

BAB II

LANDASAN TEORI

II.1. Teori Dasar Investasi

Menurut Reilly dan Brown (2005), investasi ditujukan untuk memperoleh keuntungan di masa depan dari komitmen penyimpanan uang saat ini sampai dengan periode tertentu di masa depan. Keuntungan yang diperoleh dari investasi, pada dasarnya merupakan kompensasi atas:

1. Waktu, yaitu periode lama uang disimpan sebagai investasi.

Berdasarkan Keown (2005, hal. 14), *time value of money* merupakan salah satu dari beberapa prinsip yang mendasari teori manajemen keuangan. Prinsip ini menyatakan bahwa uang sekarang lebih berharga dari uang di masa depan, sehingga harus terdapat kompensasi yang diberikan kepada investor karena telah menunda penggunaan uang saat ini. Proporsi pendapatan seseorang, pada dasarnya dapat dibagi menjadi dua, yaitu konsumsi dan investasi. Ketika investor menggunakan uangnya untuk investasi, dapat dikatakan bahwa investor tersebut menunda konsumsinya.

2. Ekspektasi inflasi.

Real return sebagai *return* aktual yang didapatkan seorang investor, merupakan *nominal return* setelah dikoreksi efek inflasi. Dan inflasi merupakan fungsi dari ekspektasi inflasi.

3. Ketidakpastian dari pembayaran di masa depan.

Ketidakpastian dapat diartikan sebagai resiko. Kesiediaan investor untuk menanggung resiko ketidakpastian pembayaran di masa depan, akan terefleksikan ke dalam tingkat *return* yang diterima investor.

Jenis investasi dapat dibedakan menurut jenis aset. Terdapat dua jenis aset utama, yaitu *real asset* dan *financial asset*. *Real asset* merupakan jenis aset seperti properti, tanah, dan sebagainya. Menurut Keown (2005), *financial asset* dapat dibedakan menjadi beberapa jenis, secara umum, yaitu:

1. *Fixed-income security*

Sekuritas ini merupakan kewajiban bagi penerbit (*issuer*) untuk membayar sejumlah tertentu pada waktu yang telah ditentukan. Contoh instrumen dari jenis sekuritas ini adalah obligasi.

2. *Equity income security*

Return yang diberikan oleh jenis sekuritas ini bukan merupakan kewajiban. Investor dapat saja mendapatkan *return* yang jauh lebih tinggi atau lebih rendah, dari tingkat imbal hasil yang diharapkannya. Contoh dari sekuritas ini adalah saham biasa.

3. *Special equity instruments*

Instrumen ini disebut juga *equity-derivative securities*, karena sekuritas ini memiliki klaim terhadap aset lain seperti saham biasa. *Option* dan *warrants* termasuk dalam jenis ini.

4. *Future contract*

Future merupakan perjanjian untuk menukar sejumlah aset di masa depan, dengan sejumlah pembayaran yang telah ditetapkan.

Kompensasi yang diterima investor dari hasil investasi pada *financial assets* merupakan *return*. *Return* dapat dinyatakan ke dalam beberapa jenis, seperti *historical rate of return*, *expected rate of return*, dan sebagainya.

Pada dasarnya, *return* dari investasi saham biasa (*common stock*) terdiri dari dua bagian, yaitu:

$$r_D = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} + \frac{D_t}{P_t}$$

Dimana:

r_D merupakan *return* diskrit

P_t merupakan harga saham biasa saat t

P_{t-1} merupakan harga saham biasa saat t-1

D_t merupakan dividen

Bagian pertama dari *return* merupakan *capital gain*, yang merupakan keuntungan yang didapatkan oleh investor karena kenaikan harga saham. Sedangkan bagian kedua, merupakan keuntungan yang didapatkan dari pembagian dividen.²

Untuk mendapatkan kompensasi berupa *return*, investor harus menanggung resiko. Resiko merupakan ketidakpastian dari hasil di masa depan. Resiko dapat diukur menggunakan standard deviasi pada instrumen *single asset*, sedangkan untuk portfolio, ukuran resiko yang digunakan adalah varians.

Resiko yang terdapat dalam portfolio terbagi menjadi dua jenis menurut Keown (2005), yaitu:

1. *Firm-specific* atau *company-unique risk* atau *unsystematic risk*

Firm specific risk merupakan *diversifiable risk*, artinya resiko ini akan dapat dihilangkan dengan diversifikasi.

² *Return* pada penelitian ini mengacu pada rumus *return continuous* berikut.

$$r_c = \ln P_t - \ln P_{t-1}$$

dimana: r_c adalah *return continuous*

$\ln P_t$ adalah logaritma dari harga periode t

$\ln P_{t-1}$ adalah logaritma dari harga periode t-1

2. *Market related risk* atau *systematic risk*

Market related risk merupakan *nondiversifiable risk*, yaitu resiko yang tidak dapat dieliminir dengan diversifikasi.

Resiko dapat diukur dengan varians dan standard deviasi. Varians diukur dengan menggunakan rumus:

$$\text{Varians } (\sigma^2) = \sum_{i=1}^n (\text{Probability}) \times (\text{Possible Return} - \text{Expected Return})^2$$

Sedangkan standard deviasi merupakan akar dari varians. Jika investor mengharapkan tingkat imbal hasil sebesar 7 % dengan standard deviasi sebesar 4%, artinya rentang penyimpangan dari ekspektasi *return* adalah sebesar 4%. (Reilly dan Brown, 2005)

Untuk menghitung tingkat imbal hasil resiko dan *return* dari portfolio, yang perlu dilakukan adalah mengalikan *return* dan resiko masing-masing aset pembentuknya dengan bobot aset tersebut terhadap total portfolio.

