

BAB II

LANDASAN TEORI

II.1 Saham

Menurut Dahlan Siamat (2005), saham adalah surat bukti atau tanda kepemilikan bagian modal pada suatu perseroan terbatas. Saham merupakan instrument investasi yang paling dominan diperdagangkan. Saham biasanya diterbitkan dengan cara atas nama atau atas unjuk.

Ada dua tipe saham yang biasa diterbitkan oleh sebuah perusahaan, yaitu saham biasa dan saham preferen

- Saham biasa, merupakan jenis saham yang paling sering digunakan perusahaan untuk menghimpun dana dari masyarakat, selain itu juga saham ini merupakan jenis saham yang paling sering diperdagangkan di bursa saham. Ada beberapa karakteristik umum dari saham jenis ini :
 - Memiliki hak klaim terakhir atas aktiva perusahaan apabila perusahaan mengalami likuidasi
 - Hak suara proporsional pada pemilihan direksi serta keputusan lain yang ditetapkan pada rapat umum pemegang saham (RUPS)
 - Memperoleh dividen apabila perusahaan memperoleh laba
 - Hak memesan terlebih dahulu sebelum saham tersebut ditawarkan kepada masyarakat
 - Ada beberapa jenis saham biasa, yaitu :
 - Saham unggul/*blue chips*
 - *Growth stocks*
 - *Income stocks*
 - *Cyclical stocks*
 - *Defensive stocks*
 - *Speculative stocks*
- Saham preferen, merupakan jenis saham dengan hak-hak khusus, memiliki karakteristik sebagai berikut :

- Pembayaran dividen dalam jumlah yang tetap
- Hak klaim atas aktiva perusahaan didahulukan dari pemegang saham biasa apabila perusahaan dilikuidasi
- Dapat dikonversikan menjadi saham biasa
- Tidak memiliki hak suara dalam pemilihan direksi

Perdagangan saham ini dilakukan di bursa saham yang diregulasi oleh BAPEPAM. Dalam bukunya, Saunders dan Cornett (2004) menyebutkan bahwa bursa saham merupakan suatu system yang terorganisasi yang mempertemukan penjual dan pembeli efek yang dilakukan baik secara langsung maupun dengan wakil-wakilnya. Fungsi bursa efek antara lain untuk menjaga kontinuitas pasar dan menciptakan harga efek yang wajar melalui mekanisme permintaan dan penawaran.

II.2 Pasar Saham

Ada dua jenis pasar yang ada di bursa, yaitu pasar primer dan pasar sekunder. Pasar primer adalah tempat dimana perusahaan menjual saham pertama kali ke pasar untuk menambah modalnya, investor yang ingin memiliki saham perdana tersebut biasanya harus membelinya melalui lembaga-lembaga investasi seperti Morgan Stanley atau Lehman Brothers yang bertindak sebagai mediator antara investor dan perusahaan, seperti pada gambar 2.1 dibawah

Gambar II.1

Skema Transaksi di Pasar Modal



Pasar sekunder adalah tempat dimana saham yang sudah berada di tangan investor tadi diperjual belikan antar sesama investor. Seringkali disebut juga bursa saham/*stock exchange*. Proses perdagangan di bursa saat ini sudah terautomasi, sehingga pemesanan dan pembelian saham ditangani oleh komputer, namun pada umumnya prosesnya berjalan seperti berikut :

1. Investor mengirimkan pesan kepada Broker (perusahaan), yang diteruskan lagi kepada Agen Broker yang berada dilantai bursa, lalu Broker mencari saham yang sesuai dengan keinginan Investor.
2. Saham tersebut dari Agen Broker diberikan kepada perusahaan Broker lalu diberikan kepada Investor
3. Investor melunasi pembayaran atas saham tersebut .

Biasanya transaksi tersebut (langkah 2 dan 3) baru diselesaikan pada T+3, artinya transaksi penyerahan saham kepada investor dan pelunasan atas saham tersebut oleh si investor dilakukan dalam waktu tiga hari.

