari perdagangan yang berbeda-beda dikarenakan libur mingguan di kawasan Timur Tengah dan Asean berbeda serta libur hari besar dan libur nasional pada setiap negara berbeda-beda pula. Berdasarkan pada Lampira 1. Yang menunjukkan dengan huruf "N" Dubai dalam dua bulan data penelitian mempunyai data sebanyak 117 hari, Indonesia 118 hari, Philipina 114 hari, Malaysia 123 hari, Singapura 123 hari, sedangkan Thailand mempunyai data sebanyak 124 hari.

Nilai minimum dan maksimum di sini menggambarkan tentang data atau nilai *return* saham terendah dan tertinggi pada setiap negara. Dubai mempunyai nilai minimum -34,4900 dan nilai maksimum 27,3300, Indonesia nilai minimum -

25,3400 nilai maksimum 179,2300, Philipina nilai minimum -116,4800 nilai maksimum 18,7400, Malaysia nilai minimum -177,0100 nilai maksimum 490,5900, Singapura nilai minimum -90,2300 nilai maksimum 55,0300, sedangkan Thailand mempunyai nilai minimum -0,1000 nilai maksimum 0,0800.

*Mean* dalam Lampiran 1. menerangkan tentang rata-rata data pada setiap negara. *Return* Dubai dengan rata-rata data -0,8762, Indonesia 1,8640, Philipina -3,1338, Malaysia 2,2472, Singapura -1,4587, sedangkan Thailand mempunyai data rata-rata sebesar 0,0010. Standar devisiasi dalam tabel ini menerangkan tentang naik turunnya *return* atau fluktuasi nilai *return*. Dubai mempunyai fluktuasi nilai *return* sebesar 5,6386, Indonesia 19,5818, Philipina 13,2954, Malaysia 50,1094 Singapura 13,0514, sedangkan Thailand mempunyai standar devisiasi sebesar 0,0167. Dengan kata lain fluktuasi nilai *return* terbesar adalah negara Malaysia.

Langkah pertama dalam analisis ini adalah dengan meregresikan negara *origin* terhadap afektif, negara *origin* yang pertama kali diregresikan adalah Dubai. Negara *origin* dalam analisis ini mempergunakan 3 hari yaitu pada saat  $t = 0$ ,  $t = -1$ ,  $t = -2$ ,  $t = -3$ . Artinya pengaruh negara *origin* mungkin baru terlihat setelah 3 hari pada negara afektif.

Lampiran 2. menunjukkan pengaruh *return* saham di Dubai terhadap *return* saham di Indonesia, Malaysia, Singapura, Thailand, dan Piliphina. Berdasarkan pada Lampiran 2 Dubai hanya berpengaruh terhadap negara Malaysia pada Dubai H+3. Hal ini ditunjukkan dari nilai signifikansi untuk Dubai -3 pada negara Malaysia sebesar 0,0640. Nilai 0,0640 ini di bawah 10% (0,10). Artinya harga saham Dubai berpengaruh secara signifikan terhadap harga saham Malaysia pada hari ketiga dengan tingkat signifikansi 10%. Dengan kata lain pengaruhnya lemah (10% = lemah, 5% = menengah, 1% = kuat). Ketika lembaga-lembaga finansial di Dubai mengalami *default* di satu negara,

mereka cenderung untuk menarik modal bukan hanya di negara itu saja, melainkan juga dari negara lainnya (Malaysia), agar mereka dapat menghindari penurunan lebih jauh nilai aset mereka. Hal ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Kim dan Sheen (2001).

