



Hak cipta dan penggunaan kembali:

Lisensi ini mengizinkan setiap orang untuk menggubah, memperbaiki, dan membuat ciptaan turunan bukan untuk kepentingan komersial, selama anda mencantumkan nama penulis dan melisensikan ciptaan turunan dengan syarat yang serupa dengan ciptaan asli.

Copyright and reuse:

This license lets you remix, tweak, and build upon work non-commercially, as long as you credit the origin creator and license it on your new creations under the identical terms.

BAB II

TELAAH LITERATUR

2.1 Saham

Saham adalah surat bukti atau tanda kepemilikan bagian modal pada suatu perseroan terbatas. Saham biasanya diterbitkan dengan cara atas nama atau atas unjuk. Ada dua tipe saham yang biasa diterbitkan oleh sebuah perusahaan menurut Siamat (2005: 507), yaitu saham biasa dan saham preferen.

Saham biasa, merupakan jenis saham yang paling sering digunakan perusahaan untuk menghimpun dana dari masyarakat. Berikut karakteristik umum dari saham biasa:

- 1) Memiliki hak klaim terakhir atas aktiva perusahaan
- 2) Hak suara pada rapat umum pemegang saham (RUPS)
- 3) Dapat memperoleh dividen apabila perusahaan memperoleh laba
- 4) Hak memesan saham terlebih dahulu

Sedangkan saham preferen merupakan jenis saham dengan hak-hak khusus, berikut karakteristiknya:

- 1) Menerima dividen per tahun dalam jumlah yang tetap
- 2) Hak klaim atas aktiva perusahaan didahulukan
- 3) Dapat dikonversikan menjadi saham biasa

2.2 Indeks Saham

Menurut Gitman dan Joehnk (2008: 105), indeks saham merupakan indikator statistik berupa harga yang menyediakan perwakilan nilai saham-saham yang membentuknya. Fungsi indeks saham yang paling utama adalah sebagai *benchmark* untuk menilai performa investasi yang dimiliki investor. Pada dasarnya metode perhitungan indeks dapat dibagi menjadi tiga, yaitu:

1) *Price-weighted index*

Pergerakan indeks dipengaruhi oleh perubahan harga dari saham yang membentuknya.

$$Index_t = \sum_{i=1}^n \frac{P_t}{D_{adj}}$$

Dimana:

$Index_t$ = indeks pada saat t

n = banyak saham yang diperhitungkan

P_t = harga saham pada saat t

D_{adj} = *adjusted divisor* pada saat t

Adjusted divisor adalah angka yang pertama kali digunakan untuk membagi total nilai indeks untuk menghasilkan nilai indeks awal.

2) *Market-value-weighted index*

Berikut cara perhitungan *market-value-weighted index*:

$$Index_t = \frac{\sum P_t Q_t}{\sum P_b Q_b} \times \text{beginning index value}$$

Dimana:

$Index_t$ = indeks pada saat t

P_t = harga penutupan pada saat t

Q_t = jumlah saham yang beredar pada saat t

P_b = harga penutupan pada hari dasar

Q_b = jumlah saham beredar pada hari dasar

Pengertian nilai pasar ($P_t \times Q_t$) dan nilai dasar ($P_b \times Q_b$) menurut

Darmadji dan Fakhruddin (2008: 170), ialah:

Nilai pasar adalah kumulatif jumlah saham hari ini dikali harga pasar hari ini atau disebut sebagai kapitalisasi pasar. Nilai dasar adalah nilai yang dihitung berdasarkan harga perdana dari masing-masing saham atau berdasarkan harga yang telah dikoreksi jika perusahaan telah melakukan kegiatan yang menyebabkan jumlah saham yang tercatat di bursa berubah.

