

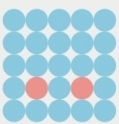
I. PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Keberadaan pasar modal menjadi lebih penting setelah terjadinya krisis karena banyak negara berusaha untuk mengurangi ketergantungan tradisional dari lembaga-lembaga terhadap pinjaman bank. Pada saat yang sama, lembaga-lembaga tersebut mencari sumber dana baru dari luar. Dengan adanya kebijakan liberalisasi pasar modal, para investor dari semua negara akan dapat mengalokasikan modal ke tempat-tempat yang paling produktif. Dengan lebih banyaknya aliran dana antar negara, transaksi tambahan pada sekuritas-sekuritas individu akan meningkatkan likuiditas pasar modal, dimana pada akhirnya akan mengurangi biaya modal untuk lembaga-lembaga yang menginginkan dana dan untuk menurunkan biaya transaksi yang dibebankan oleh investor sehingga para *fund manager* akan lebih bersedia untuk ikut serta dalam pasar modal.

Peranan pasar saham mendominasi perkembangan sektor ekonomi global. Globalisasi telah memungkinkan hubungan saling terkait dan saling mempengaruhi dari hampir seluruh pasar saham dunia. Hal ini ditunjukkan oleh fakta-fakta bahwa setiap pasar saham di dunia ini telah tersambung jaringan *online shares trading quotations* yang dibangun oleh perusahaan jasa layanan *trading* seperti *Bloomberg*. Perkembangan sistem komunikasi dunia terutama penerapan teknologi informasi telah pula memiliki progresivitas proses globalisasi perdagangan saham. Dengan perkembangan dan penerapan teknologi informasi seperti ini, maka penyebaran informasi pasar saham telah semakin canggih dan merata kepada para investor di seluruh dunia.

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.