Negara Thailand untuk  $t=0$  nilai signifikansinya 0,0000. Nilai signifikansi ini lebih rendah dari 1%, tetapi nilai Beta -0,0024 (*Beta Unstandardized*) dan -0,8110 (*Beta Standardized*). Dengan kata lain nilai Beta negatif, dengan kata lain pengaruh harga saham Dubai terhadap Thailand bernilai negatif. Pengaruh harga saham Malaysia terhadap harga-harga saham negara-negara lain berdasarkan pada Lampiran 3, menunjukkan bahwa Malaysia sebagai negara paling terpengaruh oleh imbasnya krisis Dubai sehingga Malaysia dalam penelitian ini dijadikan *origin* untuk mendapatkan negara mana lagi yang ter-*affected* oleh Malaysia. Sedangkan untuk Indonesia pada Malaysia hari  $h$ , hari  $h + 1$  dan hari  $h + 3$  menunjukkan tidak terpengaruh, akan tetapi pada Malaysia hari ke -2 Indonesia pada signifikansi menunjukkan nilai 0,0040. Nilai ini di bawah 1%, artinya harga saham Malaysia pada hari kedua berpengaruh secara signifikan dengan tingkat signifikansi 1%, akan tetapi beta menunjukkan nilai negatif jadi pengaruh ini tidak dianalisis lebih lanjut. Dalam penelitian ini yang dianalisis hanya pengaruh positif, hal ini dilakukan untuk menghindari *Noise* (Black, 1986), *speculative bubbles* (Mokhtar, Nassir, & Hassan, 2006) dan *overreaction* (De Bondt & Thaler, 1984). Dengan kata lain reaksi investor Thailand dan Indonesia hanya bersifat spekulasi belaka sehingga menimbulkan efek *overreaction* yang pada akhirnya harga akan dikoreksi kembali.

Sedangkan untuk Malaysia terhadap Philipina tidak ada pengaruh sedikitpun. Hal ini dapat dilihat dari nilai signifikansi tidak ada yang di bawah 10% (0,1). Sedangkan untuk Negara Singapura saham Malaysia mempunyai nilai signifikansi sebesar 0,0040 atau di bawah 0,01 pada hari ke -3 dan

Malaysia mempunyai nilai signifikansi sebesar 0,0360 pada Malaysia  $H+2$ . Artinya harga saham Malaysia berpengaruh terhadap harga saham Singapura (pada hari ketiga) secara signifikan dengan tingkat signifikansi 1% dan Thailand (pada hari kedua) secara signifikan dengan tingkat signifikansi 5%.

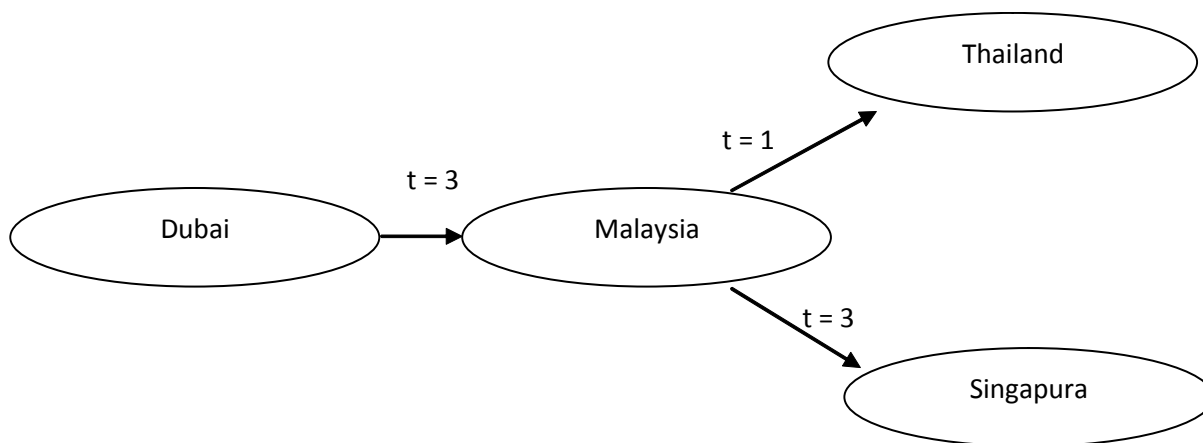
Pengaruh harga saham Thailand terhadap harga-harga saham negara-negara lain berdasarkan pada Lampiran 4 menunjukkan bahwa Malaysia berpengaruh terhadap Thailand. Oleh karena itu, untuk analisis selanjutnya Thailand menjadi Negara *origin*. Pada Lampiran 4. Thailand tidak berpengaruh terhadap negara-negara lain di Asia Tenggara. Hal ini dapat dilihat dari nilai signifikansi untuk regresi yang dilakukan tidak ada yang nilainya di bawah 10%. Dengan kata lain bursa efek Indonesia dan Philipina tidak terpengaruh oleh bursa efek Thailand dan Malaysia. Secara geografis hubungan Malaysia dan Thailand memang lebih dekat (berbatasan), sehingga hubungan ekonomi kedua negara lebih tinggi dibandingkan dengan Indonesia dan Philipina. Oleh karena itu wajar jika antara bursa efek Thailand dan Malaysia mempunyai hubungan yang erat, dibandingkan dengan bursa efek Indonesia dan Malaysia.

