

HUBUNGAN ANTARA TINGKAT HASIL DI BURSA EFEK JAKARTA DENGAN TINGKAT HASIL BERBAGAI PASAR MODAL INTERNASIONAL DITINJAU DARI SUDUT PANDANG PEMODAL INDONESIA PERIODE 1998-1999

Paulus Denny¹
Endang Ernawati²

ABSTRACT

Several studies in international investment give understanding about chance to invest in others countries. This article purposes to descript another investment opportunity for Indonesian investor in international area. The sample including Jakarta Stock Exchange (JSX), Strait Times Singapore (STS), Nikkei 225 Japan (Nikkei), Dow Jones Industrial Average USA (DJIA), dan Financial Times Stock Exchange (FTSE) 100 London. Data sets are weekly market return for years 1998 through 1999 periode.

The result showed that in sample periode, JSX market returns have negatif relation or very little relation with others markets. Its means investors have chance to diversify their investment portfolio in international area.

Keywords: *rate of return, international investment*

Penelitian ini menitikberatkan perhatian pada sudut pandang pemodal (khususnya pemodal Indonesia), yaitu pihak yang selalu berusaha memperoleh tingkat hasil maksimum dengan risiko tertentu atau tingkat hasil tertentu dengan risiko minimum. Dengan semakin terbukanya perekonomian negara-negara di dunia, maka peluang para pemodal untuk meningkatkan kekayaannya dengan cara melakukan diversifikasi internasional semakin terbuka. Penelitian ini tidak dimaksudkan untuk membahas tentang diversifikasi investasi di tingkat internasional, melainkan masih merupakan studi awal yang bersifat deskriptif yang menggambarkan hubungan tingkat hasil antar bursa di tingkat internasional, sehingga memungkinkan para pemodal melakukan diversifikasi internasional.

Pasar modal merupakan tempat perusahaan memperoleh tambahan dana melalui penerbitan sekuritas (efek) untuk

membiayai kebutuhan usahanya. Pasar modal mempertemukan dua pihak yang berkepentingan, yaitu masyarakat yang memiliki kelebihan dana yang sering disebut sebagai pemodal dan perusahaan yang membutuhkan dana atau disebut sebagai emiten melalui transaksi jual-beli sekuritas. Dixon (1989) menyatakan bahwa pasar modal adalah tempat sektor publik dan perusahaan bernegosiasi tentang sekuritas jangka panjang yang diterbitkan dan diperdagangkan. Di Indonesia, kegiatan pasar modal dilakukan oleh dua bursa efek, yaitu Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya. Fabozzi (1995) menyatakan bahwa manajemen investasi atau disebut juga manajemen portfolio atau manajemen uang adalah proses untuk mengelola uang. Sears and Trennepohl (1993:16-20) membagi proses manajemen investasi menjadi empat tahap sebagai berikut: (1) analisis sekuritas (*security analysis*), (2) analisis portofolio (*portfolio analysis*),

¹ Penulis adalah alumnus Magister Manajemen, Program Pasca Sarjana, Universitas Surabaya

² Penulis adalah dosen Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Surabaya

(3) pemilihan portofolio (*portfolio selection*), dan (4) penilaian kinerja dan revisi (*performance evaluation and revision*).

Pada tahap analisis sekuritas, pemodal akan memusatkan perhatian pada tingkat hasil (*rate of return*) dan tingkat risiko masing-masing alternatif investasi. Preferensi risiko pemodal ditunjukkan oleh *indifference curve* yang menggambarkan hubungan antara tingkat hasil yang diharapkan dengan risiko yang bersedia ditanggung, sehingga setiap pemodal akan mempunyai *indifference curve* sendiri-sendiri yang mungkin akan berbeda dengan pemodal lainnya. Secara konseptual, pemilihan portofolio yang optimal dilakukan untuk portofolio yang berada pada titik singgung antara *efficient frontier* dengan *indifference curve*.

Tahap kedua yang harus dilakukan oleh pemodal adalah analisis portofolio. Pada tahap ini, pemodal akan mengukur tingkat hasil yang diharapkan beserta risikonya untuk menghasilkan portofolio yang optimal. Portofolio optimal adalah portofolio yang memaksimumkan tingkat hasil yang diharapkan dengan tingkat risiko yang sama, atau portofolio yang meminimumkan tingkat risiko pada aras tingkat hasil yang sama. Kombinasi dari portofolio tersebut akan menghasilkan *efficient frontier*.

Tahap berikutnya adalah pemilihan portofolio dimana pemodal melakukan pemilihan di antara portofolio-portofolio yang berada pada *efficient frontier* dengan memperhatikan preferensi risiko pemodal dan faktor *timing* kondisi pasar (*bullish* atau *bearish*). Pada tahap terakhir, pemodal melakukan penilaian untuk menentukan sekuritas-sekuritas dalam portofolio yang tetap dipertahankan dan mungkin melakukan revisi-revisi yang diperlukan dengan cara mengganti sekuritas-sekuritas tertentu dalam portofolio tersebut. Sedangkan untuk melakukan penilaian kinerja portofolio, perlu digunakan peubah-peubah yang gayut, yaitu tingkat hasil dan

risiko. Tingkat hasil yang akan diperoleh dari portofolio seharusnya sesuai dengan risiko yang ditanggung. Salah satu teknik yang biasa digunakan untuk menilai portofolio yang dibentuk adalah *capital market line* (CML). CML membentuk suatu garis hubungan yang ekuilibrium antara tingkat hasil yang diharapkan dengan risiko dari *efficient portfolio* tersebut.

