

## ANALISIS INTEGRASI PASAR MODAL DI KAWASAN ASEAN 5 DAN CINA

Aprillia Pepy K.s<sup>1</sup>, Aris Kastori Frawarna<sup>2</sup>, Ammellia Putri<sup>3</sup>,  
Pera Amelia Simanullang<sup>4</sup>, Irfan Nurdiansyah<sup>5</sup>

Program Studi Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Pelita Bangsa

Correspondence		
Email: : <a href="mailto:april.liapepy19@gmail.com">april.liapepy19@gmail.com</a> , <a href="mailto:arysskastori@gmail.com">arysskastori@gmail.com</a> , <a href="mailto:putriammellia107@gmail.com">putriammellia107@gmail.com</a> , <a href="mailto:amelsimanullangamel@gmail.com">amelsimanullangamel@gmail.com</a> , <a href="mailto:irfannurdiansyah1122@gmail.com">irfannurdiansyah1122@gmail.com</a>		No. Telp:
Submitted 13 Juni 2024	Accepted 16 Juni 2024	Published 26 Juni 2024

**Abstract**

The ever-changing nature of capital market integration makes it a fascinating area of study, as it mirrors the evolution of global capital markets throughout the years. With the help of the Vector Correction Model (VECM), this journal intends to examine the stability of China's and the ASEAN region's financial markets. Overarchingly, this can shed light on the interplay between the financial markets of many ASEAN nations, including China, Indonesia, Malaysia, the Philippines, Singapore, and Thailand. Based on the data we have, it appears that the stock markets of China, Malaysia, Singapore, and Thailand all influence the Indonesian market positively, whereas the Indonesian market itself has little influence on the stock markets of other nations. As a result of little to no influence from one another, the capital markets of the ASEAN area are interdependent but not completely linked.

**Keywords** : Integration, capital market, Composite Stock Price Index, Co-integration

**Abstrak**

Sifat integrasi pasar modal yang terus berubah menjadikannya area studi yang menarik, karena mencerminkan evolusi pasar modal global selama bertahun-tahun. Dengan bantuan Vector Correction Model (VECM), jurnal ini bermaksud untuk meneliti stabilitas pasar keuangan Cina dan kawasan ASEAN. Secara keseluruhan, hal ini dapat menjelaskan interaksi antara pasar keuangan di banyak negara ASEAN, termasuk Cina, Indonesia, Malaysia, Filipina, Singapura, dan Thailand. Berdasarkan data yang kami miliki, terlihat bahwa pasar saham RRT, Malaysia, Singapura, dan Thailand mempengaruhi pasar Indonesia secara positif, sedangkan pasar Indonesia sendiri hanya memiliki sedikit pengaruh terhadap pasar saham negara-negara lain. Sebagai akibat dari sedikit atau tidak adanya pengaruh satu sama lain, pasar-pasar modal di kawasan ASEAN saling bergantung namun tidak sepenuhnya terkait.

**Kata kunci** : Integrasi, pasar modal, Indeks Harga Saham Gabungan, Co-integrasi

**PENDAHULUAN**

Pembentukan ASEAN China Free Trade Area (ACFTA) melalui liberalisasi perdagangan antara negara-negara anggota ASEAN dan China telah menciptakan platform bagi semua negara anggota ASEAN untuk meningkatkan aktivitas perdagangan ekspor dan impor mereka.

Pada bulan Januari 2007, pada KTT ASEAN ke-12 di Cebu, Filipina, Perjanjian Jasa ACFTA ditandatangani. Pada pertemuan tingkat Menteri Ekonomi ASEAN ke-41 yang berlangsung di Bangkok, Thailand, pada tanggal 15 Agustus 2009, Perjanjian Investasi ASEAN China ditandatangani. Sebagai negara anggota, Indonesia akan diwajibkan untuk mematuhi ketentuan-ketentuan dalam perjanjian ACFTA setelah perjanjian tersebut diratifikasi.

Liaw (2005) berpendapat bahwa hal ini benar karena pasar modal memungkinkan para investor untuk mendapatkan keuntungan dan juga menyediakan pendanaan jangka panjang bagi perusahaan. Pasar modal akan memainkan peran yang semakin penting dalam

pembangunan ekonomi negara-negara ASEAN sebagai hasil dari integrasi mereka. Masyarakat dan pelaku bisnis di Indonesia akan mendapatkan keuntungan dan kerugian dari implementasi ACFTA, karena ACFTA akan memaksa pelaku bisnis untuk mematuhi semua ketentuan yang ada di dalamnya.

