

## PENGARUH PASAR MODAL NEGARA G-3 TERHADAP PASAR MODAL ASEAN-5

Budi Setiawan<sup>1)</sup>, Muhammad Hidayat<sup>2)</sup>

<sup>1)</sup>Program Studi Manajemen Universitas Indo Global Mandiri

<sup>2)</sup>Jurusan Akuntansi, Universitas Sriwijaya

<sup>1)</sup>Jl. Jendral Sudirman No. 629 KM. 4 Palembang Kode Pos 30129

<sup>2)</sup>Jl. Raya Palembang Prabumulih KM 32 Ogan Ilir, Sumatera Selatan

Email : [budi.setiawan@uigm.ac.id](mailto:budi.setiawan@uigm.ac.id) , [hidayat@unsri.ac.id](mailto:hidayat@unsri.ac.id)

### ABSTRACT

*The stock market has captured the attention of many practitioners and scholars in the past decade. It has become one of the most vital aspects of a modern market economy. The stock market provides companies with access to capital and gives opportunity for investors to have a slice of company ownership. The present paper investigates the impact of G-3 stock markets (US, Japan and Europe) to ASEAN-5 stock markets (Indonesia, Malaysia, Philippines, Thailand and Singapore). The data coverage is composed of daily closing stock index at G-3 stock markets and ASEAN-5 stock markets over the period from January 4, 2000 to December 31, 2014. The historical stock market data were analyzed by using Structured Equation Model (SEM). The empirical results suggest that the G-3 stock markets have a positive and significant impact on ASEAN-5 stock markets. For further, the researcher could add other Asia stock markets such as Nikkei225 Index (Japan), Hang Seng Index (Hong Kong), Kospi Index (South Korea), and BSE Index (India).*

**Keywords:** *G-3 Stock Markets, ASEAN-5 Stock Markets, Structured Equation Model, Stock Market Diversification; Contagious Effect.*

### 1. Pendahuluan

Meningkatnya hubungan antar pasar modal di seluruh dunia mengundang ketertarikan para pelaku pasar modal dan akademisi. Kajian yang dilakukan Jiang et al (2017) menjelaskan bahwa pergerakan secara bersama-sama (*co-movement*) pasar modal global meningkat selama periode sebelum, saat dan sesudah krisis keuangan di Amerika. Meningkatkan *co-movement* antar pasar modal menurut Rua dan Nunes (2009) menyebabkan diversifikasi pasar modal menjadi tidak begitu penting. Faktor penting dalam diversifikasi adalah rendahnya korelasi antar pasar modal. Dengan kata lain, menurut Goel dan Chaudhary (2013); Zafaranloo dan Sopian (2013) semakin rendah korelasi pasar modal antar negara, maka semakin besar manfaat diversifikasi portofolio. Lebih jauh, kajian Mansourfar et al (2010); Simpson (2016) menerangkan bahwa diversifikasi portofolio yang dilakukan oleh investor secara berhati-hati mampu meningkatkan keuntungan dan mengurangi risiko.

Pasar modal global terus mengalami pertumbuhan sejak pertama kali beroperasi abad ke 12 di Prancis. Pertumbuhan pasar modal internasional yang dilihat dari nilai kapitalisasi pasar mengalami pertumbuhan yang signifikan (Wassal, 2013). Pasar modal global memiliki nilai kapitalisasi pasar sebesar US\$37,8 triliun, dimana 60 persennya berasal dari 3 (tiga) negara dengan kekuatan ekonomi terbesar di dunia (*G3 Countries*) antara lain Amerika, Eropa, dan Jepang (Stone, 2003). Pemilihan pasar modal negara G3 berdasarkan beberapa pertimbangan antara lain negara G3 merupakan kumpulan dari negara-negara maju secara ekonomi, selain itu pasar

modal negara G3 memiliki kontribusi sebesar 60 persen terhadap pasar modal global (Wahid, 2014).

Kemajuan teknologi dan berkembangnya industri internet mendorong globalisasi yang mampu menghilangkan batas antar negara (Gencer dan Huraka, 2017). Menurut Akram et al (2011) globalisasi merupakan suatu proses integrasi antar ekonomi dunia. Globalisasi meliputi banyak aspek seperti manusia, pemerintah dan perusahaan di negara yang berbeda (Rothenberg, 2003). Sedangkan menurut Kowanda et al (2014) globalisasi ekonomi ditandai dengan terjadinya transaksi ekonomis antar negara serta terlibatnya pihak asing dalam sistem pendanaan maupun perdagangan suatu negara. Keterlibatan pihak asing tersebut mampu menciptakan integrasi ekonomi dan industri pasar modal.