Dalam portfolio, hubungan antar aset-aset pembentuknya seringkali dinyatakan dengan koefisien korelasi. Untuk portfolio yang terdiri dari dua aset, koefisien korelasi dapat dihitung dengan rumus berikut:

$$\rho_{i,j} = \frac{COV_{ij}}{\sigma_i \sigma_j}$$

Dimana: COV_{ij} merupakan kovarians³

σ_i merupakan standard deviasi aset i

σ_j merupakan standard deviasi aset j

³ $COV_{ij} = \frac{\sum (i-\bar{i})(j-\bar{j})}{n}$

Dimana:
i dan j merupakan aset
 \bar{j} adalah rata-rata aset j

\bar{i} adalah rata-rata aset i
n merupakan jumlah aset

Koefisien korelasi memiliki nilai maksimum +1 dan minimum -1. Apabila koefisien korelasi mencapai nilai +1, maka aset yang membentuk portfolio tersebut bergerak secara sempurna ke arah yang bersamaan. Sedangkan nilai koefisien korelasi -1, berarti bahwa pergerakan aset tersebut berlawanan satu sama lain. [Reilly dan Brown (2005, hal. 105)]

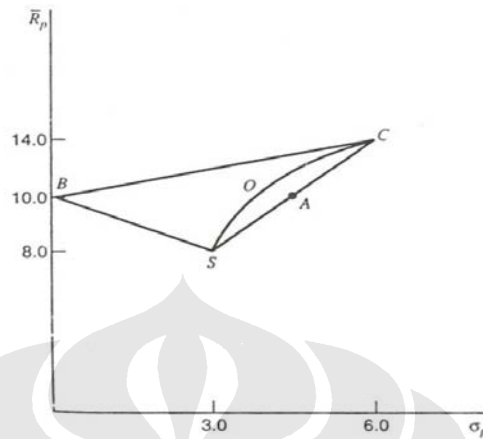
Portfolio yang dibentuk oleh aset dengan koefisien korelasi +1, akan memiliki tingkat resiko dan *return* yang merupakan kombinasi linier dari tingkat resiko dan *return* aset-aset pembentuknya. Pada **Gambar II-1** dapat terlihat bahwa tingkat resiko dan *return* yang dimiliki portfolio dengan korelasi +1, akan terletak pada garis yang menghubungkan kedua aset, yaitu pada garis CB.

Portfolio dengan kombinasi aset yang memiliki korelasi -1, terletak pada garis SB dan BC. Dengan pergerakan yang berlawanan, maka ketika resiko aset I dalam portfolio meningkat, maka resiko aset II turun. Sehingga, resiko yang dihasilkan oleh kombinasi kedua aset ini akan selalu lebih kecil dibandingkan dengan portfolio yang merupakan kombinasi aset dengan korelasi +1.

Dalam kenyataannya, kedua kondisi di atas tidak akan tercapai, artinya korelasi yang dimiliki sebuah portfolio akan berada di kisaran -1 sampai dengan +1. Tingkat resiko yang dimiliki portfolio dengan korelasi 0.5 akan lebih kecil dari tingkat resiko yang dimiliki portfolio dengan korelasi +1. Dalam **Gambar II-1**, portfolio ini merupakan garis SOC.

Dapat disimpulkan bahwa, semakin rendah nilai koefisien korelasi (semakin dekat dengan -1), semakin tinggi *payoff* yang bisa didapat dari diversifikasi. Selain itu, kombinasi portfolio tidak mungkin memiliki resiko lebih dari garis SC. Segitiga yang dibentuk pada **Gambar II-1** (segitiga SBC), merupakan *portfolio possibilities curve*. Sehingga, kemungkinan kombinasi aset hanya dapat terletak di dalam segitiga tersebut. [Elton, *et.al.* (2007, hal. 71-75)]

**Gambar II-1: Hubungan Antara Ekspektasi *Return* Dengan Standard Deviasi
Pada Berbagai Tingkat Korelasi**

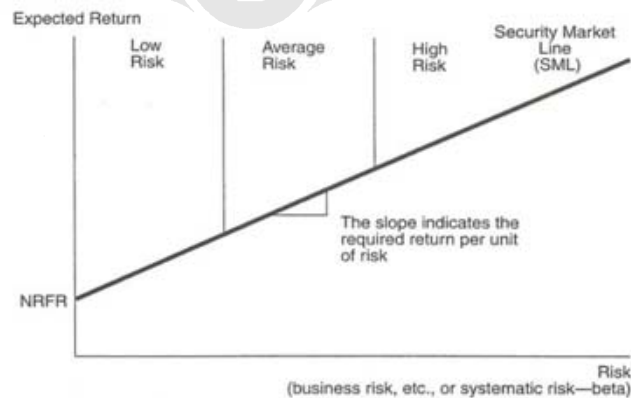


*Sumber: Elton, et.al., (2007:74)

Investor akan meningkatkan *required rate of return*, apabila resiko yang harus ditanggung juga meningkat. Hubungan antara resiko dan *return* dapat direfleksikan oleh *Security Market Line* (SML), pada **Gambar II-2**.

Investor yang cenderung *risk-averse*, akan memilih daerah *low risk-low return*. Sedangkan investor yang cenderung *risk-taker* akan memilih *high risk-high return*.