Perdagangan bebas antara RRT dan enam negara anggota ASEAN (Indonesia, Malaysia, Singapura, Thailand, Filipina, dan Brunei Darussalam) telah berlaku sejak 1 Januari 2010, dengan nama resmi ASEAN China Free Trade Agreement (ACCA). Seperti yang tercantum di situs web Direktorat Jenderal KPI Kementerian Perdagangan Republik Indonesia, ada tiga tahapan dalam program penurunan tarif pajak impor: Tahap 1 adalah Early Harvest Program (EHP); Tahap II adalah Normal Track I dan II; Tahap III adalah Sensitive/Highly Sensitive list (<http://www.ditjenkpi.go.id>). Gagasan bahwa penurunan dan penghapusan tarif pajak impor dilakukan sekaligus juga dihilangkan karena ada beberapa langkah dalam proses yang tidak dilakukan sekaligus. Sebaliknya, tanggal 1 Januari 2004 merupakan awal dari implementasi.

**Integrasi Pasar Modal.** Hukum Satu Harga (LOOP) adalah premis utama dari pasar keuangan yang saling terhubung dan komponen bersama yang mendasari peningkatan tingkat integrasi. Jika pasar modal terintegrasi penuh, maka aset apa pun dengan sifat dan jatuh tempo yang sama secara teoritis dapat menghasilkan imbal hasil yang sama di pasar mana pun. Aset keuangan dengan risiko dan likuiditas yang sebanding seharusnya menghasilkan imbal hasil yang sebanding tanpa memandang lokasi atau kewarganegaraan jika tidak ada hambatan yang menyebabkan premi untuk risiko mata uang dan negara (Von Furstenberg dan Jeon, 1989; Narayan dkk, 2004; Marshdeh dan Shrestha, 2010). Namun secara teori, dibandingkan dengan pasar modal yang tidak terintegrasi, biaya modal di pasar modal internasional yang terintegrasi penuh-yaitu pasar modal yang tidak memberlakukan pembatasan pembelian atau penjualan sekuritas di dalam pasar-bisa lebih rendah (Husnan, 2004). Biaya modal yang lebih rendah, atau tingkat pengembalian yang dibutuhkan, dimungkinkan karena investor peduli dengan risiko.

**Integrasi Ekonomi.** Hal ini dapat dilihat sebagai area ekonomi tanpa batas di mana semua warga negara dan sumber daya dari negara-negara anggota dapat dengan bebas melakukan perjalanan seolah-olah mereka berada di negara mereka sendiri (Achsani, 2008). Tujuannya adalah agar semua negara anggota dapat menikmati tingkat kemakmuran ekonomi yang sama.

Dennis and Alferd (1998) dalam Arifin, et.al. (2007) membahas pembentukan aliansi komersial oleh negara-negara yang terlibat dalam perdagangan internasional, yang dibangun di atas hubungan khusus yang ada di antara negara-negara ini di masa lalu. Ada empat jenis integrasi ekonomi yang berbeda, dan setiap anggota dapat menjadi bagian dari lebih dari satu integrasi. Empat kategori yang disebutkan yaitu *Free Trade Area*, *Customs Union*, *Common Market*, dan *Economic Union*.

## METODE PENELITIAN

Dalam hal ini, pengumpulan data sekunder digunakan berdasarkan IHSG negara-negara ASEAN dan Tiongkok, khususnya untuk negara-negara ASEAN yaitu Indonesia, Singapura, Malaysia, Thailand, dan Filipina. Untuk menganalisis data yang dilakukan dalam beberapa langkah dapat dijelaskan sebagai berikut :

### Deteksi Stasioneritas : Uji Akar Unit

Dalam Widarjono (2007) diyakini bahwa regresi miring, yang terjadi ketika data deret waktu tidak stasioner, menghasilkan hasil regresi yang meragukan. Ketika tidak ada korelasi antara variabel-variabel model, namun hasil regresi menunjukkan koefisien determinasi dan signifikansi statistik yang tinggi, hal ini dikenal sebagai regresi lancung.