Meningkatkan hubungan antar negara semakin membuat ekonomi suatu negara rentan dipengaruhi oleh negara lain, seperti terjadinya penularan dampak keuangan (*financial contagion*). Menurut Bekaert et al (2005) *contagion* merupakan pergerakan harga saham yang cenderung sama selama periode krisis. Sedangkan menurut Chiang et al (2007) menjelaskan *contagion* sebagai terjadinya peningkatan hubungan secara signifikan antar pasar modal. Investigasi ilmiah yang dilakukan Mollah et al (2014) menjelaskan bahwa terdapat *contagion* selama periode krisis *subprime mortgage* tahun 2008/2009 di Amerika. Dampak krisis tersebut dirasakan oleh hampir semua negara di dunia, meskipun pusat krisis berada di Amerika.

Kajian lain yang menjelaskan tentang hubungan antar pasar modal dilakukan oleh Amewu et al (2016) yang mengkaji tentang reaksi pasar modal global terhadap

keputusan Inggris yang keluar dari anggota Uni Eropa, atau yang lebih dikenal dengan istilah Brexit. Hasil penelitian tersebut menyebutkan bahwa seluruh pasar modal, kecuali China, secara umum memberikan respon negatif atas keputusan Brexit tersebut satu hari sebelum dan satu hari setelah keputusan Brexit tersebut dilakukan. Memahami hubungan antar pasar modal menjadi bagian penting dalam hal manajemen risiko dan alokasi portofolio (Slimane et al, 2013).

Investigasi ilmiah terkait pasar modal negara G-3 dilakukan oleh Wahid (2014) dengan judul *Between BRIC (Brazil, Russia, India, China) and G3: Syariah-Compliant Stock Markets Cointegration*. Penelitian tersebut menggunakan data penutupan indeks harga saham bulanan dari tujuh indeks S&P Dow Jones Syariah yang mewakili pasar modal syariah BRIC dan G3. Hasil penelitian menyebutkan bahwa investor di negara G3 mampu menurunkan tingkat risiko atas aset keuangan jika melakukan diversifikasi investasi dengan cara berinvestasi di salah satu pasar modal syariah di negara anggota BRIC.

Pasar modal ASEAN yang terdiri dari 5 negara yaitu Indonesia, Malaysia, Singapura, Philipina dan Thailand mengalami pertumbuhan kapitalisasi pasar sebesar \$134 miliar, atau meningkat sebesar 7 persen dibandingkan nilai kapitalisasi pasar modal pada tahun 2015 sebesar \$1.9 triliun. Selain itu, pasar modal ASEAN juga memiliki potensi signifikan untuk terus mengalami pertumbuhan. Hal ini dimotori oleh jumlah penduduk yang terus bertambah dan masih banyaknya perusahaan kecil dan menengah yang berpotensi untuk melakukan *Initial Public Offering* (IPO). Menurut Phuan et al (2009) berkembangnya pasar modal di ASEAN terjadi karena adanya regulasi dan liberalisasi yang terjadi di pasar modal di negara-negara tersebut.

Penelitian ini berkontribusi dengan melihat pengaruh pasar modal negara G3 terhadap negara-negara ASEAN-5 antara lain dapat dijadikan sumber informasi bagi para investor dan manajer investasi guna melihat hubungan pasar modal antar beberapa negara tersebut yang termasuk ke dalam pasar modal negara G-3 dan pasar modal ASEAN-5. Informasi ini menjadi penting terkait pengambilan keputusan investasi dalam hal melakukan diversifikasi investasi atas suatu aset keuangan baik yang dilakukan oleh investor individu maupun institusi.

#### A. Tinjauan Pustaka

##### 1. Pasar Modal Negara G-3

Pasar modal global mengalami perkembangan yang sangat signifikan. Mengacu pada data yang dikeluarkan oleh World Bank terkait nilai kapitalisasi pasar modal menerangkan bahwa nilai kapitalisasi pasar modal di seluruh dunia mencapai \$64.8 triliun pada tahun 2016. Angka tersebut meningkat sebesar 145 persen dibandingkan nilai kapitalisasi pasar modal global paska krisis *subprime mortgage* pada akhir tahun 2009 di Amerika Serikat sebesar \$44.6 triliun.