Ada dua jenis pesan yang dapat dipilih oleh investor untuk memesan kepada broker, yaitu *market order* dan *limit order*

- *Market order* merupakan cara pemesanan saham kepada broker dimana broker akan melakukan transaksi pembelian saham pada saat harga saham tersebut mencapai harga yang terbaik
- *Limit order* adalah sistem pemesanan dimana broker hanya melakukan transaksi di pasar pada saat harga saham mencapai satu titik tertentu (batas harga)

II.3 Risk and Return saham

Salah satu tujuan Investor melakukan perdagangan saham adalah untuk mendapatkan keuntungan atau *return* dari saham tersebut, ada beberapa jenis *return* yang biasanya diperlukan oleh investor, misalnya *internal rate of return*, *expected rate of return*, dan lain-lain. Biasanya *return* saham biasa tersebut terbagi kedalam dua jenis, yaitu *capital gain* dan dividen. *Capital gain* (/loss) adalah keuntungan (/kerugian) yang didapatkan dari terjadinya kenaikan (/penurunan) harga saham di pasar, sedangkan dividen adalah bagian dari keuntungan perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham apabila perusahaan mendapatkan laba dan pembagiannya telah disetujui oleh RUPS. Dalam mendapatkan return tersebut, investor juga menghadapi masalah resiko yang merupakan ukuran ketidakpastian akan mendapatkan hasil di masa depan. Biasanya resiko saham individual diukur menggunakan standar deviasi,

sedangkan apabila sudah berbentuk portofolio saham, maka digunakan varians sebagai ukurannya.

Ada dua jenis resiko yang dihadapi investor dalam berinvestasi di sebuah portofolio, yaitu *firm specific risk/unsystematic risk* dan *market risk/unsystematic risk*. *Firm specific risk* merupakan resiko yang dapat diminimalisir dengan diversifikasi, misalnya dengan membuat portofolio yang terdiri dari beberapa buah saham. Sedangkan *market risk* adalah jenis resiko yang tidak dapat diminimalisir meskipun telah mendiversifikasi investasinya, karena resiko ini merupakan resiko yang terkandung didalam pasar.

Untuk mengukur tingkat resiko maka seorang investor harus mengalikan return dan resiko masing2 aset yang terdapat didalam portofolio tersebut dengan bobot aset tersebut terhadap total portofolio.

Hubungan antar aset didalam sebuah portofolio digambarkan dengan koefisien korelasi, yang menggambarkan seberapa besar pengaruh antar aset didalam portofolio tersebut. Rumusnya digambarkan seperti dibawah ini

$$\rho_{i,j} = \frac{COV_{i,j}}{\sigma_i \sigma_j} \quad (2.1)$$

Dimana : $COV_{i,j}$ adalah kovarians antar aset

σ_i adalah standar deviasi aset i

σ_j adalah standar deviasi aset j

Covarians sendiri dihitung dengan rumus

$$COV_{i,j} = \frac{\sum(i-\bar{i})(j-\bar{j})}{n} \quad (2.2)$$

Dimana : i dan j adalah aset-aset didalam portofolio

\bar{i} adalah rata-rata aset i

\bar{j} adalah rata-rata aset j

n adalah jumlah keseluruhan aset

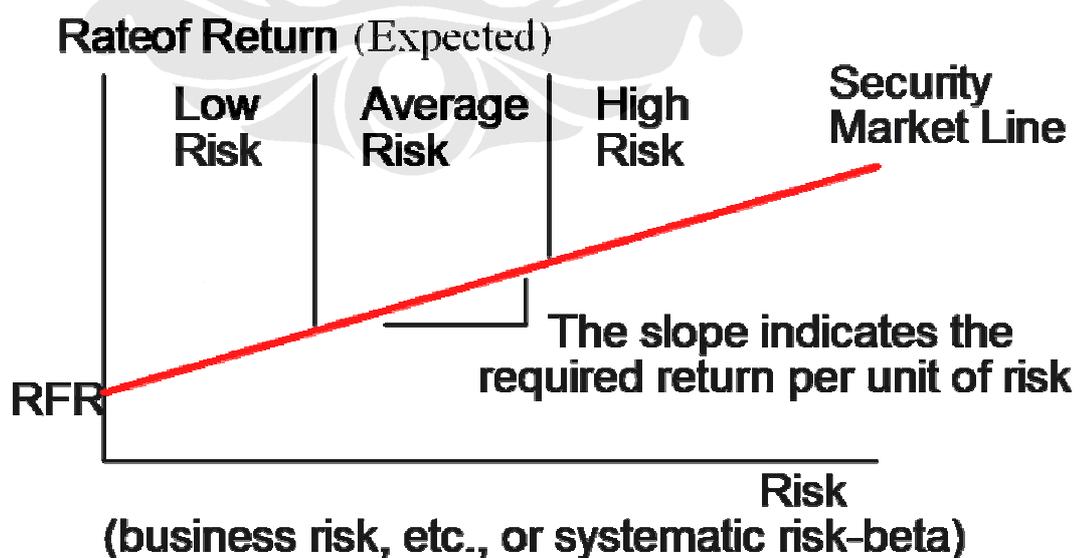
Koefisien korelasi memiliki rentang nilai dari -1 hingga +1, nilai -1 berarti aset-aset yang terdapat didalam portofolio tersebut akan bergerak secara berlawanan, apabila yang satu naik, maka yang lain akan turun, begitu juga dengan resiko yang dimilikinya. Dan apabila koefisien korelasinya bernilai +1, maka apabila aset yang satu naik, yang lain juga akan ikut naik, begitu juga kalau turun. Investor akan lebih menyukai portofolio yang koefisien korelasinya bernilai (-), karena dengan begitu resikonya juga akan mengecil.

