



EKONOMI dan BISNIS

DIVERSIFIKASI "MARKET RETURN" DI BURSA EFEK ANGGOTA ASIAN SECURITY FORUM

Liliana Inggrit Wijaya
Ika Yanuarti Loebiantoro

ABSTRACT

Many investors like to create a portfolio by investing in one or more stocks in the same stock market or in the various stock markets. Investor have several alternatives of investment, either domestically or internationally. By creating a portfolio, investor will be able to diversify their investment in order to reduce their risk through identifying the coefficient of correlation among those stock markets, particularly those countries in Asia Securities Forum. This paper identify the coefficient of correlation among stock market in ASF in order to difersify international market value.

Kata-kata kunci: **Diversifikasi Internasional, *Market Return*, dan Portfolio.**

Liliana Inggrit Wijaya
Fakultas Ekonomi
Universitas Surabaya

Ika Yanuarti Loebiantoro
Fakultas Ekonomi
Universitas Surabaya

Dewasa ini kegiatan investasi yang dilakukan oleh para investor sudah tidak hanya di dalam negerinya saja tetapi sudah meliputi berbagai negara. Pengglobalan investasi ini terjadi karena para investor selalu berusaha mencari peluang-peluang investasi baru yang dapat meningkatkan hasil (*return*). Di samping itu, bertujuan memperkecil risiko investasi di suatu negara (*country risk*). Investor di negara dengan *country risk* relatif tinggi dapat memperkecil risiko dengan berinvestasi di negara lain dengan *country risk* relatif rendah. Kegiatan seperti inilah yang sering disebut dengan diversifikasi internasional yaitu berinvestasi pada lebih dari satu aset di beberapa negara. Diversifikasi, menurut Johnson (1993) dan Ross et.al. (2003), adalah suatu proses penggabungan beberapa aset dengan tujuan untuk mengurangi variabilitas dari suatu portfolio dan mengurangi risiko. Diversifikasi internasional dilakukan oleh para investor yang menganggap bahwa peluang mendapatkan return dari pergerakan nilai pasar (*market value*) saham lebih besar di luar negara sendiri (Elton, 2003).

Diversifikasi internasional membuat keputusan untuk berinvestasi menjadi suatu pertimbangan yang kompleks baik dari sisi aset (instrumen) investasi maupun tempatnya. Secara garis besar, aset investasi dibedakan menjadi aset riil (*real asset*) dan aset keuangan (*financial asset*). Investasi pada aset-aset keuangan memiliki jenis yang lebih banyak daripada aset-aset riil. Jenis-jenis aset keuangan yang ditawarkan, mulai dari aset keuangan yang konvensional sampai pada aset-aset derivatnya mengalami tingkat pertumbuhan yang sangat pesat. Tempat (pasar) para investor akan melakukan investasi juga tidak hanya terbatas di pasar modal domestik tetapi meluas sampai pasar modal regional maupun internasional. Banyak pilihan akan membuat para investor semakin mudah melakukan kegiatan diversifikasi internasional tanpa harus melakukan *direct investment*. Caranya dengan membeli surat berharga (sekuritas), seperti saham dan obligasi di berbagai pasar modal dunia. Kemudahan ini membuat para investor bisa mendapatkan *return* yang lebih tinggi dengan risiko yang seminimal mungkin.

Sesuai dengan yang dinyatakan Solnik (2000), indeks pasar adalah ukuran yang dipakai oleh para investor untuk mengukur kinerja pasar modal domestik, sehingga merupakan acuan para investor sebelum berinvestasi pada sekuritas di bursa-bursa internasional. Berdasarkan Lampiran 1, yakni indeks pasar mingguan pada bursa efek negara-negara anggota Asian Securities Forum (ASF) periode Juni 2000-Juli 2001, dapat disimpulkan bahwa indeks pasar mingguan untuk Australia relatif paling stabil di antara anggota ASF. Sebaliknya Taiwan adalah negara yang indeks pasar mingguannya paling tidak stabil. Negara dengan kestabilan indeks pasar yang hampir sama adalah Malaysia, Hongkong, Jepang, dan India. Investor di bursa Taiwan akan mengalami fluktuasi *return* yang cukup besar. Artinya, peluang untuk mendapatkan hasil di atas rata-rata (*abnormal return*) adalah besar, meskipun risiko di pasar modal Taiwan juga besar. Sebaliknya, di bursa Australia pergerakan *return* tidak terlalu berfluktuasi, sehingga kemungkinan untuk mendapatkan *abnormal return* juga kecil, dan kemungkinan untuk mengalami kerugian yang besar (*deep loss*) juga lebih kecil. Investor yang berinvestasi di Taiwan akan berusaha mengurangi risiko investasinya dengan berinvestasi di negara lain yang risikonya relatif lebih kecil seperti Australia.

