

# BAB I

## PENDAHULUAN

### I.1. Latar Belakang Penelitian

Interaksi yang terjadi dalam perdagangan di pasar saham selalu menjadi topik menarik untuk diteliti lebih lanjut, terutama bagi investor. Tindakan investor didasari pada prinsip *risk-return tradeoff*. Investor berusaha meminimalkan tingkat resikonya pada tingkat *return* tertentu, atau memaksimalkan *return* dengan tingkat resiko tertentu.

Investasi pada saham biasa atau *common stock* merupakan jenis investasi yang paling populer. Saham biasa memungkinkan investor memiliki porsi terhadap kepemilikan perusahaan, dan terhadap profit perusahaan. Keuntungan yang didapatkan dari investasi saham biasa dapat berupa dua bentuk, yaitu *capital gain* dan *dividen*. Investor akan memegang saham selama jangka waktu tertentu, dan akan mendapatkan keuntungan dari peningkatan harga saham tersebut jika menjualnya (*capital gain*). Sedangkan dividen merupakan keuntungan dalam bentuk *steady stream of current income*. Investor akan mendapatkan pembagian keuntungan dari perusahaan dalam bentuk dividen, yang biasanya dibagikan dalam jumlah nominal per lembar saham. [Gitman (2007, hal. 157)]

Dalam berinvestasi, investor dapat membagi investasinya ke dalam beberapa jenis sekuritas. Sebelum memutuskan komposisi investasinya, seorang investor akan mempertimbangkan kemungkinan resiko yang berkaitan dengan imbal hasil yang akan didapatkan dari investasinya. Resiko merupakan prospek terjadinya hasil yang kurang menguntungkan. [Keown (2005, hal. 190)]

Menurut Reilly dan Brown (2006) terdapat lima faktor yang merupakan sumber *uncertainty* atau resiko, yaitu:

1. *Business risk*

Resiko bisnis adalah ketidakpastian pendapatan atau arus kas masuk, yang disebabkan oleh karakteristik bisnis atau industri.

2. *Financial risk*

Resiko keuangan atau *leverage risk* merupakan ketidakpastian yang berasal dari struktur dan cara pembiayaan.

3. *Liquidity risk*

Resiko likuiditas merupakan resiko yang bersumber dari pasar sekunder, yaitu dari kecepatan konversi sekuritas atau aset lain yang kurang likuid menjadi kas atau aset likuid.

4. *Exchange rate risk*

Resiko nilai tukar adalah resiko yang harus dihadapi oleh investor yang membeli sekuritas dalam mata uang luar negeri.

5. *Country risk*

*Country risk* atau *political risk*, merupakan ketidakpastian pendapatan atau imbal hasil karena adanya kemungkinan perubahan yang signifikan pada struktur politik dan ekonomi suatu negara.

Seorang investor akan berusaha meminimalisir resiko dengan melakukan diversifikasi.<sup>1</sup> Jika investasi disebar ke berbagai sekuritas, maka resiko akan relatif berkurang dengan ekspektasi tingkat imbal hasil yang tetap. Pengurangan resiko yang dihasilkan dari diversifikasi akan sampai pada suatu titik dimana tingkat resiko tidak lagi dapat berkurang tanpa menurunkan imbal hasil. Artinya, diversifikasi yang dilakukan tidak akan menghilangkan semua resiko yang dihadapi investor.

---

<sup>1</sup> Diversifikasi adalah penyebaran investasi, ke beberapa aset, di antaranya saham, obligasi, dan sebagainya.

Resiko yang terdapat dalam portfolio dapat terbagi menjadi dua tipe, yaitu (1) *firm-specific* atau *company-unique risk*, dan (2) *market related risk*. *Firm specific risk* merupakan *diversifiable risk*, artinya resiko ini akan dapat dihilangkan dengan diversifikasi. Sedangkan *market related risk* merupakan *nondiversifiable risk*, yaitu resiko yang tidak dapat dieliminasi dengan diversifikasi. [Keown (2005, hal. 192)]

Seiring dengan kemajuan teknologi dan perkembangan globalisasi, diversifikasi tidak hanya dapat dilakukan secara domestik, namun juga antar negara atau secara internasional. Meningkatnya kesempatan bagi para investor untuk mendapatkan keuntungan yang lebih besar, menjadi salah satu faktor di balik ketertarikan investor untuk berinvestasi ke luar negeri. Informasi dapat diakses para investor secara instan untuk melihat imbal hasil investasinya yang berada di belahan dunia lainnya.