Hubungan antara resiko dan return digambarkan dalam garis *Security Market Line/SML*. Semakin tinggi resiko yang akan ditanggung, semakin tinggi pula tingkat return yang diminta oleh investor. Investor sendiri memiliki karakteristiknya masing-masing, ada yang menyukai tantangan, dan ada yang lebih suka bermain aman. Investor yang menyukai tantangan disebut *risk-taker*, dan yang lebih suka bermain aman disebut *risk-averse*, sedangkan yang berada ditengah-tengah kedua karakteristik diatas disebut *risk-neutral*.

Gambarnya seperti dibawah ini

Gambar II.2

Hubungan Antara Risk dan Return



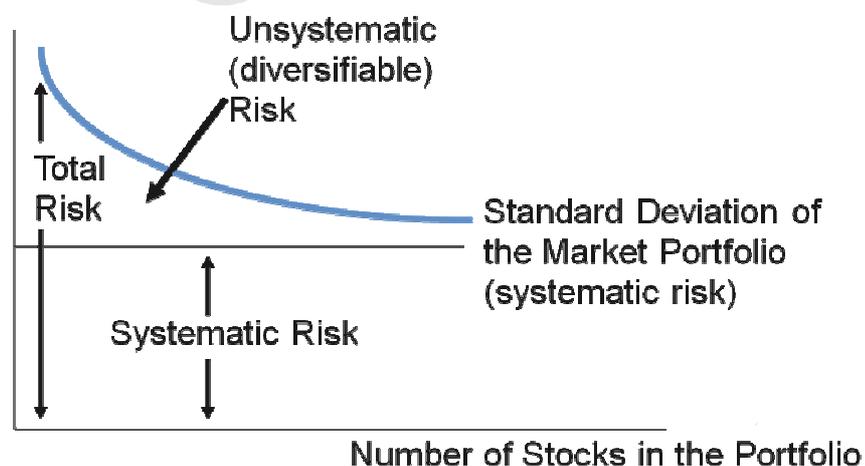
Untuk meminimalisir resiko, kita bisa membentuk suatu portfolio yang terdiri dari beberapa jenis saham, cara ini diperkenalkan pertama kali oleh Harry Markowitz, sehingga dinamakan *Markowitz Portfolio Theory*. Penelitian markowitz menunjukkan bahwa resiko sebuah portfolio dapat dilihat melalui varians dari tingkat imbal hasilnya menggunakan rumus yang ditemukannya. Rumus ini bukan hanya menunjukkan bagaimana diversifikasi dapat meminimalisir resiko yang dihadapi, tetapi juga bagaimana caranya mendiversifikasi portfolio secara efektif.

Sebuah portfolio yang mengandung unsur seluruh aset beresiko disebut portfolio pasar, aset disini bukan hanya terdiri dari saham saja, tetapi seluruh aset beresiko, seperti obligasi, opsi, real estat, uang logam, perangk, karya seni, dan lain-lain. Karena mengandung berbagai macam jenis aset, portfolio ini dikatakan telah terdiversifikasi secara penuh, artinya resiko satu aset akan tertutupi oleh variabilitas aset-aset yang lain. Resiko yang terkandung dalam portfolio tersebut sekarang hanya tinggal *systematic risk*, yaitu resiko yang muncul karena adanya variabilitas dalam makroekonomi yang tersisa. *Systematic risk* diukur dari standar deviasi imbal hasil portfolio pasar yang dapat berubah-ubah seiring perubahan kondisi ekonomi, contohnya ada peningkatan jumlah *money supply*, naik-turunnya tingkat bunga, dan faktor-faktor lain. Lihat gambar 2.3 dibawah.