Negara G-3 (*G-3 countries*) dikenal sebagai tiga negara yang memiliki kemajuan ekonomi yang sangat pesat. Jika mengacu pada kekuatan ekonomi yang dilihat

dari *Gross Domestic Product* (GDP), maka kekuatan ekonomi negara G-3 secara akumulasi mencapai \$40 triliun, atau berkontribusi sebesar 52.8 persen terhadap total GDP dunia pada tahun 2016. Lebih jauh, menurut data World Bank menyebutkan bahwa nilai kapitalisasi pasar modal ketiga negara yang tergabung dalam *G-3 countries* mencapai \$37.8 triliun, setara dengan 60 persen terhadap total kapitalisasi pasar modal global.

##### 2. Pasar Modal ASEAN-5

Kerjasama perhimpunan bangsa-bangsa Asia Tenggara atau yang disebut *Association of Southeast Asian Nations* (ASEAN) dimulai sejak 1967. Awalnya, ASEAN lebih merupakan kerjasama bidang politik, kemudian berkembang menjadi lebih luas ke berbagai bidang, salah satunya bidang ekonomi. Pada tahun 2003, negara-negara ASEAN menyepakati *Roadmap Integrasi ASEAN* (RIA) bidang finansial (RIA-Fin) yang meliputi pasar modal. Kerjasama pasar modal bertujuan untuk mewujudkan kerjasama pasar modal yang lebih erat untuk meningkatkan perdagangan intra kawasan dan memperdalam integrasi ekonomi regional. Integrasi ekonomi akan menjadi semakin kuat apabila dilakukan integrasi pasar modal (Nurhayati, 2012).

Menurut data World Bank, pasar modal ASEAN-5 dilihat dari nilai kapitalisasi pasar modal berada di angka \$2 triliun, atau tumbuh sebesar 68 persen dibandingkan nilai kapitalisasi pasar pasca krisis subprime mortgage di Amerika tahun 2009 di level \$1.2 triliun. Selain itu, nilai kapitalisasi pasar modal ASEAN-5 tumbuh sebesar 53 persen selama 10 tahun, atau rata-rata 5.3 persen per tahun. Angka ini jauh lebih tinggi dibandingkan pertumbuhan kapitalisasi pasar modal global yang hanya tumbuh 1 persen per tahun selama 10 tahun terakhir.

##### 3. Teori Efek Domino (*Contagion Effect Theory*)

Efek domino dalam konteks pasar modal diartikan sebagai sebuah peningkatan signifikan yang terjadi secara lintas pasar setelah adanya guncangan (*shock*) pada satu negara (atau sekelompok negara). Menurut Zhao dan Zhang (2017) menyebutkan bahwa efek domino yang terdapat di pasar keuangan merupakan suatu sistem yang kompleks, terjadi akibat adanya guncangan dari negara lain. Terjadinya efek domino disinyalir karena adanya kedekatan geografis dan kesamaan karakteristik, khususnya sistem keuangan antar negara yang mengakibatkan dampak dari suatu guncangan yang terjadi di satu negara dapat menyebar dengan mudah ke negara lain.

Rigobon (2002) dalam tulisannya yang berjudul "*Contagion: How to Measure It?*" membagi pengetahuan *contagion* ke dalam tiga definisi. Pertama, efek domino yang didorong oleh peristiwa krisis di suatu negara, kemudian krisis tersebut mempengaruhi negara lain. Sebagai contoh, krisis *subprime mortgage* yang terjadi di Amerika tahun 2008/2009 menyebabkan terjadinya penurunan pasar modal hampir di seluruh dunia. Kedua, efek domino dalam arti restriktif merupakan transmisi dari suatu guncangan melewati lintas batas negara, dimana secara umum terjadi korelasi yang signifikan antar negara

di luar hubungan fundamentalnya. *Contagion* dalam arti restriktif biasanya disebut sebagai *excess co-movement* dan umumnya dijelaskan oleh perilaku kawanan (*herd behavior*). Ketiga, efek domino dalam arti sangat restriktif yaitu suatu fenomena yang terjadi ketika korelasi antar lintas negara meningkat selama periode krisis dibandingkan pada saat perekonomian normal.