Diversifikasi internasional dapat terjadi karena adanya perdagangan antar negara, yang melibatkan arus modal masuk dan keluar antar negara. Menurut Eun dan Resnick (2005), teori mendasar dari perdagangan internasional didasari oleh teori David Ricardo dalam bukunya yang berjudul *Principals of Political Economy* (1817). Menurut Ricardo, negara-negara di dunia akan saling menguntungkan satu sama lain apabila suatu negara hanya memproduksi barang yang dapat diproduksi secara efisien oleh negara tersebut, dan masing-masing negara akan saling melakukan pertukaran barang-barang lainnya yang dibutuhkan dalam mekanisme perdagangan. Sehingga, liberalisasi perdagangan internasional akan meningkatkan kesejahteraan masyarakat dunia secara keseluruhan. [Eun dan Resnick (2005)]

Investor internasional (investor yang berinvestasi di pasar modal internasional) dalam mengalokasikan dananya akan berusaha mengetahui apakah dengan berinvestasi di luar negeri, imbal hasil yang diharapkan akan tercapai. Korelasi antar pasar modal

merupakan salah satu indikator utama dari keuntungan yang bisa didapatkan oleh diversifikasi antar berbagai kelas aset dan antar negara. Negara maju, dengan perekonomian yang tentunya lebih maju dan keterkaitan yang lebih erat pada perdagangan antar negara, cenderung memiliki tingkat korelasi yang lebih tinggi dengan perekonomian dunia.

Keterkaitan antar pasar modal di dunia mengalami perubahan dari waktu ke waktu. Pada tahun 1960-an, interdependensi pasar modal sudah ada namun masih relatif rendah. Hal ini disebabkan karena faktor domestik merupakan faktor utama dari pengembangan perekonomian negara-negara dunia pada saat itu. Sedangkan pada tahun 1970-an, tingkat interdependensi yang juga masih rendah disebabkan oleh restriksi pada bidang hukum dan masalah teknis, yang menghambat aliran modal antar negara. Menurut Janakiraman dan Lamba (1998) selama periode 1960 dan 1970-an, pasar saham Eropa Barat dan Amerika Utara dapat dikatakan terisolasi satu sama lain, karena perbedaan kebijakan ekonomi dan politik, dan pandangan nasionalis yang cenderung “*inward-looking*”. Pada dekade-dekade seterusnya, restriksi jauh berkurang, selain itu, investor mulai mengetahui pentingnya diversifikasi dalam mengurangi resiko.

Penelitian ini dibuat berdasarkan penelitian sebelumnya oleh Glezakos, Merika, dan Kaligosfiris (2007), dengan mengambil studi kasus di Indonesia dan mengganti variabel indeks regional yang digunakan dalam penelitian tersebut menjadi indeks Strait Times Index untuk merepresentasikan pasar modal Singapura dan Hangseng Index sebagai perwakilan pasar modal Hongkong.

Glezakos, Merika, dan Kaligosfiris (2007) menggunakan uji Granger *causality*. kointegrasi dan analisa *impulse response* serta *variance decomposition* untuk melihat dan menguji secara empiris baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek mengenai

ketergantungan antara beberapa pasar saham dunia, dan pengaruhnya terhadap pasar modal Yunani. Dari penelitian Glezakos, Merika, dan Kaligosfiris (2007) yang menggunakan data harian beberapa indeks dunia selama periode 2000 sampai dengan 2006, ditemukan hasil di antaranya bahwa indeks Dow Jones sebagai representasi pasar modal USA, memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pasar modal lain; dan pasar saham Yunani dipengaruhi oleh pasar saham Jerman, Belgia, Amerika Serikat dan Italia. Hasil tersebut diperoleh berdasarkan uji Granger *causality*, yang kemudian juga dibenarkan oleh hasil dari uji kointegrasi.