Sebelum melakukan investasi di negara lain, investor harus melakukan analisis korelasi tingkat hasil pasar (*market return*) antarnegara. Menurut Eng Francis dan Mauer (1995), korelasi antarpasar modal dapat tercermin melalui persamaan struktur ekonomi. Korelasi juga menunjukkan hubungan antarstruktur dua pasar modal. Besaran koefisien korelasi yang semakin kecil bahkan jika dapat mencapai angka *minus 1* berarti penyebaran risiko investasi pada *portfolio* internasional terdispersi sempurna. Hasil penelitian tentang diversifikasi internasional oleh Husnan (1994) menyebutkan bahwa apabila koefisien korelasi tingkat hasil antarnegara yang diwakili oleh indeks pasar bursa setiap negara ternyata rendah bahkan mencapai *minus*, maka diversifikasi internasional akan semakin menarik. Efektivitas pengurangan risiko ditentukan oleh jumlah saham pembentuk *portfolio* yang tersedia di pasar modal dan koefisien korelasi antar-*market return* saham.

Kemampuan diversifikasi semakin nyata, jika koefisien korelasi *market return* antarpasar modal semakin rendah. Semakin kecil koefisien korelasi menunjukkan semakin kecil *covariance*, sehingga semakin efektif pengurangan risiko. *Variance portfolio* merupakan fungsi dari *variability* dan *covariability* aset-asetnya. Husnan (1998) mengilustrasikan, jika *portfolio* terdiri dari N saham dan proporsi dana yang diinvestasikan sama yaitu $1/N$, maka setiap sel *variance* terdapat $(1/N)^2$ dikalikan dengan *variance*. Pada sel-sel *covariance* sebesar $(1/N)^2$ dikalikan dengan *covariance*. Jika ada N sel *variance* dan $N^2 - N$ sel *covariance*, maka $\text{variance portfolio} = N(1/N)^2 \times \text{rata-rata variance} + (N^2 - N)(1/N)^2 \times \text{rata-rata covariance}$, atau $\text{variance portfolio} = 1/N \times \text{rata-rata variance} + (1 - (1/N)) \times \text{rata-rata covariance}$. Berdasarkan dua persamaan *variance portfolio* tersebut, dapat disimpulkan bahwa semakin besar jumlah saham pembentuk *portfolio* (N), maka rata-rata *variance* dari setiap saham semakin mendekati nol, dan *variance portfolio* mendekati *covariance* saham-saham pembentuk *portfolio* tersebut.

Didasari adanya keinginan untuk menganalisis korelasi tingkat hasil pasar pada berbagai pasar modal, maka permasalahan yang diangkat dalam penelitian ini adalah "Adakah korelasi *market return* antarpasar modal negara-negara anggota *Asia Securities Forum* (ASF) yaitu bursa efek di Indonesia, Malaysia, Filipina, Singapura, Thailand, Hongkong, Korea Selatan, Jepang, Cina, Taiwan, India, dan Australia periode Juni 2000-Juli 2001? Jika ada, seberapa besar korelasinya?". Hipotesis kerja yang diajukan adalah "Diduga ada korelasi tingkat hasil di antara bursa efek-bursa efek di Indonesia, Malaysia, Filipina, Singapura, Thailand, Hongkong, Korea Selatan, Jepang, Cina, Taiwan, India, dan Australia periode Juni 2000-Juli 2001". Objek penelitian difokuskan pada pasar modal negara-negara anggota ASF sebab perwujudan *cross border listing and trading* yang berupa pencatatan dan perdagangan saham antarnegara anggota menunjukkan semakin rendah kendala yang dihadapi pemodal dalam melakukan diversifikasi internasional. Dengan kata lain, proses investasi aset keuangan antarnegara-negara Asia Pasifik menjadi semakin leluasa. Ekspose terhadap suatu bursa seringkali dihubungkan dengan pergerakan bursa regionalnya, misalnya, indeks saham Bursa

Efek Jakarta dikaitkan dengan bursa saham Malaysia, Thailand, Singapura, atau lainnya. Gejala ini menunjukkan adanya korelasi *market return* antarbursa saham tersebut.

Penelitian Husnan dan Pudjiastuti (1994) memiliki kesamaan dengan penelitian ini dalam hal topik pembahasan yaitu masalah diversifikasi internasional. Oleh karena itu, sebagian besar kajian teoritisnya sama, meskipun ada beberapa teori tambahan sebagai pelengkap. Sementara itu, terdapat tiga perbedaan mendasar, yaitu pertama, pada ruang lingkup pembahasan, dalam tulisan ini difokuskan hanya pada analisis korelasi antartingkat hasil pasar, sementara pada acuan riset masih ditambah dengan analisis klasifikasi pasar yang terintegrasi atau tersegmentasi; kedua, dimensi waktu penelitian, pada acuan riset periode yang diangkat adalah dari Januari sampai dengan Oktober 1993, sedangkan dalam tulisan ini dimulai dari Juni 2000 sampai dengan Juli 2001. Pemotretan pada periode yang dimaksud dengan alasan untuk mengetahui kondisi *cross border listing and trading* yang disepakati oleh forum asosiasi perusahaan efek se-Asia Pasifik; ketiga, terletak pada objek pengamatan, dalam tulisan ini hanya dibahas pasar modal di negara-negara anggota ASF yaitu Indonesia, Malaysia, Filipina, Singapura, Thailand, Hongkong, Korea Selatan, Jepang, Cina, Taiwan, India dan Australia. Sebagai acuan riset tambahan adalah untuk Selandia Baru dan New York, sedangkan yang tidak diamati adalah Cina dan India.

