

ADLN - PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

**ANALISIS DETERMINAN *INTERNATIONAL FINANCIAL*
INTEGRATION INDONESIA**

**DIAJUKAN UNTUK MEMENUHI SEBAGIAN PERSYARATAN
DALAM MEMPEROLEH GELAR SARJANA EKONOMI
DEPARTEMEN ILMU EKONOMI
PROGRAM STUDI EKONOMI PEMBANGUNAN**



DIAJUKAN OLEH :

ADITYA GUNAWARMAN

040911090

FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS UNIVERSITAS AIRLANGGA

SURABAYA

2016

ADLN - PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

Surabaya, 25 7 2016

Skripsi telah selesai dan siap untuk diuji.

Dosen Pembimbing



ROSSANTO DWI HANDOYO SE, M.Si., Ph.D



SKRIPSI

ANALISIS DETERMINAN *INTERNATIONAL FINANCIAL INTEGRATION*
INDONESIA

DIAJUKAN OLEH:

ADITYA GUNAWARMAN

NIM: 040911090

TELAH DISETUJUI DAN DITERIMA DENGAN BAIK OLEH:

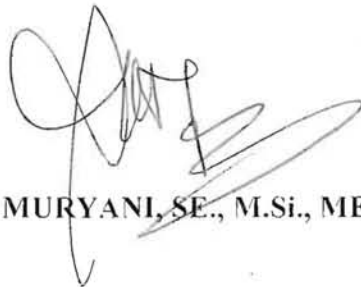
DOSEN PEMBIMBING,



ROSSANTO DWI HANDOYO, SE., M.Si, Ph.D

TANGGAL..... 15 - 8 - 2016

KETUA PROGRAM STUDI,



DR. MURYANI, SE., M.Si., MEMD

TANGGAL..... 15 - 8 - 2016

PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI

Saya (Aditya Gunawarman, 040911090), menyatakan bahwa:

1. Skripsi saya ini adalah asli dan benar-benar hasil karya saya sendiri, dan bukan hasil karya orang lain dengan mengatasnamakan saya, serta bukan merupakan hasil peniruan atau penjiplakan (*plagiarism*) dari karya orang lain. Skripsi ini belum pernah diajukan untuk mendapatkan gelar akademik baik di Universitas Airlangga, maupun di perguruan tinggi lainnya.
2. Dalam skripsi ini tidak terdapat karya atau pendapat yang telah ditulis atau dipublikasikan orang lain, kecuali secara tertulis dengan jelas dicantumkan sebagai acuan dengan disebutkan nama pengarang dan dicantumkan dalam daftar pustaka.
3. Pernyataan ini saya buat dengan sebenar-benarnya, dan apabila di kemudian hari terdapat penyimpangan dan ketidakbenaran dalam pernyataan ini, maka saya bersedia menerima sanksi akademik berupa pencabutan gelar yang telah diperoleh karena karya tulis skripsi ini, serta sanksi-sanksi lainnya sesuai dengan norma dan peraturan yang berlaku di Universitas Airlangga.

Surabaya, 27-7-2016



Aditya Gunawarman
NIM 040911090

DECLARATION

I, (Aditya Gunawarman, 040911090), declare that:

1. *My thesis is genuine and truly my own creation, and is not another's person work made under my name, nor a piracy or plagiarism. This thesis has never been submitted to obtain an academic degree in Airlangga University or in any other universities/colleges.*
2. *This thesis does not contain any work or opinion written or published by anyone, unless clearly acknowledged or refereed to by quoting the author's name and stated in the References.*
3. *This statement is true; if on the future this statement is proven to be fraud and dishonest, I agree to receive an academic sanction in the form of removal of the degree obtained through this thesis, and other sanctions in accordance with the prevailing norms and regulations in Airlangga University.*

Surabaya, 27 Juli 2016



Aditya Gunawarman

NIM 040911090

KATA PENGANTAR

Tiada kata yang pantas diucapkan selain puji syukur kehadirat Allah SWT yang telah melimpahkan rahmat, hidayah dan inayah-Nya kepada saya sehingga pada akhirnya saya dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul “**Analisis Determinan International Financial Integration Indonesia**” sebagai salah satu persyaratan memperoleh gelar Sarjana Ekonomi.

Meskipun begitu terdapat beberapa hambatan dalam penulisan baik yang berasal dari faktor eksternal maupun internal, namun karena dukungan dari banyak pihak, saya dapat menyelesaikan skripsi ini dengan upaya maksimal yang dapat saya lakukan. Oleh karena itu, saya ingin menyampaikan ucapan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada semua pihak yang telah membantu dan meluangkan waktu untuk memberikan dukungan. Pada kesempatan ini saya ingin menyampaikan terima kasih kepada:

1. Bapak Rossanto Dwi Handoyo, SE., M.Si., Ph.D selaku dosen pembimbing skripsi yang tidak hanya meluangkan waktu untuk memberikan bimbingan skripsi kepada saya namun juga memberikan kesempatan pada saya untuk belajar tentang banyak hal.
2. Keluarga saya, Papa dan Mama yang senantiasa memberikan dukungan baik moral dan material, serta saudara-saudara saya: Mbak Emma, Ronny,

Teguh, dan Diaz yang selalu mengingatkan serta memberi semangat dalam segala hal. Terima kasih atas doanya.

3. Ibu Dr. Muryani, SE., M.Si., MEMD selaku Ketua Departemen Ilmu Ekonomi Program Studi Ekonomi Pembangunan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Airlangga (FEB Unair).
4. Ibu Ni Made Sukartini, SE.,M.Si.,MIDEC dan Bapak Rossanto Dwi Handoyo, SE.,M.Si., Ph.D selaku Ketua dan Sekretaris Program Studi Ekonomi Pembangunan FEB Unair
5. Bapak dan Ibu Dosen Departemen Ilmu Ekonomi FEB Unair serta staf pengajar dan karyawan yang telah memberikan bimbingan dan ilmu selama saya menempuh pendidikan di Fakultas Ekonomi dan Bisnis.
6. Bapak Bambang Eko Afiatno selaku dosen wali yang selalu mengingatkan saya selama menjalani studi di Universitas Airlangga.
7. Ibu Prof. Dr. Dian Agustia, SE.,M.Si.,Ak. selaku Dekan FEB Unair.
8. Bapak Dr. Rudi Purwono, SE.,MSE. selaku Wakil Dekan I, Bapak Achmad Solichin, SE., M.Si. selaku Kepala Bagian Akademik dan Kemahasiswaan, serta jajaran staf/pegawai di lingkungan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Airlangga: Bapak Soesanto (Unit Sistem Informasi), Bapak Anang (Bagian Sarpras), Bu Luluk (Kasubbag. Akademik), dan Bagian Kemahasiswaan.

9. Teman-teman EP angkatan 2009 yang telah mengarahkan saya menjadi mahasiswa yang lebih baik, menjadi rekan diskusi yang baik, serta memotivasi agar segera menyelesaikan skripsi.
10. Teman-teman EP 2009 khususnya : Yogi, Jodie, Riyan, Lina, Restu, Hiksa, Toro, Angga, Dias, Helmi, Ike, Hari, Sandy, Agung, Donny, Tita, Ziya yang membantu dan menemani saya mengerjakan skripsi.
11. Teman-teman di HIMA EP FEB 2009-2011 dan EP angkatan 2008 - 2014 yang menemani saya dalam berorganisasi, bersosialisasi, berkontribusi untuk lingkungan, dan mewarnai hari-hari saya.
12. Puja Via Kurnia yang memberi motivasi kepada saya untuk menyelesaikan skripsi ini.
13. Pihak-pihak yang sudah membantu namun tidak dapat saya sebutkan seluruhnya, dan pihak-pihak yang membaca tulisan ini. Semoga bermanfaat.

Surabaya,

Penulis

DEPARTEMEN PENDIDIKAN NASIONAL
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS UNIVERSITAS AIRLANGGA

PROGRAM STUDI : EKONOMI PEMBANGUNAN
DAFTAR No. :

ABSTRAK
SKRIPSI SARJANA EKONOMI

NAMA : ADITYA GUNAWARMAN
NIM : 040911090
TAHUN PENYUSUNAN : 2016

JUDUL :
ANALISIS DETERMINAN *INTERNATIONAL FINANCIAL INTEGRATION* INDONESIA

ISI :
Indonesia merupakan salah satu negara yang mengimplementasikan *international financial integration*. Variabel yang digunakan untuk mempengaruhi *international financial integration* Indonesia adalah pertumbuhan ekonomi, inflasi, *financial development*, keterbukaan perdagangan, kurs rupiah/USD, suku bunga *The Fed*, dan *gross fixed capital formation*. Tujuan penelitian ini adalah menguji dan menganalisis pengaruh pertumbuhan ekonomi, inflasi, *financial development*, keterbukaan perdagangan, kurs rupiah/USD, suku bunga *The Fed*, dan *gross fixed capital formation* terhadap *international financial integration* dalam jangka panjang. Metode yang digunakan adalah VECM (Vector Error Correction Model). Kesimpulan yang diperoleh yaitu (1) pertumbuhan ekonomi berpengaruh signifikan dan positif terhadap *international financial integration* Indonesia, (2) inflasi berpengaruh signifikan dan negatif terhadap *international financial integration* Indonesia, (3) *financial development* berpengaruh signifikan dan positif terhadap *international financial integration* Indonesia, (4) keterbukaan perdagangan berpengaruh signifikan dan positif terhadap *international financial integration* Indonesia, (5) kurs rupiah/USD berpengaruh signifikan dan positif terhadap *international financial integration* Indonesia, (6) suku bunga *The Fed* berpengaruh signifikan dan negatif terhadap *international financial integration* Indonesia, dan (7) *gross fixed capital formation* berpengaruh signifikan dan negatif terhadap *international financial integration* Indonesia.

Kata Kunci: pertumbuhan ekonomi, inflasi, *financial development*, keterbukaan perdagangan, kurs rupiah/USD, suku bunga *The Fed*, dan *gross fixed capital formation*, *international financial integration*, VECM

DEPARTMENT OF NATIONAL EDUCATION
FACULTY OF ECONOMICS AND BUSINESS OF AIRLANGGA UNIVERSITY

STUDY PROGRAMME : DEVELOPMENT ECONOMICS
LIST No. :

ABSTRACT
THESIS OF ECONOMICS BACHELOR

NAME : ADITYA GUNAWARMAN
NIM : 040911090
YEAR OF DISPOSITION : 2016

TITLE :

ANALYSIS OF THE INTERNATIONAL FINANCIAL INTEGRATION INDONESIA'S DETERMINANTS

TEXT :

Indonesia is one country that implements international financial integration. Variables used to affect Indonesia international financial integration is economic growth, inflation, financial development, trade openness, exchange rate, Fed's interest rate, and gross fixed capital formation. The purpose of this study is to estimate and analyze the effect of economic growth, inflation, financial development, trade openness, exchange rate, Fed's interest rate, and gross fixed capital formation of the international financial integration in the long term.

The method used is VECM (Vector Error Correction Model). A conclusion that obtained which are (1) economic growth significant and positive on international financial integration Indonesia, (2) inflation significant and negative on international financial integration Indonesia, (3) financial development significant and positive on international financial integration Indonesia, (4) Trade openness significant and positive on international financial integration Indonesia, (5) Exchange rate significant and positive on international financial integration Indonesia, (6) Fed's interest rate significant and negative on international financial integration Indonesia, and (7) Gross fixed capital formation significant and negative on international financial integration Indonesia.

Keyword : *Economic growth, inflation, financial development, trade openness, exchange rate, Fed's interest rate, gross fixed capital formation, international financial integration, VECM*

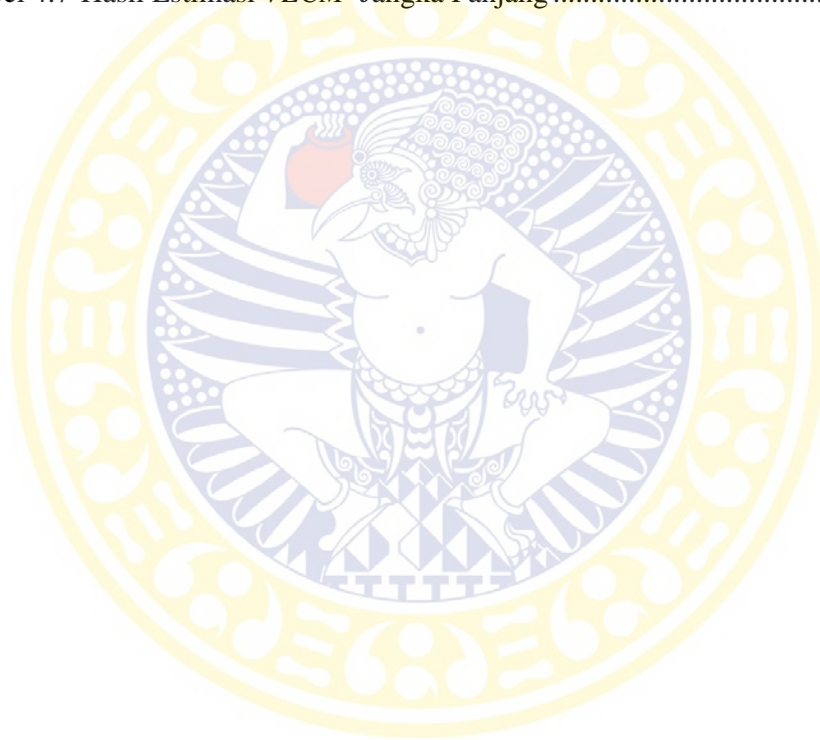
DAFTAR ISI

Lembar Persetujuan.....	i
Lembar Pernyataan Orisinalitas	ii
<i>Declaration</i>	iii
Kata Pengantar	iv
Abstrak	vii
<i>Abstract</i>	viii
Daftar Isi	ix
Daftar Tabel	xi
Daftar Gambar.....	xii
BAB 1 PENDAHULUAN	1
1.1. Latar Belakang.....	1
1.2. Rumusan Masalah	13
1.3. Tujuan Penelitian.....	13
1.4. Manfaat Penelitian.....	14
1.5. Sistematika Skripsi	15
BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA	16
2.1. Landasan Teori	16
2.1.1. Teori Integrasi Ekonomi	16
2.1.2. Teori <i>International Financial Integration</i>	19
2.1.3. Teori Investasi	22
2.1.3. Teori Permintaan Aset	23
2.1.3. Teori Paritas Suku Bunga.....	25
2.1.4. Hubungan Pertumbuhan Ekonomi dengan <i>International Financial Integration</i>	26
2.1.5. Hubungan Inflasi dengan <i>International Financial Integration</i>	27
2.1.8. Hubungan <i>Financial Development</i> dengan <i>International Financial Integration</i>	29
2.1.7. Hubungan <i>Trade Openness</i> dengan <i>International Financial Integration</i>	30
2.1.8. Hubungan Kurs dengan <i>International Financial Integration</i>	32
2.1.9. Hubungan Suku Bungan dengan <i>International Financial Integration</i>	33
2.1.10 Hubungan <i>Gross Fixed Capital Formation</i> dengan <i>International Financial Integration</i>	35
2.2. Penelitian Terdahulu.....	36
2.3. Hipotesis Penelitian dan Model Analisis.....	38
2.3.1. Hipotesis Penelitian	38
2.3.2. Model Analisis.....	39
2.4. Kerangka Berpikir	40
BAB 3 METODOLOGI PENELITIAN.....	44
3.1. Pendekatan Penelitian.....	44

3.2. Identifikasi Variabel	44
3.3. Definisi Operasional Variabel	45
3.4. Jenis dan Sumber Data	48
3.5. Prosedur Pengumpulan Data Sampel	48
3.6. Teknik Analisis.....	48
3.6.1. Uji Stasioner	48
3.6.2. Penentuan <i>Lag Optimal</i>	51
3.6.3. Uji Kointegrasi	52
3.6.4. <i>Vector Error Correction Model (VECM)</i>	53
BAB 4 HASIL DAN PEMBAHASAN.....	56
4.1. Gambaran Umum	56
4.1.1. Perkembangan <i>International Financial Integration</i>	56
4.1.2. Perkembangan Pertumbuhan Ekonomi	57
4.1.3. Perkembangan Inflasi	59
4.1.4. Perkembangan <i>Financial Development</i>	62
4.1.5. Perkembangan Keterbukaan Perdagangan	63
4.1.6. Perkembangan Kurs rupiah/USD	65
4.1.7. Perkembangan Suku Bunga <i>The Fed</i>	67
4.1.8. Perkembangan <i>Gross Fixed Capital Formation</i>	69
4.2. Analisis Model dan Pembuktian Hipotesis.....	70
4.2.1. Uji Stasioneritas.....	70
4.2.2. Penentuan <i>Log</i> Kriteria	72
4.2.3. Uji Kointegrasi Johansen.....	72
4.2.4. Hasil Estimasi <i>VECM</i>	74
4.2.5. Uji Signifikasi.....	76
4.3. Pembuktian Hipotesis	77
4.4. Pembahasan	78
4.3.1. Pengaruh Pertumbuhan Ekonomi Terhadap <i>International Financial Integration</i>	78
4.3.2. Pengaruh Inflasi Terhadap <i>International Financial Integration</i>	80
4.3.3. Pengaruh <i>Financial Development</i> Terhadap <i>International Financial Integration</i>	82
4.3.4. Pengaruh Keterbukaan Perdagangan Terhadap <i>International Financial Integration</i>	84
4.3.5. Pengaruh Kurs Rupiah/USD Terhadap <i>International Financial Integration</i>	85
4.3.6. Pengaruh <i>Fed rate</i> Terhadap <i>International Financial Integration</i>	88
4.3.7. Pengaruh <i>Gross Fixed Capital Formation (GFCF)</i> Terhadap <i>International Financial Integration</i>	89
BAB 5 SIMPULAN DAN SARAN	91
5.1. Simpulan.....	91
5.2. Saran	91
DAFTAR PUSTAKA.....	94
LAMPIRAN	

DAFTAR TABEL

Tabel 2.1 Teori Tradisional Integrasi Ekonomi dan Teori Modern Integrasi Ekonomi.....	18
Tabel 3.1 Jenis dan Sumber Data	48
Tabel 4.1 Hasil Uji Stasioneritas ADF pada Tingkat <i>Level</i>	70
Tabel 4.2 Hasil Uji Stasioneritas ADF pada Tingkat <i>First Difference</i>	71
Tabel 4.3 Hasil Uji <i>Log Optimal</i>	72
Tabel 4.4 Hasil Uji Kointegrasi dengan <i>Trace Test</i>	73
Tabel 4.5 Hasil Uji Kointegrasi dengan <i>Maximum Eigenvalue Test</i>	74
Tabel 4.6 Hasil Estimasi <i>VECM</i> Jangka Panjang	74
Tabel 4.7 Hasil Estimasi <i>VECM</i> Jangka Panjang	77



DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1	Derajat <i>International Financial Integration</i> di Indonesia Periode 2004 kuartal 1-2015 kuartal 4.....	6
Gambar 1.2	Perkembangan Neraca Keuangan Indonesia Tahun 2004-2015	7
Gambar 2.1	Hubungan Investasi dan Suku Bunga Riil	34
Gambar 2.2	Kerangka Berpikir.....	43
Gambar 4.1	Perkembangan <i>International Financial Integration</i> di Indonesia Periode 2004 kuartal 1-2015 kuartal 4.....	56
Gambar 4.2	Perkembangan Pertumbuhan Ekonomi di Indonesia Periode 2004 kuartal 1-2015 kuartal 4.....	58
Gambar 4.3	Perkembangan Inflasi di Indonesia Periode 2004 kuartal 1-2015 kuartal 4	60
Gambar 4.4	Perkembangan <i>Financial Development</i> di Indonesia Periode 2004 kuartal 1-2015 kuartal 4.....	63
Gambar 4.5	Perkembangan Keterbukaan Perdagangan di Indonesia Periode 2004 kuartal 1-2015 kuartal 4.....	64
Gambar 4.6	Perkembangan Kurs Rupiah/US\$ Periode 2004 kuartal 1-2015 kuartal 4	65
Gambar 4.7	Perkembangan Suku Bunga <i>The Fed</i> Periode 2004 kuartal 1-2015 kuartal 4	68
Gambar 4.8	Perkembangan Pertumbuhan <i>Gross Fixed Capital Formation</i> Periode 2004 kuartal 1-2015 kuartal 4.....	69

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Globalisasi ekonomi merupakan proses integrasi berbagai perekonomian dunia sehingga dapat menciptakan perekonomian global dan berakibat semakin banyaknya pembuat keputusan ekonomi global (Todaro dan Smith, 2003:85). Isu perkembangan globalisasi yang berlangsung dalam beberapa dasawarsa terakhir telah menyebabkan berbagai perubahan yang fundamental dalam tatanan perekonomian dunia, baik sektor keuangan maupun perdagangan. Globalisasi ekonomi menyebabkan sistem perekonomian ke arah yang lebih terbuka antar negara. Globalisasi ekonomi yang dijalankan oleh suatu negara di dunia saat ini tidak lepas dari usaha untuk meningkatkan perekonomian negara masing-masing.

Era globalisasi ekonomi, investor asing perlu memahami fenomena *international financial integration* sehingga banyak negara mengimplementasikan *international financial integration*. Fenomena *international financial integration* di seluruh dunia meningkat secara signifikan selama akhir 1980-an dan 1990-an dan menjadi topik yang menarik untuk dianalisis (Piere, 2001). Pasar keuangan internasional suatu negara dikatakan terintegrasi jika masing-masing negara telah menghadapi kebijakan atau *rule* yang sama dalam pasar keuangan (*single set of rules*) (Arifin dkk, 2007:4). Arti dari *single set of rules* yaitu investor dan penerbit aset keuangan mempunyai akses yang sama terhadap pasar keuangan dan diperlakukan

sama ketika beroperasi dipasar keuangan (Baele dkk, 2004). Peningkatan proses *international financial integration* dilandasi oleh konsep dasar bahwa manfaat yang diperoleh dari *international financial integration* lebih besar dibandingkan dengan resiko yang mungkin dihadapi oleh masing-masing negara (Arifin dkk, 2007:6).

Faktor utama yang mendasari proses *financial integration* yaitu kedekatan sejarah dan geografis serta hubungan ekonomi, peningkatan investasi mencari tingkat pengembalian yang lebih tinggi dan kesempatan untuk diversifikasi risiko internasional (Arfaoui dan Abaoub, 2010). Tujuan pembentukan kebijakan *international financial integration* yaitu menghapus hambatan pada investasi asing diantara satu negara dengan negara yang lain, stabilitas sistem keuangan, dan pencegahan krisis keuangan (Caporale, 2009). *International financial integration* mengakibatkan negara ketergantungan pada modal internasional dan *sovereign liquidity management* dalam menjaga stabilitas makroekonomi (Choi, 2007). Negara yang memiliki kekurangan modal asing telah terbantu dengan *internasional financial integration* sebab banyak investor asing yang berinvestasi ke negara domestik sehingga dapat membantu perekonomian domestik. Boyd dan Smith (1992) dalam (Edison dkk, 2012), menjelaskan bahwa *international financial integration* di negara yang memiliki lembaga dan kebijakan ekonomi lemah, dapat mendorong *capital outflow* dari negara langka modal ke negara berlimpah modal dengan lembaga dan kebijakan ekonomi yang lebih baik.

Pengukuran *international financial integration* suatu negara adalah tugas yang rumit. Pengukuran *international financial integration* dibangun oleh *International*

Monetary Fund's (IMF). Derajat *international financial integration* dapat diukur dengan dua cara, yaitu *de jure* dan *de facto* (Alfaro dan Charlton, 2006). *De jure* mengukur pembatasan regulasi atas transaksi rekening modal dan tidak mencerminkan perkembangan *capital inflow* yang sebenarnya sehingga tidak dapat digunakan untuk mengukur *international financial integration* sedangkan *de facto* mengukur derajat keterbukaan neraca modal yang sebenarnya (Chinn, 2007). *De facto* dapat diukur dengan cara rasio antara jumlah aset dan kewajiban terhadap PDB, rasio kewajiban terhadap PDB, rasio jumlah FDI *inflow* dan FDI *outflow* terhadap PDB, rasio jumlah FDI *outflow* dan *asset equity* terhadap PDB, dan rasio jumlah FDI *inflow*, FDI *outflow*, aset dan kewajiban terhadap PDB (Arfaoui dan Abaoub, 2010).

Fenomena sektor keuangan internasional Indonesia beberapa tahun terakhir telah berubah menjadi lebih terbuka untuk negara asing. Indonesia juga mendukung kebijakan *international financial integration* untuk mendorong peningkatan perekonomian. *International financial integration* menjadi isu penting bagi Indonesia karena secara teori ekonomi dan temuan empiris menunjukkan bahwa *international financial integration* cenderung memberikan kontribusi terhadap pertumbuhan ekonomi dan menghapus hambatan berinvestasi (Setiawan, 2012).

Fenomena peningkatan intensitas derajat *international financial integration* di Indonesia dilatarbelakangi oleh dua faktor Arifin dkk (2007:5). Faktor pertama adalah krisis keuangan dan moneter tahun 1997. Krisis keuangan dan moneter tahun 1997 telah menyadarkan Indonesia mengenai kerentanan *contagion effect* dari krisis ekonomi. Peristiwa tersebut telah menumbuhkan kesadaran negara Indonesia tentang

pentingnya penguatan kerjasama keuangan internasional. Faktor kedua adalah kelemahan *IFA (International Financial Architecture)* dalam mengakomodasi negara sedang berkembang. Menurut Griffith dan Jones (2003) dalam Arifin dkk (2007), manfaat IFA bagi negara sedang berkembang terbatas, khususnya dalam mendukung pertumbuhan dan pembangunan ekonomi di tengah tantangan globalisasi keuangan. Ada beberapa fungsi IFA (*International Financial Architecture*) yang tidak berjalan sesuai dengan harapan, seperti kegagalan dalam mencegah dan menanggulangi krisis Asia (Arifin dkk, 2007:5).