Gambar II-2: *Security Market Line*



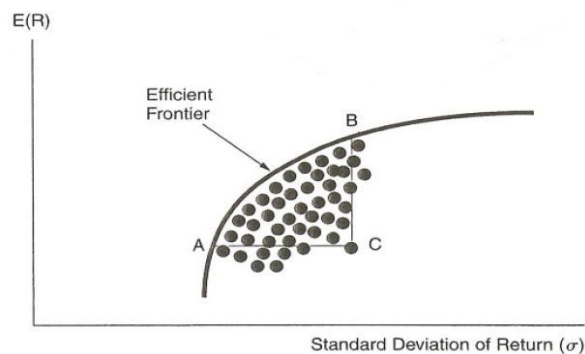
*Sumber: Reilly dan Brown (2005: 25)

Menurut *Markowitz Portfolio Theory*, *single asset* atau portfolio akan berada pada titik efisien apabila tidak ada aset atau portfolio lain yang menawarkan tingkat imbal hasil yang lebih tinggi dengan resiko yang sama (lebih rendah), atau tingkat resiko yang lebih rendah, dengan tingkat imbal hasil yang sama (lebih tinggi). [Brown (2005, hal. 202-250)]

Kombinasi antara dua aset, dengan berbagai proporsi dapat digambarkan oleh kurva di bawah ini, yang disebut *efficient frontier*. *Efficient frontier* menggambarkan titik-titik yang memberikan tingkat imbal hasil maksimum pada tingkat resiko tertentu, atau tingkat resiko minimum pada tingkat imbal hasil tertentu.

Pada **Gambar II-3**, terlihat bahwa titik A mendominasi titik C, karena resiko A lebih kecil daripada C, sedangkan tingkat imbal hasil yang akan didapat sama besar. Titik B juga mendominasi titik C, karena dapat memberikan tingkat imbal hasil yang lebih tinggi, pada tingkat resiko yang sama. Titik-titik pada *efficient frontier* dapat dikatakan efisien, karena tingkat imbal hasil yang lebih tinggi memiliki resiko yang juga lebih tinggi. Sehingga, tidak ada yang lebih dominan antara satu titik tertentu. Pemilihan titik, yang mewakili pemilihan aset atau portfolio oleh investor, didasari pada toleransi investor tersebut terhadap resiko yang bersedia ditanggungnya.

Gambar II-3: Efficient Frontier



*Sumber: Reilly dan Brown (2005: 221)

Capital Market Theory, yang diwakili oleh CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) merupakan ekstensi dari teori Markowitz. Terdapat beberapa asumsi mendasar pada teori CAPM, yaitu:

- a. Semua investor berupaya untuk menjadi efisien, dengan memilih titik pada *efficient frontier*.
- b. Investor dapat meminjam atau meminjamkan uang, pada tingkat *risk-free rate return*.
Risk-free return dihasilkan oleh *risk-free asset* (aset bebas resiko) seperti obligasi pemerintah, yang tidak memiliki resiko. ($\sigma = 0$)
- c. Investor memiliki ekspektasi yang sama mengenai probabilitas tingkat imbal hasil.
- d. Semua investor memiliki periode yang sama, yaitu sebanyak satu kali, selama beberapa lama, misal satu bulan, enam bulan atau satu tahun.
- e. Investasi dapat dibagi ke dalam fraksi terkecil, dan pembagian investasi tidak terbatas. Artinya, investor dapat membeli atau menjual aset dalam porsi terkecil sekalipun.
- f. Tidak terdapat pajak atau biaya transaksi.
- g. Tidak ada perubahan inflasi, tingkat suku bunga, dan inflasi sepenuhnya telah diantisipasi.
- h. Pasar modal berada pada titik keseimbangan, artinya investasi diberi harga sewajarnya, sesuai dengan tingkat resikonya.

Pada **Gambar II-4**, terlihat kombinasi aset bebas resiko dengan *risky asset*. Garis RFR-A merupakan kombinasi investasi berupa sebagian aset bebas resiko, dengan aset A. Garis RFR-B, juga merupakan kombinasi investasi, berupa sebagian aset bebas resiko dengan aset B. Tidak ada yang lebih efisien, atau lebih dominan dari RFR-B di bawah garis tersebut.

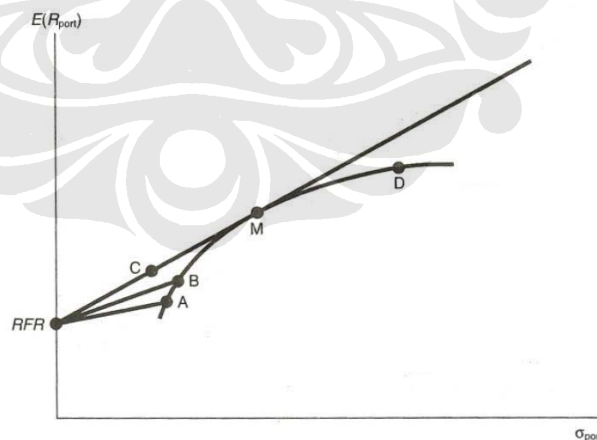
Begitu pula dengan garis RFR-A, tidak ada yang lebih efisien dari RFR-A, yang terletak di bawah garis tersebut.

Garis dapat ditarik dari RFR ke *efficient frontier* lebih tinggi dari titik B, hingga menyentuh titik M, yang merupakan tangen *efficient frontier*. RFR-M mendominasi semua titik di bawah garis tersebut. RFR-M merupakan garis yang paling efisien, sehingga semua investor akan berusaha mencapai titik kombinasi tersebut.