Pola diversifikasi internasional dari investasi, terkait langsung dengan *performance* pasar modal, yakni secara teoritis pemilihan *portfolio* internasional hanya akan efisien jika pasar modal domestik terintegrasi (*fully integrated markets*) terhadap pasar modal dunia dan berlaku sebaliknya jika pasar masih cenderung berada dalam posisi *segmented markets*. Apabila investasi dapat dilakukan di mana saja tanpa ada hambatan berarti pasar modal mengarah pada *fully integrated market* dan sebaliknya jika hambatan untuk berinvestasi sangat signifikan berarti investor tidak leluasa dalam melakukan diversifikasi internasional. Oleh karena itu, pembentukan harga lebih dipengaruhi oleh pasar modal domestik dan pasar cenderung berperilaku sebagai *segmented market*.

Perbedaan diversifikasi internasional dengan diversifikasi domestik adalah ruang lingkup. Diversifikasi domestik dilakukan secara sektoral di beberapa industri dengan tingkat hasil bergerak secara independen sehingga mengurangi *overall risk*. Menurut Taylor (1995) diversifikasi internasional akan bermanfaat jika dilakukan di negara-negara dengan pergerakan pasar yang tidak saling berhubungan. Jika pasar bergerak searah maka diversifikasi internasional menjadi tidak bermanfaat. Diversifikasi investasi di berbagai industri lebih bermanfaat daripada diversifikasi di berbagai badan usaha tetapi masih dalam industri yang sama. Analoginya, diversifikasi investasi di berbagai pasar modal berbagai negara di industri yang berbeda akan lebih baik daripada diversifikasi di berbagai industri tetapi masih dalam pasar modal di negara yang sama.

METODE PENELITIAN

Dalam penelitian ini, *market return* diukur melalui rasio *natural logarithm* harga saham pada waktu $t+1$ dengan harga saham pada waktu t , dengan formula *statistical models of stock returns* oleh French (1991), $R_{i,t} = \ln (P_{i,t+1}/P_{i,t})$, dengan $R_{i,t}$ adalah tingkat hasil saham i periode t , $P_{i,t+1}$ adalah harga saham i penutupan periode $t+1$, dan $P_{i,t}$ adalah harga saham i penutupan periode t . Penggunaan rasio *natural logarithm* bertujuan untuk menghindari terjadinya bias karena terpengaruh oleh *magnitude* pembagiannya.

Menurut Husnan (1994), indeks pasar dapat mewakili tingkat hasil seluruh saham beredar di suatu pasar modal. Dengan menggunakan rasio logaritma natural dari indeks pasar, maka menurut Susiyanto (1999), *market return* dapat dihitung dengan menggunakan rumus: $R_m = \ln (IHSG_{i,t}/IHSG_{i,t-1})$, dengan $IHSG_{i,t}$ adalah indeks harga saham gabungan periode t dan $IHSG_{i,t-1}$ adalah indeks harga saham gabungan periode $t-1$.

Pola hubungan antarpeubah yang digunakan dalam penelitian ini berdasarkan hubungan korelasional yang bersifat dua arah yaitu peubah tingkat hasil pasar saham di antara negara-negara anggota ASF untuk periode pengamatan Juni 2000 sampai

dengan Juli 2001. Variabel penelitiannya adalah *market return* yang secara operasional diperoleh dari tingkat hasil saham secara keseluruhan yang terdaftar di bursa efek negara yang bersangkutan. Perhitungan *market return* ini dilakukan secara analogi berturut-turut untuk *market return* Indonesia, Malaysia, Filipina, Singapura, Thailand, Hongkong, Korea Selatan, Jepang, Cina, Taiwan, India, dan Australia.