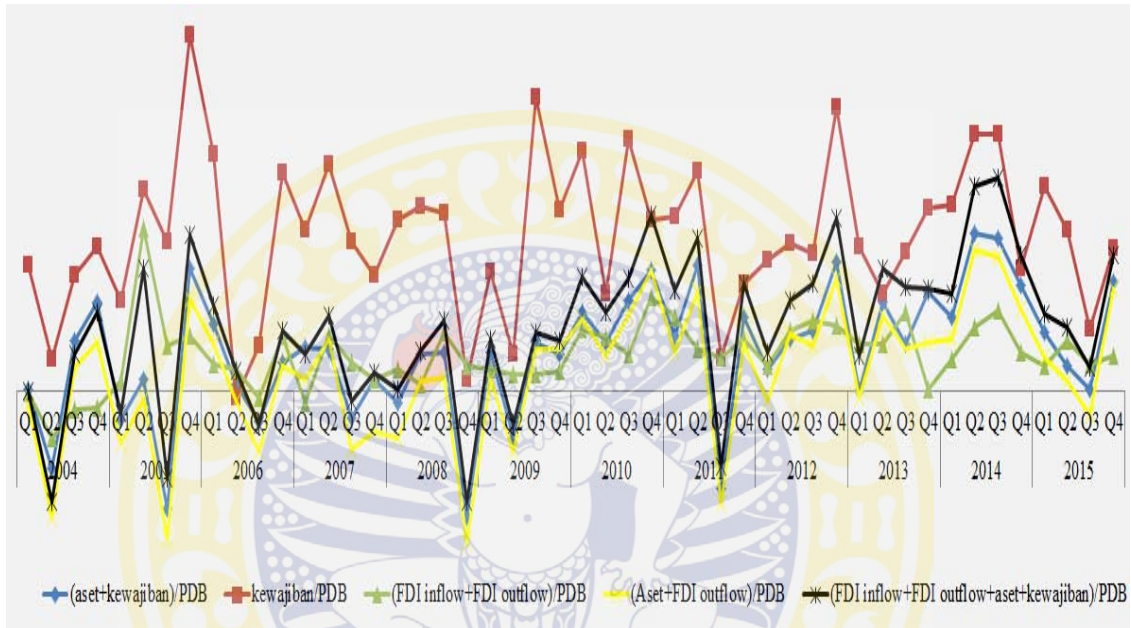
Negara Indonesia memperoleh tiga keuntungan dalam mengimplementasikan *international financial integration*. Keuntungan pertama berkaitan dengan *sharing* risiko. Menurut Ozkan dkk, (1999), *sharing* risiko antar negara yang berintegrasi mampu meningkatkan spesialisasi produksi. Berdasarkan pernyataan Ozkan dkk, (1999) dapat disimpulkan bahwa Indonesia yang telah menjalankan *international financial integration* juga dapat melakukan spesialisasi produksi. Keuntungan kedua berkaitan dengan peningkatan alokasi modal. Kebijakan luar negeri *international financial integration* yang telah dilakukan oleh Indonesia membuat hambatan untuk berinvestasi hilang sehingga mendorong alokasi modal Indonesia lebih baik dari sebelumnya (Arifin dkk, 2007:5). Penghapusan hambatan berinvestasi di Indonesia telah berdampak pada peningkatan *capital inflow*. Peningkatan *capital inflow* menunjukkan bahwa investor memberikan keyakinan dan kepercayaan dalam hal berinvestasi pada Indonesia (Setiawan, 2012). Keuntungan ketiga berkaitan dengan pertumbuhan ekonomi. *International financial integration* mendorong pembangunan

sektor keuangan Indonesia lebih pesat yang pada akhirnya mendorong pertumbuhan ekonomi Indonesia. *International financial integration* memfasilitasi peningkatan peluang investasi ke Indonesia sehingga peningkatan investasi sejalan dengan peningkatan pertumbuhan ekonomi Indonesia (Setiawan, 2012).

Kebijakan luar negeri *international financial integration* juga berpotensi merugikan bagi Indonesia. Kerugian yang dirasakan oleh negara Indonesia ketika mengimplementasikan *international financial integration* yaitu lebih rentan tertular ketidakpastian kondisi ekonomi global (Setiawan, 2012). Kondisi ekonomi global yang terus membaik berdampak positif bagi perkembangan perekonomian Indonesia, sebaliknya, jika ekonomi global yang terus memburuk berdampak negatif bagi perkembangan perekonomian Indonesia. Ketidakpastian kondisi ekonomi global disebabkan rencana kenaikan suku bunga bank sentral Amerika Serikat The Fed yang tidak kunjung terealisasi.

Gambar 1.1. menyajikan pengukuran derajat *international financial integration* dengan cara *de facto* di negara Indonesia periode 2004 kuartal 1 sampai 2015 kuartal 4. *International financial integration* bagi Indonesia memiliki peranan yang sangat signifikan dalam memicu pertumbuhan ekonomi dan menjaga stabilitas moneter. Secara keseluruhan *international financial integration* di Indonesia yang diukur menggunakan cara *de facto* bergerak fluktuatif. Pola pergerakan ke lima indikator hampir sama, namun indikator *international financial integration* dengan perhitungan kewajiban/PDB lebih tinggi dibandingkan dengan indikator *international financial integration* yang lain. Kondisi ini menunjukkan bahwa nilai kewajiban pada neraca

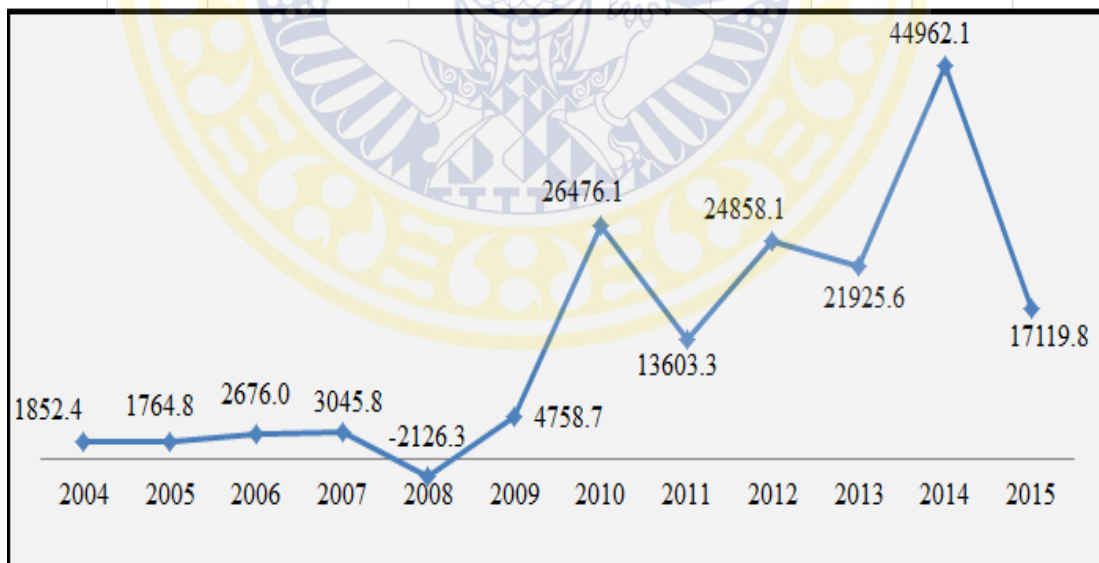
keuangan Indonesia lebih besar dibandingkan dengan aset yang dimiliki oleh Indonesia. Kewajiban lebih besar dibandingkan dengan aset menunjukkan bahwa Indonesia memiliki tanggungan untuk mengembalikan modal pada investor.



Gambar 1.1.
Derajat *International Financial Integration* di Indonesia
Periode 2004 kuartal 1-2015 kuartal 4

Gambar 1.2. menunjukkan perkembangan neraca keuangan Indonesia periode 2004-2015. Tahun 2004-2007 pergerakan neraca keuangan Indonesia masih stabil, bahkan cenderung meningkat, namun tahun 2008 neraca keuangan Indonesia mengalami penurunan esktrim hingga memiliki nilai minus. Ketidakstabilan perekonomian dunia yang ditunjukkan dengan indikator memburuknya pasar finansial global. Memburuknya pasar finansial global mendorong aliran modal ke *emerging countries* semakin rentan terhadap terjadinya arus pembalikan (*capital*

reversal) (Bank Indonesia, 2008). Masalah yang dihadapi oleh Indonesia tahun 2008, tidak berlangsung lama sebab tahun 2009-2010 neraca keuangan Indonesia terus mengalami peningkatan. Tahun 2011 neraca pembayaran kembali mengalami penurunan. Penyebab penurunan neraca keuangan Indonesia tahun 2011 yaitu ketidakpastian yang muncul akibat krisis utang Eropa dan kekhawatiran terhadap prospek pemulihan perekonomian AS (Bank Indonesia, 2011). Tahun 2013 dan 2015 neraca pembayaran kembali mengalami penurunan. Penyebab penurunan neraca keuangan Indonesia tahun 2013 dan 2015 yaitu ketidakpastian di pasar keuangan global terkait isu pengurangan stimulus moneter (*tapering off*) di Amerika Serikat. Gejolak di pasar keuangan yang terjadi memicu aliran modal asing keluar dari negara emerging market menuju negara maju, terutama AS



Sumber: Bank Indonesia, 2004-2015

Gambar 1.2.
Perkembangan Neraca Keuangan Indonesia
Tahun 2004-2015

Pertumbuhan ekonomi berhubungan positif dengan *international financial integration*. Indikator kinerja ekonomi yang baik pada suatu negara diukur dengan pertumbuhan ekonomi tinggi (Dausa dan Kassim, 2009). Negara yang memiliki pertumbuhan ekonomi yang tinggi, menunjukkan kondisi makroekonomi yang relatif baik sehingga resiko untuk berinvestasi kecil (Derusia, 2012). Resiko investasi yang relatif kecil dapat mendorong arus modal masuk dan meningkatkan derajat *international financial integration*. Menurut Vo dan Daly (2004), juga menegaskan bahwa pertumbuhan ekonomi tinggi memacu aliran modal asing dan meningkatkan derajat *international financial integration*.

Inflasi memiliki hubungan negatif dengan *international financial integration*. Inflasi merupakan permasalahan ekonomi yang dapat mengganggu aktivitas ekonomi. Inflasi akan mendistorsi daya beli dan menjadi ancaman bagi investor. Inflasi menjadi ancaman besar bagi investor sebab inflasi yang terlalu tinggi memberikan tanda *overheated economy* sehingga mengurangi arus masuk modal asing (Onuorah dan Akujuobi, 2013). Lemmen dan Eijffinger (1996) dalam Garali dan Othamani (2015) menunjukkan bahwa tingkat inflasi secara signifikan dan berpengaruh negatif terhadap integrasi keuangan internasional di Uni Eropa. Negara dengan tingkat inflasi yang tinggi akan memiliki mata uang domestik terdepresiasi dan menciptakan kondisi yang tidak menguntungkan bagi investor asing sehingga menyebabkan arus modal masuk yang lebih rendah (Garali dan Othamani, 2015). Aliran modal asing yang masuk ke dalam negeri rendah berdampak pada penurunan derajat *international financial integration* (Garali dan Othamani, 2015).

Financial development berhubungan positif dengan *international financial integration*. *Financial development* berperan penting dalam sektor keuangan. *Financial development* memberikan informasi mengenai investasi, mengoptimalkan alokasi modal, mobilisasi modal, dan mendorong FDI masuk dalam negeri (Ray, 2010). Levine dan Zervos (1996) dalam (Garali dan Othamani, 2015) menyebutkan bahwa peningkatan *financial development* yang diukur dengan rasio jumlah uang beredar terhadap Produk Domestik Bruto dapat mendorong peningkatan *international financial integration*.

Keterbukaan perdagangan berhubungan positif dengan *international financial integration*. Kebijakan keterbukaan perdagangan dapat dilihat dari rasio volume perdagangan terhadap PDB. Keterbukaan perdagangan didefinisikan sebagai penghapusan kebijakan perdagangan internasional yang berupa pajak atau tarif impor, peraturan, dan prosedur administrasi yang menghambat aliran barang, jasa, dan modal dari satu perbatasan negara lain (Agboola, 2004). Adanya keterbukaan bertujuan untuk merangsang produksi, *protecting efficiency*, dan membantu mengurangi biaya produksi (Asongo dkk., 2013). Yi (2003) menyebutkan sebuah negara yang memiliki kinerja ekonomi yang baik dan keterbukaan perdagangan yang baik dapat meningkatkan *international financial integration*. Teori keuangan internasional juga berpendapat bahwa keterbukaan perdagangan mendorong *international financial integration* (Arfaoui dan Abaoub, 2010). Lane dan Milesi (2003), Vo dan Daly (2007), juga mendukung bahwa keterbukaan perdagangan berhubungan positif terhadap *international financial integration*.

Menurut Bilawal dkk (2014), kurs merupakan faktor paling penting dalam perekonomian terbuka dan memiliki efek langsung pada faktor-faktor ekonomi makro seperti investasi. Kurs berhubungan positif dengan *international financial integration*. Perubahan yang secara tiba-tiba dan tidak bisa diduga pada kurs mempengaruhi minat investor. Depresiasi kurs domestik memotivasi investor asing untuk berinvestasi karena *return* yang lebih tinggi (Waqas dkk, 2015). *Return* tinggi diakibatkan oleh suku bunga domestik yang ditetapkan oleh bank sentral lebih tinggi dibandingkan suku bunga asing. Kondisi ini banyak menyerap arus modal asing masuk sehingga mendorong peningkatan *international financial integration*.

Suku bunga dunia sangat berkaitan dengan *international financial integration*. Investasi yang mengalir ke negara-negara berkembang sangat sensitif terhadap perbedaan suku bunga dunia. Tingkat bunga dunia merupakan sinyal yang efektif dan berisi informasi untuk merangsang mobilitas modal (Arfaoui dan Abaoub, 2010). Penurunan suku bunga internasional dapat diartikan sebagai prasyarat untuk peningkatan investasi dan pengurangan biaya modal di negara sedang berkembang. Investasi cenderung mengalir ke negara-negara dengan suku bunga domestik lebih tinggi dari suku bunga internasional (Gumus dkk, 2013). Tingkat suku bunga di dalam negeri lebih tinggi daripada tingkat suku bunga di luar negeri, maka lebih menguntungkan jika para investor melakukan pembelian investasi portofolio dalam negeri, tetapi sebaliknya, tingkat suku bunga di dalam negeri lebih rendah daripada tingkat suku bunga di luar negeri, maka lebih menguntungkan jika para investor melakukan pembelian investasi portofolio asing (Waqas dkk, 2015).

Garali dan Othamani (2015) telah melakukan penelitian tentang *international financial integration*. Objek penelitian Garali dan Othamani (2015) di negara MENA (*Middle East and North Africa*) periode 2006-2012. Tujuan penelitian yang dilakukan Garali dan Othamani (2015) yaitu menganalisis *international financial integration* di negara MENA (*Middle East and North Africa*). Variabel dependen *external debt* sebagai proksi *international financial integration* sedangkan variabel independen keterbukaan perdagangan, tingkat pendidikan, *financial development*, tingkat inflasi, nilai tukar, dan *dummy* krisis keuangan tahun 2008, serta kebijakan pajak. Metode penelitian yang digunakan yaitu regresi data panel. Kesimpulan yang diperoleh dari penelitian Garali dan Othamani (2015) yaitu keterbukaan perdagangan berdampak positif signifikan terhadap *international financial integration*, *financial development* berdampak negatif signifikan terhadap *international financial integration*, nilai tukar berdampak negatif signifikan terhadap *international financial integration*.

Research gap studi ini dengan penelitian Garali dan Othamani (2015) yaitu (1) Objek penelitian Garali dan Othamani (2015) di negara MENA (*Middle East and North Africa*) periode 2006-2012 sedangkan studi ini menggunakan negara Indonesia dengan periode 2004 kuartal 1 sampai 2015 kuartal 4, (2) Penelitian Garali dan Othamani (2015) menggunakan variabel dependen *external debt* sebagai proksi *international financial integration* sedangkan studi ini menggunakan rasio jumlah *FDI inflow*, *FDI outflow*, aset, dan kewajiban terhadap PDB sebagai proksi *international financial integration*, dan (3) metode yang digunakan Garali dan Othamani (2015) yaitu regresi data panel sedangkan studi ini VECM, serta (4)

variabel independen penelitian Garali dan Othamani (2015) menggunakan keterbukaan perdagangan, tingkat pendidikan, *financial development*, tingkat inflasi, nilai tukar, dan *dummy* krisis keuangan tahun 2008, serta kebijakan pajak sedangkan studi ini menggunakan variabel independen pertumbuhan ekonomi, inflasi, *financial development*, keterbukaan perdagangan, kurs rupiah/USD, suku bunga *The Fed*, dan *gross fixed capital formation*

Berdasarkan latar belakang yang telah dijelaskan, alasan yang mendasari studi ini yaitu (1) isu globalisasi ekonomi membuat proses integrasi berbagai perekonomian dunia sehingga dapat menciptakan perekonomian global dan berakibat semakin banyaknya pembuat keputusan ekonomi global, (2) fenomena *international financial integration* di seluruh dunia meningkat dan menjadi topik yang menarik untuk dianalisis, (3) fenomena sektor keuangan internasional Indonesia beberapa tahun terakhir telah berubah menjadi lebih terbuka untuk negara asing, dan (4) implementasi dari kebijakan *international financial integration* lebih banyak mendapat keuntungan daripada kerugian. Arti penting studi ini yaitu memberikan kontribusi pada penelitian empiris dan dapat dijadikan referensi kebijakan dalam hal determinan *international financial integration* dalam jangka panjang di Indonesia.

Studi ini menggunakan periode penelitian tahun 2004 kuartal 1-2015 kuartal 4 dan menggunakan metode penelitian VECM. Penggunaan metode VECM karena mampu melihat lebih banyak variabel dalam menganalisis fenomena ekonomi jangka pendek dan jangka panjang (Gujarati dan Porter, 2009:490). Studi ini bertujuan untuk menganalisis fenomena *international financial integration* di Indonesia sehingga

ditulis judul “**Analisis Determinan *International Financial Integration* di Indonesia**”. Berdasarkan penelitian Garali dan Othamani (2015) yang berjudul “*The determinants of international financial integration in the MENA*” kemudian memodifikasi variabel dengan jurnal pendukung dari penelitian Arfaoui dan Abaoub (2010), maka determinan *International Financial Integration* di Indonesia yaitu pertumbuhan ekonomi, inflasi, *financial development*, keterbukaan perdagangan, kurs rupiah/USD, suku bunga *The Fed*, dan *gross fixed capital formation*.

1.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan, maka rumusan masalah penelitian ini adalah: apakah pertumbuhan ekonomi, inflasi, *financial development*, keterbukaan perdagangan, kurs rupiah/USD, suku bunga *The Fed*, dan *gross fixed capital formation* berpengaruh terhadap *international financial integration* dalam jangka panjang?

1.3. Tujuan Penelitian

Sesuai dengan rumusan masalah di atas, tujuan yang hendak dicapai dalam penelitian ini adalah: menguji dan menganalisis pengaruh pertumbuhan ekonomi, inflasi, *financial development*, keterbukaan perdagangan, kurs rupiah/USD, suku bunga *The Fed*, dan *gross fixed capital formation* terhadap *international financial integration* dalam jangka panjang.

1.4. Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat, antara lain:

1. Diharapkan dapat menjadi bahan acuan bagi penelitian selanjutnya dan dapat menjadi referensi dalam pengembangan ilmu ekonomi khususnya ilmu ekonomi internasional.
2. Sebagai sumbangan pemikiran, serta perbandingan bagi peneliti lain dalam penelitian yang lebih lanjut khususnya dalam bidang ekonomi internasional.

1.5. Sistematika Skripsi

Sistematika penulisan dalam skripsi ini, yaitu:

BAB 1 : PENDAHULUAN

Memuat latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, serta sistematika penulisan.

BAB 2 : TINJAUAN PUSTAKA

Memuat landasan teori atau kerangka konsep yang sesuai dengan permasalahan yang akan dibahas. Selain itu juga dikemukakan penelitian sebelumnya yang memiliki kesamaan dengan penelitian ini, serta hipotesis dan metode analisis.

BAB 3 : METODE PENELITIAN

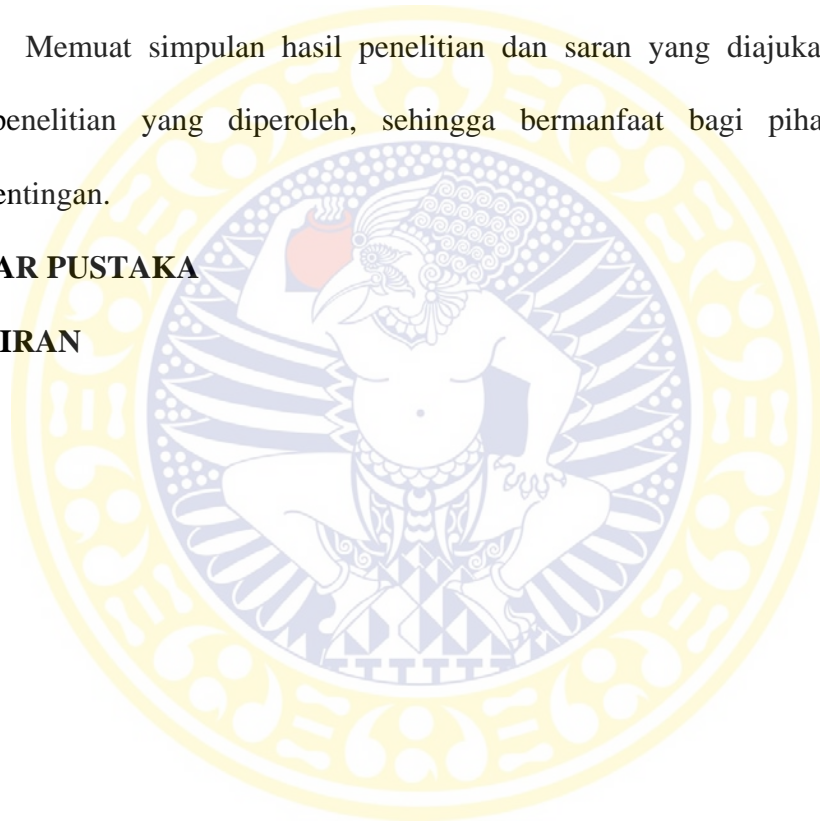
Membuat pendekatan penelitian yang digunakan, identifikasi variabel, definisi operasional variabel, jenis dan sumber data, prosedur pengumpulan data dan teknik analisis.

BAB 4 : HASIL DAN PEMBAHASAN

Menurut gambaran umum dari beberapa variabel operasional selama periode penelitian, deskripsi hasil uji empiris, analisis model, pembuktian hipotesis, pembahasan, dan keterbatasan penelitian.

BAB 5 : SIMPULAN DAN SARAN

Memuat simpulan hasil penelitian dan saran yang diajukan berdasarkan hasil penelitian yang diperoleh, sehingga bermanfaat bagi pihak-pihak yang berkepentingan.

DAFTAR PUSTAKA**LAMPIRAN**

BAB 2

TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Landasan Teori

2.1.1. Teori Integrasi Ekonomi

Integrasi ekonomi menurut Ballasa (1961) dalam Hosny (2013) adalah sebuah penghapusan diskriminasi atau hambatan di dalam sebuah area. Prinsip dasar integrasi ekonomi adalah penghapusan hambatan perdagangan antara dua negara atau lebih. Machlup (1977) dalam Hosny (2013) menyatakan bahwa integrasi ekonomi adalah sebuah proses menyatukan beberapa wilayah menjadi sebuah wilayah ekonomi yang lebih besar. Integrasi ekonomi memiliki empat bentuk, yaitu (Ballasa, 1961) dalam Hosny (2013):

1. *Preferential Trade Arrangement* (PTA) dimana diterapkan tarif yang lebih rendah antara negara-negara yang terlibat dalam perjanjian daripada dengan negara non anggota,
2. *Free Trade Agreement* (FTA) adalah sebuah PTA apabila mereka sepakat untuk menghilangkan semua kewajiban impor atau hambatan-hambatan perdagangan baik dalam bentuk tarif maupun non tarif terhadap semua barang yang diperdagangkan diantara mereka, sedangkan terhadap negara-negara lain yang bukan merupakan anggota masih tetap diperlakukan menurut ketentuan di masing-masing negara. Setiap negara anggota bebas menentukan tarifnya terhadap arus perdagangan internasional dari negara-negara bukan anggota,
3. *Customs Unions* (CU) sebuah FTA dimana setiap negara anggota sepakat untuk menghilangkan semua kewajiban impor atau hambatan-hambatan

perdagangan dalam bentuk tarif maupun non tarif terhadap semua barang dan jasa yang diperdagangkan di antara sesama anggota, sedangkan terhadap negara-negara lain yang bukan anggota juga akan diberlakukan penyeragaman ketentuan.

4. *Common Market* (CM) adalah sebuah *Customs Unions* dimana mengizinkan adanya perpindahan yang bebas seluruh faktor produksi di antara.

Menurut teori tradisional integrasi ekonomi sebuah integrasi ekonomi dapat menyebabkan terjadinya *trade creation* dan *trade diversion*. Menurut Viner (1950) dalam Hosny (2013) *trade creation* adalah sebuah kondisi dimana dua negara atau lebih tergabung dalam sebuah perjanjian perdagangan, dan terjadi perpindahan konsumsi dari produk domestik yang bersifat *high-cost* ke produk impor yang bersifat *low-cost*. *Trade diversion* sebuah kondisi dimana terjadi perpindahan konsumsi dari produk yang bersifat *low-cost* dari negara non anggota ke produksi yang bersifat *high-cost* dari negara anggota.

Secara umum teori integrasi yang dikemukakan Viner (1950) menyatakan bahwa integrasi ekonomi hanya dapat memberikan lebih banyak kerugian daripada keuntungan yang dihasilkan, kecuali terhadap negara-negara yang memiliki perekonomian yang kuat dibidang industri. Hal tersebut dikritik oleh Lipsey (1957) dalam Hosny (2013), menurut Lipsey (1957) kesejahteraan diukur dari sisi produksi dan sisi konsumsi, sementara teori integrasi ekonomi Viner hanya menjelaskan integrasi ekonomi dari sisi produksi saja. Ketika sebuah integrasi ekonomi terbentuk, harga relatif pada pasar domestik setiap negara anggota berubah yang merupakan akibat dari pengurangan atau penghapusan tarif.

Perubahan harga tersebut memberikan dua efek, yakni efek terhadap produksi (*trade creation* dan *trade diversion*) dan efek terhadap konsumsi yakni meningkatkan konsumsi pada produk-produk antar anggota integrasi dan mengurangi konsumsi terhadap produk-produk non-anggota integrasi.

Tabel 2.1
Teori Tradisional Integrasi Ekonomi dan Teori Modern Integrasi Ekonomi

Teori Tradisional	Teori Modern
Substitusi Impor	Orientasi Ekspor
<i>Planned allocation of resources</i>	<i>Market allocation of resources</i>
Dipimpin oleh pemerintah	Dipimpin oleh <i>private firms</i>
Mengutamakan produk-produk industri	Barang, jasa, dan investasi

Sumber : Lawrence (1997) dalam Hosny (2013)

Teori integrasi modern yang dikemukakan oleh Ballasa (1962) dan Cooper dan Massel (1965) dalam Hosny (2013) menjelaskan prinsip dasar teori integrasi dinamis akan memberikan dampak memperbesar skala ekonomi, perubahan teknologi, terjadi integrasi dalam struktur pasar, peningkatan produktivitas, dan peningkatan aktivitas investasi. Lawrence (1997) dalam Hosny (2013) mengelompokkan perbedaan antara teori tradisional integrasi ekonomi dan teori modern integrasi ekonomi (Tabel 2.1).

Dunning dan Robson (1998) dalam Hosny (2013) mengemukakan bahwa integrasi ekonomi memberikan dampak *investment creation* dan *investment diversion*. Ketika hambatan investasi dihapus, maka akan terjadi *investment creation*, yaitu ketika beralihnya produksi dari sumberdaya yang bersifat *high-cost* ke produksi yang memiliki sumberdaya *low-cost* antar anggota integrasi.

Investment diversion terjadi ketika beralihnya produksi dari sumberdaya *low-cost* dari negara non-anggota integrasi ke produksi dengan sumberdaya yang bersifat *high-cost* ke sesama anggota integrasi.

2.1.2. Teori *International Financial Integration*

International financial integration imbas dari globalisasi ekonomi yang tidak adanya batasan untuk berinvestasi. *International financial integration* merupakan suatu proses dimana negara berkembang dan negara maju meliberalisasikan neraca modal yang ada dengan menghapus kontrol, pajak, subsidi, dan pembatasan kuantitatif yang mempengaruhi transaksi neraca modal (Aloui dan Saidi, 2010). Pergerakan *International financial integration* muncul sebagai *intermediate step* untuk meninggalkan *system of full control of capital* dan sebagai titik awal untuk pembangunan ekonomi berkelanjutan (Aloui dan Saidi, 2010). *International financial integration* menjadi keputusan pemerintah suatu negara untuk berpindah dari *closed capital account regime*, di mana modal tidak bisa bergerak bebas di dalam dan luar negeri, menjadi *open capital account regime*, di mana modal dapat bergerak bebas di dalam maupun luar negeri (Henry, 2006).