Ada tiga kondisi yang harus dipenuhi agar data deret waktu dianggap stasioner. Pertama, rata-rata dan varians harus tetap konstan dari waktu ke waktu. Kedua, kovarians antara dua set data deret waktu harus hanya bergantung pada jeda di antara keduanya. Terakhir, data harus berasal dari proses acak. Dengan tidak adanya rata-rata dan varians yang tetap dari waktu ke waktu, kita dapat mengatakan bahwa data deret waktu tidak stasioner. Salah satu cara untuk memeriksa stasioneritas adalah dengan menggunakan uji akar unit. Uji Dickey Fuller (DF) biasanya digunakan karena kesederhanaannya, namun uji Philips Perron (PP) lebih dikenal sebagai uji akar unit.

### Uji Kointegrasi

Jika korelasi antara variabel independen dan dependen tidak berarti tetapi koefisien determinasi tinggi dalam analisis regresi yang melibatkan data deret waktu non-stasioner, maka regresi tersebut kemungkinan besar adalah skewed. Hal ini terjadi karena tidak ada hubungan yang nyata antara dua set data deret waktu, melainkan hanya mencerminkan tren.

Uji kointegrasi alternatif yang diusulkan oleh Johansen adalah salah satu yang sering digunakan di masa modern. Jika nilai LR yang dihitung lebih besar dari nilai kritis LR, maka kita akan menerima adanya kointegrasi sejumlah variabel; sebaliknya, jika nilai LR yang dihitung lebih kecil dari nilai kritis, maka tidak ada kointegrasi. Estimator maximum likelihood ini didasarkan pada rasio kemungkinan (LR), dan dapat dilihat bahwa uji kointegrasi Johansen tidak menemukan adanya kointegrasi.

### Vector Error Correction Model (VECM)

Model Vector Autoregression biasa, yang juga dikenal sebagai VAR tidak terkendala, digunakan ketika data stasioner pada level. Namun jika data stasioner pada level tetapi tidak stasioner pada proses diferensiasi data, maka uji kointegrasi diperlukan untuk menentukan apakah ada hubungan jangka panjang. Vector Correction Model (VECM) digunakan ketika data menunjukkan kointegrasi. Model VECM merupakan model yang terestriksi karena adanya kointegrasi yang menunjukkan adanya hubungan jangka Panjang antar variabel didalam sistem VAR.

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### Deteksi Stasioneritas : Uji Akar Unit pada Tingkat Level

Perlu dilakukan uji stasioneritas data karena data yang tidak stasioner dapat menyebabkan regresi yang lancung. Jika pengujian dilakukan pada tingkat intersep, hasilnya akan menunjukkan bahwa statistik Augmented Dickey-Fuller (ADF) lebih kecil daripada nilai kritis MacKinnon pada setiap  $\alpha$  (1%, 5%, dan 10%), yang mengindikasikan bahwa data yang dihasilkan tidak stasioner. Hal ini dapat menjadi bukti bahwa pasar keuangan di Cina dan ASEAN saat ini dapat saling terkait (membentuk kemitraan yang langgeng). Namun, pengujian pada tingkat diferensiasi tetap diperlukan hingga diperoleh hasil yang stasioner.

### Deteksi Stasioneritas : Uji derajat integrasi (Uji Akar Unit pada Tingkat 1<sup>st</sup> Differens)

Karena volume pasar masih kecil dan penyandang dana yang signifikan mengendalikan fitur-fitur pasar, para pelaku pasar di Indonesia dapat dengan mudah mengendalikan pasar. Menurut infogoe.com (2011), fitur ini sangat meningkatkan kemungkinan naik atau turunnya Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dengan cepat, yang dapat dipengaruhi oleh manipulasi pasar. Institusi terus melebihi jumlah investor individu di pasar modal Indonesia, yang merupakan ciri khas lain dari lanskap investasi di Indonesia. Tidak adanya inisiatif edukasi dan sosialisasi pasar modal atau kurangnya pengetahuan tentang pasar modal secara umum dapat menyebabkan hal ini. Menurut Tandelilin, yang mengutip Sura Merdeka (2012) dalam Nurhayati (2012), hanya ada sekitar 200.000 investor di pasar modal Indonesia. Jika dibandingkan dengan Singapura yang telah mencapai 2 juta, jumlah ini jauh lebih rendah.

### Uji Kointegrasi : Uji Johansen

Kita dapat menggunakan uji Johansen pada tingkat kepercayaan 5% dan 1% untuk membandingkan nilai Trace Statistic dengan nilai krusial dan menentukan apakah lima negara ASEAN dan Cina berada dalam hubungan kointegrasi. Kita dapat mengetahui bahwa terdapat hubungan jika bursa saham Cina, lima negara ASEAN, dan satu negara lainnya membentuk persamaan kointegrasi.