Sumber data penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh dari JSX Statistic, *Indonesian Capital Market Directory* melalui akses internet. Skala pengukuran yang digunakan dalam penelitian ini adalah skala rasio yang melambangkan nilai riil dari objek yang diukur. Pengolahan data dibantu dengan *Statistical Program for Social Science* (SPSS) versi 11.00 for windows. Analisis korelasi menggunakan *Pearson correlation*, sedangkan uji normalitas data menggunakan *Kolmogorov-Smirnov*. Analisis korelasi digunakan untuk menggambarkan kekuatan hubungan antarpasar modal negara-negara anggota ASF, dengan nilai antara $-1 < r < 1$; jika 1, berarti ada hubungan positif sempurna antarpasar modal negara-negara ASF; jika 0, berarti tidak ada hubungan dan jika -1 , berarti hubungan negatif sempurna. Jika terletak antara -1 dan 1, menurut Usman (1995) dapat diinterpretasikan dalam kategori sebagai berikut.

R	Intepretasi
0	Tidak berkorelasi
0.01-0.2	Sangat rendah
0.21-0.4	Rendah
0.41-0.6	Agak rendah
0.61-0.8	Cukup
0.81-0.99	Tinggi
1	Sangat tinggi

Pengujian hipotesis menggunakan uji t dengan metode *two-tailed significance*, untuk menguji keberadaan hubungan, baik positif maupun negatif antar-*market return* pasar modal negara-negara anggota ASF dengan menggunakan derajat $\alpha = 5\%$.

HASIL STUDI DAN PEMBAHASAN

Proses perhitungan dan analisis data dilakukan atas indeks pasar saham mingguan dan kurs mingguan mata uang periode Juli 2000 sampai dengan Juni 2001 dari kelompok negara-negara ASF. Kurs mingguan dipakai untuk mengkonversi indeks pasar mingguan dari setiap negara anggota ASF ke mata uang US\$, karena ada perbedaan kurs yang berdampak terhadap perhitungan *market return*.

Table 1
Hasil Uji Normalitas One Sample Kolmogorov-Smirnov Test

Negara	Asym.Sig (2-tailed)
Indonesia	0,021
Malaysia	0,047
Filipina	0,053*
Singapura	0,128*
Thailand	0,758*
Hongkong	0,524*
Korea Selatan	0,204*
Jepang	0,803*
Cina	0,306*
Taiwan	0,966*
India	0,744*
Australia	0,771*

Berdasarkan hasil uji normalitas, data *market return* untuk Indonesia dan Malaysia menunjukkan bahwa data tidak berdistribusi normal. Dengan demikian pengujian korelasi hanya berlaku bagi negara Filipina, Singapura, Thailand, Hongkong, Korea Selatan, Jepang, Cina, Taiwan, India, dan Australia. Pengujian hipotesis untuk korelasi *market return* pasar modal negara-negara anggota ASF menunjukkan hampir semua signifikan dengan $\alpha = 5\%$. Hal ini menunjukkan adanya korelasi *market return* di antara pasar modal negara-negara tersebut.

Table 2
Pengujian Hipotesis Untuk Korelasi "Market Return"

Negara	Filipina	Singapura	Thailand	Hongkong	Korsel	Jepang	Cina	Taiwan	India	Aus
Filipina	-	0	0	0	0	0	0,502	0	0,009	0
Singapura	0	-	0	0	0	0	0,745	0	0	0
Thailand	0	0	-	0	0	0	0,952	0	0	0
Hongkong	0	0	0	-	0	0	0,324	0	0,002	0
Korsel	0	0	0	0	-	0	0,612	0,004	0,001	0
Jepang	0	0	0	0	0	-	0,451	0,001	0,055	0
Cina	0,502	0,745	0,952	0,324	0,612	0,451	-	0,013	0,147	0,642
Taiwan	0	0	0	0	0,004	0,001	0,013	-	0,036	0
India	0,009	0	0	0,002	0,001	0,055	0,147	0,036	-	0
Aus	0	0	0	0	0	0	0,642	0	0	-

$$\alpha = 5\%$$

Pengujian hipotesis untuk Cina terhadap semua negara anggota ASF, kecuali dengan Taiwan menunjukkan bahwa $\alpha > 5\%$, sehingga hipotesis nol (H_0) diterima. Hal ini juga terjadi untuk pasangan India dan Jepang derajat signifikansinya. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis tersebut, maka korelasi *market return* antara Cina dan semua negara ASF tidak diperhitungkan lagi. Tabel 3 menunjukkan nilai koefisien korelasi (r) menurut *Pearson Correlation* antarnegara anggota ASF. Perhitungan korelasi untuk yang signifikan nilainya beragam, sesuai dengan konsep, maka dikelompokkan menjadi 5 kategori, yaitu, sangat rendah ($0,01 \leq r \leq 0,2$), rendah ($0,21 \leq r \leq 0,4$), agak rendah ($0,41 \leq r \leq 0,6$), cukup ($0,61 \leq r \leq 0,8$), dan tinggi ($0,81 \leq r \leq 0,99$) (tabel 4).