Gambar II.3

Systematic dan Non-Systematic Risk

Standard Deviation of Return



Seperti yang dapat kita lihat pada gambar diatas, semakin banyak aset yang terkandung didalam suatu portfolio maka resiko *unsystematic*nya akan semakin terdiversifikasi/kecil, sehingga pada akhirnya yang tertinggal hanya *systematic* risknya. Untuk melakukan diversifikasi tersebut investor dapat memilih dua alternatif, yaitu berdiversifikasi menggunakan saham-saham dalam negeri saja maupun berdiversifikasi menggunakan saham-saham yang berada di bursa saham luar negeri juga. Diversifikasi dalam negeri akan membawa *unsystematic risk* ke titik terendah/hilang sama sekali, sementara apabila kita berdiversifikasi sampai ke tahap internasional, maka *systematic risk*nya pun dapat dikurangi. Hal ini mungkin terjadi karena adanya perbedaan karakteristik masing-masing negara, seperti kebijakan moneter, kondisi politik, ekonomi dan lain sebagainya yang korelasinya sangat kecil. Sehingga *systematic risk* yang dihadapi oleh investor yang melakukan diversifikasi internasional adalah *world systematic risk* (Reilly, 2003, 245)

Menurut Madura (2008) dalam bukunya, ada beberapa alasan yang mendasari keputusan investor untuk berinvestasi di pasar saham yang berada diluar negeri, yang pertama adalah mereka mengharapkan kondisi ekonomi yang bagus di negara lain dan berinvestasi pada saham perusahaan-perusahaan di dalam negara tersebut, yang kedua adalah investor akan berinvestasi dalam saham yang mata uangnya diharapkan akan menguat di kemudian hari, sehingga mereka akan mendapat imbal hasil yang lebih besar. Yang ketiga adalah investor berinvestasi di bursa saham luar negeri dengan maksud mendiversifikasikan portfolio mereka, sehingga investasi mereka akan lebih tidak sensitif terhadap kemungkinan kondisi buruk yang terjadi di bursa saham dalam negerinya.

II.4 Efisiensi pasar

Secara teoritis menurut Siamat (2005), harga dari suatu saham mencerminkan harga dari kemungkinan pembayaran dimasa depan yang dapat dihasilkan oleh saham tersebut, namun kadangkala ada kejadian-kejadian yang dapat menyebabkan harga saham itu melonjak lebih tinggi maupun lebih rendah daripada harga wajarnya, misalnya ada berita bahwa sebuah perusahaan yang

menerbitkan saham akan dibeli oleh investor asing yang cukup besar, maka biasanya harga pasaran saham yang diterbitkan perusahaan tersebut akan menjadi lebih mahal, atau apabila ada isu bahwa sebuah perusahaan akan mengalami kebangkrutan, maka harga saham perusahaan tersebut akan jatuh dibawah harga wajarnya. Biasanya para investor memanfaatkan hal-hal seperti ini untuk mendapatkan keuntungan dari perdagangan saham, apabila harga saham sedang berada dibawah nilai wajarnya (*undervalued*) maka investor akan berlomba-lomba membeli saham tersebut sehingga mengakibatkan harganya akan naik/kembali ke titik wajarnya. Begitu juga apabila harga sebuah saham sedang berada di atas nilai wajarnya, maka investor akan menjual saham tersebut dari tangannya, sehingga menyebabkan supply di pasar meningkat dan pada akhirnya menurunkan harga saham tersebut.

Seberapa jauh perubahan harga instrumen keuangan menyesuaikan diri terhadap isu-isu yang ada dan seberapa besar harga dari suatu saham mencerminkan informasi mengenai perusahaan yang menerbitkannya disebut efisiensi pasar. Ada tiga tingkatan yang biasa digunakan dalam menggambarkan efisiensi pasar, yaitu efisiensi pasar yang lemah (*weak form*), efisiensi pasar yang sedang (*semi-strong form*), dan efisiensi pasar yang kuat (*strong form*).