Pengaruh harga saham Singapura terhadap harga-harga saham negara-negara lain berdasarkan pada Lampiran 5. menunjukkan bahwa Singapura merupakan negara yang terkena imbas dari Malaysia, Singapura dijadikan negara *origin*. Lampiran 5 menunjukkan bahwa nilai signifikansinya tidak ada yang bernilai di bawah 10%. Artinya Singapura tidak berpengaruh terhadap negara-negara di Asean yang lain (Indonesia dan Philipina). Secara geografis ketiga negara (Malaysia, Thailand dan Singapura) terletak pada semenanjung Malaya, sehingga hubungan ekonomi antara ketiga negara lebih tinggi dibandingkan dengan Indonesia dan Philipina. Selain itu Singapura mempunyai investor asing lebih tinggi dibandingkan dengan Indonesia dan Philipina, sehingga efek *contagion* lebih tinggi

dibandingkan dengan Indonesia dan Philipina. Hal ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Barry, Rose, dan Wyplosz (1996) yang menyatakan contagion terjadi karena interdependensi yaitu adanya saling ketergantungan antar ekonomi pasar seperti kesamaan makro ekonomi, hubungan dagang dan pinjaman dari bank (kredit bank). Berdasarkan pada sisi geografis terlihat bahwa ketergantungan antara Malaysia, Singapura dan Thailand akan lebih tinggi dibandingkan dengan Indonesia dan Philipina karena ketiga negara terletak di satu semenanjung yaitu semenanjung Malaya. Dengan kata lain suatu krisis bisa menular antar

negara jika negara-negara tersebut memiliki kondisi perekonomian yang sama akibat letak geografis yang sama (Calvo & Reinhart, 1996; dan Rijckeghem & Weder, 1999).

Berdasarkan pada analisis dan pembahasan dari data pada seluruh Lampiran dapat disimpulkan bahwa Dubai berpengaruh terhadap Malaysia pada  $H + 3$ , oleh karena itu Malaysia menjadi *origin* dalam penelitian ini, Malaysia mempunyai dua negara yang terpengaruh yaitu Thailand pada  $H + 1$  dan Singapura pada  $H + 3$  sehingga dapat digambarkan dengan diagram *contagion* yang tersaji pada Gambar 1.



Gambar 1. Diagram *Contagion*

### Simpulan, Keterbatasan, dan Saran

Berdasarkan analisis yang dilakukan dapat ditarik kesimpulan bahwa harga saham Dubai berpengaruh secara signifikan terhadap harga saham Malaysia pada hari ketiga dengan tingkat signifikansi 10%. Harga saham Malaysia berpengaruh secara signifikan terhadap harga saham Singapura pada hari ketiga dengan tingkat signifikansi 1%. Sedangkan

harga saham Malaysia berpengaruh secara signifikan terhadap harga saham Thailand pada hari pertama dengan tingkat signifikansi 10%. Analisis ini hanya mempergunakan data selama 4 bulan, sehingga hasil analisis belum dapat digeneralisasi. Oleh karena itu untuk penelitian mendatang data sebaiknya tidak hanya mempergunakan data selama 4 bulan, tetapi rentang waktu diperpanjang.

### DAFTAR PUSTAKA

Baig, T. & Goldfajn, I. (1999). Financial Market Contagion in the Asian Crisis. *IMF Working Paper*, Vol. 46, n2, pp. 167-95.

Barry, E., Rose, A. & Wyplosz, C. (1996). Contagious Currency Crises. *CEPR*

*Discussion Paper No. 1453*. London: Center for Economic Policy Research, August.