Tingkat resiko dan *return* akan meningkat secara linier sepanjang garis RFR-M. Pada **Gambar II-5** dapat terlihat perpanjangan dari garis RFR-M yang merupakan *capital market line* (CML). Terdapat argumen yang menyatakan bahwa ketika terdapat dua aset yang *perfectly correlated*, maka kemungkinan portfolio yang dibentuk dari kedua aset tersebut, akan terletak pada garis CML.

Gambar II-4: *Portfolio Possibilities*

(Kombinasi Aset Bebas Resiko Dengan Aset Beresiko Pada *Efficient Frontier*)



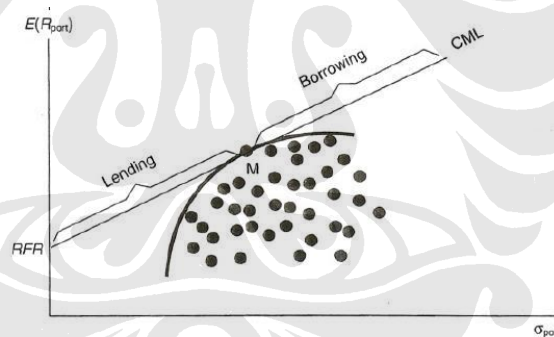
*Sumber: Reilly dan Brown (2005: 234)

Portfolio M terletak pada titik perpotongan, sehingga portfolio M merupakan *highest portfolio possibility line*, dan semua investor ingin berinvestasi di M sementara meminjam

atau meminjamkan uang pada tingkat bunga bebas resiko. Portfolio M merupakan kumpulan semua aset yang beresiko. Oleh karena itu, portfolio M terdiversifikasi secara sempurna, yang berarti bahwa semua resiko individual aset akan terdiversifikasi pada portfolio.

Semua portfolio yang terletak pada CML akan memilih atau mengkombinasi antara portfolio M dan aset bebas resiko. Investor dapat meminjamkan uangnya sebagian pada tingkat suku bunga bebas resiko, dan sebagian lagi diinvestasikan pada aset portfolio M yang lebih beresiko; atau investor dapat meminjam pada tingkat bunga bebas resiko, dan menginvestasikan dana hasil pinjaman pada portfolio M. Karena CML merupakan garis linier, maka kombinasi aset yang terletak pada CML pasti *perfectly positively correlated* dengan portfolio M yang terdiversifikasi secara sempurna.

Gambar II-5: Capital Market Line

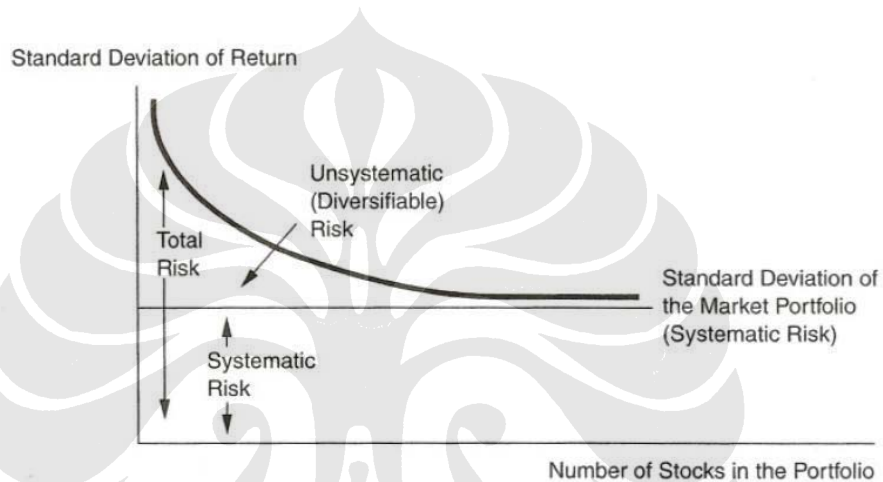


*Sumber: Reilly dan Brown (2005: 235)

Diversifikasi secara sempurna pada portfolio akan memiliki korelasi dengan portfolio M sebesar + 1.00. Diversifikasi sempurna akan tercapai saat semua resiko *unsystematic* sudah tidak ada, dan yang tersisa hanya *systematic risk* (resiko yang tidak dapat terdiversifikasi). Selain itu, portfolio pasar (M) hanya memiliki *systematic risk*. Sehingga, portfolio yang terdiversifikasi sempurna akan memiliki korelasi sempurna dengan portfolio M, karena yang tersisa adalah resiko sistematis.

Diversifikasi dilakukan untuk menyebar resiko, sehingga diversifikasi akan tercapai dengan meminimalisir besarnya standard deviasi, yang merupakan ukuran resiko. Idealnya, dengan menambah aset yang tidak berkorelasi sempurna ke dalam portfolio, resiko akan semakin tersebar. Yang kemudian menjadi pertanyaan adalah berapa banyak aset yang harus dimasukkan untuk memaksimalkan penyebaran resiko.

Gambar II-6: Hubungan Jumlah Saham Dalam Portfolio dan Standard Deviasi



*Sumber: Reilly dan Brown (2005: 237)

Pada **Gambar II-6**, dapat terlihat bahwa dengan menambah aset ke dalam portfolio, standard deviasi akan berkurang sampai pada titik tertentu (saat *unsystematic risk* sama dengan nol), namun *variability* yang berasal dari *systematic risk* tidak akan berkurang.

II.2. Diversifikasi Internasional

Diversifikasi merupakan salah satu cara yang digunakan investor dalam mengurangi resiko. Dalam membentuk portfolionya, investor berharap untuk mendapatkan resiko minimal dengan tingkat *return* yang terbesar. Globalisasi, eratnya hubungan perdagangan, dan majunya teknologi merupakan beberapa faktor utama yang memungkinkan investor

dalam melakukan diversifikasi internasional. Artinya, investor tidak hanya mengkombinasi aset dari dalam negeri, melainkan juga aset dari negara lain.