Efisiensi pasar yang lemah (*weak form*) memiliki arti bahwa harga pasar saham suatu perusahaan mencerminkan semua informasi historis tentang perusahaan tersebut yang tersedia di pasar. Informasi historis biasanya sudah menggambarkan kondisi saham saat ini, sehingga investor yang menggunakan informasi historis tersebut biasanya akan mendapatkan sedikit keuntungan diatas harga wajar dari investasinya. Penelitian empiris menyatakan bahwa pergerakan saham hari ini tidak berkorelasi dengan pergerakan saham besok/memiliki korelasi yang sangat kecil, jadi trend historis harga saham tidak dapat membantu investor memprediksi pergerakan saham di masa depan.

Efisiensi pasar yang sedang (*semi-strong form*) memiliki arti bahwa harga saham suatu perusahaan menggambarkan informasi-informasi yang tersedia di pasar mengenai perusahaan tersebut, baik itu informasi historis, maupun informasi yang tersedia secara publik. Menurut konsep dasar efisiensi pasar sedang, seluruh

informasi publik yang tiba di pasar akan segera mengubah harga saham yang berhubungan, misalnya ada berita bahwa perusahaan A akan mendapatkan keuntungan lebih besar tahun ini, maka apabila seorang investor berminta untuk berinvestasi di saham perusahaan A tersebut, dia tidak akan mendapatkan keuntungan yang besar, karena harga saham perusahaan A sudah langsung terkoreksi begitu berita tersebut sampai di pasar. Menurut konsep efisiensi pasar sedang, investor tidak bisa memperoleh keuntungan berlebih hanya dengan mengandalkan data historis dan informasi publik. Karena data historis termasuk dalam kategori informasi publik, maka apabila efisiensi pasar tingkat sedang berlaku, maka efisiensi pasar tingkat lemah pasti berlaku juga. Hal ini berarti investor dapat memperoleh keuntungan abnormal/*abnormal return* dengan mengandalkan informasi publik yang tersedia, semakin cepat pasar mengetahui informasi tersebut, semakin kecil pula keuntungan abnormal yang dapat diperoleh investor.

Efisiensi pasar kuat berarti harga saham telah merefleksikan seluruh informasi baik publik maupun pribadi yang ada di pasar. Artinya meskipun seorang investor berhasil mendapatkan informasi dari orang dalam perusahaan, dia tidak akan mampu mendapatkan keuntungan abnormal dari informasi tersebut, karena pasar sudah menyesuaikan terhadap informasi tersebut. Efisiensi pasar kuat menyatakan bahwa tidak ada informasi apapun di pasar yang mampu membuat investor memperoleh hasil yang abnormal selain harga wajar saham. Seperti sebelumnya, apabila efisiensi pasar kuat berlaku maka akan berlaku juga efisiensi pasar sedang, namun efisiensi pasar sedang dapat berlaku walaupun efisiensi pasar kuat tidak berlaku. Artinya investor dapat memperoleh keuntungan abnormal selama hanya dia saja yang mengetahui informasi tersebut, namun apabila informasi tersebut sudah bocor ke pasar, maka keuntungan abnormal tersebut tidak akan bisa didapatkan lagi. Efisiensi pasar jenis ini sulit untuk diteliti karena tidak semua orang bisa mendapatkan informasi dalam perusahaan, namun secara logika apabila orang dalam perusahaan mempunyai informasi yang lebih, maka dia akan bisa mendapatkan keuntungan abnormal dari informasinya tersebut, dan semakin orang tersebut memiliki informasi yang lebih, semakin banyak pula keuntungan abnormal yang bisa ia peroleh.