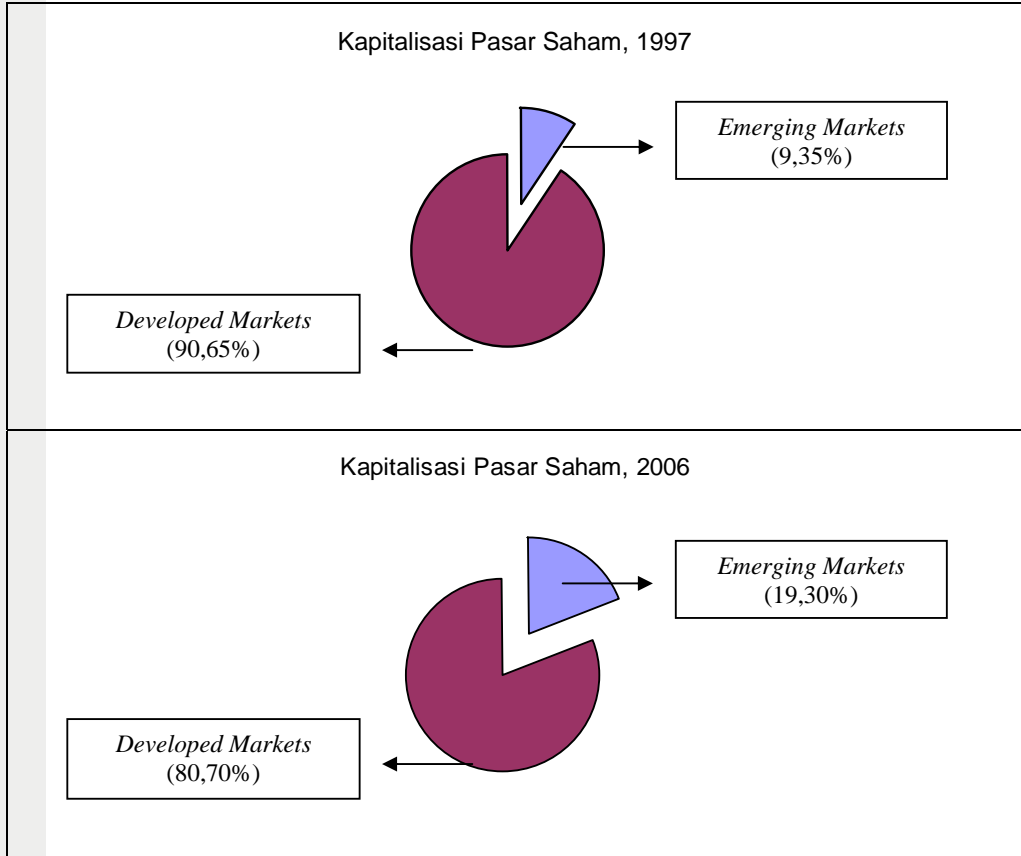


Derasnya liberalisasi dan globalisasi yang terjadi pada pasar saham internasional seperti yang telah dijelaskan di atas, mengakibatkan terjadinya *integrated market* yaitu para investor dapat melakukan diversifikasi investasi di mana saja tanpa hambatan. Bracker, Docking dan Koch (1999) mendefinisikan penyatuan atau integrasi pasar dengan tingkatan pergerakan bersama atau *comovements* kedua pasar. Para investor menganggap instrumen yang diperdagangkan di pasar-pasar tersebut sebagai substitusi karenanya harga-harga cenderung bergerak bersama (Kempf dan Korn, 1999).

Beberapa penelitian seperti yang dilakukan oleh Click dan Plummer (2003) mendokumentasikan bukti yang diperoleh dari adanya kejadian krisis seperti krisis keuangan yang melanda kawasan Asia Tenggara pada tahun 1997 menyebutkan bahwa kebijakan dalam deregulasi dan liberalisasi pasar modal diikuti dengan kemajuan teknologi menyebabkan pasar menjadi lebih terintegrasi sepanjang waktu. Meningkatnya tingkatan integrasi menyebabkan kesempatan untuk diversifikasi portofolio menjadi berkurang.

Manfaat diversifikasi diperoleh jika aset-aset yang membentuk portofolio memiliki korelasi yang rendah. Beberapa penelitian menunjukkan bahwa korelasi yang rendah dimiliki oleh *emerging markets*. Negara-negara berkembang telah lama dilirik oleh para investor internasional sebagai pasar tersegmentasi yang menawarkan keuntungan diversifikasi yang menarik. Berikut ini beberapa pembenaran mengapa *emerging markets* dipertimbangkan sebagai kelas aset dalam portofolio global. Seperti yang ditunjukkan dalam Gambar 1, saham *emerging markets* dalam kapitalisasi pasar dunia meningkat dari 9,35% pada akhir tahun 1997 menjadi 19,3% pada tahun 2006 (Thapa, 2007).

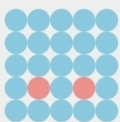
1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



Gambar 1. Kapitalisasi Pasar Saham

Selain itu, Tabel 1 menunjukkan bahwa hampir seluruh indeks gabungan dari *emerging markets* menunjukkan kinerja yang lebih baik daripada *developed markets*. Tingginya *return* yang ditawarkan oleh *emerging markets* dikarenakan negara-negara berkembang banyak yang mengalami pertumbuhan yang cukup menakjubkan. *Emerging markets* juga memiliki risiko yang tinggi ditunjukkan dengan standar deviasi yang tinggi. Dengan demikian, meskipun *emerging markets* memiliki risiko yang tinggi, namun juga menjanjikan *return* yang tinggi pula. Korelasi dengan *emerging markets* secara relatif lebih rendah daripada dengan *developed markets*. Korelasi yang rendah tersebut akan memberikan manfaat yang lebih besar bagi para investor yang melakukan diversifikasi internasional

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
 2. Dilarang mengummumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



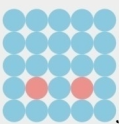
Tabel 1. Ringkasan Perbandingan *Return* Keseluruhan (US\$, Desember 2001-Desember 2006).

Pasar	Rata-rata per tahun (%)	Standar Deviasi per tahun (%)	Korelasi dengan S&P 500
World Benchmarks			
U.S. S&P 500	6,84	12,4	1
S&P/Citigroup BMI Global	12,72	12,57	1,95
Developed Markets			
Dunia	12	12,4	0,96
Asia-Pasifik	16,92	14,1	0,47
Eropa	17,04	15,28	0,88
Amerika Utara	8,64	12,33	0,99
Emerging Markets			
Gabungan	25,44	16,14	0,73
Amerika Latin	33	24,49	0,75
Asia	21	16,9	0,69
Eropa, Timur Tengah dan Afrika	33	17,46	0,49
Eropa	42,96	27,37	0,51
Eropa Timur	46,32	27,12	0,42