Pengukuran *international financial integration* suatu negara adalah tugas yang rumit. Pengukuran *international financial integration* dibangun oleh *International Monetary Fund's* (IMF). Derajat *international financial integration* dapat diukur dengan dua cara, yaitu *de jure* dan *de facto* (Alfaro dan Charlton, 2006). *De jure* mengukur pembatasan regulasi atas transaksi rekening modal dan tidak mencerminkan perkembangan *capital inflow* yang sebenarnya sehingga

tidak dapat digunakan untuk mengukur *international financial integration* sedangkan *de facto* mengukur derajat keterbukaan neraca modal yang sebenarnya (Chinn, 2007). *De facto* dapat diukur dengan cara:

1. $[(\text{jumlah aset} + \text{jumlah kewajiban})/\text{PDB}] * 100\%$
2. $[(\text{jumlah kewajiban})/\text{PDB}] * 100\%$
3. $[(\text{jumlah FDI inflow} + \text{FDI outflow})/\text{PDB}] * 100\%$
4. $[(\text{jumlah FDI outflow} + \text{asset equity})/\text{PDB}] * 100\%$
5. $[(\text{jumlah FDI inflow} + \text{FDI outflow} + \text{aset} + \text{kewajiban})/\text{PDB}] * 100\%$

Model neoklasik, *international financial integration* memfasilitasi alokasi internasional yang lebih efisien dari sumber daya. Sumber daya mengalir dari negara maju dengan modal berlimpah ke negara berkembang yang modal sangat kurang sehingga pengembalian modal yang tinggi (Vo dan Daly, 2004). Aliran modal ke negara berkembang mengurangi biaya modal, sehingga memicu peningkatan investasi dan pertumbuhan ekonomi negara berkembang serta menyebabkan peningkatan standar hidup masyarakat negara berkembang (Derusia, 2012).

Muncul sebuah perdebatan panjang tentang pengaruh dari pergerakan *international financial integration* terhadap perekonomian suatu negara. Ada beberapa pendapat bahwa kebijakan *international financial integration* adalah suatu kebijakan yang mampu memajukan atau mendorong perekonomian sebuah negara (Edison, 2012). Alasan setuju dengan kebijakan *international financial integration* karena *international financial integration* dianggap menguntungkan sebuah negara sebab adanya *international financial integration*, diharapkan akan

ada banyak *capital inflow* untuk mendukung perekonomian suatu negara. Selain itu, dampak dari pergerakan *international financial integration* adalah sistem keuangan domestik dengan pasar keuangan internasional terintegrasi sebab tujuan akhir *international financial integration* pada dasarnya adalah untuk mempercepat integrasi perekonomian negara-negara sedang berkembang ke dalam sistem perekonomian pasar global berdasarkan kapitalisme (Shahbaz dkk.,2008). Pendapat yang tidak setuju bahwa *international financial integration* mampu memajukan atau mendorong perekonomian sebuah negara karena *international financial integration* sebagai akar penyebab krisis keuangan yang dialami oleh banyak negara (Kose dkk, 2009).

Teori Mundel Fleming merupakan pendukung atas terciptanya integrasi pasar modal. Negara-negara yang tidak melakukan integrasi pasar modal harus berhadapan dengan *asymmetric shocks* yang muncul sebagai akibat dari ketidakstabilan lalu lintas modal. Teori Mundell Fleming dalam Arifin dkk, (2007:24) pada dasarnya sangat diwarnai oleh situasi perekonomian dunia yang telah terjadi mobilitas modal sempurna. Artinya, perekonomian bisa meminjam atau memberi pinjaman sebanyak yang ia inginkan di pasar keuangan dunia dan, sebagai akibatnya tingkat bunga perekonomian (r) ditentukan oleh tingkat bunga dunia (r^*). Tingkat bunga dunia ini diasumsikan tetap secara eksogen karena perekonomian tersebut relatif kecil dibandingkan perekonomian dunia sehingga bisa meminjam atau memberi pinjaman sebanyak yang diinginkan di pasar keuangan dunia tanpa mempengaruhi tingkat bunga dunia. Mobilitas modal sempurna menjadi faktor munculnya *international financial integration*.

2.1.3. Teori Investasi

Investasi dapat diartikan sebagai upaya menambah modal dalam rangka menunjang perekonomian (Mankiw, 2006:425). Konsep efisiensi marjinal dari investasi atau *marginal efficiency of investment* (MEI) menerangkan tentang sifat hubungan diantara besarnya (jumlah) investasi yang akan dilakukan dengan tingkat suku bunga. Keynes menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang berbanding terbalik (negatif) antara investasi dengan tingkat suku bunga yang akan dilakukan pada suatu periode tertentu. Suku bunga yang tinggi mengurangi investasi dan sebaliknya semakin rendah suku bunga, maka semakin besar investasi. Teori Investasi pada umumnya menjelaskan faktor-faktor yang mempengaruhi investasi. Beberapa faktor yang kuat pengaruhnya terhadap investasi antara lain tingkat bunga, penyusutan, kebijaksanaan perpajakan, serta perkiraan (*expectation*) tentang penjualan serta kebijakan ekonomi (Mishkin, 2009:324).

Dorongan utama timbulnya perencanaan dalam negara-negara modern, adalah keinginan untuk mencapai tingkat investasi yang jauh lebih tinggi dibanding masyarakat yang tidak berencana. Penanaman modal harus sebanding dengan tabungan, baik tabungan dalam negeri maupun tabungan luar negeri (Mankiw, 2006:435).

Keynes berpendapat bahwa fungsi konsumsi yang menentukan tingkat tabungan itu relatif stabil, tetapi investasi relatif tidak stabil. Investasi terutama bergantung pada antisipasi (perkiraan) para pengusaha terhadap apa atau berapa yang dapat dijual atau dipasarkan di masa medatang. Apabila para pengusaha

optimis memperkirakan pasarnya akan meluas dan harga-harga meningkat, maka dengan mudah mereka akan meningkatkan investasi walaupun harus membayar dengan bunga yang tinggi (Mishkin, 2009:156).

Teori ekonomi mengartikan atau mendefinisikan investasi sebagai pengeluaran-pengeluaran untuk membeli barang-barang modal dan peralatan produksi dengan tujuan untuk mengganti dan terutama menambah barang-barang modal dalam perekonomian yang akan digunakan untuk memproduksi barang dan jasa di masa mendatang (Onuorah dan Akujobi, 2013). Dornbusch & Fischer berpendapat bahwa investasi adalah permintaan barang dan jasa untuk menciptakan atau menambah kapasitas produksi atau pendapatan di masa mendatang untuk dapat menciptakan pertumbuhan ekonomi.

2.1.3. Teori Permintaan Aset

Aset adalah suatu bentuk kepemilikan yang berfungsi sebagai alat penyimpan nilai (Mishkin, 2009:126). Menghadapi pertanyaan alasan membeli dan memegang aset atau membeli satu aset daripada aset yang lain, seseorang harus memperhatikan faktor-faktor berikut:

1. Kekayaan, yaitu keseluruhan sumber daya yang dimiliki oleh individu, termasuk semua aset. Apabila diasumsikan faktor lain adalah tetap, peningkatan kekayaan menaikkan jumlah permintaan dari suatu aset.
2. Tingkat imbal hasil pada suatu aset adalah tingkat penambahan dalam nilai aset tersebut per satuan unit waktu (Abel dan Bernake, 2008:118). Tentu saja, seseorang tidak selalu mengetahui secara rinci imbal hasil apa yang akan diperoleh. Sebagai contoh, harga saham dapat naik dan turun. Oleh karena itu,

pemilik kekayaan harus melandaskan keputusan alokasi portofolio pada imbal hasil yang diharapkan. Peningkatan pada perkiraan imbal hasil dari suatu aset relatif terhadap aset alternatif, dengan asumsi faktor lain adalah tetap, maka akan meningkatkan permintaan atas aset tersebut.

3. Resiko, yaitu derajat ketidakpastian yang terkait dengan imbal hasil.

Resiko pada satu aset relatif terhadap aset yang lain bergantung dari aset yang dimiliki. Apabila diasumsikan faktor lain adalah tetap, peningkatan resiko suatu aset relatif terhadap aset alternatif, maka jumlah permintaan atas aset tersebut akan turun. Oleh karena itu, setiap orang akan memilih memiliki aset yang beresiko hanya jika mereka memiliki ekspektasi imbal hasil daripada aset yang relatif aman seperti surat hutang pemerintah.

4. Likuiditas, yaitu kecepatan dan kemudahan suatu aset untuk diubah menjadi uang. Likuiditas relatif terhadap aset yang lain. Semakin likuid suatu aset relatif terhadap aset lain, diasumsikan faktor lain adalah tetap, aset tersebut semakin menarik dan semakin besar jumlah yang diminta.

Teori Permintaan Aset menyatakan bahwa asumsi faktor lain adalah tetap:

1. Jumlah permintaan suatu aset berhubungan positif dengan kekayaan.
2. Jumlah permintaan aset berhubungan positif dengan *return* relatif.
3. Jumlah permintaan suatu aset berhubungan negatif dengan resiko imbal hasil relatif terhadap aset alternatif.
4. Jumlah permintaan suatu aset berhubungan positif dengan likuiditas relatif terhadap aset alternatif.

2.1.3. Teori Paritas Suku Bunga

Menurut teori paritas tingkat suku bunga, tingkat suku bunga dalam perekonomian yang relatif kecil dan terbuka penuh terhadap hubungan ekonomi dunia, maka akan cenderung sama dengan tingkat suku bunga di pasar internasional (Nasution, 2010:141). Dalam jangka panjang, teori paritas suku bunga mengasumsikan lagi bahwa tidak ada hambatan lalu lintas modal dan ekonomi nasional sudah menyatu dengan perekonomian dunia (Nasution, 2010:142). Sehingga dalam jangka panjang tersebut, perbedaan tingkat suku bunga antara negara yang satu dengan negara yang lain hanya menunjukkan pertumbuhan nilai tukar antara nilai mata uang kedua negara tersebut.

Teori paritas tingkat suku bunga juga menunjukkan suatu keadaan dimana masyarakat tidak akan mendapatkan keuntungan apapun bila menginvestasikan uang mereka di luar negeri, hanya jika perbedaan tingkat suku bunga tabungan domestik dan luar negeri akan sama dengan tingkat *swap*, yaitu perbedaan antara kurs di masa yang akan datang dan nilai tukar spot relatif terhadap nilai tukar spot. Secara sistematis dapat ditulis dalam persamaan sebagai berikut :

$$i - i^* = \frac{f - e}{e}$$

Dimana :

i = tingkat suku bunga tabungan/deposito domestik

i^* = tingkat suku bunga tabungan/deposito luar negeri

f = nilai tukar di masa yang akan datang

e = nilai tukar spot

Sisi kiri persamaan di atas menunjukkan keuntungan atau kerugian yang diperoleh dengan menyimpan aset dalam aset dalam mata uang domestik. Jika $i > i^*$, maka terdapat keuntungan yang diperoleh dalam menyimpan aset domestik, dan sebaliknya. Sedangkan sisi kanan mencerminkan resiko atau keuntungan yang harus ditanggung sehubungan dengan perubahan nilai tukar. Keseimbangan terjadi jika keuntungan yang diperoleh dalam menyimpan aset mata uang domestik sama dengan resiko kerugian yang akan diterima sehubungan dengan perubahan nilai tukar atau kerugian dalam menyimpan aset domestik sama dengan keuntungan yang diperoleh sehubungan dengan perubahan nilai tukar. Jika $(i > i^*) > (f > e)$, maka akan lebih menguntungkan menyimpan aset dalam bentuk mata uang domestik atau sebaliknya. Aliran modal masuk juga dijelaskan melalui teori paritas tingkat suku bunga yang menjelaskan bahwa dalam sistem devisa bebas tingkat bunga di suatu negara akan cenderung sama dengan tingkat bunga di negara lain,

2.1.4. Hubungan Pertumbuhan Ekonomi dengan *International Financial Integration*

Pertumbuhan ekonomi merupakan masalah perekonomian suatu negara dalam jangka panjang menuju keadaan yang lebih baik selama periode tertentu dapat dikaitkan juga sebagai keadaan kenaikan kapasitas produksi suatu perekonomian yang diwujudkan dalam bentuk kenaikan pendapatan nasional. Adanya pertumbuhan ekonomi merupakan indikasi keberhasilan pembangunan ekonomi (Ernita dkk, 2013). Analisis makro menunjukkan bahwa pertumbuhan ekonomi yang dicapai oleh satu negara diukur dari perimbangan pendapatan nasional riil yang dicapai satu negara (Ernita dkk, 2013).

Setiap negara akan berusaha keras untuk mencapai pertumbuhan ekonomi yang optimal. Pertumbuhan ekonomi mencerminkan kegiatan ekonomi suatu negara. Pertumbuhan ekonomi dapat bernilai positif dan bernilai negatif, jika pada suatu periode perekonomian mengalami pertumbuhan positif, berarti kegiatan ekonomi pada periode tersebut mengalami peningkatan sedangkan jika pada suatu periode (Sufyati, 2012). Pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan adalah pertumbuhan yang ditopang oleh investasi. Pertumbuhan yang ditopang oleh investasi dianggap akan dapat meningkatkan produktivitas sehingga membantu meningkatkan pertumbuhan ekonomi (Ernita dkk, 2013).

Pertumbuhan ekonomi dijadikan indikator bagi investor untuk melakukan investasi pada suatu negara. Negara yang memiliki pertumbuhan ekonomi yang tinggi, menunjukkan kondisi makroekonomi yang relatif baik sehingga resiko untuk berinvestasi kecil (Derusia, 2012). Resiko investasi yang relatif kecil dapat mendorong arus modal masuk dan meningkatkan derajat *international financial integration*. Menurut Vo dan Daly (2004), juga menegaskan bahwa pertumbuhan ekonomi tinggi memacu aliran modal asing dan meningkatkan derajat *international financial integration*.

2.1.5. Hubungan Inflasi dengan *International Financial Integration*

Inflasi merupakan suatu indikator yang sangat penting dalam pembangunan ekonomi suatu negara (Pratiwi, 2013). Pencapaian inflasi rendah menjadi prasyarat bagi tercapainya sasaran makroekonomi lainnya, seperti pertumbuhan ekonomi dan penyediaan lapangan kerja yang seluas-luasnya. Pemilihan kestabilan harga sebagai sasaran akhir kebijakan moneter

dilatarbelakangi oleh realita bahwa inflasi yang tinggi menimbulkan dampak negatif dan ketidakstabilan bagi perekonomian (Pratiwi, 2013). Menurut Dwiantoro (2004), Inflasi merupakan salah satu peristiwa moneter yang menunjukkan suatu kecenderungan akan naiknya harga barang-barang secara umum yang berarti terjadi penurunan nilai uang. Kenaikan harga dari satu atau dua jenis barang tidak dapat dikatakan inflasi, kecuali keadaan tersebut meluas hingga mengakibatkan kenaikan barang-barang lainnya. Inflasi terjadi karena jumlah uang yang diedarkan melebihi jumlah uang yang dibutuhkan masyarakat sehingga terdapat kelebihan dana di masyarakat. Inflasi yang tinggi akan menghambat laju pertumbuhan ekonomi. Jika harga umum mengalami kenaikan, maka daya beli masyarakat menjadi berkurang karena pendapatan riil masyarakat yang turun. Turunnya daya beli masyarakat suatu negara menggambarkan terhambatnya pertumbuhan ekonomi di negara tersebut.

Inflasi memiliki hubungan negatif dengan *international financial integration*. Inflasi merupakan permasalahan ekonomi yang dapat mengganggu aktivitas ekonomi. Inflasi akan mendistorsi daya beli dan menjadi ancaman bagi investor. Inflasi menjadi ancaman besar bagi investor sebab inflasi yang terlalu tinggi memberikan tanda *overheated economy* sehingga mengurangi arus masuk modal asing (Onuorah dan Akujuobi, 2013). Lemmen dan Eijffinger (1996) dalam Garali dan Othamani (2015) menunjukkan bahwa tingkat inflasi secara signifikan dan berpengaruh negatif terhadap integrasi keuangan internasional di Uni Eropa. Negara dengan tingkat inflasi yang tinggi akan memiliki mata uang domestik terdepresiasi dan menciptakan kondisi yang tidak menguntungkan bagi investor

asing sehingga menyebabkan arus modal masuk yang lebih rendah (Garali dan Othamani, 2015). Aliran modal asing yang masuk ke dalam negeri rendah berdampak pada penurunan derajat *international financial integration* (Garali dan Othamani, 2015).

2.1.6. Hubungan *Financial Development* dengan *International Financial Integration*

Sektor keuangan memegang peranan yang sangat signifikan dalam memicu pertumbuhan ekonomi suatu negara (Fabya, 2011). Sektor keuangan menjadi lokomotif pertumbuhan sektor riil melalui akumulasi kapital dan inovasi teknologi. Lebih tepatnya, sektor keuangan mampu memobilisasi tabungan. Sektor keuangan menyediakan para peminjam berbagai instrumen keuangan dengan kualitas tinggi dan resiko rendah (Fabya, 2011). Hal ini akan menambah investasi dan akhirnya mempercepat pertumbuhan ekonomi. Di lain pihak, terjadinya *asymmetric information*, yang dimanifestasikan dalam bentuk tingginya biaya-biaya transaksi dan biaya-biaya informasi dalam pasar keuangan dapat diminimalisasi, jika sektor keuangan berfungsi secara efisien (Fabya, 2011).

Financial development memberikan kontribusi terhadap pertumbuhan ekonomi dengan cara merangsang investasi di suatu negara melalui *the level and efficiency effects* (Onuonga, 2014). Efek efisiensi menunjukkan bahwa adanya reformasi dan penerapan peraturan di sektor keuangan akan menjamin transparansi dan sistem pelaporan yang tepat dalam sektor keuangan. Kepercayaan investor dapat menarik investor domestik dan asing. Efek efisiensi berpendapat bahwa sektor keuangan mengalokasikan sumber daya keuangan untuk proyek-proyek yang paling menguntungkan. Sektor keuangan memobilisasi

tabungan, mengalokasikan sumber daya secara efisien, meringankan masalah informasi asimetris, memonitor perusahaan, mengelola risiko dan mengurangi biaya transaksi antara lain; semua ini, menurut hipotesis kontribusi positif bagi pertumbuhan ekonomi.

Financial development berhubungan positif dengan *capital flow liberalization*. *Financial development* berperan penting dalam sektor keuangan. *Financial development* memberikan suatu informasi investasi, mengoptimalkan alokasi modal, mobilisasi modal, dan mendorong FDI masuk dalam negeri (Ray, 2010). Levine dan Zervos (1996) dalam (Garali dan Othamani, 2015) menyebutkan bahwa peningkatan *financial development* yang diukur dengan rasio jumlah uang beredar terhadap Produk Domestik Bruto dapat mendorong peningkatan *international financial integration*.

2.1.7. Hubungan Trade Openness dengan International Financial Integration

Dasar pengertian dari perdagangan antar negara terdapat pada teori klasik keunggulan komparatif yang dikembangkan oleh Torrens pada tahun 1815 dan Richardo pada tahun 1817 (El-Agraa, 1983) dalam (Fabya, 2011). Suatu negara dikatakan memiliki keunggulan komparatif jika negara tersebut dapat memproduksi barang relatif lebih murah dibandingkan dengan negara lain. Suatu negara akan mengekspor barang jika memiliki keunggulan komparatif dan mengimpor suatu barang yang tidak memiliki keunggulan komparatif (Woodland, 1982) dalam (Fabya, 2011).

Trade openness akan memberikan manfaat bagi suatu negara dalam memperluas akses pasar yang lebih luas. Era globalisasi ini, menuntut suatu

negara untuk ikut berperan aktif dalam kegiatan internasional, seperti keterbukaan ekonomi yang lebih luas dan keterbukaan perdagangan yang lebih aktif. Keterbukaan perdagangan yang lebih aktif bisa dilakukan dengan mengurangi hambatan perdagangan antar mitra dagang utama. Seperti, dalam kebijakan tarif ekspor dan impor barang dan jasa. Keterbukaan Perdagangan yang dimaknai dengan berlangsungnya proses perdagangan internasional pada negara berkembang termasuk Indonesia tak lepas dari dorongan perkembangan di sektor keuangannya. Faktor pendukung dalam keterbukaan perdagangan ialah sektor keuangan. Sektor keuangan yang memiliki enam fungsi utama dalam perekonomian (Yi, 2003), yaitu: (1) menyediakan jasa pembayaran, (2) menyediakan para penabung dan investor, (3) menghasilkan dan menyebarkan informasi, (4) mengalokasikan pinjaman secara efisien, (5) risiko penentuan harga, risiko pengumpulan, dan risiko perdagangan, dan (6) meningkatkan likuiditas aset.

Trade openness berhubungan positif dengan *international financial integration*. Kebijakan keterbukaan perdagangan dapat dilihat dari rasio volume perdagangan terhadap PDB. Adanya keterbukaan bertujuan untuk merangsang produksi, *protecting efficiency*, dan membantu mengurangi biaya produksi (Asongo dkk., 2013). Yi (2003) menyebutkan sebuah negara yang memiliki kinerja ekonomi yang baik dan keterbukaan perdagangan yang baik dapat meningkatkan *international financial integration*. Teori keuangan internasional juga berpendapat bahwa keterbukaan perdagangan mendorong *international financial integration* (Arfaoui dan Abaoub, 2010). Lane dan Milesi (2003), Vo

dan Daly (2007), juga mendukung bahwa keterbukaan perdagangan berhubungan positif terhadap *international financial integration*.

2.1.8. Hubungan Kurs dengan *International Financial Integration*

Kurs didefinisikan sebagai harga dari mata uang asing dalam mata uang domestik, sehingga peningkatan kurs berarti meningkatnya harga dari valuta asing yang menyebabkan mata uang domestik depresiasi, sebaliknya jika terjadi penurunan jumlah unit mata uang domestik yang diperlukan untuk membeli satu unit valuta asing, berarti terjadi apresiasi (Nawatmi, 2012). Ada tiga jenis nilai tukar valas yaitu (Nawatmi, 2012): (1). *spot exchange rate* adalah sistem kurs yang berlaku adalah kurs pada saat transaksi jual beli terjadi, (2) *foward exchange rate* adalah sistem nilai tukar yang berlaku adalah nilai tukar pada perjanjian awal, pengiriman aset dan pembayaran dilakukan pada waktu yang akan datang, dan (3) *future exchange rate* nilai tukar yang berlaku adalah nilai tukar yang telah disesuaikan setiap hari selama periode kontrak, pengiriman aset dan pembayaran akan dilakukan pada waktu yang akan datang.

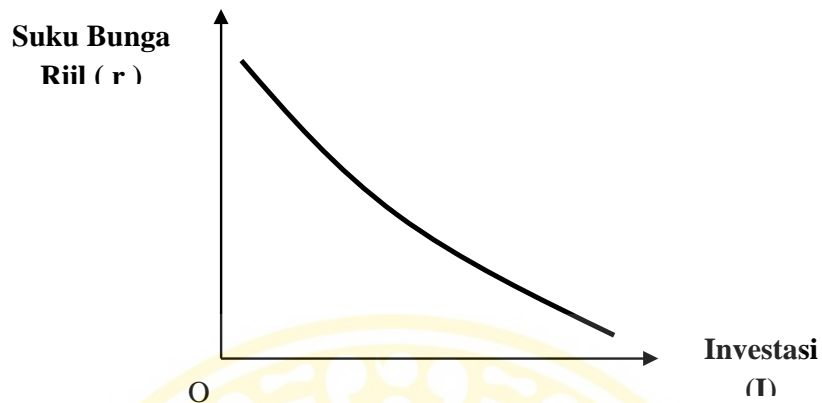
Menurut Bilawal dkk (2014), nilai tukar merupakan faktor paling penting dalam perekonomian terbuka dan memiliki efek langsung pada faktor-faktor ekonomi makro seperti investasi. Nilai tukar berhubungan positif dengan *international financial integration*. Perubahan yang secara tiba-tiba dan tidak bisa diduga pada nilai tukar mempengaruhi minat investor. Depresiasi mata uang domestik memotivasi investor asing untuk berinvestasi karena *return* yang lebih tinggi (Waqas dkk, 2015). *Return* tinggi diakibatkan oleh suku bunga domestik yang ditetapkan oleh bank sentral lebih tinggi dibandingkan suku bunga asing.

Kondisi ini banyak menyerap arus modal asing masuk sehingga mendorong peningkatan *international financial integration*.

2.1.9. Hubungan Suku Bunga dengan *International Financial Integration*

Teori investasi Neoklasik melihat tingkat investasi ditentukan oleh kecepatan perusahaan menyesuaikan stok modal dengan tingkat yang diinginkan. Stok modal yang diinginkan meningkat jika ekspektasi output yang direncanakan semakin besar dan biaya pengadaan barang modal semakin kecil (Dornbusch, 2008: 354). Menentukan biaya pengadaan modal (*cost of capital*), diasumsikan bahwa perusahaan membiayai pembelian modal dengan pinjaman dengan suku bunga i . Nilai mata uang naik sepanjang waktu, harga barang modal meningkat seiring peningkatan harga barang lainnya. Biaya riil menggunakan modal sepanjang tahun adalah pembayaran bunga nominal (i) dikurangi pendapatan modal nominal dari inflasi (π). Biaya riil ini disebut dengan suku bunga riil.

Mankiw (2006: 430) menyatakan hubungan investasi dengan tingkat suku bunga riil dalam sebuah fungsi investasi yang diderivasi dari determinan investasi, yakni produk marjinal modal, biaya modal dan jumlah penyusutan. Fungsi investasi tersebut digambarkan oleh kurva yang menurun dari kanan atas ke kiri bawah dalam Gambar 2.1.



Sumber : Mankiw (2006: 430)

Gambar 2.1.
Hubungan Investasi dan Suku Bunga Riil

Berdasarkan Gambar 2.1., kurva fungsi investasi miring kebawah yang menunjukkan hubungan investasi dan suku bunga riil adalah negatif. Hal ini disebabkan perusahaan mendasarkan keputusan mereka untuk berinvestasi pada keuntungan yang mereka peroleh dari inflasi di masa depan. Perusahaan akan menambah pengeluaran investasinya apabila keuntungan yang diharapkan dari investasi lebih besar dari tingkat bunga atau biaya pengadaan modal (*cost of capital*) yang harus dia bayarkan untuk dana investasi.

Suku bunga dunia sangat berkaitan dengan *international financial integration*. Investasi yang mengalir ke negara-negara berkembang sangat sensitif terhadap perbedaan suku bunga dunia. Tingkat bunga dunia merupakan sinyal yang efektif dan berisi informasi untuk merangsang mobilitas modal (Arfaoui dan Abaoub, 2010). Penurunan suku bunga internasional dapat diartikan sebagai prasyarat untuk peningkatan investasi dan pengurangan biaya modal di negara sedang berkembang. Investasi cenderung mengalir ke negara-negara dengan suku

bunga domestik lebih tinggi dari suku bunga internasional (Gumus dkk, 2013). Tingkat suku bunga di dalam negeri lebih tinggi daripada tingkat suku bunga di luar negeri, maka lebih menguntungkan jika para investor melakukan pembelian investasi portofolio dalam negeri, tetapi sebaliknya, tingkat suku bunga di dalam negeri lebih rendah daripada tingkat suku bunga di luar negeri, maka lebih menguntungkan jika para investor melakukan pembelian investasi portofolio asing (Waqas dkk, 2015).

2.1.10. Hubungan *Gross Fixed Capital Formation* dengan *International Financial Integration*

Jenis investasi yang menjadi pendorong *international financial integration* suatu negara adalah pembentukan modal tetap bruto (*Gross Fixed Capital Formation*) Rajni (2007). Menurut Rajni (2007), *Gross Fixed Capital Formation* merupakan komponen pembentukan *Gross Domestic Product* dari sisi pengeluaran dan digunakan sebagai indikator tingkat investasi dalam perekonomian. *Gross fixed capital formation* mencakup pengadaan, pembuatan, atau pembelian barang modal baru dari dalam negeri maupun luar negeri ataupun barang modal bekas dari luar negeri.