Pembentukan portofolio diekspresikan oleh tingkat hasil yang diharapkan serta risiko dari tingkat hasil tersebut yang berupa simpangan baku. Sharpe (1970) memaparkan tentang preferensi pemodal tersebut dalam tiga pilihan sebagai berikut: (1) *If two portfolios have the same standard deviation of return and different expected return, the one with the larger expected return is preferred*; (2) *If two portfolios have the same expected return and different standard deviation of return, the one with the smaller standard deviation is preferred*; (3) *If the one portfolio has a smaller standard deviation of return and a larger expected return than another, it is preferred*.

Sharpe (1970) berpendapat dalam hal menurunkan risiko, yaitu: (1) mengoleksi sebanyak mungkin sekuritas; (2) menentukan proporsi investasi pada sekuritas-sekuritas yang dimiliki; (3) menggabungkan korelasi tingkat hasil seluruh sekuritas dan mengambil sekuritas-sekuritas yang mempunyai korelasi rendah dalam portofolio. Dengan mengoleksi sekuritas semakin banyak dalam sebuah portofolio, menyebabkan simpangan baku portofolio itu akan tergantung pada kovarians sekuritas-sekuritas yang membentuk portofolio tersebut. Akibatnya simpangan baku portofolio semakin berkurang walaupun tidak akan dapat dihilangkan. Hasil penelitian mengindikasikan bahwa sekitar 90% keuntungan maksimum dari diversifikasi diperoleh dari portofolio yang berisi antara 12 sampai 18 saham (Reilly et al., 1997).

Proporsi investasi pada masing-masing sekuritas yang membentuk portofolio

perlu ditentukan, karena masing-masing pemodal mempunyai harapan yang berbeda terhadap sekuritas yang dikoleksi. Sekuritas yang diharapkan mempunyai tingkat hasil tinggi tentunya mendapat proporsi yang besar, sebaliknya sekuritas yang diragukan tingkat hasilnya mendapatkan proporsi yang kecil. Tingkat hasil portofolio didapatkan dari proporsi rata-rata tingkat hasil masing-masing sekuritas.

Koefisien korelasi dapat digunakan untuk mengukur kuat atau lemahnya hubungan antara tingkat hasil di antara dua sekuritas. Nilai koefisien korelasi berkisar antara minus satu (-1) sampai plus satu (+1). Apabila koefisien korelasi tingkat hasil semakin rendah atau bahkan bernilai negatif, maka pengurangan risiko akan semakin efektif. Sugiyono (1999) membagi tingkatan koefisien korelasi menjadi lima: (1) koefisien korelasi antara $\pm 0,00$ sampai $\pm 0,199$ menunjukkan adanya derajat asosiasi yang sangat rendah; (2) koefisien korelasi antara $\pm 0,2$ sampai $\pm 0,399$ menunjukkan adanya derajat asosiasi yang rendah; (3) koefisien korelasi antara $\pm 0,4$ sampai $\pm 0,599$ menunjukkan adanya derajat asosiasi sedang; (4) koefisien korelasi antara $\pm 0,6$ sampai $\pm 0,799$ menunjukkan adanya derajat asosiasi kuat; dan (5) koefisien korelasi antara $\pm 0,8$ sampai $\pm 1,0$ menunjukkan adanya derajat asosiasi sangat kuat.

Dalam hubungannya dengan diversifikasi internasional, maka yang diukur koefisien korelasinya adalah tingkat hasil antar sekuritas di berbagai pasar modal di tingkat internasional. Hirt and Block (1999) menyatakan bahwa para pemodal dikatakan telah melakukan diversifikasi internasional apabila selain memiliki sekuritas domestik pemodal tersebut juga memiliki sekuritas yang ditawarkan oleh bursa-bursa di negara asing. Diversifikasi internasional akan efektif apabila koefisien korelasi tingkat hasil di pasar modal internasional adalah sangat rendah atau bernilai negatif. Reilly

dan Brown (1997) menyatakan bahwa dampak dari diversifikasi internasional juga telah terbukti dapat mengurangi risiko. Selain itu, risiko portfolio domestik Amerika Serikat lebih tinggi daripada risiko portofolio internasional (Solnik, 1991).

Madura (1998) menyatakan bahwa motivasi pemodal melakukan investasi di pasar modal asing antara lain: (1) kondisi ekonomi, (2) harapan terhadap perubahan kurs mata uang, dan (3) diversifikasi internasional. Perusahaan yang terletak di negara asing tertentu mungkin mengharapkan untuk dapat memperoleh keuntungan yang lebih baik daripada investasi yang dilakukan di negara sendiri. Disamping itu, beberapa pemodal membelanjakan dananya pada investasi asing dengan harapan mata uang negara asing tersebut akan terapresiasi terhadap mata uang negaranya atau adanya kemungkinan akan mendapatkan keuntungan dari portofolio internasionalnya. Bukti empiris mengindikasikan adanya pengurangan risiko apabila melakukan diversifikasi internasional. Adanya pengurangan risiko dapat dijelaskan oleh perbedaan kondisi ekonomi negara-negara tujuan investasi, sehingga seorang pemodal tidak tergantung semata-mata pada ekonomi satu negara.

Bagi pemodal yang akan melakukan diversifikasi internasional harus terlebih dahulu memperhatikan tingkat hasil dan tingkat risiko dari pasar modal internasional. Tingkat hasil yang diterima dari berbagai investasi mempunyai dua komponen utama yaitu *capital gain* dan *current income*. *Rate of return* oleh Hirt and Block (1999) didefinisikan sebagai: "*the return investors require for allowing others to use their money for a given time period.*" Perhitungan tingkat hasil dibagi menjadi dua jenis, yaitu tingkat hasil domestik dan tingkat hasil asing. Tingkat hasil domestik terjadi pada pemodal yang menanamkan dananya pada investasi domestik. Sedangkan tingkat hasil asing terjadi pada pemodal

domestik yang menanamkan dananya pada investasi asing, sehingga perlu diperhitungkan pula nilai tukar mata uang domestik terhadap mata uang asing.