3) *Un-weighted index*

Indeks dihitung dengan memberi bobot yang sama untuk setiap saham atau rata-rata (*arithmetic mean*) harga saham yang masuk dalam anggota indeks.

$$Index_t = \frac{P_1 + P_2 + \dots + P_n}{n}$$

Dimana:

$Index_t$ = indeks pada saat t

P_t = harga saham pada saat t

n = banyak saham yang diperhitungkan

2.3 Diversifikasi Portofolio Internasional

Diversifikasi portofolio internasional dilandasi oleh teori portofolio modern yang diperkenalkan oleh Markowitz (1952). Teori portofolio menyatakan pengurangan risiko memungkinkan dengan cara melakukan investasi dengan membentuk portofolio investasi. Hal ini juga didukung oleh pernyataan Grubel (1968) mengenai pengurangan risiko negara yang dapat dilakukan dengan cara berinvestasi di pasar modal negara lainnya. Dengan demikian, semakin banyak investor yang tertarik dengan diversifikasi portofolio internasional.

Total risiko portofolio internasional dapat diukur dengan standar deviasi dari *return*. Berikut persamaan total risiko portofolio internasional untuk dua pasar saham berdasarkan Jones (2010: 176-178):

$$\sigma_p = (w_d^2\sigma_d^2 + w_f^2\sigma_f^2 + 2(w_d)(w_f)(\rho_{df})\sigma_d\sigma_f)^{1/2}$$

Dimana:

σ_p = Total risiko portofolio

σ_d = Risiko dalam negeri

σ_f = Risiko luar negeri

w_d = Bobot asset dalam negeri

w_f = Bobot asset luar negeri

ρ_{df} = Koefisien korelasi asset dalam negeri dan luar negeri

Dalam investasi internasional, investor dapat melakukan diversifikasi pada berbagai jenis aset di berbagai pasar modal di dunia. Dengan melakukan diversifikasi internasional, investor berharap untuk mendapatkan tingkat pengembalian (*return*) yang lebih tinggi dan pengurangan risiko yang lebih besar dibanding berinvestasi dalam pasar domestik saja. Berikut pendapat Kohers et al. (2006) mengenai diversifikasi portofolio internasional:

According to finance theory, a portfolio that is internationally diversified potentially contains less risk as compared to purely domestic portfolio. However, the degree to which risk is reduced through diversification depends on the level of correlation of the securities in the portfolio. Clearly, the less international markets are correlated with each other, the greater the benefits of international diversification in the form of risk reduction.

Jadi, pengurangan risiko melalui diversifikasi internasional tergantung dari tingkat korelasi antarpasar saham. Manfaat pengurangan risiko portofolio internasional akan semakin besar apabila antarpasar saham memiliki tingkat korelasi yang rendah (mendekati nilai koefisien korelasi -1) karena memungkinkan pengurangan risiko portofolio global. Salah satu faktor yang menyebabkan nilai koefisien korelasi mendekati -1 ditunjukkan pada penelitian Karim dan Gee (2006) yang menemukan bahwa penurunan signifikan koefisien korelasi antarpasar saham Malaysia, Singapura, dan Thailand setelah krisis ekonomi tahun 1998 disebabkan karena Malaysia telah melakukan perlindungan diri dari krisis ekonomi dengan mengontrol aliran modal pada September 1998 dan sukses dalam menutup pengaruh perekonomian asing terhadap Malaysia.

Selanjutnya, berikut kutipan dari hasil penelitian Solnik, Boucelle, dan Fur (1996) mengenai hubungan antara korelasi internasional dan volatilitas:

Like previous authors, we found evidence of volatility contagion across markets. We also found that international correlation increases in periods of high market volatility (the international covariance increases more than the two market variances).