International diversification memiliki aspek tertentu dalam penyebaran resiko. *Return* antar negara memiliki korelasi yang lebih kecil dibandingkan dengan korelasi aset dalam satu negara. Hal ini dapat terjadi karena terdapat perbedaan yang cukup signifikan antar negara dalam faktor ekonomi, politik, dan sebagainya. Rendahnya korelasi secara internasional tersebut, akan dapat membuat investor mengurangi resiko portfolio internasional yang dimilikinya.

Walaupun tingkat korelasi internasional relatif rendah terhadap tingkat korelasi dalam negeri, tidak demikian halnya untuk negara yang terletak dalam satu wilayah regional. Sebagai contoh, krisis ekonomi di Asia Tenggara pada tahun 1998, dimulai oleh krisis mata uang Thailand, yaitu Baht. Negara-negara Asia Tenggara lain terkena imbas yang cukup signifikan. Eun dan Resnick (2005) berdasarkan penelitian sebelumnya menyebutkan bahwa pasar keuangan cenderung bergerak ke satu arah yang bersamaan dalam situasi yang fluktuatif atau tidak stabil.

Eun dan Resnick (2005) menggunakan *world beta* dalam mengukur sensitivitas dari pasar keuangan suatu negara terhadap pergerakan pasar dunia. Selain itu, *gain* yang akan diterima dari *international diversification* dapat dihitung dengan menggunakan dua cara, yaitu:

- a. Selisih (kenaikan) dalam Sharpe *performance measure*⁴

$$\Delta SHP = SHP (OIP) - SHP (DP)$$

⁴ Sharpe *performance measure* merupakan salah satu cara untuk mengevaluasi performa portfolio yang dilakukan dengan cara membagi *excess return* (selisih *return* portfolio dengan *return* aset bebas resiko) dengan standard deviasi portfolio.

Dimana:

SHP merupakan Sharpe *performance measure*

OIP merupakan portfolio internasional yang optimal

DP merupakan portfolio domestik

ΔSHP merupakan representasi dari *extra return* per standard deviasi, yang diperoleh dari investasi secara internasional.

- b. Kenaikan *return* dari portfolio internasional yang memiliki tingkat resiko yang setara dengan resiko domestik

Gain dihitung dengan cara menghitung selisih antara *return* DP dan *return* IP (portfolio internasional) yang memiliki resiko yang sama dengan DP.

$$\Delta R = (\Delta SHP) (\sigma_{DP})$$

Dimana:

ΔR merupakan *extra return*

σ_{DP} merupakan resiko portfolio domestik

Madura (2006) menjabarkan beberapa motif yang mendasari investor dalam melakukan investasi secara internasional, yaitu:

1. Kondisi ekonomi

Pertumbuhan ekonomi negara-negara Asia seperti Cina, India, tentunya sangat menarik bagi investor luar negeri. Kebijakan perekonomian atau kondisi ekonomi secara regional maupun global, dapat mempengaruhi keputusan seorang investor dalam berinvestasi.

2. Ekspektasi nilai tukar

Seorang investor cenderung akan membeli sekuritas yang denominasinya dalam mata uang suatu negara yang diharapkan akan terapresiasi relatif terhadap mata uang negara asal investor tersebut.

3. Diversifikasi internasional

Perbedaan kondisi ekonomi di berbagai negara, akan mengurangi resiko keseluruhan dari portfolio yang terdiversifikasi secara internasional. Selain itu, akses yang dimiliki investor ke berbagai pasar modal di berbagai negara, memungkinkan investor menyebar risikonya ke lebih banyak jenis industri, dibandingkan dengan jenis industri di negara asalnya.

Berdasarkan Madura (2006), beberapa faktor yang mempengaruhi tingkat investasi portfolio secara internasional merupakan:

1. Tingkat pajak

Investor akan lebih memilih berinvestasi di negara yang tarif pajak akan bunga dan dividennya relatif rendah. Hal ini tentu saja dilakukan untuk meningkatkan pendapatan setelah pajak yang akan diperoleh investor.

2. Tingkat suku bunga

Dengan ekspektasi nilai tukar yang tetap, investor akan berinvestasi di negara yang dapat memberikan keuntungan, dalam hal ini berupa tingkat suku bunga, yang lebih tinggi.

3. Nilai tukar

Tingkat keuntungan investor pada saat berinvestasi di luar negeri pada dasarnya dipengaruhi oleh dua hal, yaitu:

- a. Perubahan nilai sekuritas atau aset yang dimiliki
- b. Perubahan tingkat nilai mata uang denominasi aset yang dimiliki

Apabila mata uang negara asal investor melemah, investor akan memilih berinvestasi di luar negaranya, untuk mengambil keuntungan dari perbedaan nilai tukar tersebut.

Investasi internasional akan melibatkan adanya arus modal antar negara di dunia. Perbedaan tingkat suku bunga, nilai tukar, dan pajak akan menyebabkan adanya perbedaan *return* yang dihasilkan antar negara. Seringkali pemerintah akan “menghentikan” aliran modal ke luar negeri dengan memberikan insentif kepada investor. Salah satu bentuk insentif yang dapat diberikan adalah tingkat suku bunga. Hal ini menyebabkan tingkat suku bunga di setiap negara akan berbeda. Modal dikatakan *perfectly mobile internationally* ketika investor dapat membeli aset yang diinginkan dari berbagai negara, dengan cepat, dan mengeluarkan biaya transaksi yang rendah, dan dalam jumlah tidak terbatas. [Dornbusch, *et. al.*, (2004, hal. 313)]

Apabila pasar modal dunia terintegrasi, maka arus modal akan *perfectly mobile*, sehingga diharapkan tidak ada perbedaan antara tingkat suku bunga di setiap negara. Tingkat suku bunga yang dimaksud adalah tingkat suku bunga nominal. Apabila tingkat suku bunga nominal di negara A adalah 6 %, sedangkan di negara B sebesar 4 %, maka akan terjadi *capital outflow* dari negara B ke negara A.