Formula untuk menghitung tingkat hasil domestik oleh Sharpe et al. (1999) adalah sebagai berikut:

$$R_d = \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

R_d adalah tingkat hasil domestik, P_1 adalah harga di akhir periode, dan P_0 adalah harga di awal periode. Sedangkan formula untuk tingkat hasil asing adalah sebagai berikut:

$$R_f = \frac{X_1 P_1 - X_0 P_0}{X_0 P_0}$$

R_f adalah tingkat hasil asing, P_1 adalah harga di akhir periode, P_0 adalah harga di awal periode, X_1 adalah nilai tukar mata uang domestik terhadap mata uang asing di akhir periode, dan X_0 adalah nilai tukar mata uang domestik terhadap mata uang asing di awal periode.

Teori portofolio mengasumsikan bahwa para pemodal adalah penghindar risiko (*risk avertor*) yang berarti pemodal akan memilih tingkat risiko yang lebih rendah bila dihadapkan pada dua aktiva yang mempunyai tingkat hasil sama. Terlebih lagi, investasi saham mempunyai risiko lebih tinggi daripada investasi pada tabungan, deposito, maupun obligasi, karena tingkat hasil pada saham tidak tetap. Reilly et al (1997) mendefinisikan risiko sebagai ketidakpastian atas hasil di masa yang akan datang. Risiko yang dihadapi para pemodal yang menginvestasikan dananya di pasar modal internasional adalah perubahan harga saham (risiko domestik) dan perubahan nilai tukar mata uang (risiko valuta asing), sehingga dapat diperkirakan bahwa risiko para pemodal ini akan cenderung lebih tinggi dibandingkan dengan pemodal domestik (Husnan, 1998).

Pada tahap awal, penelitian ini menggambarkan hubungan tingkat hasil pasar modal internasional yang dalam hal ini akan diwakili oleh tingkat hasil masing-masing pasar modal (*market return*) yang dihitung berdasarkan indeks harga saham gabungan. Oleh karena itu, sistem perhitungan indeks saham di berbagai pasar modal internasional perlu diketahui, mengingat sistem perhitungannya belum tentu sama. Menurut Reilly et al (1997), secara garis besar sistem perhitungan tersebut terbagi dalam tiga bentuk perhitungan, yaitu *price weighted series*, *value weighted series*, dan *unweighted indicator series*.

Price weighted series merupakan rata-rata aritmatik atas harga yang berlaku. Perubahan indeks dipengaruhi oleh perbedaan harga komponen-komponennya. Indeks *Dow Jones Industrial Average (DJIA)* merupakan indeks tertua dan terpopuler yang menggunakannya selain Nikkei 225 pada bursa saham Tokyo. Formula yang digunakan adalah:

$$DJIA_t = \sum_{i=1}^{30} \frac{P_{i,t}}{D_{adj}}$$

$DJIA_t$ adalah nilai DJIA pada hari ke t , $P_{i,t}$ adalah harga penutupan saham i pada hari ke t , D_{adj} adalah penyesuaian pembagi pada hari ke t .

Value weighted series terbentuk berdasarkan nilai awal total pasar dari seluruh jumlah saham yang tercatat yang dihitung dengan cara: *market value = number of shares outstanding x current market price*, sehingga perubahan indeks sangat dipengaruhi oleh emiten yang mencatatkan sahamnya dalam jumlah besar. Jenis ini banyak dipakai pada indeks saham dunia termasuk *Jakarta Stock Exchange* dan *Financial Times Stock Exchange* pada bursa London untuk setiap perubahan harga yang terjadi. Formula lengkap yang digunakan adalah:

$$I = \frac{\sum P_t Q_t}{\sum P_b Q_b} \times B$$

Pada formula di atas, I adalah nilai indeks pada hari t, P_t adalah harga penutupan saham pada hari t, Q_t adalah jumlah saham yang diperdagangkan pada hari t, P_b harga penutupan saham pada hari acuan, dan Q_b adalah jumlah saham yang diperdagangkan pada hari acuan.

Unweighted price indicator series seluruh saham yang dicatatkan diberi bobot yang sama tanpa mengindahkan harga sahamnya maupun nilai pasar. Pergerakan aktual dalam indeks secara tipikal berdasarkan rata-rata aritmatik dari persentase perubahan harga saham. Salah satu indeks yang menggunakannya adalah *Singapore Straits Times Industrial Index*.

METODOLOGI

Penelitian ini adalah penelitian deskriptif menggambarkan hubungan antara tingkat hasil pasar di Bursa Efek Jakarta dengan tingkat hasil pasar di berbagai bursa efek internasional. Hasil penelitian ini tentu saja belum dapat digunakan sebagai dasar pengambilan putusan khusus, dalam hal ini putusan diversifikasi internasional, karena penelitian ini tidak menarik konklusi apapun. Dari pengamatan awal yang telah dilakukan didapat fenomena bahwa ada hubungan tingkat hasil pasar antar bursa efek internasional berbasis dollar Amerika Serikat selama periode 1980-1993 (Gruber, 1995). Berdasarkan fenomena ini maka masalah yang ingin diteliti adalah: "Apakah hubungan yang terjadi atas tingkat hasil pasar antara Bursa Efek Jakarta dengan bursa efek internasional lainnya cukup rendah, sehingga memungkinkan pemodal Indonesia melakukan diversifikasi internasional?"