4. Diversifikasi Pasar Modal

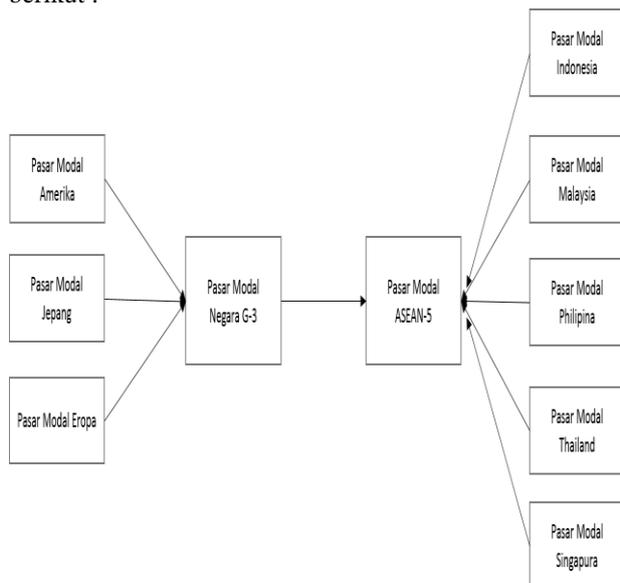
Diversifikasi atas aset keuangan adalah suatu strategi investasi dengan menempatkan dana pada berbagai instrument investasi dengan tingkat risiko dan keuntungan yang berbeda. Sedangkan diversifikasi portofolio dalam konteks pasar modal global dapat didefinisikan sebagai fungsi korelasi pasar ekuitas antar negara, dimana semakin tinggi tingkat korelasi pasar negara tersebut, maka fungsi diversifikasi atas suatu aset keuangan menjadi semakin tidak maksimal (Lingaraja et al, 2015).

Menurut Mangram (2013) menjelaskan bahwa diversifikasi bisa dicapai dengan berinvestasi di berbagai jenis saham, aset yang berbeda (misalnya obligasi, *real estate*) dan atau komoditas seperti emas atau minyak. Kajian ilmiah lain terkait manfaat diversifikasi atas aset keuangan dilakukan oleh Rodoni dan Setiawan (2016) yang menyebutkan bahwa diversifikasi dilakukan untuk mengurangi tingkat risiko atas aset keuangan tetapi tetap memberikan potensi keuntungan yang cukup optimal. Lebih jauh.

2. Pembahasan

A. Kerangka Pikir

Berdasarkan kajian pustaka dan beberapa hasil penelitian terdahulu terkait pengaruh pasar modal antar negara, maka kerangka pikir pasar modal negara G-3 dan pasar modal ASEAN-5 seperti terlihat pada Gambar 1 berikut :



Gambar 1. Kerangka Pemikiran

B. Sampel Penelitian

Sampel penelitian ini merupakan pasar modal negara G-3 yang terdiri dari pasar modal Amerika (DJIA), pasar modal Jepang (Nikkei) dan pasar modal Eropa (SP350) serta pasar modal ASEAN-5 mencakup pasar modal Indonesia (JKSE), pasar modal Malaysia (KLCI), pasar modal Philipina (PSE), pasar modal Thailand (SET) dan pasar modal Singapura (STI).

C. Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang digunakan adalah metode dokumentasi, yaitu dengan cara mengutip atau mencatat secara langsung data penutup indeks harga saham yang menjadi sampel penelitian.

D. Variabel Penelitian

Variabel penelitian ini mencakup pasar modal negara G-3 (Amerika, Jepang, dan Eropa) dan Pasar Modal ASEAN-5 (Indonesia, Malaysia, Philipina, Thailand dan Singapura). Jenis data pada penelitian ini adalah data sekunder yang dikumpulkan selama periode 4 Januari 2000 hingga 31 Desember 2014. Sumber data diperoleh dari Bursa Efek Indonesia, terminal Bloomberg, Yahoo Finance dan World Bank.

E. Teknik Analisis

Teknik analisis yang digunakan untuk melihat hubungan antar pasar modal negara G3 dan pasar modal ASEAN-5 adalah *Structred Equation Model* (SEM).