Berdasarkan pernyataan di atas, volatilitas pasar saham saling mempengaruhi yang artinya ketika suatu pasar saham memiliki volatilitas yang tinggi, akan mempengaruhi pasar saham lainnya. Jika dihubungkan dengan persamaan kovarian:

$$\sigma_{df} = \rho_{df}\sigma_d\sigma_f$$

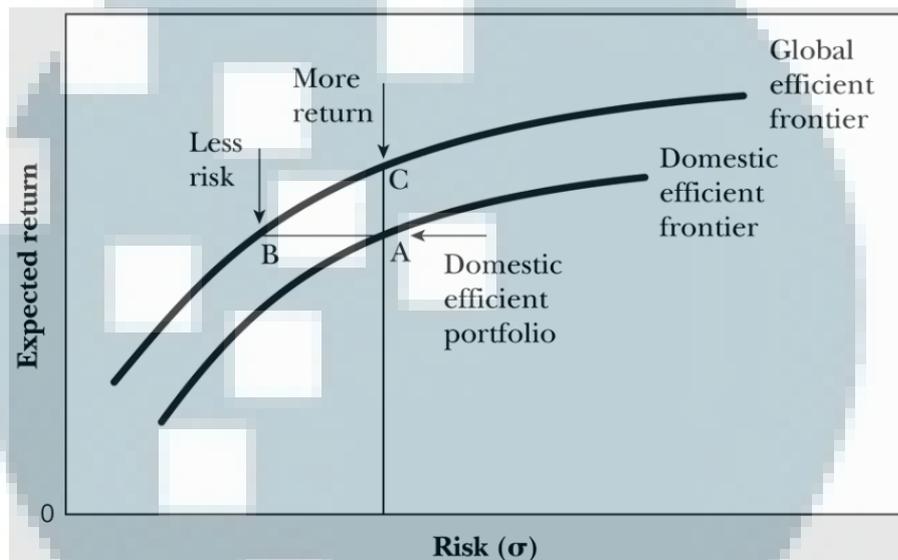
Apabila korelasi internasional tetap konstan dari waktu ke waktu, kovarian antara kedua pasar saham akan meningkat selaras dengan hasil perkalian standar deviasi kedua pasar saham tersebut. Ketika korelasi internasional meningkat karena volatilitas pasar saham meningkat, nilai kovarian akan meningkat melebihi volatilitas pasar.

Berdasarkan pada teori risiko portofolio dan korelasi, investor melakukan diversifikasi portofolio internasional dengan memilih sekuritas yang memiliki tingkat korelasi rendah. Dapat dikatakan demikian karena kebanyakan investor rasional memiliki tipe *risk averse*, dimana investor selalu lebih memilih peningkatan risiko yang rendah dari setiap peningkatan *return*. Seorang investor yang aktif dapat menghasilkan keuntungan dari portofolio global karena tidak semua pasar saham meningkat atau menurun secara bersamaan. Hal inilah yang dimaksud dengan diversifikasi portofolio internasional.

Portofolio yang efisien memiliki *return* yang tinggi dengan tingkat risiko tertentu. Himpunan dari semua portofolio efisien membentuk *efficient frontier*. Pengertian *efficient frontier* berdasarkan Moffett, Stonehill dan Eiteman (2009:

459-460) adalah portofolio yang paling optimal dengan peningkatan risiko yang rendah untuk setiap unit peningkatan *return*.

Gambar 2.1 Portofolio Internasional Versus Portofolio Domestik



Sumber: Solnik dan McLeavey (2009: 393)

Titik B pada gambar 2.1 menunjukkan portofolio internasional memiliki risiko lebih rendah dibandingkan portofolio domestik pada titik A dengan tingkat pengembalian yang sama. Sedangkan saat tingkat risiko portofolio internasional dan domestik sama, portofolio internasional pada titik C memberikan tingkat pengembalian yang lebih besar dibandingkan portofolio pada titik A.

2.4 Hambatan Investasi Internasional

Investasi di pasar internasional tidak berarti bebas dari hambatan yang seringkali menyebabkan efek *home-bias*. *Home-bias* adalah suatu keadaan dimana investor cenderung untuk melakukan investasi dalam jumlah besar dalam negeri, meskipun mengetahui manfaat dari diversifikasi portofolio internasional. Menurut Bodie, Kane dan Marcus (2009: 872-878) hambatan investasi internasional yaitu, pengetahuan investor mengenai pasar saham asing (*familiarity with foreign markets*), risiko negara (*country-specific risk*), regulasi pasar modal, biaya transaksi, dan risiko nilai tukar (*exchange rate risk*). Selanjutnya, masing-masing hambatan internasional akan dibahas sebagai berikut.