Peubah yang diteliti adalah tingkat hasil pasar yang didefinisikan secara operasional sebagai tingkat keuntungan

atau kerugian yang diperoleh akibat terjadinya perbedaan indeks harga saham antara indeks penutupan hari t dengan indeks penutupan pada hari t-1 di berbagai bursa saham yang diteliti. Pengukuran peubah dilakukan dengan mengelompokkan tingkat hasil pasar harian yang kemudian dirata-rata menjadi data mingguan dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\bar{X} = \sum_{i=1}^n \frac{X_i}{n}$$

$\bar{X}$ adalah tingkat hasil pasar rata-rata mingguan, X_i adalah tingkat hasil pasar pada hari i, n adalah jumlah sampel. Bursa efek yang dipilih sebagai sampel penelitian adalah *Jakarta Stock Exchange*, *Strait Times Singapore*, *Nikkei 225 Japan*, *Dow Jones Industrial Average USA*, dan *Financial Times Stock Exchange (FTSE) 100 London*. Teknik pengambilan sampel menggunakan *judgmental sampling* dengan pertimbangan kemudahan dalam mengakses data. Data penelitian diambil dari sumber data sekunder berupa indeks harian selama tahun 1998-1999 yang diperoleh dari harian *Bisnis Indonesia* dan harian *Kompas*. Metode pengolahan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah korelasi.

HASIL PENELITIAN

Setelah dilakukan pengumpulan data indeks harga saham harian, kemudian dihitung tingkat hasil pasar harian dan selanjutnya dihitung tingkat hasil pasar rata-rata selama seminggu dengan cara menjumlahkan tingkat hasil pasar harian selama seminggu hari bursa dibagi dengan jumlah hari bursa dalam seminggu, maka akan diperoleh data tingkat hasil pasar rata-rata selama seminggu yang selanjutnya disebut sebagai data tingkat hasil pasar mingguan dari bursa efek yang diteliti.

Koefisien korelasi tingkat hasil pasar antara *Jakarta Stock Exchange* dengan empat bursa efek dunia lainnya selama tahun 1998-1999 disajikan secara ringkas pada Tabel 1. Sesuai dengan pernyataan Sugiyono yang membagi koefisien korelasi menjadi lima tingkatan, maka dari Tabel 1 tersebut tampak bahwa koefisien korelasi atas tingkat hasil pasar di lima bursa yang diteliti selama tahun 1998-1999 mempunyai derajat hubungan yang bervariasi dari sangat rendah atau sangat lemah bahkan negatif dengan nilai kurang dari 2,0 hingga sangat kuat dengan nilai lebih dari 0,8. Sementara hubungan yang terjadi antara tingkat hasil pasar di *Jakarta Stock Exchange* dengan tingkat hasil pasar di empat bursa lainnya tergolong sangat rendah dan bahkan negatif, sedangkan hubungan tingkat hasil pasar antar empat bursa efek lainnya cukup bervariasi mulai dari negatif hingga sangat kuat.

Koefisien korelasi atas tingkat hasil pasar antara *Jakarta Stock Exchange* dengan empat bursa efek internasional lainnya ini juga dapat digambarkan per periode, yaitu untuk tahun 1998 dan 1999, sehingga dapat diketahui perkembangannya. Tabel 2 dan Tabel 3 berikut ini menampilkan korelasi atas tingkat hasil pasar di lima bursa efek yang diteliti untuk tahun 1998 dan tahun 1999.

Berdasarkan Tabel 2 dan Tabel 3 dapat diketahui bahwa hubungan tingkat hasil pasar antar lima bursa efek yang diteliti masih bervariasi mulai dari sangat rendah bahkan negatif hingga sangat kuat. Tetapi, bila diperbandingkan, nilai koefisien korelasi selama tahun 1998 cenderung lebih tinggi daripada nilai koefisien korelasi selama tahun 1999. Di sisi lain, hubungan yang terjadi atas tingkat hasil pasar antara *Jakarta Stock Exchange* dengan empat bursa efek lainnya tergolong sangat rendah bahkan negatif. Nilai koefisien korelasi selama tahun 1998 ternyata juga lebih tinggi daripada nilai koefisien korelasi selama tahun 1999 yang bahkan semuanya negatif. Perlu diketahui bahwa selama periode penelitian, Indonesia masih dalam masa krisis.

PEMBAHASAN

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dikemukakan, yaitu bahwa hubungan negatif dan sangat rendah terjadi atas tingkat hasil pasar antara *Jakarta Stock Exchange* dengan empat bursa efek internasional lainnya yang diteliti baik selama tahun 1998-1998 maupun selama tahun 1998 dan tahun 1999 saja, berarti bahwa selama periode krisis pemodal Indonesia mempunyai peluang yang sangat

Tabel 1
Korelasi Tingkat Hasil Pasar antara JSX dengan
Empat Bursa Internasional lainnya
Periode 1998-1999

	JSX Indonesia	Straits Times Singapore	Nikkei 225 Japan	Dow Jones US	FTSE 100 London
JSX Indonesia	1.000	0.143	-0.017	-0.275	-0.119
Straits Times Singapore	0.143	1.000	0.619	0.609	0.691
Nikkei 225 Japan	-0.017	0.619	1.000	0.737	0.855
Dow Jones US	-0.275	0.609	0.737	1.000	0.847
FTSE 100	-0.119	0.691	0.855	0.847	1.000

Tabel 2
Korelasi Atas Tingkat Hasil Pasar antara JSX
dengan Empat Bursa Internasionalnya lainnya Periode 1998

	JSX Indonesia	Straits Times Singapore	Nikkei 225 Japan	Dow Jones US	FTSE 100 London
JSX Indonesia	1.000	0.302	0.109	-0.012	0.029
Straits Times Singapore	0.302	1.000	0.697	0.743	0.783
Nikkei 225 Japan	0.109	0.697	1.000	0.851	0.874
Dow Jones US	-0.012	0.743	0.851	1.000	0.956
FTSE 100 London	0.029	0.783	0.874	0.956	1.000