F. Hasil Penelitian

Penelitian ini mencoba untuk melihat pengaruh pasar modal negara G-3 (Amerika, Jepang dan Eropa) terhadap pasar modal ASEAN-5 (Indonesia, Malaysia, Philipina, Thailand dan Singapura) selama periode 15 tahun yaitu 4 Januari 2000 hingga 31 Desember 2014). Berdasarkan hasil analisis yang dilakukan dapat dilihat pada Tabel 1, Tabel 2, Tabel 3, dan Tabel 4 berikut :

Tabel 1. Outer Model Test

Outer Model Test	R Square
G-3	0,975

*Outer Model Test* pada penelitian ini menggunakan nilai *R square*. Berdasarkan nilai R2 di atas dapat dilihat bahwa koefisien determinan sebesar 0.975, hal ini dapat dikatakan bahwa *outer model* yang digunakan sangat bagus karena variabel laten yaitu pasar modal negara G-3 mampu menjelaskan pasar modal ASEAN-5 sebesar 97.50 persen.

Tabel 2. Hypothesis Testing

Inner Model T Statistic	T Value
G-3	905,223

Hasil pengujian hipotesis yang menyatakan bahwa pasar modal negara G-3 memiliki hubungan positif signifikan terhadap pasar modal ASEAN-5. Hal ini terlihat dari perbandingan nilai t hitung dan t tabel. Nilai t hitung sebesar 905,223 lebih besar dibandingkan nilai t tabel sebesar 1.94. Nilai ini membuktikan bahwa pasar modal negara G-3 secara empiris memiliki pengaruh positif signifikan terhadap pasar modal ASEAN-5.

**Tabel 3. Path Coefficient**

Inner Model T Statistic	Patch Coefficient	
	Original Sample (O)	T Statistics ( O/STERR )
G3 -> A5	0,963430	905,223158

Berdasarkan data yang disebutkan pada Tabel 3 di atas, maka persamaan penelitian dapat dijelaskan sebagai berikut :

$$\text{ASEAN-5} = 0.963 \text{ G-3}$$

Artinya setiap terjadi kenaikan 1 persen pada indeks pasar modal negara G-3 akan menyebabkan kenaikan indeks pasar modal ASEAN-5 sebesar 0.963 persen. Hal ini menunjukkan pasar modal negara G-3 memiliki pengaruh positif terhadap pasar modal ASEAN-5.

**Tabel 4. Outer Loading**

	Original Sample (O)	T Statistics ( O/STERR )
DJIA -> G3	0,971094	526,518665
JKSE -> Asean5	0,899377	142,327145
KLCI -> Asean5	0,929840	219,519135
Nikkei -> G3	0,358136	19,544450
PSE -> Asean5	0,958328	246,669152
SET -> Asean5	0,948214	213,630241
SP350 -> G3	0,586197	53,416947
STI -> Asean5	0,872087	253,590755

Berdasarkan nilai *outer loading* di atas dapat dibuktikan bahwa pasar modal Amerika memiliki pengaruh yang paling besar dalam pembentukan formasi pasar modal negara G-3. Hal ini bisa dilihat dari nilai koefisien pasar modal Amerika sebesar 0.971094, merupakan nilai terbesar dibandingkan nilai koefisien pasar modal negara G-3 lainnya. Sedangkan pasar modal negara G-3 dengan pengaruh yang paling rendah adalah Jepang, dengan nilai koefisien sebesar 0.358136. Pasar modal Eropa memiliki pengaruh terbesar ke-2 terhadap pembentukan formasi pasar modal negara G-3 dengan nilai koefisien sebesar 0.586197.

Pasar modal Filipina merupakan pasar modal yang paling dominan dalam pembentukan formasi pasar modal ASEAN-5, hal ini dapat dilihat dari nilai koefisien sebesar 0.958328. Pasar modal Thailand dan Malaysia di urutan ke-2 dan ke-3 terbesar dalam pembentukan formasi pasar modal ASEAN-5, dengan nilai koefisien masing-masing sebesar 0.948214 dan 0.929840. Sedangkan pasar modal Indonesia berada di urutan ke-4 dengan nilai koefisien sebesar 0.899377. Pasar modal Singapura menjadi pasar

modal dengan nilai koefisien terendah dibandingkan pasar modal ASEAN lainnya dengan nilai sebesar 0.872087.