2.4.1 *Familiarity with Foreign Markets*

Perbedaan budaya merupakan hambatan utama dalam investasi internasional dan digolongkan ke dalam hambatan psikologis. Investor seringkali tidak terbiasa dengan prosedur perdagangan, standar pelaporan laporan keuangan, perbedaan bahasa, dan perbedaan zona waktu. Studi mengenai *behavioral finance* yang dilakukan oleh Sarkissian dan Schill (2004) menemukan bahwa pengetahuan investor mengenai pasar saham asing merupakan faktor penentu dalam keputusan investor untuk berinvestasi di pasar saham tersebut, diluar penelitian mengenai korelasi yang rendah antarpasar saham.

2.4.2 Risiko Negara

Pada prinsipnya, seorang analis sekuritas memberikan estimasi mengenai risiko dan tingkat pengembalian yang diharapkan dari portofolio. Untuk mendapatkan informasi tersebut di luar negeri akan lebih sulit, sehingga informasi tersebut menjadi mahal. Seringkali terdapat juga informasi yang menyesatkan.

Selain itu, diversifikasi portofolio internasional juga berarti melakukan transaksi di wilayah hukum yang berbeda; tidak terlepas dari risiko politik (*political risk*). Risiko politik dapat mempengaruhi nilai saham dan dividen suatu perusahaan. Faktor-faktor yang mempengaruhi risiko politik seperti tingkat korupsi, pertumbuhan ekonomi, dan stabilitas pemerintahan.

Banyak negara berkembang yang secara periodik mengalami krisis politik, ekonomi, atau moneter. Di sisi lain, pertumbuhan negara berkembang lebih cepat dibandingkan oleh negara maju atau disebut dengan istilah *catch-up effect* (Mankiw, 2009: 562). Salah satu prinsip dasar manajemen keuangan mengatakan *high risk, high return*. Hal ini terbukti dalam penelitian Goetzmann, Li, dan Rouwenhorst (2005) yang menunjukkan pendorong utama peningkatan *return* dari portofolio internasional berasal dari negara berkembang yang memiliki tingkat korelasi rendah dengan bursa saham lainnya.

2.4.3 Regulasi Pasar Modal

Terdapat regulasi yang dibuat pemerintah untuk mengontrol arus modal dalam suatu negara. Regulasi tersebut dibuat untuk melindungi perusahaan lokal dari akuisisi perusahaan asing. Pada negara berkembang seringkali terdapat larangan kepemilikan modal asing dalam perusahaan lokal, terkadang saham digolongkan menjadi dua kelas. Berdasarkan penelitian Domowitz, Glen dan Madhavan (1997) di pasar saham Mexico, saham yang bebas diperdagangkan dijual pada harga premium dibandingkan dengan saham yang peredannya diatur dalam regulasi.

Setiap pasar saham memiliki regulator yang mengawasi kegiatan di dalam pasar modal dan melakukan pelaporan ke menteri keuangan. Berikut nama regulator dari pasar saham yang diteliti:

Tabel 2.1 Regulator Pasar Modal

Negara	Regulator	Singkatan
Indonesia	Otoritas Jasa Keuangan	OJK
Jepang	<i>Financial Services Agency</i>	FSA
Australia	<i>Australian Securities & Investments Commission</i>	ASIC
Inggris	<i>Financial Services Authority</i>	FSA
Amerika	<i>Securities and Exchange Commission</i>	SEC

Kegunaan dari regulator pasar modal secara umum adalah melindungi investor, serta menjaga kepercayaan investor terhadap pasar modal. Selain itu, meminimalkan risiko yang ada dan mencegah terjadinya praktek terlarang dalam pasar modal, seperti manipulasi harga (*price manipulation*) dan perdagangan orang dalam (*insider trading*).