Berdasarkan Tabel 4, dapat dilakukan pemetaan berdasarkan dua hal yaitu; pertama dari sudut pandang pasangan negara-negara anggota ASF dengan mendeskripsikan pasangan negara-negara yang memiliki korelasi paling tinggi atau paling rendah dan yang memiliki korelasi rata-rata hampir sama dengan negara-negara lain, sedangkan yang kedua dari sudut pandang individual negara masing-masing dengan membandingkan korelasi *market return* rata-rata dari setiap negara dengan

Tabel 3
Korelasi Market Return di Pasar Modal Negara-Negara Anggota ASF

Negara	Filipina	Singapura	Thailand	Hongkong	Korsel	Jepang	Taiwan	India	Aus
Filipina	1	0,592	0,588	0,414	0,257	0,278	0,247	0,180	0,430
Singapura	0,592	1	0,696	0,646	0,406	0,367	0,330	0,247	0,486
Thailand	0,588	0,696	1	0,542	0,485	0,358	0,295	0,253	0,494
Hongkong	0,414	0,646	0,542	1	0,448	0,383	0,348	0,214	0,506
Korsel	0,257	0,406	0,485	0,448	1	0,365	0,198	0,236	0,431
Jepang	0,278	0,367	0,358	0,383	0,365	1	0,232	0,133	0,389
Taiwan	0,247	0,330	0,295	0,348	0,198	0,232	1	0,147	0,296
India	0,180	0,247	0,253	0,214	0,236	0,133	0,147	1	0,300
Aus	0,430	0,486	0,494	0,506	0,431	0,389	0,296	0,300	1

pasangan masing-masing termasuk kategori negara yang berkorelasi kuat, rata-rata, atau rendah.

Setelah pemetaan pertama, pasangan Singapura dan Thailand mempunyai korelasi yang paling kuat yaitu sebesar 0,696 dan yang memiliki korelasi paling rendah atau lemah adalah untuk pasangan Taiwan dan India yaitu sebesar 0,147. Pemetaan yang kedua yaitu berdasarkan setiap negara, dapat diuraikan sebagai berikut:

1. **Filipina**, korelasi tertinggi dengan Singapura sebesar 0,592, korelasi antara Filipina dan Thailand, Hongkong, Korea Selatan, Jepang, Taiwan, serta Australia termasuk kategori sedang atau cukup, sedangkan korelasi terendah yaitu antara Filipina dan India yaitu sebesar 0,180.
2. **Singapura**, korelasi tertinggi dengan Thailand sebesar 0,696, korelasi sedang dengan Filipina, Hongkong, Korea Selatan, Jepang, Taiwan, dan Australia. Singapura berkorelasi terendah dengan India sebesar 0,247.
3. **Thailand**, korelasi tertinggi dengan Singapura sebesar 0,696 dan terendah dengan India sebesar 0,253. Thailand berkorelasi sedang dengan negara Filipina, Hongkong, Korea Selatan, Jepang, Taiwan, dan Australia.

Tabel 4
Pengelompokan Hasil Korelasi

Sangat rendah	Rendah	Agak rendah	Cukup	Tinggi
Filipina-India	India-Australia	Filipina-Singapura	Singapura-Thailand	-
Korea-Taiwan	Filipina-Korea	Filipina-Thailand	Singapura-Hongkong	
Taiwan-India	Filipina-Jepang	Filipina-Hongkong		
	Filipina-Taiwan	Filipina-Australia		
	Singapura-Jepang	Singapura-Korea		
	Singapura-Taiwan	Singapura-Australia		
	Singapura-India	Thailand-Hongkong		
	Thailand-Jepang	Thailand-Korea		
	Thailand-Taiwan	Thailand-Australia		
	Thailand-India	Hongkong-Korea		
	Hongkong-Jepang	Hongkong-Australia		
	Hongkong-Taiwan	Korea-Australia		
	Hongkong-India			
	Korea-Jepang			
	Korea-India			
	Jepang-Taiwan			
	Jepang-Australia			
	Taiwan-Australia			

4. **Hongkong**, korelasi tertinggi dengan Singapura sebesar 0,646 dan terendah dengan India sebesar 0,214. Hongkong berkorelasi sedang dengan negara Filipina, Thailand, Korea Selatan, Jepang, Taiwan, dan Australia.

5. **Korea Selatan**, korelasi tertinggi dengan Thailand sebesar 0,485 dan terendah dengan Taiwan sebesar 0,198. Korelasi antara Korea Selatan dan Filipina, Singapura, Hongkong, Jepang, India dan Australia termasuk kategori sedang.
6. **Jepang**, korelasi tertinggi dengan Australia sebesar 0,389 dan terendah dengan Taiwan sebesar 0,232. Korelasi antara Jepang dan Filipina, Singapura, Thailand, Hongkong, Korea Selatan, dan India termasuk kategori sedang.
7. **Taiwan**, korelasi tertinggi dengan Singapura sebesar 0,330 dan terendah dengan India sebesar 0,147. Korelasi sedang terjadi antara Taiwan dan Filipina, Thailand, Hongkong, Korea Selatan, Jepang, dan Australia.
8. **India**, korelasi tertinggi yaitu antara India dengan Australia sebesar 0,300 dan terendah yaitu antara India dengan Taiwan sebesar 0,147. Korelasi sedang terjadi antara India dan Filipina, Singapura, Thailand, Hongkong, dan Korea Selatan.