*G. Pembahasan*

Pasar modal Amerika menjadi pasar modal yang memiliki pengaruh paling besar dalam pembentukan variabel laten pasar modal negara G-3 dengan nilai koefisien sebesar 0.971094. Fenomena ini sejalan dengan kekuatan pasar modal Amerika yang dilihat dari nilai kapitalisasi pasar modal mencapai \$27 triliun, atau berkontribusi sebesar 42.19 persen terhadap total kapitalisasi pasar modal global sebesar \$64 triliun pada tahun 2016. Dominasi pasar modal Amerika ini tidak selalu memberi dampak positif bagi pasar keuangan global. Misalnya, saat terjadi krisis keuangan yang bersumber dari Amerika, hal itu langsung menciptakan efek menular (*contagious effect*) yang memberikan dampak negatif bagi seluruh pasar modal dunia. Sebagai contoh, saat terjadi krisis *subprime mortgage* di Amerika tahun 2008/2009, nilai kapitalisasi pasar modal global turun sebesar \$15 triliun dari \$64 triliun pada akhir tahun 2007 menjadi \$49 triliun di tahun 2009. Penurunan nilai kapitalisasi pasar global tersebut dianggap sebagai koreksi pasar terbesar kedua sepanjang sejarah keuangan dunia setelah *Great Depression* tahun 1929.

Ekonomi ASEAN juga mengalami koreksi akibat krisis yang terjadi di Amerika Serikat. Nilai GDP negara ASEAN mengalami penurunan dari 6.5 persen tahun 2007 menjadi 4.3 persen tahun 2008. Bahkan pelemahan ekonomi pasca krisis *subprime mortgage* di Amerika mencapai puncaknya di tahun 2009. Ekonomi ASEAN hanya tumbuh sebesar 1.5 persen tahun 2009 atau turun 5 persen dibandingkan pertumbuhan ekonomi akhir tahun 2007. Lebih jauh, nilai kapitalisasi pasar modal ASEAN mengalami penurunan sebesar 46.4 persen di akhir tahun 2008 menjadi \$32 triliun.

Krisis ekonomi, khususnya yang bersumber dari negara-negara dengan nilai kapitalisasi pasar modal yang besar akan memberikan dampak negatif bagi pasar modal negara lainnya. Fakta tentang terintegrasinya antar pasar modal yang terjadi hampir di seluruh dunia menyebabkan aktivitas manajemen risiko melalui diversifikasi pasar modal tidak berfungsi secara maksimal, karena tujuan utama dari diversifikasi itu sendiri adalah untuk meminimalisir risiko atas penurunan suatu aset keuangan yang diakibatkan oleh kejadian luar biasa di suatu negara tertentu.

Pasar modal Jepang menjadi kontributor terkecil dalam pembentukan formasi variabel laten pasar modal negara G-3, dengan nilai koefisien sebesar 0.358138. Hal ini sejalan dengan kontribusi pasar modal Jepang jika dilihat dari nilai kapitalisasi pasar hanya berkontribusi sebesar 8 persen terhadap kapitalisasi pasar modal global, atau 3 persen lebih kecil dibandingkan nilai kapitalisasi pasar modal negara Eropa yang berkontribusi sebesar 11 persen terhadap nilai kapitalisasi pasar modal global, sebesar \$7.1 triliun, atau pada tahun 2016.

### 3. Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis pengaruh pasar modal negara G-3 terhadap pasar modal ASEAN-5 dengan menggunakan teknik analisis *Structured Equation Model* (SEM) selama periode 4 Januari 2000 hingga 31 Desember 2014, dapat disimpulkan bahwa pasar modal negara G-3 memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap pasar modal ASEAN-5.