## **I.2. Permasalahan Penelitian**

Dengan penjelasan latar belakang di atas, maka dapat diidentifikasi permasalahan dalam penelitian ini, yaitu:

1. Apakah terdapat hubungan kausalitas secara Granger di antara pasar modal Amerika Serikat, Inggris, Jerman, Perancis, Hongkong, Jepang, Singapura dan Indonesia selama periode 1 Januari 2002 sampai dengan 31 Desember 2007?
2. Apakah terdapat hubungan jangka pendek dan panjang antara Amerika Serikat, Inggris, Jerman, Perancis, Hongkong, Jepang, Singapura dan Indonesia selama periode 1 Januari 2002 sampai dengan 31 Desember 2007?
3. Apakah pasar modal Indonesia memiliki hubungan interdependensi dengan pasar modal lain dalam jangka pendek maupun jangka panjang selama periode 1 Januari 2002 sampai dengan 31 Desember 2007?
4. Apa yang ditunjukkan oleh dekomposisi varians apabila terdapat interdependensi antar pasar modal selama periode 1 Januari 2002 sampai dengan 31 Desember 2007? Selain itu, berapa lama waktu yang dibutuhkan untuk kembali pada

keseimbangan melalui estimasi *impulse response function* selama periode 1 Januari 2002 sampai dengan 31 Desember 2007?

### **I.3. Tujuan Penelitian**

Berdasarkan permasalahan penelitian di atas, maka dapat dirumuskan tujuan penelitian, yaitu untuk mengidentifikasi dan menganalisa:

1. Hubungan kausalitas secara Granger di antara pasar modal Amerika Serikat, Inggris, Jerman, Perancis, Hongkong, Jepang, Singapura dan Indonesia selama periode 1 Januari 2002 sampai dengan 31 Desember 2007.
2. Hubungan jangka panjang antara Amerika Serikat, Inggris, Jerman, Perancis, Hongkong, Jepang, Singapura dan Indonesia selama periode 1 Januari 2002 sampai dengan 31 Desember 2007.
3. Hubungan interdependensi pasar modal Indonesia dengan pasar modal lain dalam jangka pendek maupun jangka panjang selama periode 1 Januari 2002 sampai dengan 31 Desember 2007.
4. Sensitivitas pasar modal Indonesia secara khusus dan pasar modal Amerika Serikat, Inggris, Jerman, Perancis, Hongkong, Jepang, serta Singapura secara umum selama periode 1 Januari 2002 sampai dengan 31 Desember 2007 dengan menggunakan uji *impulse response function* dan *variance decomposition*.

#### **I.4. Hipotesis Penelitian**

Berdasarkan tujuan yang telah dirumuskan, penelitian ini akan menguji beberapa hipotesis, yaitu:

1. Terdapat hubungan kausalitas secara Granger di antara pasar modal Amerika Serikat, Inggris, Jerman, Perancis, Hongkong, Jepang, Singapura dan Indonesia selama periode 1 Januari 2002 sampai dengan 31 Desember 2007.
2. Terdapat hubungan jangka panjang antara Amerika Serikat, Inggris, Jerman, Perancis, Hongkong, Jepang, Singapura dan Indonesia selama periode 1 Januari 2002 sampai dengan 31 Desember 2007.
3. Terdapat hubungan interdependensi pasar modal Indonesia dengan pasar modal lain dalam jangka pendek maupun jangka panjang selama periode 1 Januari 2002 sampai dengan 31 Desember 2007.
4. Pasar modal Indonesia bereaksi terhadap pergerakan pasar modal lain. Selain itu, pasar modal Amerika Serikat, Inggris, Jerman, Perancis, Hongkong, Jepang, serta Singapura juga bereaksi terhadap pergerakan pasar saham lain selama periode 1 Januari 2002 sampai dengan 31 Desember 2007.

#### **I.5. Kontribusi Penelitian**

Kontribusi penelitian ini bagi investor adalah untuk memberikan *insight* mengenai tingkat integrasi pasar modal, sehingga investor dapat melakukan diversifikasi internasional dengan lebih optimal, dan pada akhirnya akan mendapat tingkat imbal hasil yang sesuai dengan ekspektasi.

Bagi pembuat kebijakan, penelitian ini berguna untuk memberikan pengetahuan tambahan bahwa untuk meningkatkan efisiensi pasar saham Indonesia, regulasi yang

dibuat oleh para regulator harus lebih fleksibel bagi para investor asing. Selain itu, penelitian ini juga dapat menegaskan bahwa pasar saham Indonesia telah semakin menarik di mata investor asing.