### Vector Error Correction Model (VECM)

Meskipun uji stasioneritas tingkat diferensial pertama menghasilkan data yang stasioner, metode VECM, jika diterapkan pada tingkat level, dapat memberikan hasil yang tidak stasioner. Menurut kriteria AIC dan SIC, durasi non-stasioneritas yang ideal adalah 4, yang mengimplikasikan bahwa pasar modal di Kawasan ASEAN dan Cina terintegrasi dengan menggunakan VECM. Terdapat dua metode untuk mendemonstrasikan pengujian ini. **Pertama**, jika nilai F statistik lebih tinggi dari tingkat signifikansi pada tingkat kepercayaan yang berbeda, hal ini mengindikasikan bahwa integrasi telah terjadi; jika tidak, hal ini mengindikasikan bahwa integrasi belum terjadi. **Kedua**, jika nilai t yang dihitung lebih tinggi dari tingkat signifikansi pada tingkat kepercayaan yang berbeda, maka hal ini mengindikasikan adanya integrasi; jika tidak, maka hal ini mengindikasikan tidak adanya integrasi. Hal ini dilakukan dengan membandingkan nilai t yang dihitung dengan tingkat signifikansi.

### Pembahasan

Apabila pasar modal Malaysia, Singapura, Thailand, Filipina, dan Cina mengalami kenaikan, maka akan berpengaruh positif terhadap pasar modal Indonesia. Sebaliknya, jika pasar modal Malaysia, Singapura, Thailand, dan Cina mengalami penurunan, maka akan berdampak negatif signifikan terhadap pasar modal Indonesia.

Bursa saham di lima negara ASEAN, termasuk Indonesia dan RRT, sangat rentan terhadap krisis keuangan karena konsentrasi investasi asing di pasar modal mereka (Nurhayati, 2012). Fakta bahwa 60% dari nilai pasar tahun 2013 berasal dari investor di luar negeri seharusnya menimbulkan lebih banyak tanda bahaya. Kejatuhan besar pada Indeks Harga Saham Gabungan dan indeks-indeks pasar modal lainnya, bersama dengan arus modal keluar yang sangat besar yang akan mempengaruhi neraca pembayaran Indonesia, akan diakibatkan oleh keluarnya dana-dana ini.

Karena volume pasar masih kecil dan penyandang dana yang signifikan mengendalikan fitur-fitur pasar, para pelaku pasar di Indonesia dapat dengan mudah mengendalikan pasar. Menurut infogoe.com (2011), fitur ini sangat meningkatkan kemungkinan naik atau turunnya Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dengan cepat, yang dapat dipengaruhi oleh manipulasi

pasar. Institusi terus melebihi jumlah investor individu di pasar modal Indonesia, yang merupakan ciri khas lain dari lanskap investasi di Indonesia. Tidak adanya inisiatif edukasi dan sosialisasi pasar modal atau kurangnya pengetahuan tentang pasar modal secara umum dapat menyebabkan hal ini. Menurut Tandelilin, yang mengutip Sura Merdeka (2012) dalam Nurhayati (2012), hanya ada sekitar 200.000 investor di pasar modal Indonesia.

Jika dibandingkan dengan Singapura yang telah mencapai 2 juta, jumlah ini jauh lebih rendah. Oleh karena itu, di era globalisasi ini, negara-negara dengan pasar modal yang relatif lemah, seperti Indonesia, dapat mengalami penurunan pasar modal, sehingga membuat para investor waspada untuk menaruh uang mereka di pasar keuangan negara tersebut. Karena investor internasional memiliki porsi yang tidak proporsional di pasar modal Indonesia, mendorong investor lokal atau domestik untuk bergabung dengan pasar modal dapat membantu mengurangi masalah ini. Selain itu, Bapepam dan BEI dengan rajin mengawasi IPO emiten untuk memastikan bahwa publik tidak menguasai jumlah saham yang tidak proporsional.

### Kesimpulan

Hasil uji stasioneritas dan kointegrasi, seperti yang telah diuraikan di atas, mengindikasikan bahwa pasar modal terintegrasi dalam jangka panjang. Karena uji stasioneritas akar unit pada tingkat yang dimaksud tidak menghasilkan hasil yang stasioner, maka uji stasioneritas pada tingkat diferensial pertama yang menghasilkan hasil yang stasioner harus dilakukan.