Pada kenyataannya, nilai tukar juga memiliki pengaruh dalam arus modal. Sehingga, dalam memperhitungkan tingkat imbal hasil investasinya, investor juga harus memasukan nilai tukar ke dalam pertimbangan. Teori *perfect capital mobility* yang lebih lengkap adalah: “ketika terdapat *perfect capital mobility*, diharapkan tingkat suku bunga sama, setelah disesuaikan dengan ekspektasi apresiasi atau depresiasi nilai tukar”. Teori tersebut dapat dinyatakan dalam bentuk notasi berikut. [Dornbusch, *et. al.*, (2004, hal. 313)]

$$i = i_f + \frac{\Delta e}{e}$$

Dimana:

i merupakan tingkat imbal hasil domestik

i_f merupakan tingkat imbal hasil di luar negeri

$\frac{\Delta e}{e}$ merupakan ekspektasi perubahan nilai tukar

Ekspektasi perubahan nilai tukar juga dapat menjelaskan perbedaan tingkat suku bunga antara negara yang berinflasi tinggi dan yang memiliki inflasi rendah. Negara yang memiliki tingkat inflasi yang tinggi, nilai tukarnya diharapkan mengalami depresiasi. Selanjutnya, berdasarkan Fisher *effect*, tingkat suku bunga nominal juga akan mengalami kenaikan.

Perbedaan tingkat suku bunga memungkinkan adanya arus modal antar negara. Dengan terus meningkatnya aliran modal secara internasional, dan eratnya perekonomian dunia, maka terdapat tendensi akan adanya integrasi perekonomian dunia secara umum, dan integrasi pasar saham di dunia secara khusus. Berbagai penelitian dari berbagai periode telah dilakukan para peneliti berikut ini untuk melihat integrasi pasar saham di dunia.

Eun dan Resnick (2005) menyebutkan beberapa penyebab *trend* semakin terintegrasinya pasar saham dunia sejak tahun 1980-an, di antaranya:

1. Kesadaran investor akan keuntungan diversifikasi
2. Pasar saham terbesar di dunia mengeliminasi banyak regulasi dan *fixed trading commissions*
3. Pesatnya perkembangan teknologi informasi.

Salah satu bentuk nyata dari semakin terintegrasinya pasar modal dunia adalah *cross listing of shares* yang jumlahnya terus meningkat. *Cross listing of shares* merupakan saham dari perusahaan yang terdaftar dan diperdagangkan di satu atau lebih bursa efek di luar negeri.

Perusahaan memiliki beberapa alasan untuk melakukan *cross list*, yaitu:

- a. Menerbitkan saham di bursa saham luar negeri akan menambah permintaan investor terhadap saham perusahaan. Dengan menerbitkan saham di bursa saham lain, perusahaan memperluas cakupan basis investor yang akan membeli saham perusahaan tersebut. Permintaan saham yang meningkat akan menaikkan harga saham, dan pada akhirnya akan meningkatkan *value* perusahaan.
- b. Dengan memperdagangkan saham di luar negeri, perusahaan akan mendapatkan *brand recognition*, yang akan mempermudah perusahaan dalam mencari sumber ekuitas baru di pasar obligasi (hutang).

Dalam Bracker, Docking, dan Koch (1999) disebutkan bahwa salah satu faktor penting dalam integrasi pasar saham adalah faktor makroekonomi yang memiliki relevansi dengan pasar saham. Selain itu, sekelompok indeks dengan komposisi saham pembentuk yang hampir sama (secara industrial), akan memiliki pergerakan yang hampir sama.

Menurut Rahim dan Nor (2007) kenyataan bahwa pasar saham semakin terintegrasi konsisten dengan semakin meningkatnya aliran modal antar negara yang timbul dari berbagai mekanisme integrasi seperti liberalisasi *barriers to trade*. Selain itu, berbagai studi juga menemukan hasil bahwa terdapat pasar saham tertentu yang menjadi trend untuk wilayah regional tertentu.

Perdagangan juga merupakan salah satu jalur dari arus modal. Menurut Zongshin, Lin dan Lai (2006), hubungan perdagangan antar negara merupakan faktor yang paling

signifikan dalam interdependensi pasar modal dunia, dan selisih antar pasar modal di dunia seharusnya dapat dijelaskan oleh perbedaan hubungan perdagangan antar negara. Semakin tinggi tingkat perdagangan antar dua negara, semakin tinggi korelasi antar pasar modal kedua negara tersebut. Sedangkan ketika dua negara memiliki restriksi perdagangan yang relatif ketat, kedua pasar modal di negara tersebut akan lebih independen, dan pola pergerakan harga saham seharusnya lebih mudah diprediksi.