Calvo, G. A. & Mendoza, E. G. (2000). Rational contagion and the globalization of securities

- markets. *Journal of International Economics, Elsevier*, vol. 51(1), pages 79-113, June.
- Calvo, S. & Reinhart, M. C. (1996), "Capital Flows to Latin America : Is There Evidence of Contagion Effects?" in Guillermo A. Calvo, Morris Goldstein, and Eduard Hochreiter, eds. *Private Capital Flows to Emerging Markets, Paper*. Washington DC: Institute for International Economics.
- De Bondt, W. F. M. & Richard, T., 1984, Does the Stock Market Overreact? *The Journal of Finance*, Vol. 40, No. 3, 793-805.
- Diamond, D. W. & Dybvig, H. P. (1983). Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity. *Journal of Political Economy* 91 (June): 401-19.
- Frankel, J. & Schmukler, S. (1996). Country fund discounts and the Mexican crisis of December 1994: did local residents turn pessimistic before international investors?. *Open Economies Review* 7: 511-534.
- Fratzcher, M. (1998). Why are currency Crisis Contagious? A Comparison of the Latin American Crisis of 1994-1995 and the Asian Crisis of 1997-1998. *Weltwirtschaftliches Archiv*, Vol. 134.
- Forbes, K. & Rigobon, R. (2002). No Contagion, Only Interdependence: Measuring Stock Market Comovements. *Journal of Finance*, Vol. 57 (October), pp. 2223-61.
- Glick, R. & Rose, K. A. (1999). Contagion and Trade: Why are Currency Crises Regional. *Journal of International Money and Finance*, Vol. 18, pp. 603- 617.
- Ito, T. & Hashimoto, Y. (2002). High-frequency of contagion of currency crises in Asia. *National Bureau of Economic Research, Working Paper* No. 9376. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Kaminsky, G. & Reinhart, C. (1999). The Twin Crises: Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems. *American Economic Review* 89 (June): 473-500.
- Kim, S. J. & Sheen, J. (2001). International Linkages and Macroeconomic News Effects on Interest Rate Volatility - Australia and the US. *Pacific-Basin Finance Journal*, 8, 85-113.
- Kompas, *Dubai Krisis*, edisi 30 November 2009, diakses dari <http://www.Kompas.com> pada tanggal 1 Maret 2010.
- Kontan, *Krisis Dubai Pukul Mata Uang Asia*, edisi 29 November 2009, diakses dari <http://www.kontan-online.com> pada tanggal 1 Maret 2010.
- Krugman, P. (1999). Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises. *International Tax and Public Finance*, Springer, vol. 6(4), pages 459-472, November.
- Masson, P. R. (1999). Contagion: macroeconomic models with multiple equilibria?. *Journal of International Money and Finance*, 18, p. 587-602.
- Rijckeghem, V. C. & Weder, B. (1999). Sources of Contagion: Finance or Trade?. *IMF Working Papers* 99/146. International Monetary Fund.
- Solechuddin. (2010). *Krisis Dubai, Working Paper*, Fakultas Ekonomi, Universitas Islam Indonesia, Yogyakarta.
- Valdes, R. (1996). *Emerging Market Contagion: Evidence and Theory. Mimeographed*. Santiago: Banco Central de Chile.

Valdes, R. & Goldfajn, I. (1997). Emerging Markets Contagion: Evidence and Theory. *Documentos de Trabajo del Banco Central*, Central Bank of Chile.

Viva News, *Dubai Krisis*, edisi 27 November 2009a, diakses dari <http://www.vivanews.com> pada tanggal 1 Maret 2010.

\_\_\_\_\_, *Krisis Dubai Bakal Pengaruhi*

*Harga Minyak*, edisi 1 Desember 2009b, diakses dari <http://www.vivanews.com> pada tanggal 1 Maret 2010.

Wolf, H. (1998). Comovements Among Emerging Equity Markets. In Reuven Glick (ed.): *Managing Capital Flows and Exchange Rates: Perspectives from the Pacific Basin*. Chapter 9: 267-285.

**LAMPIRAN**

Lampiran 1. Deskripsi Statistik

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std Dev
Dubai	117	-34,4900	27,3300	-0,8762	5,6386
Indonesia	118	-25,3400	179,2300	1,8640	19,5818
Philipina	114	-116,4800	18,7400	-3,1338	13,2954
Malaysia	123	-177,0100	490,5900	2,2472	50,1094
Singapura	123	-90,2300	55,0300	-1,4587	13,0514
Thailand	124	-0,1000	0,0800	0,0010	0,0167