II.5 Penelitian Terdahulu

Menurut penelitian oleh Daly (2003) yang meneliti bursa-bursa saham di kawasan ASEAN (Indonesia, Malaysia, Filipina, Singapura, Thailand) dan bursa saham di negara maju (Amerika, Australia, dan Jerman), ditemukan bahwa adanya peningkatan aktivitas indeks terkait dengan krisis keuangan yang terjadi pada Oktober 1997, selain itu juga ditemukan rata-rata koefisien korelasi antar indeks (kecuali Singapur dan Malaysia) yang meningkat pada masa setelah krisis. Terlebih untuk rata-rata koefisien korelasi antara indeks bursa saham Australia dan indeks pasar saham ASEAN yang diteliti yang meningkat secara signifikan pada masa setelah krisis. Indeks Dow Jones yang digunakan juga mencatat terjadinya kenaikan dalam korelasi terhadap indeks saham ASEAN pada masa setelah krisis, sementara indeks bursa saham Jerman (DAX) hanya mengalami sedikit peningkatan korelasi terhadap indeks saham ASEAN. Secara keseluruhan didapatkan hasil bahwa pasar saham-pasar saham yang diteliti menjadi lebih terintegrasi setelah krisis Oktober 1997. Daly juga menggunakan tes kointegrasi untuk melihat hubungan tersebut secara lebih mendalam, hasilnya adalah hanya terjadi hubungan bivariate dalam jangka panjang antara bursa saham Thailand dan Indonesia, dan bursa saham Thailand dan Filipina, pada periode sebelum dan setelah krisis 1997, sedangkan untuk uji hubungan multivariate jangka panjang antar bursa saham yang diteliti tidak ditemukan bukti bahwa terjadi kointegrasi antar bursa-bursa tersebut baik periode sebelum maupun sesudah krisis. Hasil analisis bivariate yang dilakukan menunjukkan hasil bahwa terjadi hubungan jangka panjang antara Australia dan Amerika pada periode setelah krisis, dan antara Australia dan Jerman pada periode sebelum krisis. Pengujian multivariate terhadap bursa-bursa tersebut menunjukkan bahwa hubungan antara bursa Thailand, Indonesia, dan Filipin lebih terintegrasi pada periode setelah krisis dibanding periode sebelum krisis. Ada juga bukti yang menunjukkan bahwa Thailand, Indonesia, dan Malaysia memiliki hubungan jangka panjang pada saat setelah krisis, tapi tidak pada masa sebelum krisis. Pada akhirnya didapatkan hasil bahwa meskipun ada bukti integrasi bursa saham di Asia Tenggara, namun kekuatannya hanya sedikit lebih tinggi pada saat setelah krisis dibanding saat sebelum krisis. Maka investor dari Asia Tenggara masih memiliki kemungkinan

untuk memperoleh keuntungan dari mendiversifikasikan investasi mereka ke bursa-bursa yang ada di benua Asia.

Ringkasan beberapa penelitian sebelumnya dapat dilihat pada bagian akhir dari Bab II ini.

Penelitian Arshanapalli dan Doukas (1995) menunjukkan bahwa terjadi peningkatan interdependensi antar bursa saham Eropa dan dengan bursa saham Amerika, terutama setelah terjadinya krisis keuangan ditahun 1987, hasil penelitian ini diperkuat dengan penelitian dari Janakiraman dan Lamba (1998) yang menemukan bahwa negara-negara yang memiliki letak geografis yang berdekatan serta memiliki ikatan dalam perekonomiannya akan menunjukkan adanya interdependensi serta integrasi yang tinggi, selain itu penelitian ini juga menemukan bahwa bursa saham Amerika memiliki pengaruh yang cukup dominan terhadap bursa-bursa saham yang diteliti (bursa Australia, Hongkong, Jepang, New Zealand, Singapura, Indonesia, Malaysia, dan Thailand). Namun penelitian oleh Elyasiani, Perera, dan Puri (1998) yang meneliti hubungan pasar saham Sri Lanka dan negara mitra dagangnya (Taiwan, Singapura, Jepang, Hongkong, Korea Selatan, India, dan Amerika) menunjukkan bahwa ternyata bursa saham Sri Lanka tidak terjadi kointegrasi dan tidak interdependen, hal ini mungkin terjadi karena bursa saham Sri Lanka memiliki likuiditas yang rendah yang disebabkan oleh konsentrasi kapitalisasi pasar yang tinggi pada saham-saham blue chip yang pada umumnya jarang diperdagangkan.

Penelitian yang dilakukan oleh Masih dan Masih (2001) menunjukkan bahwa terjadi interdependensi antara bursa saham di Asia dan bursa saham yang maju yang termasuk didalam negara-negara OECD (*Organization for Economic Co-operation and Development*). Terutama bursa Amerika dan Inggris terhadap bursa-bursa yang lain.