Sumber: *S&P Global Stock Markets Factbooks dalam Thapa (2007)*

Emerging markets sesuai sebagai *natural hedge* dalam portofolio internasional karena koefisien korelasinya rendah dengan *return* saham *developed markets* sehingga memperbaiki karakteristik dari *risk* dan *return*. Sebaliknya, banyak analisis dari pasar-pasar saham dalam *emerging markets* fokus pada proses pembentukan harga saham atau dengan kata lain keberadaan dan kepastian dari *return* saham. Uji efisiensi pasar yang berkembang luas merupakan satu-satunya untuk mengendalikan apakah saham-saham individu atau indeks-indeks pasar mengikuti *random walk*. Jika harga-harga saham atau indeks-indeks pasar menunjukkan perilaku *random walk* maka para investor akan tidak mampu untuk memperoleh *abnormal return* secara terus-menerus karena saham-saham dinilai pada harga keseimbangannya. Namun, jika saham-saham tidak mengikuti mekanisme *random*, maka perubahan harga akan mampu diprediksi dan para investor dapat memperoleh *return* yang melampaui batas.

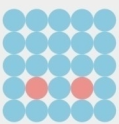
1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



Kinerja Bursa Efek Jakarta (BEJ) di tahun 2006 berhasil meningkatkan posisi BEJ, yakni peringkat ketiga di dunia setelah China dan Rusia. Hampir semua indikator meningkat dibandingkan dengan pencapaian tahun 2005. Rata-rata nilai transaksi harian meningkat sebesar 5,80% dari Rp 1,67 triliun pada tahun 2005 menjadi Rp 1,77 triliun pada tahun 2006. Rata-rata volume dan frekuensi harian juga lebih baik dibandingkan tahun 2005, masing-masing meningkat sebesar 2,95% dan 15,54%. Hal ini didukung oleh beberapa faktor antara lain indikator ekonomi makro yang stabil seperti inflasi yang terkendali, turunnya tingkat suku bunga dan kurs rupiah yang relatif stabil. Di sisi lain, jumlah investor di Indonesia masih sangat rendah dibandingkan dengan total populasi, hanya sebesar 0,25%. Angka ini masih jauh di bawah Malaysia (17,87%), Jepang (24,98%), dan USA (31,99%). Oleh karena itu masih terbuka peluang yang sangat besar untuk berinvestasi di pasar modal Indonesia <http://www.itb.ac.id/news/>

Dalam pasar saham internasional, masalah krusial yang tetap sulit dipecahkan oleh para pelaku pasar saham adalah bagaimana mereka dapat dengan tepat mampu memprediksi pergerakan harga saham akan naik atau turun sehingga mereka dengan mudah melakukan aktivitas jual-beli saham sehingga memperoleh *capital gain* semaksimal mungkin. Telah banyak cara dilakukan para pelaku pasar saham untuk melakukan analisa saham, mulai dengan *technical analysis* dengan memanfaatkan *chart* naik turunnya indeks harga saham maupun dengan *fundamental analysis* dengan memanfaatkan data-data mikro perusahaan untuk mengukur *book value* dari saham tertentu. Fakta di lapangan menunjukkan bahwa para analis bursa saham tersebut seringkali meleset atau tidak tepat prediksinya.

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengumumkannya dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.

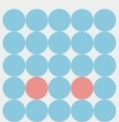


Konsep pergerakan bersama menjadi hal menarik untuk diterapkan dalam pasar saham internasional karena para analis pasar saham dapat memanfaatkannya untuk melakukan analisa saham. Dengan mengetahui derajat integrasi dari masing-masing pasar saham di setiap negara, maka akan membantu para analis pasar saham untuk menganalisa indeks harga saham dari suatu pasar saham negara tertentu dan bagaimana pengaruhnya terhadap naik-turunnya indeks harga saham di negara yang lain. Dengan melihat kepada nilai koefisien korelasi, selanjutnya para investor dapat menentukan strategi dalam menilai aset-aset yang membentuk portofolio untuk memperoleh manfaat dari diversifikasi internasional.

Statistika non-parametrik digunakan untuk memperoleh kesimpulan tentang populasi yang distribusinya tidak diketahui dan skala pengukuran yang digunakan adalah ordinal. Pendekatan statistika non-parametrik dalam penelitian ini dapat digunakan karena telah memenuhi persyaratan dimana dapat digunakan jika telah diuji sebelumnya dengan menggunakan pendekatan statistika parametrik dan terdapat asumsi yang tidak dapat dipenuhi yaitu dalam hal normalitas data. Asumsi normalitas tanpa melalui pengujian dapat menyebabkan keputusan yang dihasilkan menjadi tidak tepat. Oleh karena itu, seluruh populasi seharusnya dilakukan pengujian normalitas terlebih dahulu.