Secara keseluruhan pasar modal Taiwan dan India memiliki korelasi *market return* yang terendah. Berarti terdapat hubungan positif yang sangat rendah antar-*market return* di kedua pasar modal tersebut. Artinya, jika terjadi peningkatan *market return* di pasar modal Taiwan maka akan diikuti oleh peningkatan *market return* di pasar modal India dengan arah yang sama sebesar. Sebaliknya pasar modal Singapura dan Thailand memiliki korelasi *market return* tertinggi yang berarti ada hubungan positif sangat kuat antara pasar modal Singapura dan Thailand. Jika terjadi peningkatan *market return* di pasar modal Singapura maka akan diikuti peningkatan *market return* di pasar modal Thailand dengan arah yang sama. Pasar modal Singapura secara rata-rata memiliki korelasi positif yang paling kuat dengan semua pasar modal negara-negara ASF dibandingkan pasar modal India yang secara rata-rata memiliki korelasi terendah. Pasar modal Cina tidak memiliki korelasi yang signifikan dengan pasangan negara manapun di antara negara-negara anggota ASF.

Korelasi yang positif disebabkan oleh faktor-faktor ekonomi yang mempengaruhi kondisi keuangan dunia secara umum. Perekonomian di satu negara akan mempengaruhi perekonomian negara lain yang menyebabkan harapan atas ekonomi

pada berbagai negara mungkin hampir sama. Akhirnya pasar modal di berbagai negara akan bereaksi atas beberapa harapan yang sama sehingga menyebabkan terdapat korelasi positif di antara pasar modal di negara-negara tersebut. Di sisi lain korelasi yang rendah disebabkan oleh masalah domestik negara itu sendiri sehingga menimbulkan perbedaan ketergantungan di antara pasar. Berbagai restriksi oleh pemerintah, spesialisasi teknologi, kebijakan fiskal dan moneter yang independen, dan perbedaan-perbedaan multikultural yang secara prinsip akan sangat menentukan tingkat kebebasan suatu pasar. Argumentasi ini pulalah yang menjelaskan mengapa pasar modal Cina tidak berkorelasi dengan semua pasar modal negara anggota ASF yang lain. Sampai dengan tahun penelitian ini dibuat, negara Cina belum masuk dalam World Trade Organization, dan masih menjalankan politik isolasinya yang sudah dianut bertahun-tahun. Dengan demikian hubungan ekonomi dengan negara-negara lain memiliki beberapa hambatan, termasuk tidak tersedianya mata uang Cina (Yuan) untuk diperdagangkan secara internasional.

PENUTUP

Prospek diversifikasi antarpasar modal di ASF masih sangat menjanjikan mengingat korelasi market return masih rendah. Hasil uji hipotesis menunjukkan bahwa hanya negara Cina yang secara keseluruhan memiliki korelasi yang tidak signifikan dengan negara-negara anggota ASF, demikian juga dengan India dan Jepang. Sementara itu, Singapura dan Thailand mempunyai korelasi tertinggi sedangkan Taiwan dan India mempunyai korelasi terendah. Di antara lima kategori tingkatan korelasi, kategori rendah yang jumlahnya paling banyak. Artinya faktor domestik, seperti restriksi dan campur tangan pemerintah masih kuat. Namun penelitian ini belum membuktikan masalah segmentasi pasar modal di antara negara anggota ASF tersebut. Kajian yang lebih mendalam terutama yang membahas kelanjutan masalah segmentasi pasar apakah terintegrasi atau tersegmentasi masih perlu dilakukan.

DAFTAR RUJUKAN

- Eng, Maximo V., Lees, Francis A. dan Mauer, Laurence J., 1995, *Global Finance*, First Edition, Harper Collins College Publishers, New York.
- Elton, Edwin J., et.al., 2003, *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, Sixth Edition, John Wiley & Sons Inc., USA.
- French, Kenneth R., 1991, "Stock Returns and the Weekend Effect", *Financial Analysis Journal*, vol. 69.
- Husnan, Suad, 1998, *Dasar-Dasar Teori Portfolio dan Analisis Sekuritas*, Edisi Ketiga, Unit Penerbit dan Percetakan AMP YKPN, Yogyakarta.
- Husnan, Suad dan Pudjiastuti, Enny, 1994, "Diversifikasi Internasional: Pengamatan Terhadap Beberapa Bursa di Asia Pasifik", *Kelola Gajah Mada University Business Review*, vol. 5, no 3.
- Johnson, Hazel J., 1993, *Financial Institutions and Markets-A Global Perspective*, International Edition, McGraw-Hill Inc., USA.
- Ross, Stephen A., et.al., 2003, *Fundamental of Corporate Finance*, Sixth Edition, McGraw-Hill Inc., Singapore.
- Solnik, Bruno, 2000, *International Investments*, Fourth Edition, Addison Wesley Longman, USA.
- Susiyanto, Muhammad Fendi, 1999, "The Impact of Bank Restructuring Announcement on The Banking Stock Prices", *Gadjah Mada International Journal of Business*, vol. 1, no. 2.
- Taylor, John H., 1995, *Global Investing for the 21th Century*, International Edition, Toppan Co.(S) Pte. Ltd., Chicago.
- Usman, Husaini dan Akbar, R. Purnomo S., 1995, *Pengantar Statistika*, Cetakan Pertama, Bumi Aksara, Jakarta.