Tabel 3
Korelasi Tingkat Hasil Pasar antara JSX
dengan Empat Bursa Internasional Lainnya Periode 1999

	JSX Indonesia	Straits Times Singapore	Nikkei 225 Japan	Dow Jones US	FTSE 100 London
JSX Indonesia	1.000	-0.110	-0.355	-0.641	-0.463
Straits Times Singapore	-0.110	1.000	0.463	0.403	0.508
Nikkei 225 Japan	-0.355	0.463	1.000	0.515	0.771
Dow Jones US	-0.641	0.403	0.515	1.000	0.637
FTSE 100	-0.463	0.508	0.771	0.637	1.000

besar untuk melakukan diversifikasi internasional guna meminimumkan risiko dan memperoleh tingkat hasil tertentu daripada hanya berinvestasi di bursa domestik. Hal ini dapat terjadi karena ada perbedaan kondisi ekonomi makro antara Indonesia di masa krisis dengan empat negara yang bursa efeknya menjadi sampel penelitian. Selama periode krisis ini, pertumbuhan ekonomi turun bahkan negatif, tingkat inflasi dan suku bunga meningkat sangat tajam, nilai tukar rupiah melemah, tingkat pengangguran meningkat, dan GDP per kapita menurun. Padahal menurut Priyono (1999) sebelum krisis keuangan melanda pada pertengahan tahun 1997, Indonesia telah sukses

dalam mengembangkan kondisi perekonomian. Indikator ekonomi makro, seperti pertumbuhan ekonomi, tingkat inflasi, *income per capita*, dan *gross national product* mengindikasikan bahwa Indonesia adalah negara yang mempunyai perekonomian stabil dan baik. Dari tahun 1987 hingga 1996, perekonomian Indonesia rata-rata tumbuh di atas enam persen per tahunnya, tingkat inflasi di bawah sepuluh persen, *income per capita* pada awal 1997 sebesar US\$1200.

Perbandingan kondisi ekonomi makro antara negara Indonesia dengan empat negara lainnya selama periode tahun 1997 hingga tahun 1999 dapat dilihat pada Tabel 4, 5, 6, dan 7.

Tabel 4
Beberapa Indikator Ekonomi Makro
antara Indonesia dengan Singapura
Periode Tahun 1997-1999

	Indonesia			Singapura		
	1997	1998	1999	1997	1998	1999
Pertumbuhan Ekonomi (%)	4.9	-13.2	0.6	7.8	1.3	5.4
Inflasi (%)	11.05	77.63	2.21	2.00	-0.30	0.9
Tingkat Bunga (%)	30.52	64.08	25.19	2.40	2.35	2.40
US exchange rate (per US\$1)	4650	8025	7100	0.73	0.74	0.73
Unemployment rate	4.68	5.46	6.36	1.7	2.3	3.3
Per capita GDP (US\$)	671.7	584.4	N/A	37.591	35836	36979

Sumber: www.BPS.co.id dan www.singstat.gov.sg, diolah.

Tabel 5
Beberapa Indikator Ekonomi Makro
antara Indonesia dengan Jepang
Periode Tahun 1997-1999

	Indonesia			Jepang		
	1997	1998	1999	1997	1998	1999
Pertumbuhan Ekonomi (%)	4.9	-13.2	0.6	0.8	-2.5	0.6
Inflasi (%)	11.05	77.63	2.21	1.70	0.60	-0.50
Tingkat Bunga (%)	30.52	64.08	25.19	0.50	0.50	0.50
US exchange rate (per US\$1)	4650	8025	7100	120.99	130.90	113.91
Unemployment rate	4.68	5.46	6.36	NA	NA	13.6
Per capita GDP (US\$)	671.7	584.4	N/A	N/A	N/A	N/A

Sumber: www.BPS.co.id dan www.stat.go.jp, diolah.

Dari Tabel 4 terlihat bahwa antara Indonesia dengan Singapura terdapat perbedaan kondisi ekonomi makro yang cukup besar. Inflasi dan tingkat bunga di Indonesia jauh lebih tinggi daripada Singapura terutama pada tahun 1998, yaitu sebesar 77,63%, sebaliknya Singapura mengalami deflasi sebesar 0,30%. Demikian pula dengan tingkat pengangguran, padahal diketahui jumlah angkatan kerja Indo-

nesia jauh lebih banyak daripada angkatan kerja Singapura. Pada tahun 1998 dan 1999, angkatan kerja Indonesia berjumlah 92.734.932 jiwa dan 94.847.178 jiwa, sedangkan angkatan kerja Singapura berjumlah 1932 jiwa dan 1976 jiwa. Kondisi yang tidak stabil juga terlihat dari nilai tukar rupiah yang berfluktuasi sangat tajam terhadap US\$. Pada tahun 1998 Rupiah terdepresiasi sebesar 72,58% dan pada ta-

hun 1999 Rupiah kembali menguat sebesar 13%. Sebaliknya, Singapura mempunyai nilai tukar yang stabil terhadap US\$, sehingga membuat iklim investasi di negara tersebut lebih mudah diprediksi oleh para pemodal.

Perbandingan kondisi ekonomi makro antara Indonesia dengan Jepang dapat dilihat pada Tabel 5. Perbedaan utama terlihat pada inflasi dan suku bunga. Pada tahun 1998, inflasi Indonesia yang sebesar 77,63% jauh lebih besar bila dibandingkan dengan inflasi Jepang yang hanya 0,60. Demikian pula dengan tingkat bunga yang terjadi di kedua negara tersebut. Jepang mengalami tingkat bunga yang konstan sebesar 0,5% dari tahun 1997 hingga 1999, keadaan yang berbeda bila dibandingkan dengan Indonesia.