Penelitian ini dilakukan dengan mengacu pada kajian Mustaruddin *dalam* Usahawan (2003) sebagai kerangka referensi. Mustaruddin menguji pergerakan bersama di tujuh pasar saham dunia (Malaysia, Singapura, Indonesia, Hongkong, Jepang, Amerika Serikat dan Korea Selatan) dengan menggunakan data indeks mingguan dari Januari 1996 sampai Desember 2002. Kajiannya membuktikan bahwa secara keseluruhan telah terjadi integrasi antara pasar saham internasional.

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengummumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



Alat ukur yang digunakan diantaranya adalah uji satu-sampel *Kolmogorov-Smirnov*, uji dua-sampel *Kolmogorov-Smirnov*, uji satu-jalur *Kruskal-Wallis*, uji korelasi *Kendalls-Tau*, dan uji *Runs* dalam kerangka statistika non-parametrik. Alat ukur ini pulalah yang akan digunakan dalam penelitian ini. Selain rentang periode yang digunakan, perbedaan lainnya dari penelitian ini terhadap kajiannya tersebut yaitu dalam hal pembahasan dimana hasil yang diperoleh selanjutnya dibandingkan dengan hasil-hasil kajian penelitian terdahulu yang menggunakan analisis ekonometrika dalam pengujiannya.

1.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang tersebut, maka dapat dirumuskan berbagai permasalahan sebagai berikut:

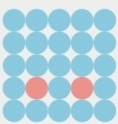
1. Apakah pasar-pasar saham Asia-Pasifik, UK, dan US telah terintegrasi atau masih tersegmentasi?
2. Apakah pasar saham Indonesia berpotensi sebagai alternatif investasi diversifikasi bagi para investor asing?
3. Apakah hasil yang diperoleh dengan menggunakan analisis statistika non-parametrik berbeda dengan hasil kajian penelitian terdahulu dalam perspektif ekonometrika?

1.3. Tujuan Penelitian

Berdasarkan perumusan masalah seperti yang telah dikemukakan, maka penelitian ini bertujuan untuk:

1. Menganalisis integrasi pasar saham Asia-Pasifik, UK, dan US.
2. Menganalisis potensi pasar saham Indonesia sebagai alternatif investasi diversifikasi bagi para investor asing.

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



3. Menganalisis perbedaan hasil yang diperoleh dengan menggunakan analisis statistika non-parametrik dan hasil kajian penelitian terdahulu dalam perspektif ekonometrika.

1.4. Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan berguna sebagai bahan masukan bagi pihak-pihak terkait seperti:

1. Pembuat kebijakan, dalam hal koordinasi kebijakan lintas negara.
2. Manajer investasi, dalam hal penyesuaian secara aktif portofolio dalam mencari aset-aset yang memiliki korelasi rendah.
3. Investor, dalam hal memperkecil bias atau *error* dimana setidaknya *actual return* dapat menggambarkan tingkat keuntungan yang diharapkan investor.
4. Akademisi, dalam hal mengevaluasi apakah teori-teori yang ada dan metodologi yang digunakan dapat menjelaskan fenomena yang ada di pasar saham internasional pada umumnya dan pasar saham Indonesia khususnya.

1.5. Ruang Lingkup Pembahasan

Dalam menganalisis pergerakan bersama ke-tiga belas pasar saham, kerangka referensi dimodifikasi dalam hal cakupan pasar, periode penelitian dan perbandingan hasil. Penelitian ini menggunakan cakupan pasar yang lebih luas, periode yang diuji pun menggunakan rentang waktu hanya setelah krisis. Dalam pembahasan juga diulas perbandingan hasil analisis statistika non-parametrik yang diperoleh dalam penelitian ini dengan hasil analisis ekonometrika dalam kajian penelitian terdahulu.

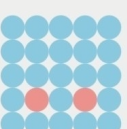
1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



Hak cipta dilindungi Undang-Undang

© Hak cipta milik IPB

Untuk Selengkapnya Tersedia di Perpustakaan MB-IPB



MB-IPB
Program Pascasarjana Manajemen dan Bisnis
Institut Pertanian Bogor

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang menggunakan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.