Gross Fixed Capital Formation sangat penting untuk *international financial integration* karena *Gross Fixed Capital Formation* dapat membantu mengurangi *international financial integration*. Laju *gross fixed capital formation* yang cepat, dapat mengurangi kebutuhan akan modal asing sehingga derajat *international financial integration* semakin berkurang. Proses *gross fixed capital formation* yang cepat menunjukkan peningkatan pada barang modal ditahun tertentu

2.2. Penelitian Terdahulu

Garali dan Othamani (2015) telah melakukan penelitian tentang *international financial integration*. Objek penelitian Garali dan Othamani (2015) di negara MENA (*Middle East and North Africa*) periode 2006-2012. Tujuan penelitian yang dilakukan Garali dan Othamani (2015) yaitu menganalisis *international financial integration* di negara MENA (*Middle East and North Africa*). Variabel dependen external debt sebagai proksi *international financial integration* sedangkan variabel independen keterbukaan perdagangan, tingkat pendidikan, *financial development*, tingkat inflasi, nilai tukar, dan *dummy* krisis keuangan tahun 2008, serta kebijakan pajak. Metode penelitian yang digunakan yaitu regresi data panel. Kesimpulan yang diperoleh dari penelitian Garali dan Othamani (2015) yaitu keterbukaan perdagangan berdampak positif signifikan terhadap *international financial integration*, *financial development* berdampak negatif signifikan terhadap *international financial integration*, nilai tukar berdampak negatif signifikan terhadap *international financial integration*.

Vo (2007) melakukan penelitian tentang *international financial integration*. Objek penelitian Vo (2007) di *develop country* dan *developing country* dengan periode penelitian 1996-2005. Tujuan penelitian Vo (2007) yaitu menganalisis faktor penentu *international financial integration* di *develop country* dan *developing country*. Variabel dependen *international financial integration* yang diukur dengan jumlah *assets* dan *liabilities* terhadap PDB, jumlah *liabilities* terhadap PDB, jumlah FDI dan investasi portofolio terhadap PDB, jumlah FDI *inflow* dan investasi portofolio *inflow* terhadap PDB, jumlah aset *inflow* terhadap

PDB sedangkan variabel independen *capital restriction*, PDB per kapita, tingkat pendidikan, tingkat pertumbuhan ekonomi, *institutional, legal, dan investment environment*. Metode penelitian yang digunakan yaitu panel dinamis. Kesimpulan penelitian Vo (2007) yaitu keterbukaan perdagangan, *capital restriction*, dan pertumbuhan ekonomi berpengaruh signifikan terhadap integrasi keuangan internasional.

Aribas dkk (2009) melakukan penelitian tentang *international financial integration*. Objek penelitian Aribas dkk (2009) di 18 negara ekonomi maju dari tahun 1999 sampai 2005. Tujuan penelitian Aribas dkk (2009) yaitu menganalisis faktor penentu *international financial integration* di 18 negara ekonomi maju. Variabel dependen *international financial integration* sedangkan variabel independen yang digunakan yaitu *GDP per capita, market capitalization, deposits, consumer price index change, dan Economic freedom*. Metode yang digunakan yaitu regresi data panel. Kesimpulan dari penelitian Aribas dkk (2009) yaitu *GDP per capita, market capitalization, deposits, consumer price index change* berpengaruh signifikan terhadap *international financial integration* di 18 negara ekonomi maju.

Arfaoui dan Abaoub (2010) melakukan penelitian tentang *international financial integration*. Objek penelitian Arfaoui dan Abaoub (2010) di *G7's stock markets* (Canada, France, Germany, Italy, Japan, UK and USA) dan *eight major emerging markets* (Argentina, Brazil, Chile, India, Korea, Malaysia, Mexico and Thailand) dengan periode penelitian 1988 sampai 2008. Tujuan penelitian Arfaoui dan Abaoub (2010) yaitu menganalisis, menguji, dan menjelaskan faktor-faktor

penentu integrasi keuangan internasional di *current global finance area*. Variabel dependen *international financial integration* yang diukur dengan rasio antara jumlah aset dan kewajiban terhadap PDB, rasio kewajiban terhadap PDB, rasio jumlah FDI *inflow* dan FDI *outflow* terhadap PDB, rasio jumlah FDI *outflow* dan *asset equity* terhadap PDB, dan rasio jumlah FDI *inflow*, FDI *outflow*, aset dan kewajiban terhadap PDB sedangkan variabel independen yaitu pertumbuhan ekonomi domestik, pertumbuhan ekonomi dunia, inflasi, *trade openness*, *local investment*, *budget surplus*, *financial development*, *gross dividend yields*, *corruption*, *world interest rates*, dan *world industrial production*. Metode yang digunakan yaitu regresi data panel. Kesimpulan dari penelitian Arfaoui dan Abaoub (2010) yaitu keterbukaan perdagangan, investasi lokal, surplus anggaran, pengembangan keuangan dan pertumbuhan ekonomi dunia berpengaruh signifikan terhadap integrasi keuangan internasional.

2.3. Hipotesis Penelitian dan Model Analisis

2.3.1. Hipotesis Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah, maka hipotesis dalam penelitian ini, yaitu

1. Pertumbuhan ekonomi berpengaruh signifikan dan positif terhadap *international financial integration* Indonesia.
2. Inflasi berpengaruh signifikan dan negatif terhadap *international financial integration* Indonesia.
3. *Financial development* berpengaruh signifikan dan positif terhadap *international financial integration* Indonesia.

4. Keterbukaan perdagangan berpengaruh signifikan dan positif terhadap *international financial integration* Indonesia.
5. Depresiasi kurs rupiah/USD berpengaruh signifikan dan positif terhadap *international financial integration* Indonesia.
6. Suku bunga *The Fed* berpengaruh signifikan dan positif terhadap *international financial integration* Indonesia.
7. *Gross fixed capital formation* berpengaruh signifikan dan negatif terhadap *international financial integration* Indonesia.

2.3.2. Model Analisis

Model penelitian yang digunakan pada penelitian ini diadopsi dari penelitian Garali dan Othamani (2015) yang berjudul "*The determinants of international financial integration in the MENA*" kemudian memodifikasi variabel dengan jurnal pendukung dari penelitian Arfaoui dan Abaoub (2010). Perbedaan model penelitian ini dengan penelitian Garali dan Othamani (2015) serta Arfaoui dan Abaoub (2010) meliputi periode penelitian, objek penelitian, dan metode penelitian. Berikut ini disajikan model penelitian VECM:

$$\begin{bmatrix} \Delta Y_t \\ \Delta X1_t \\ \Delta X2_t \\ \Delta X3_t \\ \Delta X4_t \\ \Delta LXb_t \\ \Delta X6_t \\ \Delta X7_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \Delta Y_{t-1} \\ \Delta X1_{t-1} \\ \Delta X2_{t-1} \\ \Delta X3_{t-1} \\ \Delta X4_{t-1} \\ \Delta LXb_{t-1} \\ \Delta X6_{t-1} \\ \Delta X7_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} Y_t \\ Y_{t1} \\ Y_{t2} \\ Y_{t3} \\ Y_{t4} \\ Y_{LXB} \\ Y_{t6} \\ Y_{t7} \end{bmatrix} \times [\rho_Y \ \rho_{X1} \ \rho_{X2} \ \rho_{X3} \ \rho_{X4} \ \rho_{X6} \ \rho_{X7}] \times \begin{bmatrix} Y_{t-1} \\ X1_{t-1} \\ X2_{t-1} \\ X3_{t-1} \\ X4_{t-1} \\ LXb_{t-1} \\ X6_{t-1} \\ X7_{t-1} \end{bmatrix}$$

Keterangan:

- Y : *international financial integration*
 X1 : pertumbuhan ekonomi Indonesia
 X2 : inflasi Indonesia
 X3 : *financial development*
 X4 : keterbukaan perdagangan

- X_5 : kurs rupiah/USD
 X_6 : suku bunga *The Fed*
 X_7 : *gross fixed capital formation*
 L : Logaritma
 α, β : Jumlah kombinasi linear elemen X_t yang hanya dipengaruhi oleh *shock transitor*.
 t : data time series (2004 kuartal 1-2015 kuartal 4)
 $t-1$: lag periode time series

2.4. Kerangka Berpikir

Globalisasi ekonomi merupakan proses integrasi berbagai perekonomian dunia sehingga dapat menciptakan perekonomian global dan berakibat semakin banyaknya pembuat keputusan ekonomi global (Todaro dan Smith, 2003:85). Globalisasi ekonomi mengakibatkan integrasi perdagangan dan integrasi keuangan. Studi ini hanya membahas masalah integrasi keuangan. Suatu negara dikatakan mengimplementasikan kebijakan integrasi keuangan jika masing-masing negara telah menghadapi kebijakan atau *rule* yang sama dalam pasar keuangan (*single set of rules*) (Arifin dkk, 2007:4). Arti dari *single set of rules* yaitu investor dan penerbit aset keuangan mempunyai akses yang sama terhadap pasar keuangan dan diperlakukan sama ketika beroperasi dipasar keuangan (Baele dkk, 2004).

Berdasarkan pada penelitian Garali dan Othamani (2015) kemudian memodifikasi variabel dengan jurnal pendukung dari penelitian Arfaoui dan Abaoub (2010), maka determinan *International Financial Integration* di Indonesia dipengaruhi faktor internal dan faktor eksternal. Faktor internal dan faktor eksternal dipisahkan dengan tujuan dapat melihat pengaruh masing-masing faktor. Faktor internal adalah faktor yang muncul dari dalam negara domestik

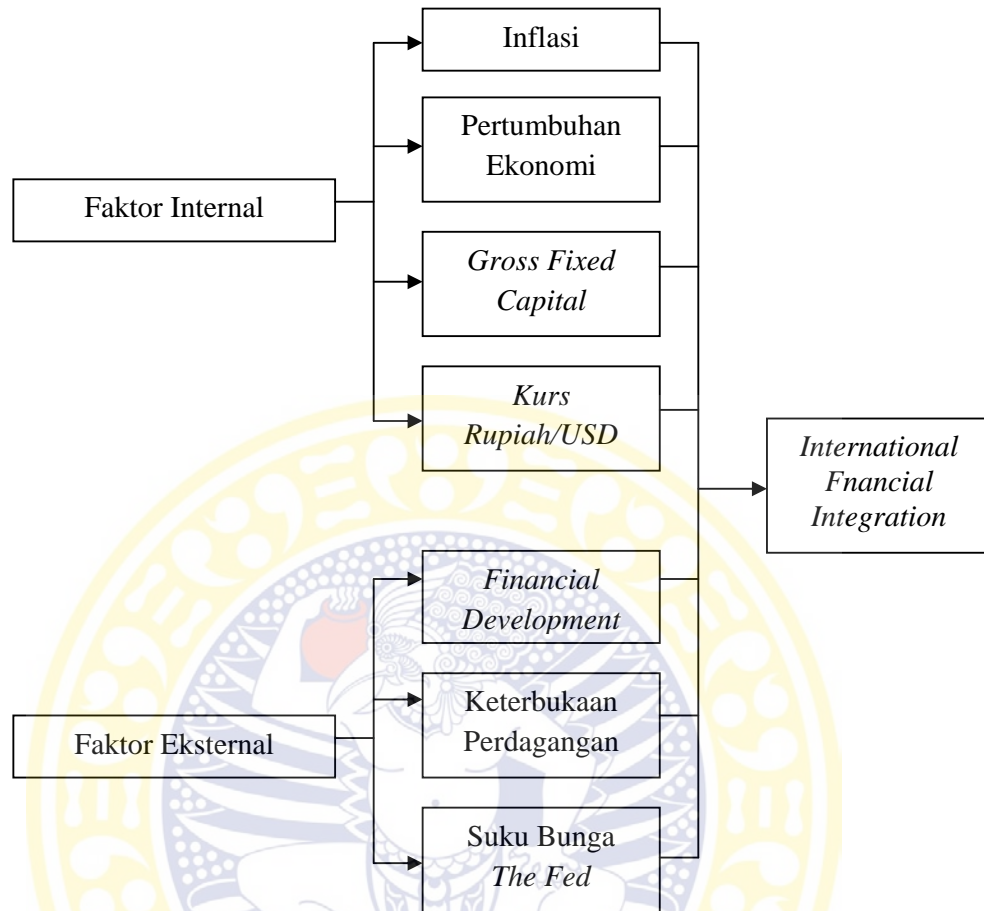
antara lain inflasi, pertumbuhan ekonomi, *gross fixed capital formation*, dan kurs rupiah/USD sedangkan faktor eksternal adalah faktor yang muncul dari luar negara domestik antara lain financial development, keterbukaan perdagangan, dan suku bunga *the fed*.

Pertumbuhan ekonomi berhubungan positif dengan *international financial integration*. Menurut Vo dan Daly (2004), juga menegaskan bahwa pertumbuhan ekonomi tinggi memacu aliran modal asing dan meningkatkan derajat *international financial integration*. Inflasi memiliki hubungan negatif dengan *international financial integration*. Lemmen dan Eijffinger (1996) dalam Garali dan Othamani (2015) menunjukkan bahwa tingkat inflasi secara signifikan dan berpengaruh negatif terhadap integrasi keuangan internasional di Uni Eropa. *Financial development* berhubungan positif dengan *international financial integration*. Levine dan Zervos (1996) dalam (Garali dan Othamani, 2015) menyebutkan bahwa peningkatan *financial development* yang diukur dengan rasio jumlah uang beredar terhadap Produk Domestik Bruto dapat mendorong peningkatan *international financial integration*.

Keterbukaan perdagangan berhubungan positif dengan *international financial integration*. Yi (2003) menyebutkan sebuah negara yang memiliki kinerja ekonomi yang baik dan keterbukaan perdagangan yang baik dapat meningkatkan *international financial integration*. Nilai tukar berhubungan positif dengan *international financial integration*. Perubahan yang secara tiba-tiba dan tidak bisa diduga pada nilai tukar mempengaruhi minat investor. Depresiasi mata uang domestik memotivasi investor asing untuk berinvestasi karena *return* yang

lebih tinggi (Waqas dkk, 2015). *Return* tinggi diakibatkan oleh suku bunga domestik yang ditetapkan oleh bank sentral lebih tinggi dibandingkan suku bunga asing. Kondisi ini banyak menyerap arus modal asing masuk sehingga mendorong peningkatan *international financial integration*.

Suku bunga dunia sangat berkaitan dengan *international financial integration*. Investasi yang mengalir ke negara-negara berkembang sangat sensitif terhadap perbedaan suku bunga dunia. Tingkat bunga dunia merupakan sinyal yang efektif dan berisi informasi untuk merangsang mobilitas modal (Arfaoui dan Abaoub, 2010). Penurunan suku bunga internasional dapat diartikan sebagai prasyarat untuk peningkatan investasi dan pengurangan biaya modal di negara sedang berkembang. Investasi cenderung mengalir ke negara-negara dengan suku bunga domestik lebih tinggi dari suku bunga internasional (Gumus dkk, 2013). Laju *gross fixed capital formation* yang cepat, dapat mengurangi kebutuhan akan modal asing sehingga derajat *international financial integration* semakin berkurang. Proses *gross fixed capital formation* yang cepat menunjukkan peningkatan pada barang modal ditahun tertentu



Gambar 2.2.
Kerangka Berpikir

BAB 3

METODE PENELITIAN

3.1. Pendekatan Penelitian

Penelitian ini menggunakan data *time series* dengan periode 2004 kuartal 1-2015 kuartal 4. Objek penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah negara Indonesia. Negara Indonesia dijadikan objek penelitian karena sektor keuangan internasional Indonesia beberapa tahun terakhir telah berubah menjadi lebih terbuka untuk negara asing. Indonesia juga mendukung kebijakan *international financial integration* untuk mendorong peningkatan perekonomian. Metode yang digunakan adalah metode VECM. Gujarati dan Porter (2009:490) menyebutkan beberapa keuntungan dari persamaan model VECM, antara lain: (1) mampu melihat lebih banyak variabel dalam menganalisis fenomena ekonomi jangka pendek dan jangka panjang, (2) mampu mengkaji konsisten tidaknya model empiris dengan teori ekonometrika, (3) mampu mencari pemecahan terhadap persoalan variabel *time series* yang tidak stasioner dan regresi lancung atau korelasi lancung (*spurious regression*) dalam analisis ekonometrika.

3.2. Identifikasi Variabel

Periode analisis dilakukan pada tahun 2004 kuartal 1-2015 kuartal 4. Variabel-variabel yang akan digunakan adalah:

1. Variabel dependen, yaitu *international financial integration*.
2. Variabel independen, terdiri dari variabel pertumbuhan ekonomi, inflasi, *financial development*, keterbukaan perdagangan, kurs rupiah/USD, suku bunga *The Fed*, dan *gross fixed capital formation*.

3.3. Definisi Operasional

Definisi masing-masing variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. *International Financial Integration*

Pengukuran *international financial integration* dibangun oleh *International Monetary Fund's* (IMF). Derajat *international financial integration* dapat diukur dengan dua cara, yaitu *de jure* dan *de facto* (Alfaro dan Charlton, 2006). Studi ini mengukur *international financial integration* dengan cara *de facto* karena *de facto* mengukur derajat keterbukaan neraca keuangan yang sebenarnya. Satuan derajat *international financial integration* berupa persen. Berikut ini rumus mencari derajat *international financial integration*:

$$IFI = \left(\frac{FDI \text{ inflow} - FDI \text{ outflow} - \text{aset} - \text{kewajiban}}{PDB} \right) \times 100\% \dots (3.1)$$

2. Pertumbuhan Ekonomi

Pertumbuhan ekonomi merupakan laju pertumbuhan yang dibentuk dari berbagai macam sektor ekonomi dan sebagai indikator penting bagi negara untuk mengevaluasi keberhasilan pembangunan (Sirojuzilam dan Kasyful, 2010:79). Satuan untuk variabel pertumbuhan ekonomi berupa persen. Perhitungan pertumbuhan ekonomi sebagai berikut:

$$PE = \left(\frac{PDB_t - PDB_{t-1}}{PDB_{t-1}} \right) \times 100\% \dots \dots \dots (3.2.)$$

3. Inflasi

Menurut BPS Nasional, inflasi adalah kenaikan harga barang dan jasa secara umum dimana barang dan jasa tersebut merupakan kebutuhan pokok

masyarakat atau turunnya daya jual mata uang suatu Negara. Data yang digunakan adalah tingkat inflasi yang diperoleh dari data Indeks Harga Konsumen (IHK). Menurut Mankiw (2007: 32), perhitungan inflasi berdasarkan IHK dihitung sebagai berikut:

$$INF_t = \left(\frac{IHK_t - IHK_{t-1}}{IHK_{t-1}} \right) \times 100\% \dots \dots \dots (3.3)$$

Dimana:

INF_t : Inflasi di Indonesia periode ke-t

IHK_t : Indeks Harga Konsumen Indonesia pada periode ke-t

IHK_{t-1} : Indeks Harga Konsumen Indonesia periode t-1

4. *Financial Development*

Financial development yaitu proses yang menandai peningkatan kuantitas, kualitas, dan efisiensi *financial intermediary services* (IMF, 2009). Penelitian ini memproxikan rasio antara M2/GDP nominal sebagai *financial development*. Satuan *financial development* berupa persen, Secara matematis, *financial development* dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$FD = \left(\frac{M2}{PDB} \right) \times 100\% \dots \dots \dots (3.4)$$

5. Keterbukaan Perdagangan

Intensitas perdagangan, atau tingkat keterbukaan atau *trade liberalization* suatu negara diperoleh dari rasio volume perdagangan terhadap GDP nominal.

Secara matematis dirumuskan sebagai berikut:

$$TC = \left(\frac{eksport + import}{PDB} \right) \times 100 \dots \dots \dots (3.5)$$

Nilai keterbukaan perdagangan bernilai 0% sampai dengan 100%. Semakin dekat dengan 100% menandakan bahwa keterbukaan perdagangan semakin besar sedangkan semakin dekat 0% menandakan bahwa keterbukaan perdagangan semakin kecil (IMF, 2006).

6. Kurs Rupiah/USD

Kurs yang digunakan dalam penelitian ini adalah kurs nominal rupiah/USD. Kurs nominal yang didefinisikan sebagai jumlah dari mata uang negara Indonesia (Rupiah) yang digunakan untuk memperoleh satu unit mata uang US (Dollar). Data kurs rupiah/USD ditransformasikan kedalam bentuk logaritma dengan tujuan untuk menyamakan satuan menjadi persen.

7. Suku Bunga *The Fed*

Suku bunga *the fed* merupakan suku bunga kebijakan di nagara Amerika Serikat. Suku bunga *the fed* proksi dari suku bunga dunia. Suku bunga *the fed* dalam studi ini karena Amerika Serikat memiliki kekuatan terbesar di dunia sehingga sangat menentukan arah pergerakan ekonomi dan pasar modal dunia. Satuan suku bunga *the fed* berupa persen.

8. *Gross Fixed Capital Formation*

Menurut BPS (2008), *Gross Fixed Capital Formation* atau Pembentukan Modal Tetap Bruto merupakan pengeluaran untuk barang modal yang mempunyai umur pemakaian lebih dari satu tahun dan bukan barang konsumsi. Pembentukan Modal Tetap Bruto mencakup bangunan tempat tinggal dan bukan tempat tinggal. Satuan Pembentukan Modal Tetap Bruto berupa persen karena dihitung menggunakan pertumbuhan.

3. Jenis dan Sumber Data

Tabel 3.1.
Jenis dan Sumber Data

Variabel	Jenis Data	Sumber Data
<i>International Financial Integration</i>	Sekunder	Bank Indonesia
Pertumbuhan Ekonomi	Sekunder	Bank Indonesia
Inflasi	Sekunder	Bank Indonesia
<i>Financial Development</i>	Sekunder	<i>Federal Reserves</i>
Keterbukaan Perdagangan	Sekunder	Bank Indonesia
Kurs Rupiah/USD	Sekunder	<i>Federal Reserves</i>
Suku Bunga <i>The Fed</i>	Sekunder	<i>Federal Reserves</i>
<i>Gross Fixed Capital Formation</i>	Sekunder	Bank Indonesia

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder berupa data runtut waktu (*time series*) Indonesia yaitu pada periode 2004 kuartal 1 sampai 2015 kuartal 4, sehingga jumlah total observasi dalam penelitian ini adalah 48 observasi. Data sekunder yang digunakan dalam studi ini diperoleh dari berbagai macam sumber seperti Bank Indonesia dan *Federal Reserves*.

3.5. Prosedur Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang dilakukan dalam penelitian ini adalah studi kepustakaan yaitu pengumpulan data dengan cara membaca bahan-bahan yang menjadi sumber data baik yang berasal dari laporan penelitian, jurnal, maupun artikel yang berhubungan dengan permasalahan serta mengunjungi website yang menjadi sumber data. Data yang dikumpulkan ditabulasi untuk selanjutnya diolah dan dianalisis secara kuantitatif.

3.6. Teknik Analisis

3.6.1. Uji Stasioneritas

Tahap pertama kali yang perlu dilakukan pada analisis data *time series* yaitu menguji semua variabel yang digunakan dalam model adalah stasioner atau

tidak. Data yang digunakan mengalami kondisi tidak stasioner maka data yang digunakan perlu dipertimbangkan kembali sebab data yang tidak stasioner dapat menimbulkan masalah *spurious regression*. Masalah *spurious regression* dapat dilihat dari R^2 yang tinggi serta t-statistik yang signifikan namun sebenarnya tidak memiliki hubungan atau tidak memiliki arti ekonomi sehingga hasilnya tidak dapat digunakan untuk melakukan uji hipotesis parameter (Enders, 2004:171).

Kestasioneritasan data diketahui dengan cara melakukan uji *unit root* pada tingkat *level*. Jika hasil pengujian pada tingkat *level* data tidak stasioner maka data harus diuji kembali pada tingkat *first difference*. Berikut ini disajikan persamaan awal uji akar unit tingkat *level* (Gujarati dan Porter, 2009:445) adalah:

$$Y_t = \rho Y_{t-1} + u_t; -1 \leq \rho \leq 1 \dots\dots\dots (3.6.)$$

dimana u_t adalah *white noise error term* (faktor pengganggu). Nilai ρ berkisar antara lebih dari sama dengan -1 dan kurang dari sama dengan 1. Jika $\rho = 1$ maka terdapat akar unit (tidak stasioner) dan menjadi *random walk without drift* (tidak memiliki konstanta atau intersep) yaitu model tersebut merupakan proses stokastik data nonstasioner. Oleh karena pengujian pada tingkat *level* data tidak stasioner maka dilakukan uji kedua yaitu pada tingkat *first difference* (Gujarati dan Porter, 2009:446) dengan persamaan:

$$\begin{aligned} Y_t - Y_{t-1} &= \rho Y_{t-1} - Y_{t-1} + u_t \\ \Delta Y_t &= Y_{t-1} (\rho - 1) + u_t \\ \Delta Y_t &= \delta Y_{t-1} + u_t \dots\dots\dots (3.7.) \end{aligned}$$

dimana $\delta = (\rho - 1)$ dan $\Delta = Y_t - Y_{t-1}$. Jika $\delta = 0$ maka $\rho = 1$ sehingga $\Delta Y_t = u_t$ yang menunjukkan bahwa pengujian pada tingkat *first difference* model *random walk* tersebut adalah stasioner.

Metode pengujian stasioneritas data yang paling sering digunakan adalah uji *unit root* yang dikembangkan oleh David Dickey dan Wayne Fuller (Dickey-Fuller) atau sering disebut uji DF. Uji akar unit DF mengestimasi stasioneritas data dalam tiga bentuk (Gujarati dan Porter, 2009:447) yaitu:

$$Y_t \text{ model } \textit{random walk}: \Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + u_t \dots\dots\dots (3.8.)$$

$$Y_t \text{ model } \textit{random walk} \text{ dengan intersep}: \Delta Y_t = \beta_1 + \delta Y_{t-1} + u_t \dots\dots\dots (3.9.)$$

Y_t model *random walk* dengan intersep dan tren stokastik:

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \beta_2 t + \delta Y_{t-1} + u_t \dots\dots\dots (3.10.)$$

dimana pada ketiga bentuk, hipotesis nol (H_0) adalah $\delta = 0$ atau terdapat *unit root* (data tidak stasioner) sedangkan untuk hipotesis alternatif (H_1) adalah $\delta < 0$ yang artinya data stasioner atau tidak terdapat *unit root*. Persamaan (3.8), (3.9) serta (3.10) memiliki asumsi bahwa *error term* tidak berkorelasi. Jika *error term* berkorelasi maka dilakukan pengujian lain yaitu uji *augmented* Dickey-Fuller (ADF) yaitu memperluas tiga persamaan tersebut dengan menambah *lag* variabel terikat ΔY_t dengan persamaan regresi (Gujarati dan Porter, 2009:449) sebagai berikut:

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \beta_2 t + \delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \alpha_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \dots\dots\dots (3.11.)$$

ε_t adalah *error term white noise*, $\Delta Y_{t-1} = Y_{t-1} - Y_{t-2}$, $\Delta Y_{t-2} = Y_{t-2} - Y_{t-3}$ dan seterusnya, ΔY_{t-1} adalah bentuk *difference*, Y adalah variabel yang diuji

stasioneritasnya serta m adalah panjang *lag* yang digunakan. Berdasarkan persamaan tersebut maka hipotesisnya adalah:

$H_0: \delta = 0$; data Y_t memiliki *unit root*

$H_1: \delta \neq 0$; data Y_t tidak memiliki *unit root*

dengan kriteria pengujian adalah sebagai berikut:

- a. H_0 diterima jika $\tau >$ nilai statistik DF (Dickey-Fuller) atau probabilitas ADF *value* $>$ *Critical value*
- b. H_0 ditolak jika $\tau <$ nilai statistik DF (Dickey-Fuller) atau probabilitas ADF *value* $<$ *Critical value*

3.6.2. Penentuan *Lag Optimal*

Penentuan *lag optimal* merupakan tahap kedua yang tidak kalah penting dalam estimasi VECM. Jika *lag* yang digunakan terlalu sedikit maka residual dari regresi tidak dapat menampilkan proses *white noise* sehingga model tidak dapat mengestimasi *actual error* secara tepat tetapi jika *lag* yang digunakan terlalu banyak maka akan mengurangi kemampuan menolak H_0 karena tambahan parameter yang terlalu banyak dapat mengurangi derajat bebas (Harris, 1995:65).