Tabel II-1: Berbagai Penelitian Mengenai Integrasi Pasar Saham Dunia

Penelitian	Pasar Modal	Periode	Metodologi	Hasil
Taylor & Tanks (1989)	UK, Jerman, USA, Belanda, Jepang	1973-1979 1979-1986	Cointegration dan Granger test	Kointegrasi antar pasar modal yang diteliti
Janakiramanan & Lamba (1998)	Australia, Jepang, Hongkong, USA, New Zealand, Malaysia, Thailand, Singapore, Indonesia	1988-1996	VAR	Negara dalam wilayah regional yang sama, memiliki keterkaitan, dan peran pasar modal USA terbukti dominan.
Masih & Masih (2001)	UK, S.Korea, Australia, Jepang, Hongkong, USA, Singapore, Jerman, Taiwan	1992-1994	Cointegration	Terdapat interdependensi antar pasar modal, dan pasar modal UK, USA memiliki peran dominan dalam jangka pendek maupun panjang
Glezakos, Merika & Kaligosfiris (2007)	Yunani, USA, UK, Jerman, Perancis, Italia, Spanyol, Belanda, Belgia, Jepang	2000-2006	Granger, VAR, ECM, Cointegration	Terdapat hubungan antar pasar modal dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Pengaruh USA dominan, dan pasar modal Yunani dipengaruhi paling kuat oleh USA dan Jerman.

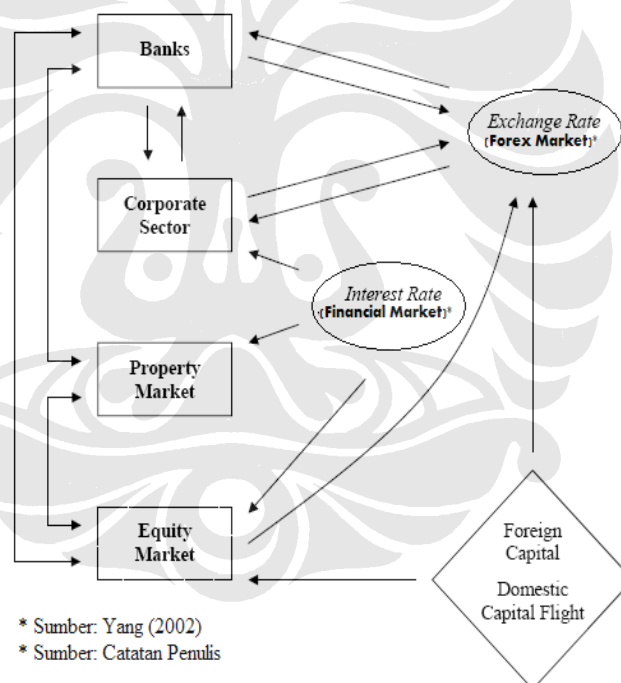
*Sumber: Glezakos, Merika, Kaligosfiris (2007)

Selain itu, dalam Zongshin, Lin dan Lai (2006) juga disebutkan beberapa faktor ekonomi fundamental yang menentukan ketergantungan antar pasar modal dunia. Beberapa di antaranya adalah faktor permintaan, hubungan perdagangan, perbedaan *industrial*

production growth, jarak geografis, perbedaan *market size*, dan perbedaan tingkat suku bunga riil.

Gambar II-7 merupakan gambar aliran perekonomian negara, berdasarkan Yang (2002). Menurut Yang (2002), tahun 1980-an merupakan periode dimana negara-negara Asia membutuhkan *private capital flows*, terutama dari investasi portfolio, yang digunakan mencukupi kebutuhan dana untuk pertumbuhan jangka panjang. Sehingga, salah satu target utama dari negara-negara Asia pada periode tersebut adalah menarik arus modal masuk.

Gambar II-7: Flow Perekonomian Terbuka Suatu Negara



Janakiraman dan Lamba (1998) meneliti hubungan interdependensi jangka pendek dan jangka panjang antara pasar saham Australia, Hongkong, Indonesia, Jepang, Malaysia, New Zealand, Singapura, Thailand dan Amerika Serikat selama periode 1988-1996 dengan menggunakan metode VAR. Dalam penelitian tersebut, pengaruh Amerika Serikat yang kuat

terhadap semua pasar modal, kecuali Indonesia, terbukti. Namun, tidak ada pengaruh dari pasar modal lain terhadap pasar modal Amerika Serikat. Dengan membagi rentang waktu ke dalam dua sub-periode, dapat terlihat bahwa pada sub-periode yang kedua, pasar modal yang sebelumnya terisolasi sudah semakin terbuka.

Selain itu, Janakiraman dan Lamba (1998) mengajukan beberapa argumen mengenai mengapa pasar saham dapat saling mempengaruhi satu sama lain. Argumen tersebut adalah:

a. *Dominant economic power*

Sejak perang dunia kedua, pengaruh Amerika Serikat dalam perekonomian dunia terus meningkat, setelah sebelumnya didominasi oleh Inggris. Amerika Serikat merupakan perekonomian yang paling berpengaruh sampai saat ini. Krisis *subprime-mortgage* yang dimulai dari Amerika Serikat pada pertengahan 2007, terus menyeret banyak perekonomian negara lain ke dalam resesi.

b. *Common investor groups*

Pasar modal yang memiliki lokasi geografis yang relatif dekat dan memiliki karakteristik investor yang sama, cenderung untuk mempengaruhi satu sama lain. Selain itu, pasar modal yang lebih dominan dalam perekonomian, akan memiliki pengaruh yang lebih besar.

c. *Multiple stock listing*

Jika saham suatu negara terdaftar di negara lain, *shock* pada negara lain akan menjalar ke negara tersebut melalui sekuritas. Semakin banyak jumlah saham atau sekuritas yang terdaftar pada bursa saham asing, semakin besar kemungkinan efek dari *shock* akan terasa pada negara asal.

d. *Indirect influences*

Investor akan bereaksi terhadap *shock* yang terjadi langsung maupun tidak langsung dari pasar modal lain.