Lampiran 2a. Pengaruh Harga Saham Dubai terhadap Harga Saham di Indonesia

Affected country Indonesia					
	Beta	Std Error	Beta	t	Sig
(Constant)	-0,2750	1,8740		-0,1470	0,8840
Dubai	0,0102	0,2890	0,0060	0,0350	0,9720
Dubai-1	-0,0434	0,5930	-0,0120	-0,0730	0,9420
Dubai-2	-0,1500	0,3020	-0,0800	-0,4950	0,6230
Dubai-3	0,0532	0,3860	0,0240	0,1380	0,8910

Lampiran2b. Pengaruh Harga Saham Dubai terhadap Harga Saham di Philipina

Affected country Philipina					
	Beta	Std Error	Beta	t	Sig
(Constant)	-2,9010	2,0260		-1,4320	0,1610
Dubai	-0,4490	0,2840	-0,2730	-1,5830	0,1220
Dubai-1	-0,0636	1,0670	-0,0100	-0,0600	0,9530
Dubai-2	0,0029	0,2970	0,0020	0,0100	0,9920
Dubai-3	-0,1560	0,3840	-0,0710	-0,4050	0,6880

Lampiran 2c. Pengaruh Harga Saham Dubai terhadap Harga Saham di Malaysia

Affected country Malaysia					
	Beta	Std Error	Beta	t	Sig
(Constant)	0,4220	3,8560		0,1100	0,9130
Dubai	0,3920	0,6040	0,1040	0,6490	0,5200
Dubai-1	0,2940	1,2320	0,0360	0,2390	0,8120
Dubai-2	0,4890	0,5760	0,1290	0,8480	0,4020
Dubai-3	1,5380	0,8060	0,3060	1,9080	0,0640

## Lampiran 2d. Pengaruh Harga Saham Dubai terhadap Harga Saham di Singapura

Affected country Singapura					
	Beta	Std Error	Beta	t	Sig
(Constant)	-1,6070	1,4010		-1,1470	0,2580
Dubai	0,0824	0,2200	0,0630	0,3750	0,7100
Dubai-1	0,3560	0,4480	0,1260	0,7950	0,4320
Dubai-2	-0,0453	0,2090	-0,0340	-0,2160	0,8300
Dubai-3	0,1310	0,2930	0,0750	0,4460	0,6580

## Lampiran 2e. Pengaruh Harga Saham Dubai terhadap Harga Saham di Thailand

Affected country Thailand					
	Beta	Std Error	Beta	t	Sig
(Constant)	-0,0018	0,0020		-0,9230	0,3620
Dubai	-0,0024	0,0000	-0,8110	-7,9520	0,0000
Dubai-1	0,0004	0,0010	0,0620	0,6420	0,5250
Dubai-2	0,0005	0,0000	0,1590	1,6490	0,1080
Dubai-3	-0,0003	0,0000	-0,0840	-0,8250	0,4150

## Lampiran 3a. Pengaruh Harga Saham Malaysia terhadap Harga Saham di Indonesia

Affected country Indonesia					
	Beta	Std Error	Beta	t	Sig
(Constant)	3,3510	2,4400		1,3730	0,1740
Malaysia	0,0098	0,0420	0,0250	0,2320	0,8170
Malaysia-1	0,0221	0,0410	0,0570	0,5360	0,5940
Malaysia-2	-0,1250	0,0420	-0,3190	-2,9870	0,0040
Malaysia-3	0,0000	0,0420	0,0000	0,0010	0,9990

## Lampiran 3b. Pengaruh Harga Saham Malaysia terhadap Harga Saham di Philipina

Affected country Philipina					
	Beta	Std Error	Beta	t	Sig
(Constant)	-3,4020	1,6810		-2,0240	0,0460
Malaysia	0,0000	0,0290	0,0000	-0,0020	0,9990
Malaysia-1	0,0081	0,0280	0,0330	0,2870	0,7750
Malaysia-2	0,0047	0,0290	0,0190	0,1640	0,8700
Malaysia-3	-0,0033	0,0290	-0,0130	-0,1160	0,9080

## Lampiran 3c. Pengaruh Harga Saham Malaysia terhadap Harga Saham di Singapura

Affected country Singapura					
	Beta	Std Error	Beta	t	Sig
(Constant)	-1,2330	0,9970		-1,2370	0,2200
Malaysia	-0,0052	0,0180	-0,0300	-0,2910	0,7720
Malaysia-1	-0,0082	0,0170	-0,0490	-0,4770	0,6340
Malaysia-2	0,0245	0,0170	0,1460	1,4180	0,1600
Malaysia-3	0,0514	0,0180	0,3010	2,9240	0,0040