Kriteria penentuan *lag optimal* ini ada lima jenis yaitu: *Likelihood Ratio* (LR), *Final Prediction Error* (FPE), *Akaike Information Criterion* (AIC), *Schwarz Information Criterion* (SC) dan *Hannah-Quin Criterion* (HQ). Penentuan *lag optimal* ditentukan melalui uji VAR *lag order selection criteria* dengan melihat *lag* yang memiliki jumlah tanda bintang terbanyak merupakan *lag optimal* yang direkomendasikan. *lag optimal* untuk VECM berbeda dengan VAR. Lag VECM diperoleh dengan cara sehingga lag optimal dikurang 1.

3.6.3. Uji Kointegrasi

Data terkointegrasi merupakan data yang menunjukkan terjadi *spurious regression* namun setelah dilakukan uji *stasioner* masih memiliki kemungkinan stasioner pada keseimbangan jangka panjangnya. Metode yang digunakan untuk menguji keberadaan kointegrasi adalah *Johansen Cointegration Test* dengan menggunakan kriteria *lag Akaike Information Criterion* (AIC) dan *Schwarz Information Criterion* (SC). Metode ini dapat dianalisis menggunakan model VAR dengan ordo P yang ditunjukkan melalui persamaan:

$$y_t = A_1 y_{t-1} + \dots + A_p y_{t-p} + B\pi_t + \epsilon_t \dots \dots \dots (3.12.)$$

dimana

y_t : vektor-k pada variabel-variabel yang tidak stasioner;

π_t : vektor-d pada variabel deterministik;

ϵ_t : vektor inovasi.

Kemudian persamaan tersebut ditulis kembali menjadi (Enders, 2004:352):

$$\Delta x_t = \pi x_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \pi_i \Delta x_{t-i} + \epsilon_t \dots \dots \dots (3.13.)$$

dimana

$$\pi = - (I - \sum_{i=1}^p A_i) \text{ dan } \pi_i = - \sum_{j=i+1}^p A_j \dots \dots \dots (3.14.)$$

Teori Granger menyebutkan bahwa koefisien matriks π memiliki $\tau < k$ *reduce rank* yang memiliki $k \times \tau$ matriks α dan β dengan *rank* τ , seperti $\pi = \alpha\beta$ dan $\beta'y_t$ yang merupakan $I(0)$. Variabel τ adalah bilangan kointegrasi (*rank*), β adalah kolom vektor kointegrasi, α adalah parameter penyesuaian pada VECM. Jika variabel x_t tidak terkointegrasi, *rank* π adalah nol dan semua karakteristik akar akan sama dengan nol (Enders, 2004:352).

Metode Johansen menggunakan dua pengujian statistik dalam menguji *reduce rank* yaitu dengan *trace test* (λ_{trace}) dan *maximum eigenvalue test* (λ_{max}). *Trace test* menguji H_0 pada persamaan kointegrasi τ sebagai kointegrasi alternatif persamaan kointegrasi- k dimana k adalah bilangan variabel endogen untuk $\tau = 0, 1, \dots, k - 1$. Persamaan untuk uji *trace* adalah:

$$\lambda_{trace} = -T \sum_{i=r+1}^k \ln(1 - \lambda_i) \dots\dots\dots (3.15.)$$

dimana λ_i merupakan *eigenvalue* terbesar dari matriks π dan T adalah jumlah observasi sedangkan untuk *maximum eigenvalue test* menguji H_0 pada persamaan kointegrasi τ sebagai kointegrasi alternatif persamaan kointegrasi- $k+1$. Persamaan untuk uji *maximum eigenvalue* adalah sebagai berikut:

$$\lambda_{max} = -T \ln(1 - \lambda_{r+1}) \dots\dots\dots (3.16.)$$

Jika nilai *trace* dan *max* lebih besar dari nilai kritis maka data terkointegrasi atau terdapat hubungan jangka panjang antarvariabel dan metode VECM dapat diterapkan (Widarjono, 2007:143).

3.6.4. Vector Error Correction Model (VECM)

VECM adalah salah satu bagian dari model VAR yang terdapat kointegrasi data (Widarjono, 2007:140). Data *time series* yang digunakan stasioner pada tingkat *first difference* dan terdapat kointegrasi maka model yang tepat digunakan adalah VECM. Adanya kointegrasi menunjukkan bahwa terjadi keseimbangan jangka panjang. Menurut Widarjono, metode VECM (*Vector Error Correction Model*) memiliki kemampuan untuk merestriksi hubungan perilaku jangka panjang antarvariabel. Metode VECM juga membiarkan adanya perubahan dinamis dalam jangka panjang.

VECM juga digunakan untuk mengestimasi hubungan jangka pendek antarvariabel dengan menggunakan koefisien ECT serta mengestimasi hubungan jangka panjang menggunakan *lag residual* dari hasil regresi yang terbukti sudah terkointegrasi (Ajija dkk., 2011:191). Menurut (Gujarati dan Porter, 2009:492) seluruh variabel dalam persamaan yang menggunakan pendekatan VAR mengijinkan data tersebut berbicara dengan membuat seluruh variabelnya memiliki potensi menjadi variabel endogen. Model Hoffman dan Rasche (1997) menjelaskan model estimasi VECM untuk data runtut waktu X_t vektor ($p \times 1$) yang terkointegrasi pada setiap komponennya seperti berikut:

$$\Delta X_t = \mu + \alpha \beta' X_{t-1} + \sum_{j=1}^k \Gamma_j \Delta X_{t-j} + \varepsilon_t \dots \dots \dots (3.17)$$

dimana

Γ : koefisien matriks ($p \times p$); $j = 1, \dots, k$

μ : vektor ($p \times 1$) meliputi seluruh komponen determinan dalam sistem

α, β : matriks ($p \times r$); $0 < r < p$ dan r merupakan jumlah kombinasi linier elemen X_t yang hanya dipengaruhi *shock* transitor

$\beta' X_{t-1}$: *error correction term*, yaitu jumlah pemberat pembalik rata-rata pada vektor kointegrasi pada data ke-(t-1).

α : matriks koefisien *error correction*.

IRF digunakan ketika koefisien individual dalam model VAR sulit diinterpretasikan (Widarjono, 2007:148). IRF dapat digunakan untuk mengetahui berapa lama jangka waktu sejak *shock* mulai mempengaruhi suatu variabel terhadap variabel lain sampai dengan pengaruh tersebut hilang atau kembali ke titik keseimbangan. Penggunaan IRF berfungsi sebagai pemeriksaan lanjutan dari

hasil uji kointegrasi. Menurut Elmi & Jahadi (2011), IRF dapat menggambarkan respon secara kualitatif dari variabel dependen dalam model terhadap *shock* variabel independen.

Variance decomposition atau bisa disebut juga *forecast error variance decomposition* adalah perangkat model VAR yang dapat memisahkan variasi sejumlah variabel yang diestimasi menjadi komponen-komponen *shock* atau menjadi variabel inovasi dengan asumsi bahwa variabel-variabel inovasi tidak memiliki korelasi. Penggunaan *forecast error* ini sangat membantu untuk mengetahui hubungan diantara variabel-variabel dalam sistem serta memberikan informasi proporsi perubahan yang disebabkan oleh *shock* suatu variabel terhadap perubahan variabel lainnya, sehingga penggunaan IRF dan *forecast error* tersebut secara bersama dapat digunakan untuk menjelaskan hubungan diantara variabel-variabel ekonomi (Enders, 2004:278, 280).

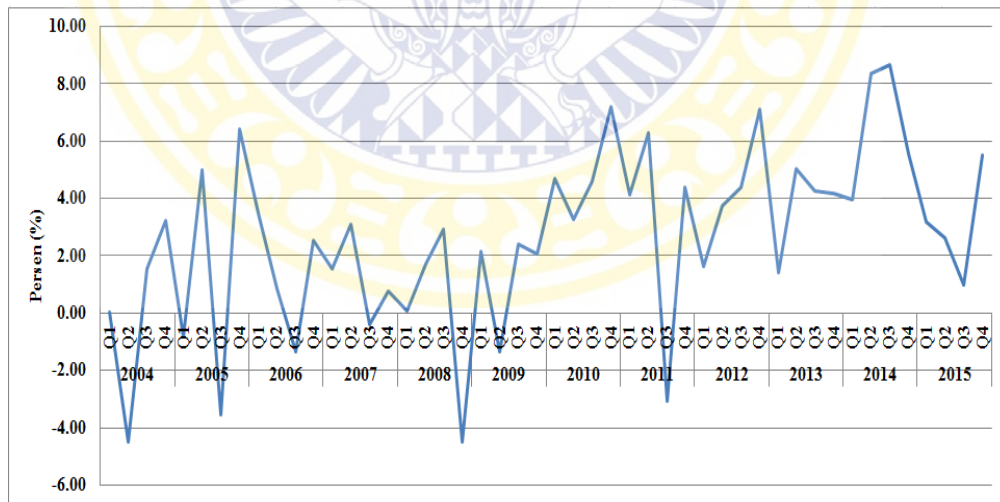
BAB 4

HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1. Gambaran Umum

4.1.1. Perkembangan *International Financial Integration*

Keuangan di Indonesia telah mengalami perubahan yang cukup berarti selama kurun waktu tahun 1980 sampai dengan sekarang. Indonesia melakukan integrasi keuangan menunjukkan bahwa keuangan Indonesia mendukung liberalisasi *system* keuangan yang disertai dengan kelonggaran arus modal asing (Zaini, 2012). Peningkatan intensitas derajat *international financial integration* di Indonesia dilatarbelakangi oleh dua faktor Arifin dkk (2007:5), yaitu krisis tahun 1997 dan kelemahan *IFA (International Financial Architecture)* dalam mengakomodasi negara sedang berkembang.



Sumber: Bank Indonesia, 2004:Q1-2015:Q4

Gambar 4.1.
Perkembangan *International Financial Integration* di Indonesia Periode 2004 kuartal 1-2015 kuartal 4

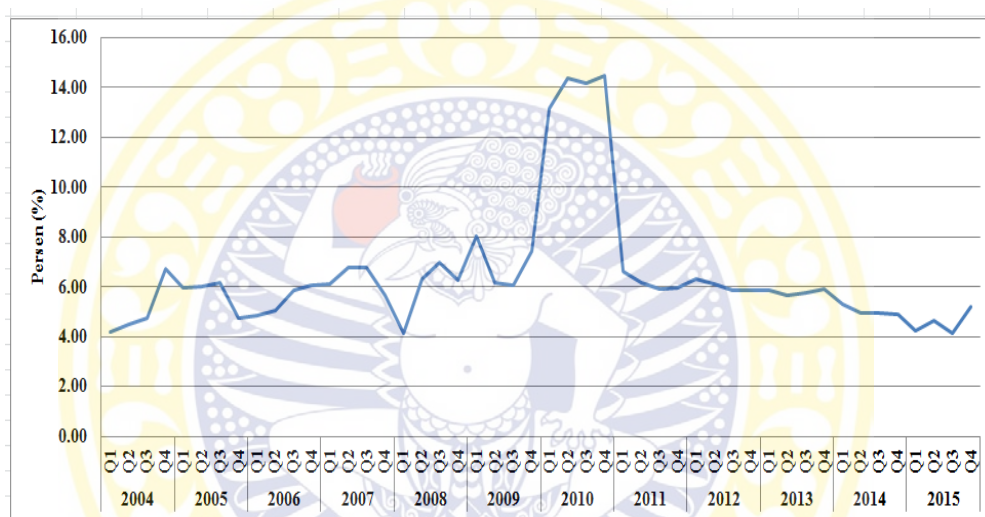
Gambar 4.1. menunjukkan bahwa pergerakan derajat *international financial integration* di Indonesia mulai 2004 kuartal 1 sampai 2015 kuartal 4 mengalami fluktuatif. *International financial integration* pada Gambar 4.1. diukur dengan rasio antara FDI inflow, FDI outflow, kewajiban, dan aset dengan PDB. Selama krisis keuangan global, derajat *international financial integration* di Indonesia mengalami fluktuatif, namun dengan tren yang meningkat. Kondisi ini menunjukkan bahwa ketidakstabilan perekonomian dunia yang ditunjukkan dengan indikator memburuknya pasar finansial global tidak berdampak signifikan bagi pasar keuangan internasional Indonesia.

4.1.2. Perkembangan Pertumbuhan Ekonomi

Salah satu indikator kemajuan pembangunan suatu negara adalah pertumbuhan ekonomi. Pertumbuhan ekonomi pada dasarnya mengukur kemampuan suatu negara untuk menghasilkan output dalam jumlah yang lebih besar dan laju yang lebih cepat dibandingkan tingkat pertumbuhan penduduk. Menurut Sukirno (2010:10), pertumbuhan ekonomi diartikan sebagai perkembangan kegiatan dalam perekonomian yang menyebabkan barang dan jasa yang diproduksi bertambah dan kemakmuran meningkat. Pertumbuhan ekonomi yang tinggi dan berkelanjutan merupakan prasyarat bagi berlangsungnya pembangunan ekonomi, sebab masalah pertumbuhan ekonomi banyak mendapat perhatian ekonom, baik di negara sedang berkembang maupun negara-negara industri maju (Sukirno, 2010:12)

Gambar 4.2. menunjukkan pertumbuhan ekonomi di Indonesia dari periode 2004 kuartal 1 sampai 2015 kuartal 4. Gambar 4.2. menjelaskan bahwa

tahun 2004-2009, kebijakan ekonomi makro Indonesia diarahkan untuk meningkatkan kesejahteraan rakyat terutama melalui peningkatan kegiatan ekonomi yang lebih luas, penciptaan lapangan kerja yang lebih besar, dan pengurangan jumlah penduduk miskin (Bank Indonesia, 2009). Upaya untuk meningkatkan peranan masyarakat terus didorong melalui perbaikan iklim investasi dan penguatan daya saing nasional.



Sumber: Bank Indonesia, 2004:Q1-2015:Q4

Gambar 4.2.
Perkembangan Pertumbuhan Ekonomi di Indonesia Periode
2004 kuartal 1-2015 kuartal 4

Krisis keuangan dan resesi global yang tajam sejak pertengahan tahun 2008 berpengaruh terhadap pertumbuhan ekonomi nasional yang dibuktikan dengan turunya harga beberapa komoditas, nilai bursa saham yang turun yang juga diikuti dengan semakin melemahnya rupiah. Walaupun demikian, Bank Indonesia telah melakukan beberapa langkah untuk menjaga kepercayaan terhadap ekonomi nasional dan ekspektasi yang kuat terhadap ketahanan ekonomi nasional mampu mengurangi pengaruh dari menurunnya ekonomi global. Pada

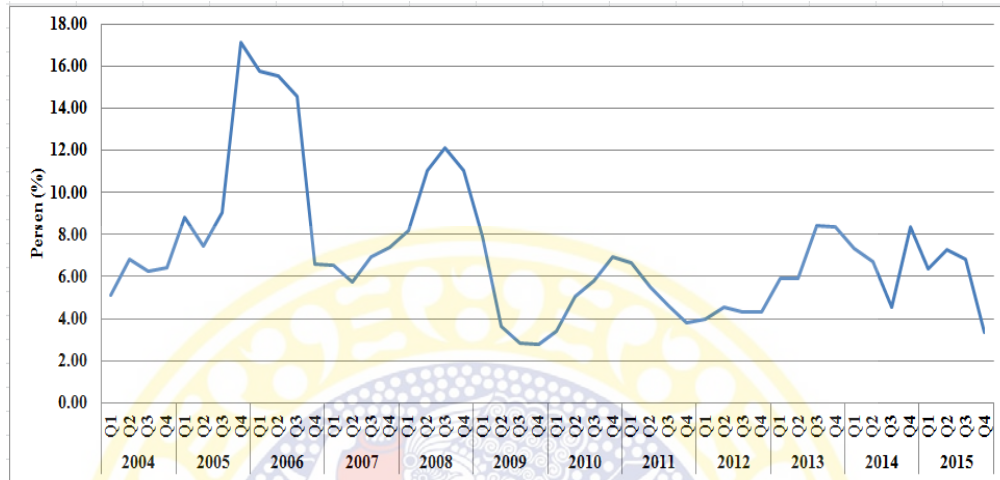
kuartal pertama, ekonomi tumbuh sebesar 1,35% (yoy) dengan banyak negara mengalami kontraksi ekonomi yang besar dan prospek pertumbuhan negatif dalam keseluruhan tahun 2009.

Adanya krisis Eropa tahun 2011 tidak terlalu berdampak pada pertumbuhan ekonomi Indonesia terlihat pada Gambar 4.2 yang menggambarkan pada tahun 2011 pertumbuhan ekonomi Indonesia masih relatif stabil. Hal ini disebabkan oleh tingginya tingkat konsumsi masyarakat dan utang Indonesia yang sumbernya terdiversifikasi yang tidak hanya terpusat pada satu sumber pendanaan. Lain halnya pertumbuhan ekonomi pada tahun 2013 yang bergerak turun. Lambanya pertumbuhan ekonomi pada tahun tersebut diakibatkan kombinasi dengan adanya *tapering off* AS yang mengakibatkan *rebalancing assets* dari negara EMEs dan kelaamanan isu finansial internal seperti defisit transaksi neraca berjalan, tingginya inflasi yang diakibatkan pengurangan subsidi BBM pada bulan Juni 2013 serta kurs yang semakin terdepresiasi. Untuk menjaga hal ini, Bank Indonesia menaikkan suku bunga acuan yang berarti untuk mencapai pertumbuhan ekonomi yang tinggi harus dikorbankan.

4.1.3. Perkembangan Inflasi

Inflasi adalah kondisi kenaikan pada tingkat harga yang terjadi secara terus-menerus, telah menjadi pertimbangan utama politisi dan masyarakat, dan bagaimana mengendalikannya sering kali mendominasi diskusi mengenai kebijakan ekonomi (Mishkin, 2009:339). Secara teoritis inflasi diartikan dengan meningkatnya harga-harga barang secara umum dan terus-menerus. Jadi, kenaikan yang terjadi pada sekelompok kecil barang belum bisa dikatakan sebagai inflasi.

Demikian juga perubahan harga yang terjadi sekali juga belum bisa dikatakan sebagai inflasi (Sukirno, 2010:74).



Sumber: Bank Indonesia, 2004:Q1-2015:Q4

Gambar 4.3.
Perkembangan Inflasi di Indonesia Periode
2004 kuartal 1-2015 kuartal 4

Gambar 4.3. Tahun 2005, angka inflasi bergerak naik secara cukup tinggi. Pada tahun ini inflasi mencapai angka kisaran 17%. Hal ini terjadi karena pada tahun ini pemerintah mengeksekusi kenaikan BBM bersubsidi. Pada tahun 2006, kondisi perekonomian telah semakin membaik, ditandai dengan adanya penurunan inflasi yang cukup besar, yaitu kisaran 6%. Kemudian pada tahun-tahun selanjutnya, tingkat inflasi masih mengalami kondisi yang fluktuatif, yaitu sebesar 11%. Tahun 2008-2009 menurun menjadi dikisaran 3% sedangkan pada tahun 2010 meningkat lagi menjadi dikisaran 6,5%. Tahun 2011, inflasi lebih baik dibanding tahun 2010. Laju Inflasi tahun 2011 tercatat pada level 3,79%, jauh dibawah capaian inflasi tahun 2010 sebesar 6,96%. Pada bulan Maret, April, dan Agustus tahun 2011 mengalami deflasi. Penurunan ini disebabkan oleh

berlangsungnya masa panen dan pulihnya distribusi bahan makanan. Penurunan komoditas bahan makanan ini memicu terjadinya deflasi pada bulan Maret dan April 2011, yang secara berturut – turut mencapai 0,32% dan 0,31%. Sementara itu, pada bulan Agustus, laju inflasi tercatat sebesar 0,93%, merupakan inflasi tertinggi sepanjang tahun 2011. Tingginya inflasi terjadi pada bulan tersebut disebabkan adanya kenaikan harga yang signifikan pada kelompok sandang yaitu sebesar 3,07%, yang utamanya dipicu oleh kenaikan komoditas emas perhiasan sebesar 0,19%. Pada bulan ini, beberapa komoditas pokok seperti beras dan cabai merah juga mengalami kenaikan harga sehingga laju inflasi kelompok bahan makanan mencapai 1,07%.

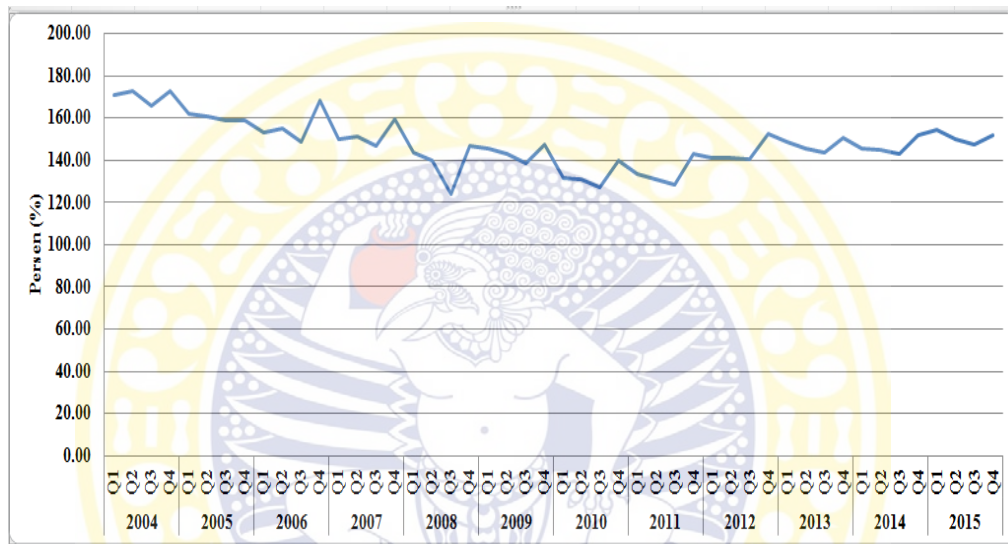
Tahun 2012, inflasi tetap terkendali pada level yang rendah dan berada dalam kisaran sasaran, yaitu 4,30% (yoy). Inflasi yang cukup rendah tersebut didukung oleh ketiga komponennya. Inflasi inti, *volatile food* dan *administered prices*. Tercapainya sasaran inflasi tahun 2012 tidak terlepas dari peran kebijakan yang ditempuh Bank Indonesia dan Pemerintah dalam mengendalikan tekanan yang bersumber dari faktor-faktor eksternal maupun domestik. Pelaksanaan kebijakan tersebut juga didukung oleh koordinasi kebijakan yang semakin solid baik di tingkat pusat maupun daerah. (Bank Indonesia, 2012). Tahun 2014 inflasi kembali meningkat. Peningkatan inflasi tahun 2014 diakibatkan oleh penurunan BI Rate sehingga jumlah uang beredar lebih tinggi. Tahun 2015 inflasi kembali mengalami penurunan. Penurunan inflasi tahun 2015 diakibatkan oleh deflasi komponen harga barang yang diatur Pemerintah (*administered prices*) dan relatif rendahnya inflasi inti (Bank Indonesia, 2015).

4.1.4. Perkembangan *Financial Development*

Menurut Bordo dan Jonung (1981) dan Aghevli (1980) dalam jurnal Akhturazzaman (2008), beberapa alternatif dapat dianggap sebagai proksi untuk *financial development*, seperti pertumbuhan lembaga keuangan yaitu evolusi jumlah cabang bank, keuangan inovasi, *demand deposit ratio-currency* (DD / C), rasio time deposit-currency (TD / C), rasio *demand deposit-time deposito* (DD / TD) dan rasio M2 dengan PDB. *Financial development* memberikan kontribusi terhadap pertumbuhan ekonomi dengan cara merangsang investasi di suatu negara melalui *the level and efficiency effects* (Onuonga, 2014). Efek efisiensi menunjukkan bahwa adanya reformasi dan penerapan peraturan di sektor keuangan akan menjamin transparansi dan sistem pelaporan yang tepat dalam sektor keuangan. Kepercayaan investor dapat menarik investor domestik dan asing. Efek efisiensi berpendapat bahwa sektor keuangan mengalokasikan sumber daya keuangan untuk proyek-proyek yang paling menguntungkan. Sektor keuangan memobilisasi tabungan, mengalokasikan sumber daya secara efisien, meringankan masalah informasi asimetris, memonitor perusahaan, mengelola risiko dan mengurangi biaya transaksi antara lain; semua ini, menurut hipotesis kontribusi positif bagi pertumbuhan ekonomi.

Gambar 4.4. menunjukkan perkembangan *financial development* di Indonesia. *Financial development* menunjukkan derajat perkembangan sektor keuangan. Berdasarkan Gambar 4.4. derajat perkembangan sektor keuangan Indonesia dari periode 2004 kuartal 1 sampai 2015 kuartal 4 lebih dari 100 persen. Kondisi ini menunjukkan bahwa perkembangan sektor keuangan

Indonesia berkembang pesat dan cenderung terlalu liberalisasi. Periode 2004 kuartal 1 sampai 2015 kuartal 4 perkembangan sektor keuangan Indonesia mengalami fluktuatif. Perkembangan sektor keuangan Indonesia mengalami fluktuatif karena perkembangan sektor keuangan bergantung pada rasio M2 dengan PDB Indonesia.



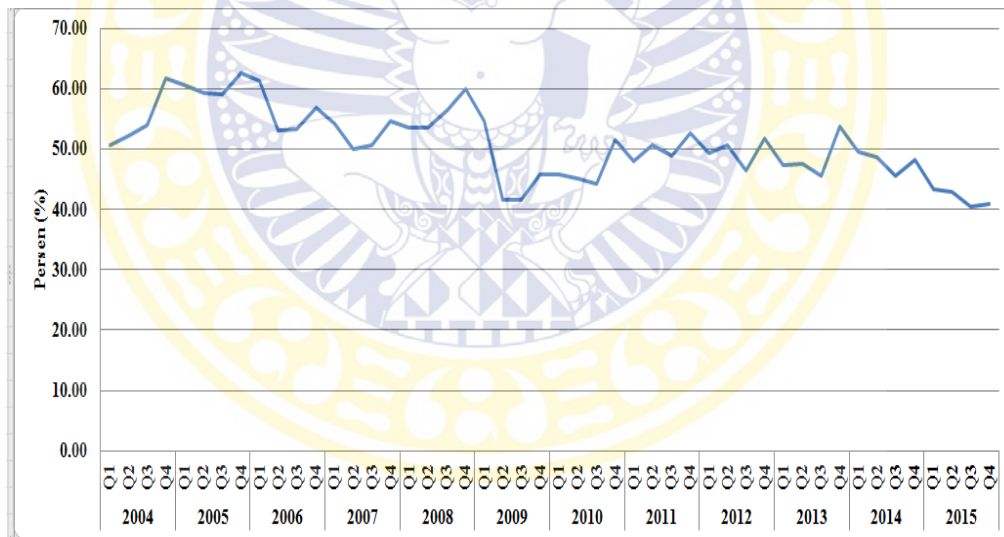
Sumber: Bank Indonesia, 2004:Q1-2015:Q4

Gambar 4.4.
Perkembangan *Financial Development* di Indonesia Periode
2004 kuartal 1-2015 kuartal 4

4.1.5. Perkembangan Keterbukaan Perdagangan

Keterbukaan perdagangan akan memberikan manfaat bagi suatu negara dalam memperluas akses pasar yang lebih luas. Era globalisasi ini, menuntut Indonesia untuk ikut berperan aktif dalam kegiatan internasional, seperti keterbukaan ekonomi yang lebih luas dan keterbukaan perdagangan yang lebih aktif. Keterbukaan perdagangan yang lebih aktif bisa dilakukan dengan mengurangi hambatan perdagangan antar mitra dagang utama. Seperti, dalam

kebijakan tarif ekspor dan impor barang dan jasa. Keterbukaan Perdagangan yang dimaknai dengan berlangsungnya proses perdagangan internasional pada negara berkembang termasuk Indonesia tak lepas dari dorongan perkembangan di sektor keuangannya. Hal ini dikarenakan salah satu faktor pendukung dalam keterbukaan perdagangan ialah sektor keuangan. Sektor keuangan yang memiliki enam fungsi utama dalam perekonomian (Yi, 2003), yaitu: (1) menyediakan jasa pembayaran, (2) menyediakan para penabung dan investor, (3) menghasilkan dan menyebarkan informasi, (4) mengalokasikan pinjaman secara efisien, (5) risiko penentuan harga, risiko pengumpulan, dan risiko perdagangan, dan (6) meningkatkan likuiditas aset.