Melalui integrasi perekonomian antar negara di dunia, dan dengan adanya berbagai perjanjian perdagangan bebas antar negara-negara di dunia serta globalisasi, dan berdasarkan berbagai penelitian yang telah dilakukan sebelumnya, dapat dikatakan bahwa terdapat hubungan interdependensi dan integrasi pasar modal di dunia.

II.3. Efisiensi Pasar

Adanya integrasi pasar modal akan memberikan pandangan bagi investor akan perlunya perhitungan lebih lanjut sebelum memutuskan untuk melakukan diversifikasi internasional. Investor juga perlu memperhitungkan efisiensi pasar. Apabila *shock* atau inovasi dari suatu pasar modal tercermin dalam harga pasar modal hari ini, investor tidak dapat memprediksi *return*nya, karena pergerakan harga mengikuti distribusi *random walk* dalam pasar yang efisien.

Dalam teori efisiensi pasar, harga saham saat ini mencerminkan informasi yang tersedia mengenai sekuritas tersebut, dan juga ekspektasi *return* yang dibuat berdasarkan harga saham tersebut konsisten dengan risikonya. Menurut Reilly dan Brown (2005) tiga bentuk efisiensi pasar yang diajukan Fama adalah *weak form*, *semi-strong form*, dan *strong form efficient market hypothesis* (EMH).

Weak form EMH merupakan bentuk efisiensi pasar dimana harga saham saat ini mencerminkan semua informasi tentang saham tersebut yang tersedia di pasar, seperti data harga historis, tingkat imbal hasil, dan sebagainya. Karena diasumsikan bahwa harga pasar

sudah mencerminkan informasi mengenai sekuritas, maka tingkat imbal hasil saat ini independen terhadap tingkat imbal hasil di masa depan. Sehingga, investor yang membuat keputusan untuk membeli atau menjual saham berdasarkan data historis atau informasi sekuritas lainnya, akan mendapatkan sedikit keuntungan.

Semi-strong EMH menyatakan bahwa harga saham akan menyesuaikan terhadap peluncuran informasi yang tersedia di pasar dengan cepat, atau dengan kata lain, harga saham hari ini akan merefleksikan semua informasi publik, seperti pengumuman dividen, *price-to-earning ratios* (P/E) dan sebagainya. *Weak form* EMH sudah termasuk dalam *semi-strong form* EMH, karena informasi seperti harga historis merupakan data publik. Hipotesis bentuk setengah kuat ini juga memberikan implikasi bahwa investor yang menggunakan informasi yang baru saja dipublikasikan dalam membuat keputusan jual ataupun beli, tidak akan mendapatkan *return* di atas rata-rata, karena harga saham saat ini sudah merefleksikan informasi tersebut dan karena adanya biaya transaksi.

Strong EMH menyatakan bahwa harga saham saat ini mencerminkan semua informasi baik publik, maupun privat. Harga saham menyesuaikan diri dengan cepat terhadap peluncuran informasi baru, dimana informasi tersebut tersedia bagi semua orang, dan bebas biaya. Artinya, tidak ada satupun investor yang memiliki akses monopoli terhadap informasi tersebut. Sehingga, tidak ada investor yang dapat menikmati abnormal *return*. Di dalam *strong form* EMH sudah termasuk *weak form* EMH dan *semi-strong form* EMH.

Harga yang mencerminkan informasi secara akurat akan menguntungkan publik. Menurut Harris (2003, hal.206), pasar saham yang berfungsi dengan baik akan membuat harga saham merefleksikan nilai fundamentalnya.⁵ Nilai fundamental merupakan konsep

⁵ Nilai fundamental adalah nilai intrinsik, atau nilai sebenarnya dari suatu instrumen keuangan. Nilai fundamental merupakan nilai yang terbentuk apabila publik mendapatkan semua informasi yang relevan untuk mengestimasi nilai tersebut.

yang imajiner, namun pada dunia nyata, harga saham yang mendekati nilai fundamental dapat disebut sebagai *informative prices*. Dengan harga yang informatif, berbagai pelaku ekonomi dapat membuat keputusan alokasi dengan lebih baik, sehingga *public welfare* akan meningkat secara keseluruhan.

Dalam bursa saham, *informative prices* “diciptakan” oleh *informed traders*.⁶ Perbedaan antara nilai fundamental dengan harga pasar disebut *noise*. *Informed traders* mengidentifikasi besar *noise* dengan mengestimasi nilai fundamental untuk mendapatkan profit sebesar-besarnya. *Informed traders* akan mendapatkan keuntungan saat *informed traders* mengestimasi nilai fundamental secara efisien. Keuntungan tersebut akan menarik lebih banyak *traders* ke dalam pasar. Pada saat itu, profit akan mengalami penurunan. Hal ini akan mencegah masuknya *traders* baru ke dalam perdagangan.

Perubahan nilai fundamental tidak dapat diprediksi. Karena nilai fundamental mencerminkan semua informasi yang tersedia, nilai fundamental akan berubah apabila *informed traders* mendapatkan informasi baru mengenai instrumen tersebut. Berdasarkan penjelasan di atas, dapat dikatakan bahwa harga pasar saham di pasar yang efisien tidak dapat diprediksi, atau distribusinya mengikuti *random walk*.

⁶ *Informed traders* merupakan spekulator atau pelaku pasar saham yang berusaha memperoleh informasi untuk digunakan dalam mengestimasi *fundamental value*. *Arbitrageurs* merupakan salah satu contoh dari *informed traders*.