EKONOMI DAN BISNIS

E&B

Berkala Publikasi Gagasan Konseptual, Hasil Penelitian, Kajian, dan Terapan Teori

Suyanto

Trade Liberalization and Endogenous Growth
of Industries in Indonesia

Liliana Inggrit Wijaya
Ika Yanuarti Loebiantoro

Diversifikasi "Market Return" di Bursa Efek
Anggota Asian Security Forum

Sugeng Hariadi

Pola Referensi dan Perilaku Terhadap Bank
Syariah: Studi Terhadap Kelompok Multikultur

Henricus Winarto
Firman Rosjadi

Alokasi Dana Jaring Pengaman Sosial di Jawa
Timur pada Tahun 1999

A. Hery Pratono

Improving Development Planning in Indonesia

EKONOMI DAN BISNIS

Surat Keputusan Akreditasi Dirjen Dikti Nomor 02/Dikti/Kep/2002

Tanggal 7 Januari 2002

Diterbitkan oleh **Laboratorium Industri dan Perdagangan Fakultas Ekonomi Universitas Surabaya**, Jalan Raya Kalirungkut Surabaya 60293.

Kebijakan Penyuntingan: Berkala **EKONOMI dan BISNIS** diterbitkan sebagai media publikasi gagasan konseptual, hasil penelitian, kajian dan terapan teori. Artikel yang dimuat merupakan pendapat pribadi penulisnya, bukan mencerminkan pendapat penyunting atau pun penerbit.

Ketua Penyunting :

Yohanes Joko Handayanto

Wakil Ketua:

Soedarjanto PS.

Penyunting Pelaksana:

Firman Rosjadi, Sugeng Hariadi, Suyanto
Wisnu Wibowo, Riesanti Edie Wijaya

Mitra Bestari:

Soetrisno (Ubaya, Surabaya)
Budhi Purwandaya (STEKPI, Jakarta)
R. B. Suhartono (CSIS, Jakarta)
Elia Radianto (Kopertis XII Ambon)
H. Harijono (Unej, Jember)
M. Suparmoko (Unsoed, Purwokerto)
Surya Dharma (UI, Jakarta)

Lukas S. Musianto (UK Petra, Surabaya)
Jogindar S. Uppal (State University of New York
at Albany)
Faried Widjaja M. (UGM, Jogjakarta)
Generosa G. (Kopertis VI, Semarang)
Tri Ratnawati (LIPI, Jakarta)
Chris Manning (Australia National University)

Informasi Publikasi: *EKONOMI dan BISNIS* (ISSN 1410 - 9204) diterbitkan secara berkala dua kali dalam satu tahun pada pertengahan Juni dan Desember. Terbit kali pertama pada Desember 1998.

Informasi Tata Usaha: surat menyurat mengenai langganan, keagenan, dan perubahan alamat dapat dikirimkan pada tata usaha *EKONOMI dan BISNIS* (Budi Santoso) Komplek Fakultas Ekonomi Universitas Surabaya, Jl Raya Kalirungkut Surabaya 60293, Telp. (031) 2981137. Faximile (031) 8421373. *Homepage:* www.ubaya.ac.id, *E-mail:* E&B@dingo.ubaya.ac.id atau us31105@wolf.ubaya.ac.id.

Langganan untuk wilayah Indonesia sebesar Rp15.000,- (2 terbitan), pembayaran dilakukan dengan cara: (a) langsung ke alamat tata usaha, atau (b) melalui pos wesel. Perubahan alamat agar segera diberitahukan kepada tata usaha jurnal dengan menyertakan alamat lama dan alamat baru.

Penerimaan Tulisan (artikel): Penyunting menerima tulisan yang belum pernah diterbitkan dalam media cetak lain (penjelasan lengkap baca Petunjuk Bagi Penulis pada bagian dalam sampul belakang). Naskah yang diterima dievaluasi oleh penyunting, dan dapat diubah untuk menyeragamkan format, tanpa mengubah isinya.