Kondisi ekonomi makro Indonesia bila dibandingkan dengan Amerika Serikat terdapat perbedaan yang besar seperti pertumbuhan ekonomi, inflasi, GDP, serta tingkat pengangguran. Indikator yang menonjol perbedaannya adalah nilai tukar mata uang disebabkan oleh mata uang dollar Amerika Serikat digunakan sebagai bakuan nilai tukar mata uang internasional.

Perbedaan besar lainnya terdapat pada tingkat inflasi dan tingkat bunga. Inflasi rata-rata Indonesia selama tahun 1997-1999 sebesar 30,3% sedangkan Amerika Serikat hanya sebesar 2%.

Tabel 7 menggambarkan kondisi ekonomi makro antara Indonesia dengan Inggris selama tahun 1997-1999. Perbedaan kondisi ekonomi yang cukup besar tampak pada pertumbuhan ekonomi, inflasi, GDP, serta tingkat pengangguran. Demikian pula dengan nilai tukar, bila nilai tukar rupiah sangat berfluktuasi terhadap dollar Amerika Serikat, maka pound nyaris stabil selama tiga tahun. Hal ini akan membuat para pemodal lebih mudah melakukan prediksi-prediksi terhadap investasinya.

Untuk melengkapi data indikator ekonomi yang telah dikemukakan, berikut ini akan diberikan beberapa fakta yang berkaitan dengan keadaan politik dalam negeri yang menyebabkan pasar modal Indonesia bergejolak. Fakta-fakta tersebut antara lain adalah: (1) peristiwa kerusuhan Mei 1998 di Jakarta; (2) Pemilu Indonesia Juni 1999; dan (3) pemilihan presiden dan wakil presiden Republik Indonesia.

Tabel 6
Beberapa Indikator Ekonomi Makro
antara Indonesia dengan Amerika Serikat
Periode Tahun 1997-1999

	Indonesia			Amerika Serikat		
Tahun	1997	1998	1999	1997	1998	1999
Pertumbuhan Ekonomi (%)	4.9	-13.2	0.6	3.9	3.5	4.2
Inflasi (%)	11.05	77.63	2.21	2.30	1.60	2.23
Tingkat Bunga (%)	30.52	64.08	25.19	5.00	4.94	NA
US exchange rate (per US\$1)	4650	8025	7100	1	1	1
Unemployment rate	4.68	5.46	6.36	NA	4.5	4.2
Per capita GDP (US\$)	671.7	584.4	NA	NA	NA	NA

Sumber: www.BPS.co.id, www.stats.bls.gov.us dan www.bea.doc.gov, diolah.

Tabel 7
Beberapa Indikator Ekonomi Makro
antara Indonesia dengan Inggris
Periode 1997-1999

	Indonesia			Inggris		
	1997	1998	1999	1997	1998	1999
Pertumbuhan Ekonomi (%)	4.9	-13.2	0.6	3.4	2.3	1.9
Inflasi (%)	11.05	77.63	2.21	2.80	2.70	1.58
Tingkat Bunga (%)	30.52	64.08	25.19	6.56	7.25	NA
US exchange rate (per US\$1)	4650	8025	7100	0.61	0.60	0.62
Unemployment rate	4.68	5.46	6.36	5.70	4.80	NA
Per capita GDP (US\$)	671.7	584.4	NA	20382	21104	NA

Sumber: www.BPS.co.id dan www.statistics.gov.uk, diolah.

Tabel 8
Korelasi Tingkat Hasil Pasar antar
Empat Bursa Efek Internasional
Periode 1998-1999

	Straits Times Singapore	Nikkei 225 Japan	Dow Jones US	FTSE 100 London
Straits Times Singapore	1.000	0.619	0.609	0.691
Nikkei 225 Japan		1.000	0.737	0.855
Dow Jones US			1.000	0.847
FTSE 100 London				1.000

Kerusuhan yang terjadi pada tanggal 12 hingga 15 Mei 1998 telah membuat indeks harga saham di *Jakarta Stock Exchange* turun sebesar 6,06% dari posisi 430,53 menjadi 405,94 pada tanggal 12 Mei 1998. Pemodal asing yang menjadi penggerak bursa di Indonesia mencatat *net selling* sebanyak 56,8 juta saham dengan membeli 341,1 juta saham dan menjual 397,9 juta saham (Warta Ekonomi, Juni 1998:22). Jatuhnya indeks di *Jakarta Stock Exchange* juga diikuti oleh *Strait Times Singapore*, karena pengaruh faktor regional, yang jatuh sebesar 5,90% dari 1400,05 pada tanggal 12 Mei menjadi 1322,03 pada tanggal 15 Mei. Untuk *Nikkei 225 Japan* dan *FTSE 100 London* tidak mengalami perubahan yang berarti, masing-masing hanya turun sebesar 0,52% dan 0,66%. Sementara *Dow Jones US* malah mengalami kenaikan sebesar 0,78%. Setelah peristiwa tersebut, akhirnya presiden RI, Soeharto, mundur dari jabatannya pada tanggal 21 Mei 1998. Dampak dari peristiwa tersebut, indeks *Jakarta Stock Exchange* menguat sebesar 4,98% dalam satu hari karena optimisme dari para pemodal akan adanya perbaikan iklim investasi di Indonesia. Hal ini ditandai dengan kembalinya pemodal asing membukukan *net buying* sebesar 31,9 juta saham dengan membeli sebanyak 120,8 juta saham dan menjual sebanyak 88,9 juta saham (Warta Ekonomi, Juni 1998). Penguatan indeks *Jakarta Stock Exchange* ini juga didukung oleh kondisi internasional yang ditunjukkan dengan menguatnya indeks-indeks bursa saham dunia walaupun sesignifikan di Indonesia, *Strait Times Singapore* menguat 3,13%, *Nikkei 225 Japan* menguat sebesar 0,95%, *Dow Jones US* menguat sebesar 0,55%, dan *FTSE 100 London* menguat sebesar 0,82%.