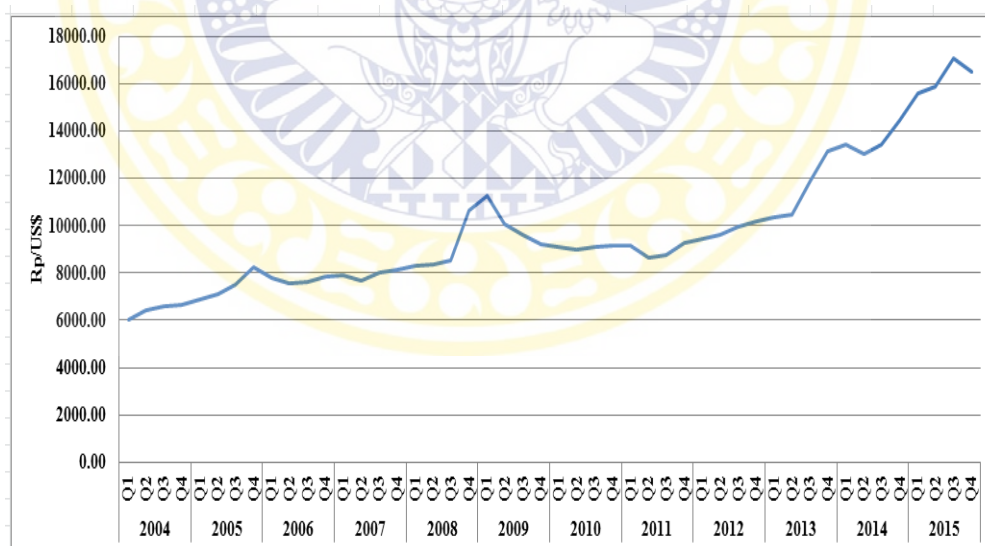
Sumber: Bank Indonesia, 2004:Q1-2015:Q4

Gambar 4.5.
Perkembangan Keterbukaan Perdagangan di Indonesia
Periode 2004 kuartal 1-2015 kuartal 4

Gambar 4.4. menunjukkan perkembangan keterbukaan perdagangan Indonesia dari tahun 2004:Q1 sampai tahun 2015:Q4. Keterbukaan perdagangan

ini diperoleh dari persentase rasio antara GDP nominal dengan hasil penjumlahan ekspor dan impor. Dari hasil yang didapat, terlihat bahwa keterbukaan perdagangan Indonesia mengalami fluktuatif. Awal tahun 2005:Q1-2011:Q4 derajat keterbukaan perdagangan Indonesia berkisar lebih dari sama dengan 40%. Hal tersebut bisa mengindikasikan bahwa pada tahun tersebut ekspor dan impor Indonesia cukup tinggi bila dibandingkan dengan GDP Indonesia pada tahun tersebut, sehingga keterbukaan perdagangan Indonesia mencapai persentase yang tinggi pula. Pasca krisis keuangan global derajat keterbukaan perdagangan Indonesia mengalami penurunan. Hal ini menunjukkan bahwa kinerja perdagangan Indonesia mengalami penurunan. Kinerja perdagangan menurun menunjukkan bahwa kontribusi perdagangan terhadap PDB menurun.

4.1.6. Perkembangan Kurs Rupiah/USD



Sumber: Bank Indonesia, 2004:Q1-2015:Q4

Gambar 4.6.
Perkembangan Kurs Rupiah/US\$
Periode 2004 kuartal 1-2015 kuartal 4

Tahun 2005, kecenderungan nilai tukar rupiah mengalami depresiasi. Awal tahun 2005 nilai tukar rupiah pada level Rp. 9.165,00/US\$ dan mengalami depresiasi yang cukup tinggi pada kuartal ketiga sebesar Rp. 10.310,00/US\$ kemudian ditutup di akhir tahun dengan nilai tukar rupiah sebesar Rp. 9.830,00/US\$. Awal tahun 2006, nilai tukar rupiah mengalami apresiasi pada level Rp. 9.395,00/US\$. Tahun 2006 sampai akhir tahun 2006 nilai tukar rupiah terhadap US dolar cenderung mengalami penguatan. Nilai apresiasi rupiah terhadap dolar terbaik sepanjang tahun 2006 pada level Rp. 9.020,00/US\$ dan lebih baik juga dibandingkan tahun 2005.

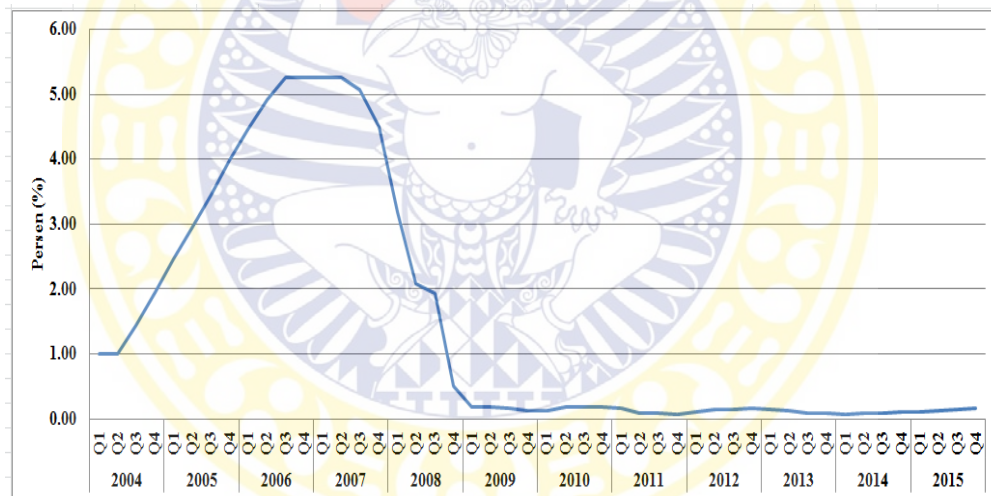
Awal tahun 2007, nilai tukar rupiah mengalami apresiasi terhadap dolar pada level Rp. 9.090,00/US\$. Apresiasi tertinggi pada tahun 2007 terjadi pada triwulan kedua di mana nilai tukar rupiah mencapai apresiasi tertinggi sebesar Rp. 8.815,00/US\$. Kecenderungan pertengahan tahun hingga menjelang penutupan tahun 2007 nilai tukar rupiah mengalami pelemahan hingga pada akhir tahun 2007 nilai tukar rupiah ditutup sebesar Rp. 9.419,00/US\$. Penyebab melonjaknya nilai tukar rupiah ini dikarenakan adanya peningkatan harga minyak dunia. Kecenderungan depresiasi nilai tukar rupiah terhadap dolar masih berlanjut. Nilai tukar rupiah menguat tipis dengan nilai sebesar Rp. 9.291,00/US\$ pada awal tahun 2008. Depresiasi yang sangat tajam terjadi pada bulan November 2008 dengan nilai sebesar Rp. 12.151,00/US\$. Penurunan nilai tukar ini disebabkan oleh terjadinya krisis ekonomi yang terjadi di Amerika Serikat (AS). krisis ekonomi yang terjadi di Amerika Serikat (AS) memicu terjadinya krisis ekonomi di seluruh dunia dan Indonesia tidak lepas dari krisis tersebut.

Awal tahun 2009 nilai tukar masih terdepresiasi dengan nilai sebesar Rp. 11.223,00/US\$ hingga kuartal kedua nilai tukar masih sebesar Rp. 11.080,00/US\$. Sepanjang tahun ini nilai tukar mengalami penurunan akibat imbas krisis yang terjadi di akhir tahun 2008 lalu. Ketakutan banyak pihak di mana krisis ini akan berdampak panjang seperti krisis ekonomi pada tahun 2008 tidaklah terbukti. Hal ini dikarenakan pada kuartal keempat, nilai tukar mengalami apresiasi pada sebesar Rp. 9.950,00/US\$ dan pada penutupan akhir tahun 2009 sebesar Rp. 9.504,00/US\$. Tahun 2010 kecenderungan nilai tukar mengalami peningkatan dan berjalan relatif stabil. Hal ini dapat dilihat di pembukaan tahun di mana nilai tukar rupiah sebesar Rp. 9.337,00/US\$ dan apresiasi tertinggi pada tahun ini terjadi pada bulan Oktober dengan nilai sebesar Rp. 8.973,00/US\$. Pasca krisis keuangan global periode 2012-2014, rupiah tetap mengalami tekanan secara berturut-turut sebesar Rp9.387/\$, Rp10.461/\$, dan Rp11.865/\$, hal ini disebabkan solidnya perekonomian AS mendorong penguatan dolar AS akibat rencana ECB melakukan kebijakan pelonggaran moneter yang diikuti oleh sejumlah negara.

4.1.7. Perkembangan Suku Bunga *The Fed*

Suku bunga mempengaruhi keputusan ekonomi usaha (bisnis) dan rumah tangga, seperti memutuskan menggunakan dananya untuk berinvestasi dalam bentuk peralatan baru untuk pabrik atau untuk disimpan di bank (Mishkin, 2009:89). Suku bunga dan investasi memiliki hubungan yang negatif, jumlah barang-barang modal yang diminta bergantung pada tingkat bunga yang mengukur biaya dari dana yang digunakan untuk membiayai investasi. (Mankiw, 2006:60).

Ekonomi Amerika Serikat (AS) sangat menentukan arah pergerakan ekonomi dan pasar modal dunia karena itu, suku bunga fed sangat penting diperhatikan. Para pelaku pasar di Eropa dan Asia, termasuk Indonesia, khawatir jika The Fed menaikkan *Fed Rate*, maka dana asing yang ada di negara domestik akan keluar dan berpindah ke Amerika Serikat (AS) sebab dengan suku bunga acuan yang lebih tinggi, maka investasi di Amerika Serikat (AS) menawarkan tingkat imbal hasil yang lebih tinggi, sementara disisi lain risikonya tetap dianggap sangat rendah mengingat Amerika adalah negara dengan perekonomian paling besar di dunia.



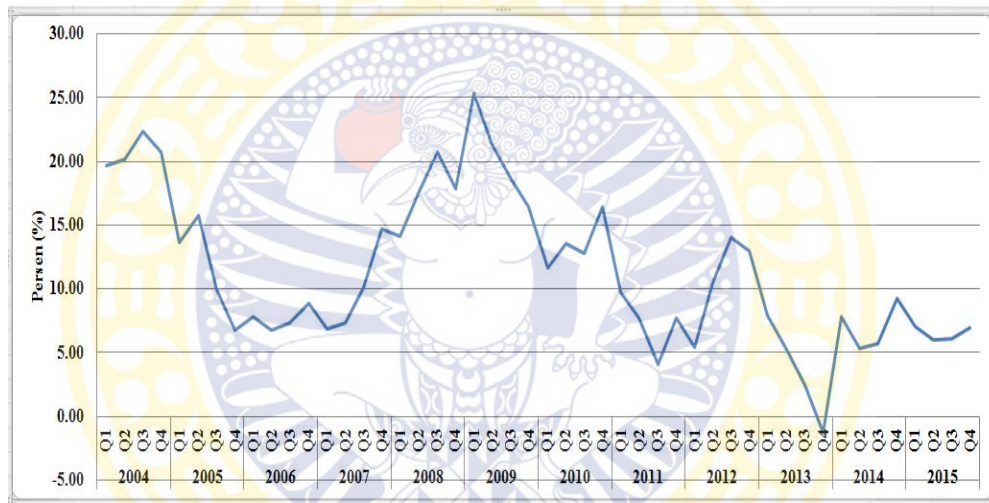
Sumber: Bank Indonesia, 2004:Q1-2015:Q4

Gambar 4.7.
Perkembangan *The FED rate*
Periode 2004 kuartal 1-2015 kuartal 4

Gambar 4.7. menunjukkan perkembangan *fed rate*. Tahun 2004-2006, *fed rate* mengalami peningkatan hingga lebih dari 5 persen. Peningkatan *fed rate* menunjukkan bahwa perekonomian Amerika Serikat sedang baik. Tahun 2005 Federal Reserve sudah menaikkan suku bunga *The Fed* untuk ke-11 kalinya sejak

tahun 2004 (Bank Indonesia, 2006). *Federal Open Market Committee (FOMC)* menaikkan target suku bunga *The Fed*, pemegang saham menjual obligasi pemerintah, dan penjualan ini menurunkan penawaran uang dan menaikkan tingkat bunga keseimbangan (Bank Indonesia, 2006). Tahun 2009-2015, suku bunga *The Fed* relatif stabil berkisar 0 persen-0,20 persen. Kondisi ini akibat krisis keuangan global yang terjadi pada tahun 2008.

4.1.8. Perkembangan *Gross Fixed Capital Formation*



Sumber: Bank Indonesia, 2004:Q1-2015:Q4

Gambar 4.8.
Perkembangan Pertumbuhan *Gross Fixed Capital Formation*
Periode 2004 kuartal 1-2015 kuartal 4

Menurut Rajni (2007), *Gross Fixed Capital Formation* merupakan komponen pembentukan *Gross Domestic Product* dari sisi pengeluaran dan digunakan sebagai indikator tingkat investasi dalam perekonomian. *Gross fixed capital formation* mencakup pengadaan, pembuatan, atau pembelian barang modal baru dari dalam negeri maupun luar negeri ataupun barang modal bekas dari luar negeri. Gambar 4.8. menunjukkan perkembangan pertumbuhan *Gross Fixed*

Capital Formation (GFCF) dari periode 2004 kuartal 1 sampai 2015 kuartal 4. Berdasarkan Gambar 4.8. pertumbuhan *Gross Fixed Capital Formation* (GFCF) mengalami fluktuatif bahkan tumbuh negatif periode 2013 kuartal 4. Kondisi ini disebabkan perlambatan investasi tahun 2013 juga dipengaruhi oleh penurunan peringkat daya saing Indonesia. Publikasi *Doing Business* 2014, Indonesia menempati peringkat ke-120, lebih rendah dibandingkan tahun sebelumnya yang menempati posisi 116 (Bank Indonesia, 2013).

4.2. Analisis Model dan Pembuktian Hipotesis

4.2.1. Uji Stasioneritas

Langkah awal yang harus dilakukan sebelum melakukan estimasi VECM adalah melakukan uji stasioneritas data. Uji stasioneritas data dilakukan terhadap masing-masing variabel yang digunakan dalam penelitian ini untuk mengetahui apakah variabel-variabel tersebut stasioner atau tidak. Dalam penelitian ini, uji stasioneritas data dilakukan dengan menggunakan pengujian *unit root* memakai metode *Augmented Dickey-Fuller* (ADF) *unit root test*.

Tabel 4.1.
Hasil Uji Stasioneritas ADF pada Tingkat Level

Variabel	<i>p-value</i>	α	Keterangan
<i>International Financial Integration</i>	0,0141	5%	Stasioner
Pertumbuhan Ekonomi	0,1436	5%	Tidak stasioner
Inflasi	0,4008	5%	Tidak stasioner
<i>Financial Development</i>	0,2192	5%	Tidak stasioner
Keterbukaan Perdagangan	0,6100	5%	Tidak stasioner
Log(Kurs Rp/USD)	0,9392	5%	Tidak stasioner
Suku Bunga <i>Fed</i>	0,0951	5%	Tidak stasioner
<i>Gross Fixed Capital Formation (GFCF)</i>	0,1841	5%	Tidak stasioner

Sumber: Eviews 8, data diolah

Tabel 4.1. menunjukkan bahwa menggunakan taraf nyata 5 persen, ditemukan bahwa *p-value* dari pertumbuhan ekonomi, inflasi, *financial*

development, keterbukaan perdagangan, kurs rupiah/USD, suku bunga *The Fed*, dan *gross fixed capital formation* lebih besar dari taraf nyata 5 persen. Hal ini berarti bahwa menerima hipotesis nol sehingga pertumbuhan ekonomi, inflasi, *financial development*, keterbukaan perdagangan, kurs rupiah/USD, suku bunga *The Fed*, dan *gross fixed capital formation* tidak stasioner pada tingkat level. Tahap selanjutnya adalah melakukan proses *differencing* pada semua data yang digunakan dan melakukan kembali pengujian *unit root* pada tingkat *first difference*.

Tabel 4.2. menunjukkan bahwa *p-value* pertumbuhan ekonomi, inflasi, *financial development*, keterbukaan perdagangan, kurs rupiah/USD, suku bunga *The Fed*, dan *gross fixed capital formation*, serta *international financial integration* lebih kecil dari taraf nyata 5 persen. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa pada tingkat *first difference*, pertumbuhan ekonomi, inflasi, *financial development*, keterbukaan perdagangan, kurs rupiah/USD, suku bunga *The Fed*, dan *gross fixed capital formation*, serta *international financial integration* sudah tidak mengandung masalah akar unit dan mempunyai kondisi data yang stasioner.

Tabel 4.2.
Hasil Uji Stasioneritas ADF pada Tingkat *First Difference*

Variabel	<i>p-value</i>	α	Keterangan
<i>International Financial Integration</i>	0,0000	5%	Stasioner
Pertumbuhan Ekonomi	0,0000	5%	Stasioner
Inflasi	0,0000	5%	Stasioner
<i>Financial Development</i>	0,0313	5%	Stasioner
Keterbukaan Perdagangan	0,0159	5%	Stasioner
Log(Kurs Rp/USD)	0,0000	5%	Stasioner
Suku Bunga <i>Fed</i>	0,0463	5%	Stasioner
<i>Gross Fixed Capital Formation (GFCF)</i>	0,0000	5%	Stasioner

Sumber: Eviews 8, data diolah

4.2.2. Penentuan *Lag* Kriteria

Penentuan *lag length optimal* merupakan tahap yang penting. Hal ini berkaitan dengan kekurangan informasi yang akan dihasilkan oleh estimasi pada model VAR/VECM. Proses pengujian dalam penentuan *lag length optimal* pada penelitian ini menggunakan perangkat lunak *Eviews* versi 8.

Tabel 4.3.
Hasil Uji *Lag* Optimal

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-778.7446	NA	468908.9	35.76112	36.08552	35.88142
1	-536.0149	386.1609	145.5978	27.63704	30.55662	28.71976
2	-458.9113	94.62713	107.4349	27.04142	32.55619	29.08657
3	-356.4290	88.50743	45.40594	25.29223	33.40218	28.29979
4	-148.6062	103.9114*	0.683241*	18.75483*	29.45997*	22.72481*

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Prosedur penentuan *lag* digunakan untuk menentukan *lag optimal* pada metode VAR. Penentuan jumlah *lag* pada VECM dilakukan dengan cara *lag optimal* pada VAR adalah p , maka *lag* pada VECM adalah $p-1$. Berdasarkan Kriteria FPE, AIC dan HQ serta SC merekomendasikan *lag* 4 sebagai *lag optimal* VAR sehingga *lag* VECM $p-1$ yaitu pada *lag* 3.

4.2.3. Uji Kointegrasi Johansen

Pengujian selanjutnya uji kointegrasi. Setelah menentukan *lag optimal* didapatkan maka langkah selanjutnya dapat dilakukan uji kointegrasi dengan menggunakan metode uji Johansen *Cointegration*. Metode Johansen memiliki dua penilaian statistik yaitu *trace test* dan *maximum eigenvalue test* dengan ketentuan

jika nilai kedua uji lebih besar dari nilai kritis 0,05 maka data yang digunakan dalam model terkointegrasi.

Tabel 4.4.
Hasil Uji Kointegrasi dengan *Trace Test*

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.978373	587.1809	187.4701	0.0000
At most 1 *	0.935530	418.4941	150.5585	0.0000
At most 2 *	0.826809	297.8654	117.7082	0.0000
At most 3 *	0.785498	220.7176	88.80380	0.0000
At most 4 *	0.769512	152.9825	63.87610	0.0000
At most 5 *	0.631863	88.40995	42.91525	0.0000
At most 6 *	0.512015	44.44077	25.87211	0.0001
At most 7 *	0.253640	12.87209	12.51798	0.0436

Berdasarkan Tabel 4.4. dapat dilihat nilai *trace statistic* mulai dari *none* sampai *at most 7* terdapat tanda bintang dan kurang dari 5% sehingga disimpulkan bahwa pertumbuhan ekonomi, inflasi, *financial development*, keterbukaan perdagangan, kurs rupiah/USD, suku bunga *The Fed*, dan *gross fixed capital formation*, serta *international financial integration* memiliki hubungan jangka panjang.

Berdasarkan Tabel 4.5. dapat dilihat nilai *trace statistic* menunjukkan terdapat kointegrasi diantara variabel-variabel yang digunakan, mulai dari *none* sampai *at most 7* terdapat tanda bintang dan kurang dari 5% sehingga data disimpulkan bahwa pertumbuhan ekonomi, inflasi, *financial development*, keterbukaan perdagangan, kurs rupiah/USD, suku bunga *The Fed*, dan *gross fixed capital formation*, serta *international financial integration* memiliki hubungan jangka panjang.. Hasil ini menunjukkan bahwa dapat menggunakan metode estimasi VECM.

Tabel 4.5.
Hasil Uji Kointegrasi dengan *Maximum Eigenvalue Test*

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.978373	168.6868	56.70519	0.0000
At most 1 *	0.935530	120.6287	50.59985	0.0000
At most 2 *	0.826809	77.14786	44.49720	0.0000
At most 3 *	0.785498	67.73510	38.33101	0.0000
At most 4 *	0.769512	64.57254	32.11832	0.0000
At most 5 *	0.631863	43.96918	25.82321	0.0001
At most 6 *	0.512015	31.56868	19.38704	0.0005
At most 7 *	0.253640	12.87209	12.51798	0.0436

4.2.4. Hasil Estimasi VECM

Tabel 4.6.
Hasil Estimasi VECM Jangka Panjang

Variabel Independen	Ruang Lingkup Estimasi	Variabel Dependen: International Financial Integration (Y_{t-1})
		Nilai
Pertumbuhan Ekonomi ($X1_{t-1}$)	Koefisien	-2,183
	Standar Error	0,131
	t statistik	-16,66
Inflasi ($X2_{t-1}$)	Koefisien	1,771
	Standar Error	0,097
	t statistik	18,33
Financial Development ($X3_{t-1}$)	Koefisien	-0,503
	Standar Error	0,041
	t statistik	-12,18
Keterbukaan Perdagangan ($X4_{t-1}$)	Koefisien	-1,089
	Standar Error	0,009
	t statistik	-11,16
Log Kurs Rupiah/USD ($X5_{t-1}$)	Koefisien	-28,744
	Standar Error	2,339
	t statistik	-12,29
Suku Bunga <i>Fed</i> ($X6_{t-1}$)	Koefisien	1,674
	Standar Error	0,230
	t statistik	7,28
<i>Gross Fixed Capital Formation</i> ($X7_{t-1}$)	Koefisien	1,547
	Standar Error	0,073
	t statistik	21,31
Konstanta	Koefisien	355,74
<i>Trend</i>	Koefisien	0,645

Berdasarkan hasil estimasi VECM jangka panjang pada Tabel 4.6, maka persamaan jangka panjang sebagai berikut:

$$Y_{t-1} = -355,74 - 0,645t + 2,183 X1_{t-1} - 1,771 X2_{t-1} + 0,503 X3_{t-1} + 1,089 X4_{t-1} + 28,774 X5_{t-1} - 1,674 X6_{t-1} - 1,547 X7_{t-1}$$

Berikut ini akan dijelaskan pengaruh masing-masing variabel dalam jangka panjang:

1. Variabel pertumbuhan ekonomi (X1) dalam jangka panjang mempunyai koefisien regresi sebesar 2,183. Artinya, pertumbuhan ekonomi meningkat sebesar 1% mengakibatkan *international financial integration* mengalami peningkatan sebesar 2,183%, dengan asumsi semua variabel lain dianggap tetap.
2. Variabel inflasi (X2) dalam jangka panjang mempunyai koefisien regresi sebesar -1,771. Artinya, inflasi meningkat sebesar 1% mengakibatkan *international financial integration* mengalami penurunan sebesar 1,771%, dengan asumsi semua variabel lain dianggap tetap.
3. Variabel *financial development* (X3) dalam jangka panjang mempunyai koefisien regresi sebesar 0,503. Artinya, *financial development* meningkat sebesar 1% mengakibatkan *international financial integration* mengalami peningkatan sebesar 0,503%, dengan asumsi semua variabel lain dianggap tetap.
4. Variabel keterbukaan perdagangan (X4) dalam jangka panjang mempunyai koefisien regresi sebesar 1,089. Artinya, keterbukaan perdagangan

meningkat sebesar 1% mengakibatkan *international financial integration* mengalami peningkatan sebesar 1,089%, dengan asumsi semua variabel lain dianggap tetap.

5. Variabel kurs rupiah/USD (X5) dalam jangka panjang mempunyai koefisien regresi sebesar 28,774. Artinya, kurs rupiah/USD terdepresiasi sebesar 1% mengakibatkan *international financial integration* mengalami peningkatan sebesar 28,774%, dengan asumsi semua variabel lain dianggap tetap.
6. Variabel suku bunga *the fed* (X6) dalam jangka panjang mempunyai koefisien regresi sebesar -1,674. Artinya, suku bunga *the fed* diturunkan sebesar 1% mengakibatkan *international financial integration* mengalami peningkatan sebesar 1,674%, dengan asumsi semua variabel lain dianggap tetap.
7. Variabel *gross fixed capital formation* (X7) dalam jangka panjang mempunyai koefisien regresi sebesar -1,547. Artinya, *gross fixed capital formation* menurun sebesar 1% mengakibatkan *international financial integration* mengalami peningkatan sebesar 1,547%, dengan asumsi semua variabel lain dianggap tetap.

4.2.5. Uji Signifikasi

Uji signifikasi dalam VECM membandingkan nilai t tabel dengan nilai t statistik. Tabel 4.7. menunjukkan hasil estimasi jangka panjang. Hasil estimasi jangka panjang VECM (*Vector Error Correction Model*) menunjukkan bahwa pertumbuhan ekonomi, inflasi, *financial development*, keterbukaan perdagangan,

kurs rupiah/USD, suku bunga *The Fed*, dan *gross fixed capital formation* berpengaruh signifikan terhadap *international financial integration* di negara Indonesia (asumsi t-statistik bersifat mutlak). Hal ini ditunjukkan dengan nilai t-statistik masing-masing variabel lebih besar dari t-tabel.