2.4.4 Biaya Transaksi

Ketika berinvestasi di luar negeri, investor seringkali harus mengeluarkan biaya lebih tinggi dibandingkan investasi dalam negeri. Komponen utama dalam biaya transaksi adalah komisi broker yang nilainya bervariasi. Selain itu, biaya administrasi cenderung lebih tinggi dibandingkan dengan pasar domestik. Hal ini disebabkan karena pengelola keuangan harus membeli dan mengumpulkan data keuangan internasional, serta melakukan penelitian.

Pajak juga menjadi salah satu hambatan dalam investasi internasional. Pemotongan/pemungutan pajak (*withholding tax*) terdapat di sebagian besar pasar saham. Pihak ketiga diberikan kepercayaan untuk melaksanakan kewajiban memotong atau memungut pajak atas penghasilan yang dibayarkan kepada penerima penghasilan sekaligus menyetorkannya ke kas negara (Ardliansyah, 2012). Biasanya pajak ini dikenakan pada dividen yang akan diterima oleh investor.

2.4.5 Risiko Nilai Tukar

Setiap pasar keuangan suatu negara memiliki regulasi dan prosedur yang unik. Oleh karena itu, investor harus mengikuti regulasi dan prosedur tersebut, salah satunya adalah mata uang yang digunakan dalam transaksi.

Mengutip pernyataan dari Solnik dan McLeavey (2009: 388) dalam buku *Global Investments*:

The total risk of most stock markets is larger than of the U.S. market when the dollar is used as the base currency. In part, this is caused by currency risk, which adds to the risk of a foreign investment, even though the volatility of national markets is often comparable when measured in their local currency.

Jadi, risiko pasar saham suatu negara cenderung lebih besar dari pasar saham Amerika Serikat ketika USD digunakan sebagai mata uang dasar dan keuntungan dari diversifikasi portofolio internasional berkurang karena adanya risiko nilai tukar. Namun, risiko nilai tukar dapat diatasi dengan membentuk portofolio yang dilindungi dengan *hedging*.

Investor dapat melindungi nilai tukar dengan menggunakan kontrak serah (*forward*) atau kontrak berjangka (*futures*) untuk nilai tukar. Hal tersebut dikenal dengan istilah *hedging*. Investor yang memiliki kemampuan analisa untuk melakukan strategi *hedging*, melihat peluang yang menarik untuk menghasilkan profit di pasar mata uang.

Berbeda dengan pernyataan Riepe dan Ludwig dalam artikel *International Investing Raises Questions for Most Investors* yang ditulis oleh Clements (1997):

“International diversification comes from foreign stocks and foreign currency both in roughly equal pieces,” Riepe says.

“The studies that we’ve done show that stock managers have hurt themselves by actively managing currencies,” Ludwig says.

Berdasarkan kutipan di atas, keuntungan investasi internasional berasal dari saham dan nilai tukar. Oleh karena itu, investor yang melakukan *hedging* berarti juga menutup kesempatan untuk mendapatkan penghasilan lebih dari perubahan nilai tukar.

Sedangkan berdasarkan penelitian Froot (1993) mengenai *currency hedging* dalam investasi jangka panjang, risiko nilai tukar dapat menghilang jika investasi dilakukan untuk jangka waktu yang sangat lama, antara satu atau beberapa dekade. Nilai tukar juga cenderung untuk kembali ke fundamental dalam jangka panjang. Oleh karena itu, investor yang berinvestasi untuk jangka waktu panjang tidak perlu menghiraukan risiko nilai tukar.