Penelitian ini akan menguji tingkat integrasi pasar modal Indonesia selama periode 6 tahun dengan pasar saham dunia. Peneliti selanjutnya dapat melanjutkan penelitian ini, dengan menambah periode dan memasukan efek krisis *subprime mortgage* di Amerika Serikat yang puncaknya terjadi pada tahun 2007 dan diperkirakan akan menyebabkan resesi dalam perekonomian global.

## **I.6. Ruang Lingkup Penelitian**

### **1. Sampel penelitian**

Sampel yang digunakan adalah data harga indeks harian dari pasar modal Amerika Serikat (DJA), Inggris (FTSE-100), Jerman (DAX), Perancis (CAC 40), Hongkong (Hangseng), Jepang (Nikkei 225), Singapura (STI) dan Indonesia (JKSE). Data-data harga saham harian diambil dari [www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com), dan informasi umum mengenai indeks didapatkan dari [www.wikipedia.com](http://www.wikipedia.com). Periode pengambilan sampel adalah enam tahun, yaitu dari 1 Januari 2002 sampai dengan 31 Desember 2007. Data level yang digunakan dalam penelitian merupakan data logaritma dari data harga indeks. Sedangkan data *first differences* akan diperoleh dengan mengurangi data log indeks periode  $t$  dengan periode  $t-1$ . (Peranginangin, 2007)

### **2. Metodologi**

Data diolah dengan menggunakan *software* E-Views 4.0. Dalam pengolahan data, metode yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan metode yang digunakan



dalam Glezakos, Merika, dan Kaligosfiris (2007) sebagai dasar. Beberapa tahap yang dilakukan dalam menguji hipotesis penelitian ini adalah:

a. Uji *stationarity*

Masing-masing indeks akan diuji *stationarity*-nya menggunakan uji informal dan formal. Apabila data sudah *stationary* pada tingkat level, tidak akan digunakan uji kointegrasi untuk menguji hubungan jangka panjang. Sedangkan apabila data *stationary* pada tingkat *differences*, harus dipastikan apakah data terintegrasi pada orde yang sama, untuk memenuhi syarat dalam uji kointegrasi.

b. *Granger causality*

Uji Granger dilakukan untuk melihat hubungan kausalitas antar pasar modal. Dari hasil uji Granger memang dapat diketahui pengaruh masing-masing pasar modal terhadap beberapa pasar modal dunia, namun seberapa besar tingkat pengaruhnya tidak dapat diketahui.

c. *Cointegration*

Uji kointegrasi merupakan uji yang dilakukan untuk melihat adanya kombinasi linier (keseimbangan jangka panjang) dari variabel-variabel yang *non-stationary*. Apabila terdapat hubungan kointegrasi antar variabel, maka selanjutnya akan dilakukan estimasi *error correction model* untuk melihat dinamika jangka pendek. Besar pengaruh masing-masing pasar saham terhadap pasar saham lain dapat diukur dengan menggunakan uji kointegrasi dan *error correction model*.

d. *Impulse Response Function (IRF)*

Dengan IRF akan dapat dilihat grafik pengaruh inovasi atau *shock* dari semua indeks terhadap harga indeks tertentu saat ini dan di masa depan.

Dari IRF juga dapat terlihat pengaruh pasar saham mana saja selain pasar saham domestik, yang mempengaruhi suatu pasar saham selama periode tertentu.

e. *Variance Decomposition* (VDC)

VDC akan memberikan informasi mengenai persentase sumber varians atau penyimpangan dari suatu indeks, yang berasal dari *shock* indeks lainnya.

## **I.7. Sistematika Penulisan**

### BAB I: Pendahuluan

Berisi latar belakang penelitian, permasalahan penelitian, tujuan penelitian, hipotesis penelitian, kontribusi penelitian, ruang lingkup penelitian, dan sistematika penelitian.

### BAB II: Landasan Teori

Membahas tentang literatur yang digunakan sebagai kerangka pemikiran penelitian.

### BAB III: Metodologi

Membahas data yang digunakan, uji statistik, dan metode analisis data.

### BAB IV: Analisa dan Pembahasan

Berisi hasil pengujian dan penerimaan atau penolakan hipotesis berdasarkan hasil uji *Granger causality*, kointegrasi, dekomposisi varians dan *impulse respons function*.

### BAB V: Penutup

Berisi ringkasan hasil penelitian, dan saran yang dapat diberikan berdasarkan penelitian ini.