#### Daftar Pustaka

- Amewu, G., Mensah, J.O. & Alagidede, P. (2016). Reaction of Global Stock Market to Brexit. *Journal of African Political Economy & Development*. Vol. 1 ISSN : 2518-847.
- Akram, M., Faheem, M.A., Dost, M.K.B. & Abdullah, I. (2011). Globalization and Its Impacts on the World Economic Development. *International Journal of Business and Social Science*. Vol. 2, No. 23.
- Bekaert, G. Harvey, C.R. & Ng, A. (2005). Market Integration and Contagion. *Journal of Business*, 78 (1), 39-69.
- Chiang, T.C. Jeon, B.N. & Li, H. (2007). Dynamic correlation analysis of financial contagion: Evidence from Asian markets. *Journal of International Money and Finance*, 26(7). 1206-1228.
- Gencer, H.G. & Huraka, M.Y. (2017). Risk Transmission and Contagion in the Equity Markets: International Evidence from the Global Financial Crisis. *Romanian Journal of Economic Forecasting – XX* (3) 2017.
- Goel, M.D. & Chaudhary, M.M.S. (2013). Advantages of International Portfolio Diversification. *International Journal of Marketing, Financial Services & Management Research*, Vol. 2, No. 4, ISSN 2277-3622.
- Jiang, Y., Yu, M. & Hashmi, S.M. (2017). The Financial Crisis and Co-Movement of Global Stock Markets-A Case of Six Major Economies. *Journal of Sustainability*, Vol. 9, No. 260.
- Jinga, Y. Yu, M. & Hashmi, S.M. (2017). The Financial Crisis and Co-Movement of Global Stock Markets- A Case of Six Major Economies. *Sustainability* 2017, 9, 260.
- Kowanda, D., Binastuti, S., Pasaribu, R.B.F. & Ellim, M. (2014). Pengaruh Bursa Saham Global, ASEAN dan Harga Komoditas terhadap IHSG, dan Nilai Tukar EUR/USD. *Jurnal Akuntansi & Manajemen* Vol, 25, No. 2.
- Lingaraja, K., Selvam, M., Vasanth, V. & Ramkumar, R.R. (2015). Long-run Overseas Portfolio Diversification Benefits and Opportunities of Asian Emerging Stock Markets and Developed Markets. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 2015, 5(2), 324-333.
- Mangram, M.E. (2013). A Simplified Perspective of the Markowitz Portfolio Theory. *Global Journal of Business Research* Vol. 7, No. 1.
- Mansourfar, G., Mohamad, S. & Hassan, T. (2010). A Review of International Portfolio Diversification: The Middle East and North African Region. *African Journal of Business Management* Vol. 4(19), pp. 4167-4173.
- Mollah, S. Zafirov, G. & Quoreshi, A.S. (2014). Financial Market Contagion during the Global Financial Crisis. Center for Innovation and Technology Research. Paper No. 2014/5.
- Nurhayati, M. 2012. Analisis Integrasi Pasar Modal Kawasan ASEAN dalam Rangka Menuju Masyarakat Ekonomi ASEAN. <http://eprints.unisbank.ac.id/205/1/artikel-38.pdf>. Diakses tanggal 7 Januari 2018.
- Phuan, S.M., Lim, K.P. & Ooi, A.Y. (2009). Financial Liberalization and Stock Market Integration for Asean-5 Countries. *International Business Research*, Vol. 2, No. 1.
- Rigobon, R. (2002). Contagion: How to Measure it?. <http://www.nber.org/chapters/c10638.pdf>. Diakses tanggal 28 September 2015.
- Rodoni, A. & Setiawan, A. (2016). Risk and Return: Bonds and Sukuk in Indonesia. *Al-Iqtishad: Journal of Islamic Economics*. Vol. 8 (2), pp. 255-270. ISSN : 2087-135.
- Rothenberg, L.E. (2003). *Globalization 101 the Three Tensions of Globalization*. New York: The American Forum of Globalization
- Rua, A. & Nunes, L. (2009). International Comovement of Stock Market Returns: A Wavelet Analysis. *Journal Empirical Finance*, 1-8.
- Slimane, F.B., Mehanaoui, M. & Kazi, I.A. (2013). How Does the Financial Crisis Affect Volatility Behavior and Transmission among European Stock Markets. *International Journal of Financial Studies*, ISSN : 2227-7072.
- Stone, M.R. (2003). Greater Monetary Policy Transparency for the G3: Lesson from Full-Fledged Inflation Targeters. IMF Working Paper, WP/03/218.
- Wahid, R.M. (2014). Between BRIC and G3: Shariah-Compliant Stock Markets Cointegration. *Journal of Islamic Banking and Finance*. Vol. 2, No.1, pp. 59-78. ISSN : 2374-2666.
- Wassal. K.A.E. (2013). The Development of Stock Markets: In Search of Theory. *International Journal of Economics and Financial Issues*. Vol. 3, No. 3, pp.606-624.
- Zafaranloo, F.R. & Sopian, R.Z.Z. (2013). The Benefit of International Portfolio Diversification in Asian Emerging Markets to the U.S Investors. *International Journal of Business, Economics and Law*. Vol. 2, Issue 2. ISSN : 2289-1552.
- Zhao, X. & Zhang, H. (2017). Co-Movement and Interaction Effects Across the Monetary, Foreign Exchange and Stock Markets: Evidence from China. *Journal of Financial Risk Management*, 2017, 6, 247-255. ISSN : 2167-9533.