Selain itu, penyelenggaraan Pemilu pada bulan Juni 1999 yang ternyata berlangsung aman dan lancar juga telah menciptakan rasa optimis di kalangan para pemodal. Hal tersebut ditandai oleh menguatnya mata uang rupiah terhadap dollar Amerika

Serikat, penurunan suku bunga SBI dari 23,48% menjadi 22,50%, serta indeks *Jakarta Stock Exchange* meningkat sebesar 6,40% selama seminggu dan ditutup pada angka 707,88 pada tanggal 18 Juni 1999 dimana pemodal asing yang masih dianggap sebagai stabilisator bursa mencatat *net buying* (Warta Ekonomi, Juni 1999). Indeks bursa lain juga mengalami penguatan, walaupun tidak signifikan seperti Indonesia. *Strait Times Singapore* menguat 3,16%, *Nikkei 225 Japan* menguat sebesar 1,37%, *Dow Jones US* menguat sebesar 3,48%, dan *FTSE 100 London* menguat sebesar 0,66%.

Terpilihnya Abdurahman Wahid dan terutama Megawati yang dikehendaki pasar sebagai presiden dan wakil presiden Republik Indonesia membuat indeks di *Jakarta* mengalami kenaikan. Indeks *Jakarta Stock Exchange* naik 0,13% pada tanggal 20 Oktober 1999 dan melonjak sebesar 5,49% pada tanggal 21 Oktober 1999, setelah Megawati memastikan diri terpilih menjadi wakil presiden Republik Indonesia, dan akhirnya indeks ditutup pada angka 616,49. Pada peristiwa ini, pengaruhnya terhadap kondisi dalam negeri sangat kuat dan tidak mengimbas ke luar negeri, terbukti penguatan indeks di *Jakarta* tidak diikuti oleh bursa internasional lainnya. *Strait Times Singapore* malah melemah 0,40%, *Nikkei 225 Japan* melemah sebesar 0,50%, *Dow Jones US* melemah sebesar 0,92%, dan *FTSE 100 London* melemah sebesar 1,13%.

Hubungan pergerakan indeks saham pada empat negara maju, yaitu Singapura, Jepang, Amerika Serikat, dan Inggris diperoleh hasil bahwa secara rata-rata pergerakan indeks mempunyai derajat asosiasi yang kuat dan cenderung sangat kuat pada bursa saham negara-negara tersebut. Faktor global telah menjadi faktor dominan pada negara-negara tersebut dibandingkan dengan faktor dalam negeri masing-masing negara. Tabel 8 memberikan gambaran tentang hubungan yang terjadi di empat bursa efek internasional tersebut.

Berdasarkan angka koefisien korelasi yang dikemukakan pada Tabel 8 tersebut berarti bahwa keempat bursa efek berada pada negara yang mempunyai banyak kesamaan daripada perbedaan kondisi internal negara masing-masing. Hal ini berarti bahwa peluang untuk melakukan diversifikasi di empat bursa ini sangat kecil, bila dilihat dari indikator tingkat hasil pasar. Tetapi, bukan berarti peluang investasi tertutup sama sekali, karena hubungan yang terjadi antar sekuritas bisa sangat berbeda dari hasil tersebut disebabkan oleh perbedaan karakteristik baik sektor maupun emiten.

Secara keseluruhan dapat dikatakan bahwa adanya kondisi negara akan berpengaruh terhadap bursa efek di negara yang bersangkutan. Perbedaan-perbedaan kondisi di tiap-tiap negara akan memberikan pengaruh yang berbeda-beda pada masing-masing bursa efek dan selanjutnya menghasilkan koefisien korelasi yang juga berbeda-beda. Perbedaan yang cukup besar antara negara yang satu dengan negara lainnya akan mengakibatkan adanya hubungan yang sangat lemah bahkan negatif di antara kedua bursa efek yang ditunjukkan oleh besaran koefisien korelasi atas tingkat hasil pasar masing-masing bursa yang sangat rendah dan bahkan negatif. Keadaan ini ternyata terjadi antara *Jakarta Stock Exchange* dengan keempat bursa efek internasional lainnya yang diteliti. Hal seperti ini menunjukkan bahwa ketika negara-negara tempat bursa efek internasional yang diteliti ini berada dalam keadaan stabil, Indonesia justru dalam keadaan sebaliknya, sehingga situasi seperti ini memberikan peluang yang sangat besar bagi pemodal Indonesia untuk melakukan diversifikasi internasional.

Namun demikian, karena studi yang dilakukan ini masih bersifat sangat awal dan hanya mengungkapkan hubungan tingkat hasil pasar antar lima bursa yang diteliti dan bukan hubungan antar sektor atau bahkan antara emiten antar bur-

sa efek, maka hasilnya hanya bisa digunakan sebagai pedoman yang bersifat umum. Untuk melakukan diversifikasi internasional yang sesungguhnya tentu masih banyak informasi lain yang harus diketahui dan dianalisis.

KESIMPULAN DAN SARAN

Mengingat penelitian ini hanya bersifat deskriptif, maka hasil pengolahan data yang sudah diperoleh tidak dilakukan pengujian lebih lanjut. Berdasarkan hasil pengolahan data dan pembahasan yang telah dilakukan, maka dapat ditarik kesimpulan dan diberikan saran sebagai berikut ini.