Tabel 4.7.
Hasil Estimasi VECM Jangka Panjang

Variabel Independen	Ruang Lingkup Estimasi	Variabel Dependen: International Financial Integration (Y_{t-1})
		Nilai
Pertumbuhan Ekonomi ($X1_{t-1}$)	Koefisien	-2,183
	Standar Error	0,131
	t statistik	-16,66*
Inflasi ($X2_{t-1}$)	Koefisien	1,771
	Standar Error	0,097
	t statistik	18,33*
Financial Development ($X3_{t-1}$)	Koefisien	-0,503
	Standar Error	0,041
	t statistik	-12,18*
Keterbukaan Perdagangan ($X4_{t-1}$)	Koefisien	-1,089
	Standar Error	0,009
	t statistik	-11,16*
Log Kurs Rupiah/USD ($X5_{t-1}$)	Koefisien	-28,744
	Standar Error	2,339
	t statistik	-12,29*
Suku Bunga <i>Fed</i> ($X6_{t-1}$)	Koefisien	1,674
	Standar Error	0,230
	t statistik	7,28*
<i>Gross Fixed Capital Formation</i> ($X7_{t-1}$)	Koefisien	1,547
	Standar Error	0,073
	t statistik	21,31*
Konstanta	Koefisien	355,74
<i>Trend</i>	Koefisien	0,645

Keterangan

* = Signifikan karena t statistik > t tabel (1,68488)

4.3. Pembuktian Hipotesis

Hasil analisis estimasi VECM dalam jangka panjang dapat ditunjukkan sebagai berikut:

1. Pertumbuhan ekonomi berpengaruh signifikan dan positif terhadap *international financial integration* Indonesia.
2. Inflasi berpengaruh signifikan dan negatif terhadap *international financial integration* Indonesia.
3. *Financial development* berpengaruh signifikan dan positif terhadap *international financial integration* Indonesia.
4. Keterbukaan perdagangan berpengaruh signifikan dan positif terhadap *international financial integration* Indonesia.
5. Kurs rupiah/USD berpengaruh signifikan dan positif terhadap *international financial integration* Indonesia.
6. Suku bunga *the fed* berpengaruh signifikan dan negatif terhadap *international financial integration* Indonesia.
7. *gross fixed capital formation* berpengaruh signifikan dan negatif terhadap *international financial integration* Indonesia.

4.4. Pembahasan

Berdasarkan rumusan masalah yang telah dibuat pada latar belakang, maka pembahasan dijelaskan sebagai berikut:

1. Pengaruh Pertumbuhan Ekonomi Terhadap *International Financial Integration*

Pertumbuhan ekonomi (X1) dalam jangka panjang mempunyai koefisien regresi sebesar 2,183. Artinya, pertumbuhan ekonomi meningkat sebesar 1% mengakibatkan *international financial integration* mengalami peningkatan sebesar 2,183%, dengan asumsi semua variabel lain dianggap tetap. Pertumbuhan ekonomi memiliki nilai t-statistik sebesar -16,66 (asumsi mutlak) lebih besar dari t

tabel sebesar 1,68488. Hasil ini menunjukkan bahwa pertumbuhan ekonomi berpengaruh signifikan terhadap *international financial integration* dalam jangka panjang. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Vo (2007), Arfaoui dan Abaoub (2010) yang menunjukkan bahwa pertumbuhan ekonomi berpengaruh signifikan terhadap *international financial integration*.

Pertumbuhan ekonomi Indonesia sebagai keadaan kenaikan kapasitas produksi perekonomian Indonesia yang diwujudkan dalam bentuk kenaikan pendapatan nasional Indonesia. Pertumbuhan ekonomi Indonesia merupakan indikasi keberhasilan pembangunan ekonomi di negara Indonesia (Ernita dkk, 2013). Analisis secara makro menunjukkan bahwa pertumbuhan ekonomi yang dicapai oleh Indonesia diukur dari perimbangan pendapatan nasional riil dengan pengeluaran riil yang dicapai oleh Indonesia (Ernita dkk, 2013).

Indonesia terus berusaha keras untuk mencapai pertumbuhan ekonomi yang optimal sebab pertumbuhan ekonomi mencerminkan kegiatan ekonomi Indonesia. Suatu periode perekonomian Indonesia mengalami pertumbuhan positif, berarti kegiatan ekonomi di Indonesia pada periode tersebut mengalami peningkatan, sebaliknya, perekonomian Indonesia mengalami pertumbuhan negatif berarti kegiatan ekonomi di Indonesia pada periode tersebut mengalami penurunan (Sufyati, 2012). Pertumbuhan ekonomi Indonesia yang berkelanjutan adalah pertumbuhan yang ditopang oleh investasi. Pertumbuhan yang ditopang oleh investasi dianggap lebih efektif dapat meningkatkan pertumbuhan ekonomi (Ernita dkk, 2013).

Pertumbuhan ekonomi Indonesia dijadikan indikator bagi investor untuk melakukan investasi di Indonesia. Indonesia memiliki pertumbuhan ekonomi yang tinggi, sehingga menunjukkan kondisi makroekonomi yang relatif baik. Kondisi ini sangat nyaman dan memiliki resiko untuk berinvestasi kecil. Resiko investasi yang relatif kecil di Indonesia dapat mendorong arus modal masuk dan meningkatkan derajat *international financial integration* Indonesia. Menurut Vo dan Daly (2004), juga menegaskan bahwa pertumbuhan ekonomi tinggi memacu aliran modal asing dan meningkatkan derajat *international financial integration*. Peringkat *doing bisnis* di Indonesia mengalami peningkatan dari 120 di tahun 2015 menjadi 109 pada kuartal 1 2016 (Bank Indonesia, 2016).

2. Pengaruh Inflasi Terhadap *International Financial Integration*

Variabel inflasi (X2) dalam jangka panjang mempunyai koefisien regresi sebesar -1,771. Artinya, inflasi meningkat sebesar 1% mengakibatkan *international financial integration* mengalami penurunan sebesar 1,771%, dengan asumsi semua variabel lain dianggap tetap. Inflasi memiliki nilai t-statistik sebesar 18,33 (asumsi mutlak) lebih besar dari t tabel sebesar 1,68488. Hasil ini menunjukkan bahwa inflasi berpengaruh signifikan terhadap *international financial integration* dalam jangka panjang. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Aribas dkk (2009) yang menunjukkan bahwa inflasi berpengaruh signifikan terhadap *international financial integration*.

Inflasi merupakan suatu indikator yang sangat penting dalam pembangunan ekonomi suatu negara termasuk negara Indonesia (Trihadmini, 2012). Pencapaian inflasi yang rendah menjadi prasyarat bagi tercapainya sasaran

makroekonomi lainnya, seperti pertumbuhan ekonomi dan penyediaan lapangan kerja yang seluas-luasnya. Pemilihan kestabilan harga sebagai sasaran akhir kebijakan moneter Indonesia yang dilatarbelakangi oleh realita bahwa inflasi yang tinggi menimbulkan dampak negatif dan ketidakstabilan bagi perekonomian (Trihadmini, 2012). Menurut Rimsky (2002:16), Inflasi merupakan salah satu peristiwa moneter yang menunjukkan suatu kecenderungan akan naiknya harga barang-barang secara umum yang berarti terjadi penurunan nilai uang. Kenaikan harga dari satu atau dua jenis barang tidak dapat dikatakan inflasi, kecuali keadaan tersebut meluas hingga mengakibatkan kenaikan barang-barang lainnya. Inflasi terjadi karena jumlah uang yang diedarkan melebihi jumlah uang yang dibutuhkan masyarakat sehingga terdapat kelebihan dana di masyarakat. Inflasi yang tinggi akan menghambat laju pertumbuhan ekonomi. Jika harga umum di Indonesia mengalami kenaikan, maka daya beli masyarakat Indonesia menjadi berkurang karena pendapatan riil masyarakat Indonesia yang turun. Turunnya daya beli masyarakat Indonesia menggambarkan terhambatnya pertumbuhan ekonomi di negara Indonesia.

Inflasi memiliki hubungan negatif dengan *international financial integration*. Inflasi merupakan permasalahan ekonomi yang dapat mengganggu aktivitas ekonomi. Inflasi akan mendistorsi daya beli masyarakat Indonesia dan menjadi ancaman bagi investor yang akan berinvestasi ke Indonesia. Inflasi menjadi ancaman besar bagi investor yang akan berinvestasi ke Indonesia sebab inflasi yang terlalu tinggi memberikan tanda *overheated economy* sehingga mengurangi arus masuk modal asing. Lemmen dan Eijffinger (1996) dalam Garali

dan Othamani (2015) menunjukkan bahwa tingkat inflasi secara signifikan dan berpengaruh negatif terhadap integrasi keuangan internasional di Uni Eropa. Negara dengan tingkat inflasi yang tinggi akan memiliki mata uang domestik terdepresiasi dan menciptakan kondisi yang tidak menguntungkan bagi investor asing sehingga menyebabkan arus modal masuk yang lebih rendah (Garali dan Othamani, 2015). Aliran modal asing yang masuk ke Indonesia rendah berdampak pada penurunan derajat *international financial integration*.

3. Pengaruh *Financial Development* Terhadap *International Financial Integration*

Variabel *financial development* dalam jangka panjang mempunyai koefisien regresi sebesar 0,503. Artinya, *financial development* meningkat sebesar 1% mengakibatkan *international financial integration* mengalami peningkatan sebesar 0,503%, dengan asumsi semua variabel lain dianggap tetap. *Financial development* memiliki nilai t-statistik sebesar -12,18 (asumsi mutlak) lebih besar dari t tabel sebesar 1,68488. Hasil ini menunjukkan bahwa *financial development* berpengaruh signifikan terhadap *international financial integration* dalam jangka panjang. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Garali dan Othamani (2015), Arfaoui dan Abaoub (2010) yang menunjukkan bahwa *financial development* berpengaruh signifikan terhadap *international financial integration*.

Sektor keuangan di Indonesia memegang peranan yang sangat signifikan dalam memicu pertumbuhan ekonomi Indonesia (Fabya, 2011). Sektor keuangan Indonesia menjadi lokomotif pertumbuhan sektor riil melalui akumulasi kapital dan inovasi teknologi. Lebih tepatnya, sektor keuangan mampu memobilisasi tabungan. Sektor keuangan Indonesia menyediakan para peminjam berbagai

instrumen keuangan dengan kualitas tinggi dan resiko rendah (Fabya, 2011). Hal ini akan menambah investasi dan akhirnya mempercepat pertumbuhan ekonomi. Di lain pihak, terjadinya *asymmetric information*, yang dimanifestasikan dalam bentuk tingginya biaya-biaya transaksi dan biaya-biaya informasi dalam pasar keuangan dapat diminimalisasi, jika sektor keuangan berfungsi secara efisien (Fabya, 2011).

Financial development memberikan kontribusi terhadap pertumbuhan ekonomi dengan cara merangsang investasi di suatu negara melalui *the level and efficiency effects* (Onuonga, 2014). Efek efisiensi menunjukkan bahwa adanya reformasi dan penerapan peraturan di sektor keuangan akan menjamin transparansi dan sistem pelaporan yang tepat dalam sektor keuangan. Kepercayaan investor dapat menarik investor domestik dan asing. Efek efisiensi berpendapat bahwa sektor keuangan mengalokasikan sumber daya keuangan untuk proyek-proyek yang paling menguntungkan. Sektor keuangan memobilisasi tabungan, mengalokasikan sumber daya secara efisien, meringankan masalah informasi asimetris, memonitor perusahaan, mengelola risiko dan mengurangi biaya transaksi antara lain; semua ini, menurut hipotesis kontribusi positif bagi pertumbuhan ekonomi.

Financial development berhubungan positif dengan *international financial integration*. *Financial development* berperan penting dalam sektor keuangan. *Financial development* memberikan suatu informasi investasi, mengoptimalkan alokasi modal, mobilisasi modal, dan mendorong FDI masuk dalam negeri (Ray, 2010). Levine dan Zervos (1996) dalam (Garali dan Othamani, 2015)

menyebutkan bahwa peningkatan *financial development* yang diukur dengan rasio jumlah uang beredar terhadap Produk Domestik Bruto dapat mendorong peningkatan *international financial integration*.

4. Pengaruh Keterbukaan Perdagangan Terhadap *International Financial Integration*

Variabel keterbukaan perdagangan dalam jangka panjang mempunyai koefisien regresi sebesar 1,089. Artinya, keterbukaan perdagangan meningkat sebesar 1% mengakibatkan *international financial integration* mengalami peningkatan sebesar 1,089%, dengan asumsi semua variabel lain dianggap tetap. Keterbukaan perdagangan memiliki nilai t-statistik sebesar -11,16 (asumsi mutlak) lebih besar dari t tabel sebesar 1,68488. Hasil ini menunjukkan bahwa keterbukaan perdagangan berpengaruh signifikan terhadap *international financial integration* dalam jangka panjang. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Vo (2007), Arfaoui dan Abaoub (2010) yang menunjukkan bahwa keterbukaan perdagangan (*trade openness*) berpengaruh signifikan terhadap *international financial integration*.

Trade openness bagi Indonesia memberikan manfaat dalam memperluas akses pasar yang lebih luas. Indonesia akan mengekspor barang jika memiliki keunggulan komparatif dan mengimpor suatu barang yang tidak memiliki keunggulan komparatif (Fabya, 2011). Era globalisasi ini, menuntut Indonesia untuk ikut berperan aktif dalam kegiatan internasional, seperti keterbukaan ekonomi yang lebih luas dan keterbukaan perdagangan yang lebih aktif. Keterbukaan perdagangan yang lebih aktif bisa dilakukan dengan mengurangi hambatan perdagangan antar mitra dagang utama. Seperti, dalam kebijakan tarif

ekspor dan impor barang dan jasa. Keterbukaan Perdagangan yang dimaknai dengan berlangsungnya proses perdagangan internasional pada negara berkembang termasuk Indonesia tak lepas dari dorongan perkembangan di sektor keuangannya.

Trade openness berhubungan positif dengan *international financial integration*. Kebijakan keterbukaan perdagangan Indonesia yang dapat dilihat dari rasio volume perdagangan terhadap PDB. Adanya *trade openness*, mendorong perekonomian Indonesia mengalami peningkatan. Adanya keterbukaan perdagangan juga bertujuan untuk merangsang produksi, *protecting efficiency*, dan membantu mengurangi biaya produksi (Asongo dkk., 2013). Keterbukaan perdagangan Indonesia menawarkan akses pada suatu negara ke pasar global (Asongo dkk., 2013). Indonesia mendukung keterbukaan perdagangan mendapat kesempatan yang lebih besar untuk memanfaatkan lebih banyak dan lebih besar akses aliran modal, teknologi, impor lebih murah dan pasar ekspor yang lebih besar. Kinerja ekonomi Indonesia yang baik dan terus mendukung kebijakaa keterbukaan perdagangan sehingga meningkatkan *international financial integration* Indonesia. Hasil ini juga didukung teori keuangan internasional yang berpendapat bahwa keterbukaan perdagangan mendorong *international financial integration* (Arfaoui dan Abaoub, 2010). Lane dan Milesi (2003), Vo dan Daly (2007), juga mendukung bahwa keterbukaan perdagangan berhubungan positif terhadap *international financial integration*.

5. Pengaruh Kurs Rupiah/USD Terhadap *International Financial Integration*

Variabel kurs rupiah/USD (X5) dalam jangka panjang mempunyai koefisien regresi sebesar 28,774. Artinya, kurs rupiah/USD terdepresiasi sebesar

1% mengakibatkan *international financial integration* mengalami peningkatan sebesar 28,774%, dengan asumsi semua variabel lain dianggap tetap. Kurs rupiah/US\$ memiliki nilai t-statistik sebesar -12,29 (asumsi mutlak) lebih besar dari t tabel sebesar 1,68488. Hasil ini menunjukkan bahwa kurs rupiah/US\$ berpengaruh signifikan terhadap *international financial integration* dalam jangka panjang. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Garali dan Othamani (2015) yang menunjukkan bahwa kurs rupiah/US\$ berpengaruh signifikan terhadap *international financial integration*.

Salah satu faktor yang mempengaruhi *international financial integration* adalah nilai tukar suatu negara terhadap mata uang asing. Nilai tukar sangat penting dalam menentukan *international financial integration*. Sistem nilai tukar yang diterapkan suatu negara tergantung dari kebijakan yang ditempuh negara, dimana dipengaruhi oleh kedudukan negara dan tujuan umum dari ekonomi yang bersangkutan terutama politik moneternya. Menurut Bilawal dkk (2014), nilai tukar merupakan faktor paling penting dalam perekonomian terbuka dan memiliki efek langsung pada faktor-faktor ekonomi makro seperti investasi. Nilai tukar berhubungan positif dengan *international financial integration*. Perubahan yang secara tiba-tiba dan tidak bisa diduga pada nilai tukar mempengaruhi minat investor. Depresiasi mata uang domestik memotivasi investor asing untuk berinvestasi karena negara yang mengalami depresiasi mata uang akan melakukan kebijakan kontraktif, yaitu menaikkan suku bunga (asumsi suku bunga domestik lebih besar dari suku bunga dunia) sehingga *return* yang diperoleh investor asing lebih tinggi dibandingkan dengan negara yang memiliki suku bunga rendah

(Waqas dkk, 2015). Pernyataan Waqas dkk, (2015) didukung oleh pernyataan Bilawal dkk (2014). Menurut Bilawal dkk (2014), *return* investasi yang tinggi diakibatkan oleh suku bunga domestik yang ditetapkan oleh bank sentral domestik lebih tinggi dibandingkan suku bunga bank sentral dunia misalnya bank sentral Amerika Serikat. Suku bunga domestik lebih tinggi dibandingkan suku bunga dunia akan berdampak pada tingginya penyerapan *capital inflow* ke negara yang memiliki suku bunga tinggi sehingga dapat mendorong peningkatan *international financial integration*.

Kasus Indonesia, Bank Indonesia selaku otoritas moneter Indonesia memiliki tanggung jawab pada pergerakan kurs rupiah terhadap US\$. Kondisi depresiasi atau apresiasi kurs rupiah terhadap US\$ menunjukkan bahwa perubahan nilai tukar dapat mengubah harga relatif suatu produk menjadi lebih mahal atau lebih murah. Depresiasi atau apresiasi kurs rupiah terhadap US\$ diakibatkan sistem kurs yang dianut oleh Indonesia adalah *floating exchange rate system*. Sistem *floating exchange rate* yang di adopsi oleh Indonesia melarang Bank Indonesia untuk tidak melakukan intervensi pada pasar valas. Intervensi tersebut berupa pembelian atau penjualan valuta asing menggunakan cadangan devisa di pasar valuta asing. Bank Indonesia hanya menggunakan instrument suku bunga untuk menstabilkan kurs rupiah terhadap US\$. Kurs rupiah mengalami depresiasi maka Bank Indonesia akan meningkatkan *BI rate*. Peningkatan *BI rate* yang lebih tinggi dari *fed rate* membuat investor asing untuk melakukan investasi di Indonesia karena *BI rate* yang lebih tinggi dari *fed rate* membuat *return* investasi asing di Indonesia lebih tinggi sehingga Indonesia mendapatkan

keuntungan dalam bentuk aset. *Capital inflow* yang masuk lebih besar daripada *capital outflow* dan aset lebih besar dari kewajiban maka akan mendorong peningkatan derajat *international financial integration* Indonesia.

6. Pengaruh *Fed rate* Terhadap *International Financial Integration*

Variabel suku bunga *the fed* dalam jangka panjang mempunyai koefisien regresi sebesar -1,674. Artinya, suku bunga *the fed* diturunkan sebesar 1% mengakibatkan *international financial integration* mengalami peningkatan sebesar 1,674%, dengan asumsi semua variabel lain dianggap tetap. Suku bunga *the fed* memiliki nilai t-statistik sebesar 7,28 (asumsi mutlak) lebih besar dari t tabel sebesar 1,68488. Hasil ini menunjukkan bahwa suku bunga *the fed* berpengaruh signifikan terhadap *international financial integration* dalam jangka panjang. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Arfaoui dan Abaoub (2010) yang menunjukkan bahwa suku bunga dunia berpengaruh signifikan terhadap *international financial integration*.

Ekonomi Amerika Serikat (AS) sangat menentukan arah pergerakan ekonomi dan pasar modal dunia karena itu, suku bunga fed sangat penting diperhatikan. Suku bunga *the fed* juga sangat berkaitan dengan *international financial integration*. Para pelaku pasar di Indonesia, khawatir jika *The Fed* menaikkan *Fed Rate*, maka dana asing yang ada di negara domestik akan keluar dan berpindah ke Amerika Serikat (AS) sebab dengan suku bunga acuan yang lebih tinggi, maka investasi di Amerika Serikat (AS) menawarkan tingkat imbal hasil yang lebih tinggi, sementara disisi lain risikonya tetap dianggap sangat

rendah mengingat Amerika adalah negara dengan perekonomian paling besar di dunia.

Investasi yang mengalir ke negara-negara berkembang sangat sensitif terhadap perbedaan suku bunga dunia. Tingkat bunga dunia merupakan sinyal yang efektif dan berisi informasi untuk merangsang mobilitas modal (Arfaoui dan Abaoub, 2010). Penurunan suku bunga *the fed* dapat diartikan sebagai prasyarat untuk peningkatan investasi dan pengurangan biaya modal di Indonesia. Investasi cenderung mengalir ke negara-negara dengan suku bunga domestik lebih tinggi dari suku bunga *the fed* (Gumus dkk, 2013). *BI rate* lebih tinggi daripada tingkat suku bunga *the fed rate*, maka lebih menguntungkan jika para investor melakukan pembelian investasi portofolio Indonesia, tetapi sebaliknya, *BI rate* lebih rendah daripada suku bunga *the fed rate*, maka lebih menguntungkan jika para investor melakukan pembelian investasi portofolio asing (Waqas dkk, 2015).

7. Pengaruh *Gross Fixed Capital Formation (GFCF)* Terhadap *International Financial Integration*

Variabel *gross fixed capital formation* dalam jangka panjang mempunyai koefisien regresi sebesar -1,547. Artinya, *gross fixed capital formation* menurun sebesar 1% mengakibatkan *international financial integration* mengalami peningkatan sebesar 1,547%, dengan asumsi semua variabel lain dianggap tetap. *Gross Fixed Capital Formation (GFCF)* memiliki nilai t-statistik sebesar 21,31 (asumsi mutlak) lebih besar dari t tabel sebesar 1,68488. Hasil ini menunjukkan bahwa *Gross Fixed Capital Formation (GFCF)* berpengaruh signifikan terhadap *international financial integration* dalam jangka panjang. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Arfaoui dan Abaoub (2010) yang menunjukkan bahwa

investasi domestik berpengaruh signifikan terhadap *international financial integration*.

Jenis investasi yang menjadi pendorong *international financial integration* suatu negara adalah pembentukan modal tetap bruto (*Gross Fixed Capital Formation*) Rajni (2007). Berdasarkan pendapat tersebut pembentukan modal tetap bruto (*Gross Fixed Capital Formation*) digunakan untuk mempengaruhi derajat *international financial integration* Indonesia. *Gross Fixed Capital Formation* sangat penting untuk derajat *international financial integration* Indonesia karena *Gross Fixed Capital Formation* dapat membantu mengurangi derajat *international financial integration* Indonesia. Kebijakan luar negeri *international financial integration* juga berpotensi merugikan bagi Indonesia. Kerugian yang dirasakan oleh negara Indonesia ketika mengimplementasikan *international financial integration* yaitu lebih rentan tertular ketidakpastian kondisi ekonomi global (Setiawan, 2012). Laju *gross fixed capital formation* yang cepat, dapat mengurangi kebutuhan akan modal asing sehingga derajat *international financial integration* semakin berkurang. Proses *gross fixed capital formation* yang cepat menunjukkan peningkatan pada barang modal ditahun tertentu

BAB 5

SIMPULAN DAN SARAN

5.1. Simpulan

Berdasarkan pembahasan yang telah diuraikan pada bab sebelumnya, maka simpulan yang dapat diambil yaitu:

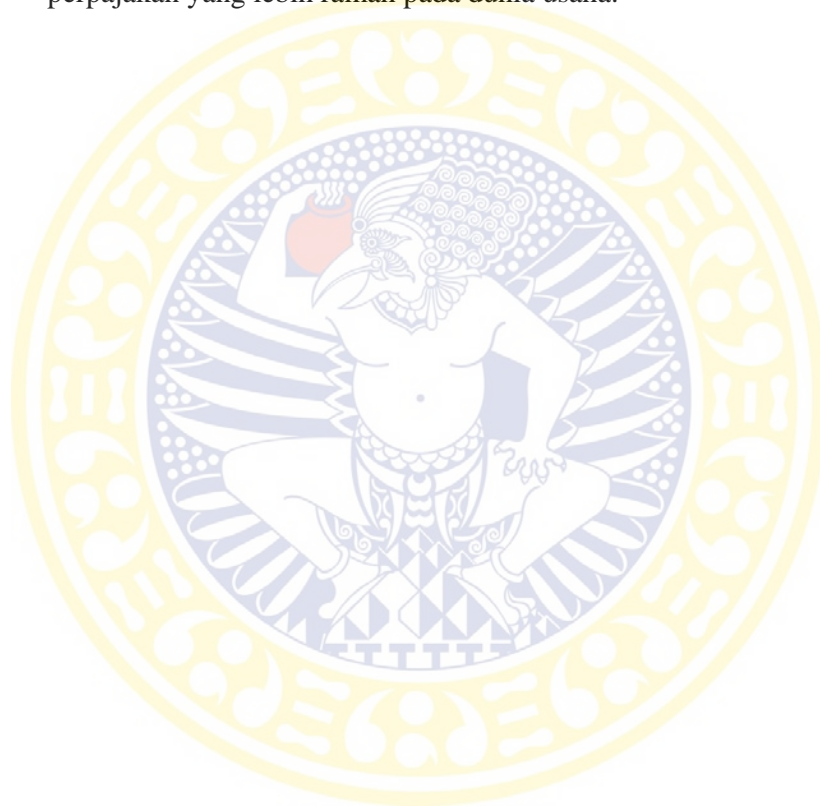
1. Pertumbuhan ekonomi berpengaruh signifikan dan positif terhadap *international financial integration* Indonesia.
2. Inflasi berpengaruh signifikan dan negatif terhadap *international financial integration* Indonesia.
3. *Financial development* berpengaruh signifikan dan positif terhadap *international financial integration* Indonesia.
4. Keterbukaan perdagangan berpengaruh signifikan dan positif terhadap *international financial integration* Indonesia.
5. Depresiasi kurs rupiah/USD berpengaruh signifikan dan positif terhadap *international financial integration* Indonesia.
6. Suku bunga *the fed* berpengaruh signifikan dan negatif terhadap *international financial integration* Indonesia.
7. *Gross fixed capital formation* berpengaruh signifikan dan negatif terhadap *international financial integration* Indonesia.

5.2. Saran

Berdasarkan kesimpulan yang telah dilakukan sebelumnya, maka saran yang dapat direkomendasikan dari penelitian ini adalah:

1. Berdasarkan simpulan pertama pertumbuhan ekonomi Indonesia berpengaruh signifikan terhadap derajat *international financial integration* di negara Indonesia maka pemerintah Indonesia disarankan untuk menjaga pertumbuhan ekonomi agar tidak tumbuh negatif, melainkan terus mendorong pertumbuhan ekonomi yang lebih tinggi dengan cara menaikkan belanja pemerintah, menarik investasi asing dengan memberikan kemudahan perijinan dan pemberian insentif, menjaga daya beli masyarakat, dan menurunkan suku *gap* suku bunga acuan dengan suku bunga kredit.
2. Berdasarkan simpulan kedua inflasi berpengaruh signifikan terhadap derajat *international financial integration* di negara Indonesia maka otoritas moneter disarankan tetap menjaga kestabilan inflasi dengan cara menjaga suku bunga acuan dan mengendalikan jumlah uang beredar. Inflasi yang terlalu tinggi memberikan tanda *overheated economy* sehingga mengurangi arus masuk modal asing
3. Berdasarkan simpulan kelima depresiasi kurs Rp/USD memiliki pengaruh signifikan dan positif terhadap derajat *international financial integration* di negara Indonesia maka Bank Indonesia dan Pemerintah disarankan tetap menjaga stabilitas nilai tukar IDR/USD dengan cara mendorong peningkatan ekspor dan mengurangi impor.
4. Berdasarkan simpulan ke enam suku bunga *the fed* berpengaruh signifikan dan negatif terhadap *international financial integration* Indonesia maka pemerintah Indonesia dan Bank Indonesia harus selalu waspada serta

merunuskan kebijakan yang efektif dalam meredam dampak pergerakan suku bunga *the fed* seperti kebijakan menahan sisa hasil devisa ekspor, memperluas kapasitas di sektor riil, dan mendorong iklim usaha yang *business friendly* dengan memangkas sejumlah regulasi perizinan usaha yang tidak ramah investasi, serta mengimplemtasikan kebijakan perpajakan yang lebih ramah pada dunia usaha.