2.5 Penelitian Terdahulu

Tabel 2.2 Berbagai Penelitian Mengenai Integrasi Pasar Saham di Dunia

No	Peneliti	Judul	Tujuan Penelitian	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
1.	Srikanth dan Aparna (2012)	Global Stock Market Integration – A Study of Select World Major Stock Markets	Mempelajari integrasi antar bursa saham.	<i>Month-wise average prices</i> <i>Multiple correlation</i> <i>Correlation t-test</i>	Terbukti terdapat integrasi antarpasar keuangan domestik dan internasional.
2.	Ingyu Chiou (2011)	The Volatility Transmission of Stock Returns Across Asia, Europe, and North America	Menganalisa pengaruh <i>lead-lag relationships</i> antara tiga bursa saham utama (Tokyo, London, dan New York).	<i>Daily return</i> <i>Regression model</i>	Ketiga bursa saham secara signifikan memiliki hubungan.
3.	Kohers et al. (2006)	Recent Changes in Major European Stock Linkages	Mempelajari hubungan antara 12 bursa saham Eropa.	<i>Weekly return</i> <i>Spearman's Rank Correlation</i>	Secara keseluruhan hubungan antar bursa saham Eropa stabil.
4.	Solnik, Boucrel, dan Fur (1996)	International Market Correlation and Volatility	Mengetahui korelasi saham dan obligasi, serta hubungannya dengan volatilitas.	<i>Weekly and monthly return</i> <i>Correlation</i> <i>Graph with simple least-squares line</i>	Korelasi saham dan obligasi berfluktuasi dan meningkat ketika volatilitas tinggi
5.	King et al. (1994)	Volatility and Links Between National Stock Markets	Meneliti perubahan <i>covariance</i> dan integrasi pasar saham.	<i>Economic Variables</i> <i>Multivariate factor model</i>	Perubahan korelasi dipengaruhi oleh faktor nasional.

Penelitian mengenai korelasi pasar saham dilakukan oleh Srikanth dan Aparna (2012) dengan tujuan utama untuk mengetahui korelasi pasar saham India dengan pasar saham di dunia. Studi tersebut menggunakan indeks pasar saham periode Januari 2000 sampai Desember 2009. Terdapat sembilan indeks pasar saham yang digunakan, yaitu Sensex (India), Dow Jones Industrial Average (USA), NYSE (USA), NASDAQ (USA), S&P500 (USA), HangSeng (Hong Kong), SSE Composite Index (China), Nikkei225 (Jepang), dan FTSE100 (UK). Metodologi yang digunakan adalah korelasi ganda (*multiple correlations*) dan *t-test*. Setelah diuji, ternyata Sensex memiliki korelasi yang tinggi terhadap NYSE, Hang Seng, dan SSE Composite Index. Lalu, integrasi yang rendah antara Sensex dengan NASDAQ, Nikkei225, dan S&P500. Indeks saham China memiliki hubungan yang kuat dengan pasar saham India dan Hong Kong. Nikkei225 mempunyai integrasi yang kuat terhadap pasar saham lainnya, kecuali pasar saham India, Hong Kong, dan China. Indeks saham Inggris, FTSE100 menunjukkan korelasi yang kuat terhadap seluruh indeks saham Amerika dan Nikkei225. Studi ini memberikan gambaran kepada investor bahwa memungkinkan untuk melakukan diversifikasi portofolio internasional guna mengurangi risiko dengan berinvestasi di pasar saham yang memiliki korelasi rendah.

2.6 Kerangka Pemikiran Konseptual

Investor dari berbagai belahan dunia selalu berusaha untuk meningkatkan kinerja portofolio mereka. Salah satu caranya dengan melakukan diversifikasi portofolio internasional. Risiko portofolio dapat berkurang apabila korelasi antarsekuritas dalam suatu portofolio lemah. Oleh karena itu, dapat dibuat skema secara sistematis kerangka pemikiran menggunakan indeks saham masing-masing negara untuk mengetahui kekuatan korelasi antar bursa saham Indonesia, Jepang, Australia, Inggris, dan Amerika sebagai berikut:

Gambar 2.2 Kerangka Pemikiran Konseptual