EKONOMI DAN BISNIS

Berkala Publikasi Gagasan Konseptual, Hasil Penelitian, Kajian, dan Terapan Teori



Suyanto

Trade Liberalization and Endogenous Growth
of Industries in Indonesia

Liliana Inggrit Wijaya

Ika Yanuarti Loebiantoro

Diversifikasi "Market Return" di Bursa Efek
Anggota Asian Security Forum

Sugeng Hariadi

Pola Referensi dan Perilaku terhadap Bank
Syariah: Studi terhadap Kelompok Multikultur

Henricus Winarto
Firman Rosjadi

Alokasi Dana Jaring Pengaman Sosial di Jawa
Timur pada Tahun 1999

A. Hery Pratono

Improving Development Planning in Indonesia

EKONOMI DAN BISNIS

Berkala Publikasi Gagasan Konseptual, Hasil Penelitian, Kajian, dan Terapan Teori



- Suyanto: Trade Liberalization and Endogenous Growth of Industries in Indonesia 83-108
- Liliana Inggrit Wijaya dan Ika Yanuarti Loebiantoro: Diversifikasi "Market Return" di Bursa Efek Anggota Asian Security Forum 109-122
- Sugeng Hariadi: Pola Referensi dan Perilaku Terhadap Bank Syariah: Studi Terhadap Kelompok Multikultur 123-142
- Henricus Winarto dan Firman Rosjadi: Alokasi Dana Jaring Pengaman Sosial di Jawa Timur pada Tahun 1999 143-160
- A. Hery Pratono: Improving Development Planning in Indonesia 161-176

Petunjuk Bagi Penulis

Naskah belum pernah diterbitkan dalam media cetak lain, panjang 10-15 halaman, dan diserahkan paling lambat 2 (dua) bulan sebelum penerbitan, dalam bentuk ketikan dengan spasi 1 di atas kertas ukuran 18 x 26 cm (margin atas 3 dan bawah 3 cm, margin kiri dan kanan 2 cm) sebanyak 1 (satu) eksemplar dan pada disket menggunakan komputer IBM PC atau yang kompatibel, memakai program pengolah kata Microsoft Word (MS WORD) dengan ukuran (size) font 11.

- . Tulisan yang dimuat dalam berkala ini meliputi hasil penelitian, gagasan konseptual, kajian dan terapan teori, resensi buku, serta obituari di bidang ekonomi dan bisnis.
3. Semua naskah ditulis dalam bentuk esai, disertai judul subbab (*heading*) masing-masing bagian. Peringkat judul subbab letaknya rata tepi kiri, dengan jenis huruf sebagai berikut:

PERINGKAT 1 (huruf besar semua, tebal).

Peringkat 2 (huruf besar-kecil, tebal).

Peringkat 3 (huruf besar-kecil tebal miring).

Peringkat 4 (huruf besar-kecil miring).

4. Naskah artikel meliputi: (a) judul, (b) nama penulis (identitas penulis berupa tempat/pengalaman bekerja), (c) abstrak 80-150 kata yang berisi arahan untuk menarik minat membaca isinya; naskah berbahasa Indonesia abstraksinya dalam bahasa Inggris; naskah berbahasa Inggris abstraksinya berbahasa Indonesia, (d) kata kunci 3-5 buah, (e) pendahuluan (dapat memakai atau tidak memakai judul subbab) yang berisi latar belakang dan tujuan atau ruang lingkup tulisan, (f) kerangka teoritik, (g) pembahasan (tanpa menulis kata "pembahasan"), (h) penutup, dan (i) daftar rujukan (cantumkan yang dirujuk saja). Naskah hasil penelitian/kegiatan disajikan dengan sistematika: (a) judul (sertai sponsor/sumber dana dan tahun dilaksanakannya penelitian/kegiatan, (b) nama-nama peneliti (sertai identitas berupa tempat/pengalaman bekerja masing-masing), (c) abstrak, (d) kata kunci, (e) pendahuluan (tanpa judul) berisi pembahasan kepustakaan dan tujuan, (f) metodologi, (g) hasil, (h) pembahasan, (i) kesimpulan dan saran, (j) daftar rujukan.
5. Kutipan memakai sistem "Text Note".
6. Daftar Rujukan disajikan mengikuti tatacara seperti contoh berikut dan diurutkan secara alfabetis.

Booth, Anne (ed.), 1992, *The Oil Boom and After: Indonesian Economic Policy and Performance in the Soeharto Era*, Oxford University Press, Singapore.

Djiwandono, J. Soedrajat, 1988, "Recent Indonesia Experience in Economic Development", *The Indonesian Quarterly*, vol. XVI, no. 2. April.

7. Tatacara penulisan artikel memperhatikan aturan tentang penggunaan tanda baca dan ejaan yang dimuat dalam Pedoman Umum Ejaan Bahasa Indonesia yang Disempurnakan.