Kesimpulan

Hubungan yang terjadi atas tingkat hasil pasar antara *Jakarta Stock Exchange* dengan empat bursa internasional yang diteliti, yaitu *Strait Times Singapore*, *Nikkei 225 Japan*, *Dow Jones US*, dan *FTSE 100 London* selama periode 1998-1999 tergolong sangat rendah bahkan negatif. Selama periode penelitian, Indonesia memang sedang mengalami krisis, sehingga kondisi ekonomi makro yang ditunjukkan oleh indikator-indikator ekonomi sangat buruk dibandingkan dengan negara-negara yang bursa efeknya sedang diteliti. Hal ini berarti bahwa peluang pemodal Indonesia untuk melakukan diversifikasi internasional guna meminimumkan risiko dan mencapai tingkat hasil yang diharapkan selama periode krisis adalah besar.

Tetapi, karena penelitian ini belum bersifat spesifik dalam arti belum mencoba menganalisis hubungan yang terjadi antar sektor bahkan antar emiten (antar saham) di tingkat internasional, maka hasil penelitian ini masih bersifat kasar dan hanya berupa gambaran umum yang berguna untuk pedoman awal dalam melakukan investasi di bursa internasional. Disamping itu, periode penelitian yang bertepatan dengan periode krisis di Indonesia

juga merupakan faktor yang menyebabkan hubungan tingkat hasil pasar antara Bursa Efek Jakarta dengan keempat bursa efek lainnya sangat rendah dan bahkan negatif.

Saran

Hasil penelitian ini memang berguna bagi pemodal Indonesia sebagai pedoman awal dalam membuat pertimbangan untuk melakukan diversifikasi internasional. Setidaknya, hasil penelitian ini telah mampu memberikan gambaran tentang bursa efek internasional yang bisa dipilih untuk mulai melakukan diversifikasi internasional. Walaupun periode penelitian bertepatan dengan periode krisis, bukan berarti bahwa pada saat kondisi ekonomi berubah normal atau tumbuh peluang untuk melakukan diversifikasi menjadi tertutup, karena semuanya tergantung pada informasi yang tersedia dan hasil analisis yang dilakukan. Diversifikasi internasional tetap bisa dilakukan, apabila koefisien korelasi masih cukup rendah walaupun tidak negatif.

Perlu ditekankan di sini bahwa apabila hubungan yang terjadi atas tingkat hasil pasar antara Bursa Efek Jakarta dengan empat bursa efek internasional lainnya adalah lemah, belum tentu hubungan yang terjadi atas tingkat hasil sekuritas individual juga sama. Oleh karena itu, studi yang bersifat lebih khusus dan fokus pada sekuritas-sekuritas yang akan membentuk portofolio lebih disarankan guna menjajaki peluang yang diinginkan.

DAFTAR PUSTAKA

- Asril Sitompul, 1996, *Pasar Modal*, PT Citra Aditya Bakti, Bandung.
- Bodie, Zvi et al., 1995, *Essentials of Investment*, Second Edition, Richard D. Irwin, Inc., Boston.
- Dixon, 1989, *Financial Management*, Longman Group UK Limited, London.
- Eiteman, David K. et al., 2001, *Multinational Business Finance*, Ninth Edition, Addison-Wesley Publishing Company, Inc., New York.
- Gruber, Elton, 1995, *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, Fifth Edition, John Wiley & Sons, Canada.
- Eng, Maximo V. et al., 1995, *Global Finance*, Harper Collins College Publishers, Philadelphia.
- Enny Pudjiastuti dan Suad Husnan, 1994, *Diversifikasi Internasional: Pengamatan di Beberapa Bursa di Asia Pasifik*, *Jurnal Kelola*, Januari.
- Fabozzi, Frank J., 1995, *Investment Management*, Prentice Hall, Inc., New Jersey.
- Fadiman, Mark, 1994, *Market Shock*, John Wiley & Sons, Inc., Canada.
- Haugen, Robert A., 1997, *Modern Investment Theory*, Fourth Edition, Prentice Hall, Inc., New Jersey.
- Hirt, Geoffrey A., Stanley B. Block, 1999, *Fundamentals of Investment Management*, Sixth Edition, McGraw-Hill Companies, Inc., Singapore.
- Iyer, Bala S., 1998, The Case for International Diversification, *Employee Benefits Journal*, Dec., 23: 17-18.
- Jones, Charles P., 1996, *Investment Analysis and Management*, Fifth Edition, John Wiley & Sons, Canada.
- Madura, Jeff, 1998, *International Financial Management*, Fifth Edition, South-Western College Publishing, Cincinnati.

- Reilly, Frank K., Keith C. Brown, 1997, **Investment Analysis and Portfolio Management**, Fifth Edition, The Dryden Press, New York.
- Samsubar saleh, 1989, **Statistik Terapan untuk Bisnis dan Ekonomi**, Edisi Pertama, BPFE, Yogyakarta.
- Sears, R. Stephen, Gary L. Trennepohl, 1993, **Investment Management**, The Dryden Press, New York.
- Shapiro, Alan C., 1991, **Foundation of Multinational Financial Management**, Allyn and Bacon, Massachusetts.
- Sharpe, William F., 1970, **Portfolio Theory and Capital Markets**, McGraw-Hill Book Company, New York.
- Sharpe, William F. et al., 1999, **Investment**, Sixth Edition, Prentice Hall, Inc., New Jersey.
- Sjahrir, 1995, **Tinjauan Pasar Modal**, PT Gramedia Pustaka Utama, Jakarta.
- Solnik, Bruno, 1991, **International Investment**, Second Edition, Addison-Wesley Publishing Company, Massachusetts.
- Suad Husnan, 1998, **Dasar-Dasar Teori Portfolio dan Analisis Investasi**, Edisi Ketiga, AMP YKPN, Yogyakarta.
- Sugiyono, 1999, **Statistika untuk Penelitian**, CV Alfabeta, Bandung.
- Warta Ekonomi, Juni, 1998.