Penelitian oleh Mustaruddin (2003) menunjukkan bahwa diantara pasar saham yang diteliti (Malaysia, Singapura, Indonesia, Hongkong, Jepang, Amerika, dan Korea Selatan), terjadi pergerakan bersama/*comovement* diantara bursa saham internasional. Secara umum dapat ditarik kesimpulan bahwa telah terjadi integrasi

antar bursa saham internasional. Namun derajat integrasi yang dimiliki masing-masing bursa saham berbeda-beda dan ada yang tidak konsisten dalam jangka panjang, sehingga untuk meminimalisir risikonya, investor dapat memilih untuk berinvestasi di bursa saham-bursa saham yang memiliki derajat integrasi yang rendah, atau koefisien korelasinya negatif. Sedangkan untuk memaksimalkan imbal hasil, investor dapat memilih untuk berinvestasi pada bursa saham yang memiliki derajat integrasi yang tinggi.

Sementara penelitian yang dilakukan oleh Glezakos, Merika, dan Kaligosfiris (2007) menemukan bahwa hubungan kointegrasi dalam jangka panjang dan hubungan dinamis jangka pendek antar bursa saham yang diteliti mengalami penguatan seiring dengan berjalannya waktu, selain itu juga bursa saham Amerika memiliki pengaruh yang kuat terhadap bursa saham-bursa saham besar yang ada di dunia. Bursa Amerika juga bereaksi secara signifikan terhadap guncangan yang terjadi terutama didalam negeri. Hasil dari penelitian ini adalah dapat disimpulkan bahwa bursa saham Amerika dan Jerman memiliki pengaruh yang kuat terhadap bursa saham Athena, namun biasanya pengaruh tersebut baru akan dirasakan di bursa Athena dalam jangka waktu satu hari. Beberapa penelitian lain juga menemukan hasil-hasil yang menemukan bahwa bursa saham-bursa saham yang ada di dunia mulai terintegrasi/memiliki pengaruh terhadap bursa yang lain, seperti Bessler dan Yang (2003) yang menemukan bahwa meskipun hampir sebagian besar bursa saham terintegrasi, namun ada beberapa bursa saham yang belum, sehingga membuka kesempatan untuk melakukan diversifikasi internasional. Selain itu mereka juga menemukan bahwa bursa saham Amerika adalah bursa yang paling berpengaruh terhadap bursa-bursa lain dalam jangka panjang. Penelitian oleh Chuah (2005) menemukan bahwa pada periode sebelum tahun 1990, terjadi integrasi di sektor riil dan sektor keuangan antar negara, bahkan yang lokasinya berjauhan sekalipun, namun untuk di kawasan eropa barat, tingkat integrasi sektor riilnya lebih tinggi daripada tingkat integrasi sektor keuangannya, sedangkan untuk negara-negara berkembang, ditemukan integrasi keuangan untuk negara-negara yang bertetangga. Setelah tahun 1990, integrasi sektor keuangan nampaknya telah menjadi trend global, karena ditemukan tingkat integrasi sektor keuangan yang tinggi diantara negara-

negara di kawasan Amerika latin, Asia timua (kec. Jepang), dan Asia Tenggara terhadap bursa dunia. Sementara integrasi sektor riil terjadi hanya di tingkat regional, seperti negara-negara di Timur tengah dan Afrika yang terintegrasi secara riil, dan kurang terintegrasi dalam sektor keuangan. Hal ini menunjukkan bahwa arus modal terjadi di tingkat dunia sementara arus perdagangan lebih terjadi di tingkat regional.

Penelitian oleh Egert dan Kocenda (2006) menemukan bahwa ada hubungan jangka pendek antara bursa saham di Eropa tengah dan Timur, dan bursa saham di Eropa Barat namun tidak dalam jangka panjang, hal ini mungkin dapat dijadikan alasan untuk berdiversifikasi (dari Eropa barat) ke Eropa tengah dan timur. Dan yang terakhir adalah penelitian oleh Awokuse, Chopra, dan Bessler (2008), yang menemukan bahwa kebijakan liberalisasi keuangan diawal 1990an mendorong terjadinya peningkatan yang signifikan dalam hubungan antara bursa saham, namun hubungan tersebut melemah seiring dengan terjadinya krisis keuangan tahun 1997. Pengujian ini juga menunjukkan bahwa Jepang dan Amerika memiliki pengaruh yang paling kuat terhadap bursa saham di negara-negara berkembang, sementara pengaruh Singapura dan Thailand menjadi lebih besar sejak krisis keuangan tahun 1997.