Berdasarkan hasil studi VECM (Vector Error Correction Model), pasar modal Indonesia dipengaruhi secara positif oleh pasar modal Cina, Malaysia, Filipina, Singapura dan Thailand. Meskipun demikian, pasar modal asing tidak terpengaruh secara signifikan oleh pasar modal Indonesia. Mengingat integrasi penuh antara pasar keuangan Singapura dan Cina, satu-satunya pasar regional yang mempengaruhi pasar lainnya adalah pasar modal Cina, pasar modal Indonesia rentan terhadap gangguan di pasar negara-negara ASEAN lainnya dan Cina. Sementara itu, pasar modal regional lainnya dapat melihat pasar Singapura sebagai model.

### Saran

1. Tindakan Praktis: Pemerintah dan otoritas pasar modal di negara-negara ASEAN dan Cina sebaiknya meningkatkan koordinasi dan kerjasama untuk mengoptimalkan integrasi pasar modal kawasan. Hal ini dapat dilakukan dengan harmonisasi regulasi dan peningkatan transparansi.
2. Pengembangan Teori Baru: Penelitian lebih lanjut dapat difokuskan pada analisis dinamika pasar modal dengan mempertimbangkan faktor eksternal seperti kebijakan ekonomi global dan fluktuasi nilai tukar untuk memahami pengaruhnya terhadap integrasi pasar modal di kawasan ASEAN dan Cina.
3. Penelitian Lanjutan: Penelitian lanjutan disarankan untuk mengeksplorasi peran investor asing dan domestik dalam mempengaruhi stabilitas dan integrasi pasar modal. Analisis lebih mendalam mengenai dampak perilaku investor terhadap volatilitas pasar juga diperlukan. Penelitian ini menegaskan pentingnya stabilitas dan integrasi pasar modal dalam mendukung pertumbuhan ekonomi regional, serta perlunya kebijakan yang mendukung peran investor lokal untuk meningkatkan ketahanan pasar modal.

### Daftar Pustaka

- Achsani, N. A., & Partisiwi, T. (2010). Testing the Feasibility of ASEAN+ 3 Single Currency Comparing Optimum Currency Area and Clustering Approach Testing the Feasibility of ASEAN+3 Single Currency Comparing Optimum Currency Area and Clustering Approach. In

*International Research Journal of Finance and Economics.*

<http://www.eurojournals.com/finance.htm>

- Liaw, K. Thomas. 2005. Capital market. Thomson-Southwestern
- Marashdeh, H. and Shrestha, M.B. 2010. Stock Market Integration in the GCC Countries. *International Research Journal of Finance and Economics*. Issue 37.
- Martono, W. : A., James, E., Horn, V., Wachowicz, J. M., Manajemen, P.-P., Sembilan, E., & Indonesia, E. (n.d.). *ANALISIS INVESTASI DAN PORTOFOLIO TEXT BOOK*.
- Nam Jeon, B. (n.d.). *International Stock Price Movements: Links and Messages*.
- Narayan, P., Smith, R., and Nandha, M. 2004. Interdependence and Dynamic Linkages Between The Emerging Stock Markets of South Asia. *Accounting and Finance*. 44: 419-439.
- Nurhayati, M. 2012. Analisis Integrasi Pasar Modal Kawasan ASEAN dalam Rangka Menuju Masyarakat Ekonomi ASEAN. Proseding. Seminar Nasional, Semarang.
- Rahman, Md. L., & Uddin, J. (2009). Dynamic Relationship between Stock Prices and Exchange Rates: Evidence from Three South Asian Countries. *International Business Research*, 2(2). <https://doi.org/10.5539/ibr.v2n2p167>
- Santosa Fakultas Ekonomi Universitas Trisakti Jakarta Jalan Kyai Tapa No, B. (2013). INTEGRASI PASAR MODAL KAWASAN CINA-ASEAN. In *Jurnal Ekonomi Pembangunan* (Vol. 14, Issue 1). <http://www.ditjenkpi.go.id>
- Von Furstenberg, G. M. and Jeon, B. N. 1989. International Stock Price Movements: Links and Messages. *Brookings Papers on Economic Activity*.1: 125-179.
- Widarjono, A. 2007. *Ekonometrika Teori dan Aplikasi*. Edisi kedua. Yogyakarta: Penerbit Ekonisia Fakultas Ekonomi UII