Lampiran 3d. Pengaruh Harga Saham Malaysia terhadap Harga Saham di Thailand

Affected country Thailand					
	Beta	Std Error	Beta	t	Sig
(Constant)	0,0022	0,0020		1,3370	0,1850
Malaysia	-0,0002	0,0000	-0,5380	-5,9680	0,0000
Malaysia-1	0,0001	0,0000	0,1930	2,1370	0,0360
Malaysia-2	0,0000	0,0000	-0,0420	-0,4680	0,6410
Malaysia-3	0,0000	0,0000	-0,0250	-0,2740	0,7850

Lampiran 4a. Pengaruh Harga Saham Thailand terhadap Harga Saham di Indonesia

Affected country Indonesia					
	Beta	Std Error	Beta	t	Sig
(Constant)	0,8780	1,4260		0,6160	0,5400
Thailand	74,7270	82,1760	0,1150	0,9090	0,3660
Thailand-1	23,4080	87,5980	0,0360	0,2670	0,7900
Thailand-2	58,0710	89,5600	0,0890	0,6480	0,5190
Thailand-3	44,6920	82,5710	0,0680	0,5410	0,5900

Lampiran 4b. Pengaruh Harga Saham Thailand terhadap Harga Saham di Philipina

Affected country Philipina					
	Beta	Std Error	Beta	t	Sig
(Constant)	-3,8070	1,7750		-2,1440	0,0350
Thailand	-28,0640	103,7030	-0,0350	-0,2710	0,7870
Thailand-1	-45,1030	110,3860	-0,0570	-0,4090	0,6840
Thailand-2	10,2570	112,7530	0,0130	0,0910	0,9280
Thailand-3	27,2540	102,6880	0,0340	0,2650	0,7910

Lampiran 4c. Pengaruh Harga Saham Thailand terhadap Harga Saham di Singapura

Affected country Singapura					
	Beta	Std Error	Beta	t	Sig
(Constant)	-1,2990	1,5560		-0,8350	0,4060
Thailand	-51,5680	92,8830	-0,0690	-0,5550	0,5800
Thailand-1	-47,7240	98,2370	-0,0650	-0,4860	0,6280
Thailand-2	17,1190	100,1780	0,0230	0,1710	0,8650
Thailand-3	-83,2780	92,0230	-0,1100	-0,9050	0,3680

Lampiran 5a. Pengaruh Harga Saham Singapura terhadap Harga Saham di Indonesia

Affected country Indonesia					
	Beta	Std Error	Beta	t	Sig
(Constant)	2,4350	2,6970		0,9030	0,3690
Singapura	-0,2640	0,2110	-0,1430	-1,2520	0,2140
Singapura-1	0,0599	0,2020	0,0340	0,2960	0,7680
Singapura-2	-0,0501	0,1890	-0,0300	-0,2650	0,7910
Singapura-3	-0,0063	0,1720	-0,0040	-0,0370	0,9710



Lampiran 5b. Pengaruh Harga Saham Singapura terhadap Harga Saham di Philipina

Affected country Philipina					
	Beta	Std Error	Beta	t	Sig
(Constant)	-3,5360	1,7910		-1,9740	0,0520
Singapura	0,0274	0,2230	0,0140	0,1230	0,9030
Singapura-1	0,0649	0,1350	0,0550	0,4800	0,6320
Singapura-2	-0,0772	0,1230	-0,0740	-0,6280	0,5320
Singapura-3	0,0368	0,1140	0,0370	0,3230	0,7480

Lampiran 5c. Pengaruh Harga Saham Singapura terhadap Harga Saham di Thailand

Affected country Thailand					
	Beta	Std Error	Beta	t	Sig
(Constant)	0,0005	0,0020		0,2440	0,8080
Singapura	-0,0001	0,0000	-0,0350	-0,3080	0,7590
Singapura-1	0,0000	0,0000	-0,0060	-0,0540	0,9570
Singapura-2	0,0001	0,0000	0,1060	0,9440	0,3480
Singapura-3	0,0000	0,0000	0,0190	0,1740	0,8620