DAFTAR PUSTAKA

- Agboola, K. 2004. *The Effect of Trade Liberalization on the Manufacturing sector*. Thesis, University of Ilorin.
- Ajija, Shochrul R, dkk. 2011. *Cara Cerdas Menguasai Eviews*. Jakarta: Salemba Empat.
- Akhtaruzzaman, Md. 2008. *Financial Development And Velocity Of Money In Bangladesh: A Vector Auto-Regression Analysis*. Policy Analysis Unit (PAU) , 1-31.
- Alfaro, Laura, and Andrew Charlton. 2006. *International Financial Integration and Entrepreneurship*. Working Paper 07-012.
- Arfaoui, Mongi, and Ezzeddine Abaoub. 2010. On The Determinants Of International Financial Integration In The Global Business Area. *Journal of Applied Economic Sciences*. Volume V. Issue 3(13).
- Aribas, et al. 2009. *The Determinants of International Financial Integration Revisited: The Role Of Networks And Geographic Neutrality*. MPRA Paper No. 18717.
- Arifin, dkk. 2007. *Integrasi Keuangan dan Moneter di Asia Timur: Peluang dan Tantangan Bagi Indonesia*. Jakarta: Elex Media Komputindo.
- Asongo dkk. 2013. Impact of Trade Liberalization on the Performance of the Manufacturing Sector in Nigeria (1989 To 2006). *Journal of Economics and Finance*. Volume 2. Issue 2.
- Baele, et al. 2004. *Measuring Financial Integration in the Euro Area*. European Central Bank Occasional Paper Series No. 14.
- Bank Indonesia. 2008. Laporan Tahunan 2005. Jakarta: Bank Indonesia.
- _____. 2006. Laporan Tahunan 2006. Jakarta: Bank Indonesia.
- _____. 2009. Laporan Tahunan 2008. Jakarta: Bank Indonesia.
- _____. 2011. Laporan Tahunan 2011. Jakarta: Bank Indonesia.
- _____. 2012. Laporan Tahunan 2014. Jakarta: Bank Indonesia.
- _____. 2013. Laporan Tahunan 2014. Jakarta: Bank Indonesia.
- _____. 2015. Laporan Tahunan 2015. Jakarta: Bank Indonesia
- Bilawal, et al. 2014. *Impact of Exchange Rate on Foreign Direct Investment in Pakistan*. Advances in Economics and Business. Vol 2(6): 223-231.
- Caporale, Guglielmo Maria. 2009. *International Financial Integration And Real Exchange Rate Long-Run Dynamics In Emerging Countries: Some Panel Evidence*. William Davidson Institute Working Paper Number 970.
- Chin, Menzie D. 2007. A New Measure of Financial Openness. *Journal of Comparative Policy Analysis: Research and Practice*. Volume 10. Issue 3.

- Choi, Woon Gyu. 2007. *Capital Flows, Financial Integration, and International Reserve Holdings: The Recent Experience of Emerging Markets and Advanced Economies*. IMF Working Paper No. 17.
- Derusia, Fortanier. 2012. Foreign Direct Investment And Host Country Economic Growth: Does The Investor's Country Of Origin Play A Role?. *Journal of Economic Perspectives*. Vol 9. Page: 169-189.
- Dornbusch, Rudiger dan Stanley Fischer. 2008. *Makroekonomi*. Alih bahasa Julius A. Mulyadi. Penerbit Erlangga. Jakarta.
- Duasa, Garg, and Murde Kasim. 2009. Impact of Macroeconomic Indicators on the Performance of Foreign Portfolio Investment in Nigeria. *European Journal of Business and Management*. Vol. 5. No. 2. 2009.
- Dwiantoro, Dedy. 2004. Analisis Determinan Inflasi di Indonesia dengan Engel-Granger Error Correction Model. *Jurnal Ekonomi dan Manajemen*. Vol. 5, No. 2.
- Edison, et al. 2012. International Financial Integration and Economic Growth. *Journal of International Money and Finance*. Vol. 21. Page: 749-776.
- Elmi, Zahra, dan Jahadi. 2011. Oil Price Shocks and Economic Growth: Evidence from OPEC and OECD. *Australian Journal of Basic and Applied Sciences*. 5(6). Page: 627-635.
- Enders, W. 2004. *Applied Econometric Time Series*. New York: John Wiley & Sons.
- Ernita, dkk. 2013. Analisis Pertumbuhan Ekonomi, Investasi dan Konsumsi di Indonesia. *Jurnal Kajian Ekonomi*. Vol 1. No. 2.
- Fabya. 2011. *Analisis Pengaruh Perkembangan Sektor Keuangan Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Di Indonesia*. Jurnal Ilmiah Fakultas Ekonomi Dan Manajemen Institut Pertanian Bogor.
- Garali, Wafa, and Saoussen Othmani. 2015. *The determinants of international financial integration in the MENA area*. *Procedia Economics and Finance*. Vol 26. Page:535 – 541.
- Gujarati, Damodar N. dan Dawn C. Porter. *Dasar Dasar Ekonometrika*. Edisi Kelima Buku 2. Terjemahan oleh Raden Carlos Mangunsong. 2009. Jakarta: Salemba Empat.
- Gumus, et al. 2013. The Relationship Between Foreign Portfolio Investment And Macroeconomic Variables. *European Scientific Journal*. Vol.9, No.34.
- Harris, Richard I. D. 1995. *Cointegration Analysis in Econometric Modelling*. Great Britain: Prentice Hall/Harvester Wheatsheaf.
- Hoffman, Dennis L. and Robert H. Rasche. 1997. *A Vector Error-Correction Forecasting Model of the US Economy*. Working Paper 1997-008A. Federal Reserve Bank of St. Louis.

- Hosny, Amir Sadek. 2013. Theoris of Economics Integration, a Survey of The Economic and Political Literature. *Journal of Economy, Management, and Social Science*. 2(5) May 2013, pages 133-155. USA: TI. Journals.
- Kose, et al. 2009. *Thresholds in the Process of International Financial Integration*. Discussion Paper No. 4133.
- Lane, P.R. and Milesi, Ferretti, G.M. 2003. *International Financial Integration*. Institute for International Integration Studies Discussion Paper.
- Mankiw, N. Gregory. *Makroekonomi*. Edisi Keenam. Terjemahan oleh Fitria Liza dan Imam Nurmawan. 2006. Jakarta: Erlangga.
- Mishkin, Frederic. *Ekonomi Uang, Perbankan, dan Pasar Keuangan*. Edisi Ke-8 Buku 2. 2009. Terjemahan oleh Lana Soelistianingsih dan Beta Yulianta G. Jakarta: Salamba Empat,
- Nasution, Liza Nazliana. 2010. *Perkembangan Tingkat Bunga Di Indonesia Pasca Krisis Ekonomi*. Jakarta: PT. Raja Grafindo Persada.
- Nawatmi, Sri. 2012. Volatilitas Nilai Tukar Dan Perdagangan Internasional. *Dinamika Akuntansi, Keuangan dan Perbankan*. Vol 1. No.1. Hal: 41 – 56.
- Onuorah, A. C and Akujobi, L. E. 2013. Impact of Macroeconomic Indicators on the Performance of Foreign Portfolio Investment in Nigeria. *European Journal of Business and Management*, Vol 5, No 2.
- Ozkan, at al. 1999. Risk Sharing and Industrial Specialization: Regional and International Evidence. *Journal of International Economics*. Vol. 92. Page: 286–306.
- Pierre, Richard. 2001. *Benefits and Costs of International Financial Integration: Theory and Facts*. World Bank.
- Pratiwi, Ardianing. 2013. Determinan Inflasi Indonesia: Jangka Panjang dan Pendek. *Jurnal Kajian Ekonomi*. Vol.10, No.21.
- Ray, B. P. 2010. The Impact Of Financial Development On *Capital Account* In Kenya. *International Journal Of Development Research*. Vol 5 (2). Page: 3522-3534.
- Rajni, Sasmiharti. 2007. Pengaruh Angkatan Kerja Dan Penanaman Modal Tetap Bruto Ternadap Pendapatan Per Kapita Propinsi Di Indonesia. *Jurnal Kajian Ekonomi*. Vol 5. No. 2.
- Rimsky, Judisseno. K, 2002. *Sistem Moneter dan Perbankan di Indonesia*. Jakarta: Gramedia Pustaka Utama.
- Setiawan, Sigit. 2012. Analisis Keterbukaan Dan Daya Saing Sektor Perasuransian Indonesia Di ASEAN. *Policy Paper* No. 1/2012 Pusat Kebijakan Regional dan Bilateral-BKF.

- Shahbaz, et al. 2008. Stock Market Development and Economic Growth: Ardl Causality in Pakistan. *International Research Journal of Finance and Economics*.
- Sufyetti, 2012. Analisis Pertumbuhan Ekonomi dan Pengeluaran Pembangunan di Kabupaten Agam. *Jurnal Kajian Ekonomi*. Vol.1, No.1.
- Sukirno, Sadono. 2010. *Makroekonomi: Teori Pengantar*. Jakarta: PT. Raja Grafindo Persada.
- Todaro, Michael P, dan Smith, Stephen C. 2003. *Pembangunan Ekonomi di Dunia Ketiga*. Jakarta : Penerbit Erlangga.
- Trihadmini, Nuning. 2011. Contagion dan Spillover Effect Pasar Keuangan Global Sebagai Early Warning System. *Finance and Banking Journal*, Vol. 13. No. 1.
- Vo, Xuan Vinh, and Daly Taylor. 2004. *The Relationships between Net Private Capital Flows and Economic Growth in Emerging Asian Economies*. International Business Research Conference. World Business Institute, ed. M. Hoque, Victoria University of Technology, Melbourne.
- Vo, X.V. 2007. *International Financial Integration and Economic Growth: a Panel Analysis*. Working Paper Series School of Economics and Finance. University of Western Sydney.
- Waqas, Ahmad. 2015. A Comparative Study on Performance of Open and Close-ended Mutual Funds in Pakistan. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*. Vol. 5. No. 1.
- Widarjono, Agus. 2007. *Ekonometrika: Teori dan Aplikasi Untuk Ekonomi dan Bisnis*. Yogyakarta: Ekonisia.
- Yi, Wu. 2003. *The Impact of Trade Liberalization on the Trade Balance in Developing Countries*. IMF Working Paper No. 08.
- Zaini, Zulfi. 2012. Integrasi Sistem Keuangan Di Asia Timur Dan Implikasinya Bagi Indonesia Terhadap Regulasi Perbaikan. *Jurnal Kajian Ekonomi*. Vol.9. No.11.

LAMPIRAN

Lampiran 1 Uji Stasioneritas Tingkat Level

Null Hypothesis: IFI has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.450926	0.0141
Test critical values:		
1% level	-3.581152	
5% level	-2.926622	
10% level	-2.601424	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: EG has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.413342	0.1436
Test critical values:		
1% level	-3.577723	
5% level	-2.925169	
10% level	-2.600658	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: LEXC has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.135584	0.9392
Test critical values:		
1% level	-3.577723	
5% level	-2.925169	
10% level	-2.600658	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: TO has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 5 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.323255	0.6100
Test critical values:		
1% level	-3.596616	
5% level	-2.933158	
10% level	-2.604867	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

ADLN - PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

Null Hypothesis: SKD has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.627927	0.0951
Test critical values:		
1% level	-3.588509	
5% level	-2.929734	
10% level	-2.603064	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: INF has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 4 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.747496	0.4008
Test critical values:		
1% level	-3.592462	
5% level	-2.931404	
10% level	-2.603944	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: FD has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 4 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.171507	0.2192
Test critical values:		
1% level	-3.592462	
5% level	-2.931404	
10% level	-2.603944	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: GFCF has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.274782	0.1841
Test critical values:		
1% level	-3.577723	
5% level	-2.925169	
10% level	-2.600658	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Lampiran 2 Uji Stasioneritas *First Difference*

Null Hypothesis: D(IF1) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-14.51619	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.581152	
5% level	-2.926622	
10% level	-2.601424	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(LEXC) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.451950	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.584743	
5% level	-2.928142	
10% level	-2.602225	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(TO) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 4 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.414369	0.0159
Test critical values:		
1% level	-3.596616	
5% level	-2.933158	
10% level	-2.604867	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(SKD) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.960234	0.0463
Test critical values:		
1% level	-3.581152	
5% level	-2.926622	
10% level	-2.601424	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

ADLN - PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

Null Hypothesis: D(INF) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.465341	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.592462	
5% level	-2.931404	
10% level	-2.603944	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(GFCF) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.725056	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.581152	
5% level	-2.926622	
10% level	-2.601424	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(FD) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.134925	0.0313
Test critical values:		
1% level	-3.592462	
5% level	-2.931404	
10% level	-2.603944	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(EG) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.129690	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.581152	
5% level	-2.926622	
10% level	-2.601424	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Lampiran 3 Penentuan Lag

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-778.7446	NA	468908.9	35.76112	36.08552	35.88142
1	-536.0149	386.1609	145.5978	27.63704	30.55662	28.71976
2	-458.9113	94.62713	107.4349	27.04142	32.55619	29.08657
3	-356.4290	88.50743	45.40594	25.29223	33.40218	28.29979
4	-148.6062	103.9114*	0.683241*	18.75483*	29.45997*	22.72481*

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Lampiran 4 Uji kointegrasi

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.978373	587.1809	187.4701	0.0000
At most 1 *	0.935530	418.4941	150.5585	0.0000
At most 2 *	0.826809	297.8654	117.7082	0.0000
At most 3 *	0.785498	220.7176	88.80380	0.0000
At most 4 *	0.769512	152.9825	63.87610	0.0000
At most 5 *	0.631863	88.40995	42.91525	0.0000
At most 6 *	0.512015	44.44077	25.87211	0.0001
At most 7 *	0.253640	12.87209	12.51798	0.0436

Trace test indicates 8 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.978373	168.6868	56.70519	0.0000
At most 1 *	0.935530	120.6287	50.59985	0.0000
At most 2 *	0.826809	77.14786	44.49720	0.0000
At most 3 *	0.785498	67.73510	38.33101	0.0000
At most 4 *	0.769512	64.57254	32.11832	0.0000
At most 5 *	0.631863	43.96918	25.82321	0.0001
At most 6 *	0.512015	31.56868	19.38704	0.0005
At most 7 *	0.253640	12.87209	12.51798	0.0436

Max-eigenvalue test indicates 8 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Lampiran 5 Vector Error Correction Estimates

Vector Error Correction Estimates

Date: 07/26/16 Time: 16:26

Sample (adjusted): 2005Q1 2015Q4

Included observations: 44 after adjustments

Standard errors in () & t-statistics in []

Cointegrating Eq:	CointEq1
IFI5(-1)	1.000000
GFCF(-1)	1.547312 (0.07261) [21.3110]
FD(-1)	-0.503025 (0.04128) [-12.1849]
EG(-1)	-2.183041 (0.13104) [-16.6598]
INF(-1)	1.770736 (0.09660) [18.3301]
LEXC(-1)	-28.74494 (2.33958) [-12.2864]
SKD(-1)	1.674452 (0.23012) [7.27637]
TO(-1)	-1.089904 (0.09765) [-11.1612]
@TREND(04Q1)	0.645215 (0.06549) [9.85221]
C	355.7415



Error Correction:	D(IF15)	D(GFCF)	D(FD)	D(EG)	D(INF)	D(LEXC)	D(SKD)	D(TO)
CointEq1	0.012782 (0.21764) [0.05873]	-0.451302 (0.23818) [-1.89476]	0.522408 (0.28955) [1.80419]	0.214841 (0.11506) [1.86723]	-0.507244 (0.18506) [-2.74092]	-0.005185 (0.00352) [-1.47477]	0.028058 (0.01852) [1.51461]	-0.496460 (0.16717) [-2.96971]
D(IF15(-1))	-0.782907 (0.28956) [-2.70378]	0.264255 (0.31689) [0.83389]	-0.670795 (0.38524) [-1.74126]	0.108809 (0.15308) [0.71080]	0.458550 (0.24622) [1.86238]	0.000515 (0.00468) [0.11001]	-0.006867 (0.02465) [-0.27861]	0.154305 (0.22242) [0.69376]
D(IF15(-2))	-0.457773 (0.29444) [-1.55470]	0.367074 (0.32224) [1.13914]	0.078924 (0.39173) [0.20147]	0.064482 (0.15566) [0.41424]	0.356405 (0.25037) [1.42351]	0.001142 (0.00476) [0.24017]	0.022627 (0.02506) [0.90285]	-0.242377 (0.22617) [-1.07167]
D(IF15(-3))	-0.244964 (0.23341) [-1.04949]	0.523184 (0.25545) [2.04813]	-0.318572 (0.31054) [-1.02588]	0.148844 (0.12340) [1.20623]	0.097198 (0.19847) [0.48973]	0.000307 (0.00377) [0.08149]	-0.011086 (0.01987) [-0.55800]	-0.323950 (0.17929) [-1.80686]
D(GFCF(-1))	-0.179072 (0.27201) [-0.65834]	0.348013 (0.29768) [1.16908]	0.550277 (0.36188) [1.52060]	-0.347948 (0.14380) [-2.41968]	0.314651 (0.23129) [1.36041]	0.007539 (0.00439) [1.71577]	-0.060235 (0.02315) [-2.60170]	0.431140 (0.20893) [2.06353]
D(GFCF(-2))	-0.097376 (0.25962) [-0.37507]	0.309379 (0.28413) [1.08887]	-0.299379 (0.34541) [-0.86674]	-0.129320 (0.13725) [-0.94220]	0.264888 (0.22076) [1.19989]	0.009343 (0.00419) [2.22784]	-0.057235 (0.02210) [-2.59004]	0.575559 (0.19942) [2.88614]
D(GFCF(-3))	-0.252092 (0.21442) [-1.17567]	0.104997 (0.23466) [0.44744]	-0.190256 (0.28527) [-0.66693]	-0.176071 (0.11336) [-1.55323]	0.170894 (0.18233) [0.93729]	0.003637 (0.00346) [1.05000]	-0.016089 (0.01825) [-0.88156]	0.139140 (0.16470) [0.84479]
D(FD(-1))	0.059113 (0.14281) [0.41391]	-0.287910 (0.15630) [-1.84208]	-0.330634 (0.19000) [-1.74015]	-0.049139 (0.07550) [-0.65085]	-0.098163 (0.12144) [-0.80834]	-0.005686 (0.00231) [-2.46467]	0.034096 (0.01216) [2.80486]	-0.316184 (0.10970) [-2.88229]
D(FD(-2))	0.022591 (0.13352) [0.16919]	-0.006768 (0.14613) [-0.04632]	0.151836 (0.17764) [0.85473]	-0.082365 (0.07059) [-1.16682]	-0.014823 (0.11354) [-0.13056]	-0.002044 (0.00216) [-0.94783]	0.004908 (0.01137) [0.43187]	-0.176581 (0.10256) [-1.72170]
D(FD(-3))	-0.015117 (0.12271) [-0.12320]	-0.053039 (0.13429) [-0.39495]	-0.522604 (0.16325) [-3.20115]	-0.042942 (0.06487) [-0.66196]	0.048668 (0.10434) [0.46643]	0.002854 (0.00198) [1.43977]	-0.000418 (0.01044) [-0.04005]	0.109089 (0.09426) [1.15738]
D(EG(-1))	0.047401 (0.44894) [0.10559]	-0.352760 (0.49131) [-0.71799]	0.136270 (0.59727) [0.22815]	0.422734 (0.23734) [1.78116]	-0.536598 (0.38174) [-1.40567]	-0.006340 (0.00725) [-0.87419]	0.078592 (0.03821) [2.05674]	-1.005659 (0.34484) [-2.91633]

D(EG(-2))	0.735108 (0.47244) [1.55598]	-0.175906 (0.51704) [-0.34022]	-0.059530 (0.62854) [-0.09471]	0.205247 (0.24976) [0.82177]	-0.599007 (0.40172) [-1.49109]	-0.009946 (0.00763) [-1.30320]	0.016613 (0.04021) [0.41313]	-1.040111 (0.36289) [-2.86618]
D(EG(-3))	0.413051 (0.45002) [0.91786]	-0.808890 (0.49250) [-1.64243]	-0.322328 (0.59871) [-0.53837]	-0.269530 (0.23791) [-1.13292]	-0.072813 (0.38266) [-0.19028]	-0.006555 (0.00727) [-0.90176]	0.040991 (0.03830) [1.07015]	0.556355 (0.34567) [1.60951]
D(INF(-1))	0.155470 (0.35095) [0.44300]	0.277012 (0.38408) [0.72124]	-0.808364 (0.46691) [-1.73131]	-0.308609 (0.18553) [-1.66335]	0.562827 (0.29842) [1.88604]	0.000966 (0.00567) [0.17041]	-0.020889 (0.02987) [-0.69931]	0.714243 (0.26957) [2.64955]
D(INF(-2))	-0.293845 (0.39304) [-0.74762]	0.708981 (0.43014) [1.64826]	0.115416 (0.52291) [0.22072]	-0.359983 (0.20778) [-1.73248]	0.645610 (0.33421) [1.93177]	0.009378 (0.00635) [1.47705]	-0.045131 (0.03345) [-1.34904]	0.688452 (0.30190) [2.28039]
D(INF(-3))	-0.434785 (0.41770) [-1.04090]	0.166295 (0.45713) [0.36378]	-1.289063 (0.55572) [-2.31964]	-0.215336 (0.22082) [-0.97515]	0.583763 (0.35518) [1.64358]	0.012343 (0.00675) [1.82932]	-0.039148 (0.03555) [-1.10112]	0.634201 (0.32084) [1.97666]
D(LEXC(-1))	-2.514024 (17.8904) [-0.14052]	2.538223 (19.5792) [0.12964]	96.73148 (23.8018) [4.06405]	1.146400 (9.45801) [0.12121]	-13.82147 (15.2125) [-0.90856]	0.577812 (0.28900) [1.99935]	2.411902 (1.52277) [1.58389]	14.54364 (13.7420) [1.05833]
D(LEXC(-2))	-13.32317 (27.4363) [-0.48560]	8.200055 (30.0261) [0.27310]	-43.49189 (36.5017) [-1.19150]	27.90976 (14.5045) [1.92421]	-29.56607 (23.3295) [-1.26733]	-0.353772 (0.44320) [-0.79822]	-0.524564 (2.33528) [-0.22463]	-76.63757 (21.0744) [-3.63652]
D(LEXC(-3))	39.39035 (26.2291) [1.50178]	-28.70937 (28.7051) [-1.00015]	9.625422 (34.8958) [0.27583]	-1.056054 (13.8664) [-0.07616]	-20.21936 (22.3031) [-0.90657]	-0.831006 (0.42370) [-1.96129]	3.852643 (2.23254) [1.72568]	-29.17072 (20.1472) [-1.44788]
D(SKD(-1))	-3.167819 (3.13755) [-1.00965]	-6.971442 (3.43372) [-2.03029]	6.667702 (4.17426) [1.59734]	-4.720028 (1.65871) [-2.84561]	1.278201 (2.66791) [0.47910]	0.108994 (0.05068) [2.15048]	0.400658 (0.26706) [1.50027]	7.469835 (2.41002) [3.09949]
D(SKD(-2))	-1.982584 (4.21234) [-0.47066]	3.997727 (4.60997) [0.86719]	7.252381 (5.60418) [1.29410]	5.344777 (2.22691) [2.40009]	-4.181151 (3.58182) [-1.16733]	-0.033957 (0.06805) [-0.49903]	-0.158802 (0.35854) [-0.44291]	-7.537490 (3.23559) [-2.32955]
D(SKD(-3))	4.096858 (3.68007) [1.11326]	-4.477010 (4.02745) [-1.11162]	-4.831511 (4.89604) [-0.98682]	0.911386 (1.94552) [0.46845]	-3.281805 (3.12922) [-1.04876]	-0.110096 (0.05945) [-1.85199]	0.706286 (0.31324) [2.25481]	-4.896146 (2.82674) [-1.73208]

D(TO(-1))	0.133245 (0.31506) [0.42291]	-0.583541 (0.34480) [-1.69239]	0.141781 (0.41917) [0.33824]	0.029482 (0.16656) [0.17700]	-0.504821 (0.26790) [-1.88434]	-0.002429 (0.00509) [-0.47726]	0.003268 (0.02682) [0.12187]	-0.692866 (0.24201) [-2.86300]
D(TO(-2))	0.136600 (0.24588) [0.55556]	-0.628790 (0.26909) [-2.33676]	-0.547341 (0.32712) [-1.67321]	0.080201 (0.12999) [0.61700]	-0.295702 (0.20907) [-1.41435]	-0.005480 (0.00397) [-1.37969]	0.030883 (0.02093) [1.47567]	-0.254187 (0.18886) [-1.34588]
D(TO(-3))	-0.133728 (0.23598) [-0.56670]	-0.135435 (0.25825) [-0.52443]	0.957397 (0.31395) [3.04955]	-0.079003 (0.12475) [-0.63328]	-0.247081 (0.20065) [-1.23138]	-0.002325 (0.00381) [-0.60981]	0.038018 (0.02009) [1.89284]	-0.585677 (0.18126) [-3.23117]
C	-0.520615 (0.88677) [-0.58709]	-0.462428 (0.97047) [-0.47650]	-1.686624 (1.17977) [-1.42962]	-0.909122 (0.46880) [-1.93925]	1.028311 (0.75403) [1.36375]	0.035298 (0.01432) [2.46411]	-0.157630 (0.07548) [-2.08841]	1.241729 (0.68114) [1.82300]
R-squared	0.746990	0.628264	0.902999	0.589149	0.461539	0.640929	0.816006	0.844263
Adj. R-squared	0.395588	0.111964	0.768275	0.018522	-0.286323	0.142218	0.560459	0.627962
Sum sq. resids	177.5747	212.6817	314.3100	49.62946	128.3932	0.046338	1.286501	104.7712
S.E. equation	3.140901	3.437390	4.178716	1.660480	2.670760	0.050738	0.267343	2.412596
F-statistic	2.125742	1.216859	6.702583	1.032459	0.617145	1.285172	3.193171	3.903182
Log likelihood	-93.12773	-97.09666	-105.6895	-65.08199	-85.99327	88.39832	15.27651	-81.52025
Akaike AIC	5.414897	5.595303	5.985885	4.140090	5.090603	-2.836287	0.487432	4.887284
Schwarz SC	6.469191	6.649596	7.040179	5.194384	6.144897	-1.781994	1.541725	5.941578
Mean dependent	0.052599	-0.314577	-0.461767	-0.034777	-0.069318	0.020762	-0.040682	-0.475778
S.D. dependent	4.040060	3.647654	8.680729	1.676074	2.354831	0.054783	0.403245	3.955405
Determinant resid covariance (dof adj.)		0.371649						
Determinant resid covariance		0.000292						
Log likelihood		-320.3787						
Akaike information criterion		24.42630						
Schwarz criterion		33.22560						