

## **Arus Modal dan Integrasi Pasar Modal Internasional**

### ***Capital Flows and International Capital Markets Integration***

**Taslim<sup>1)</sup>\*, Khaira Amalia Fachruddin<sup>2)</sup>**

1) Mahasiswa Program Doktor Ilmu Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis  
Universitas Sumatera Utara – Indonesia

2) Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Sumatera Utara - Indonesia

---

#### **Abstrak**

Telaah literatur ini bertujuan untuk memberikan pemahaman tentang Pasar Modal Internasional, arus modal dan integrasi pasar modal internasional. Semakin terbukanya perekonomian dunia yang ditandai dengan besarnya arus modal keluar masuk pada suatu pasar negara, memberikan kesempatan bagi para investor dan pelaku usaha dalam meningkatkan keuntungan dan mengurangi risiko dari investasi yang akan ditanamkan. Pasar modal internasional bukanlah merupakan hal asing lagi dalam hubungan ekonomi internasional, yang jelas adalah bagian penting dalam transaksi keuangan antar negara, dengan adanya pasar modal internasional tentunya mempermudah aliran pertukaran valas dan modal. Adanya fenomena kesepakatan-kesepakatan economic community yang diakui oleh beberapa negara saat ini melahirkan peraturan baru yang membolehkan investor asing menanamkan modalnya di pasar modal antar negara. Aliran modal yang terjadi antar negara tersebut dapat mengintegrasikan antar pasar modal. Telaah literatur ini, yang diharapkan akan dapat menambah khasanah pengetahuan dalam memahami perkembangan pasar modal internasional dan peran pemerintah serta pelaku usaha dalam penciptaan arus modal serta integrasi pasar modal.

**Kata Kunci:** Pasar Modal; Arus Modal; Integrasi Pasar Modal .

#### **Abstract**

*This literature review aims to provide an understanding of Capital market, capital flows, and capital markets integration. The increasingly open world economy, which is characterized by large inflows of capital in and out of a country's market, provides opportunities for investors and business actors to increase profits and reduce risks from investments to be invested. The international capital market is no longer a foreign matter in international economic relations, which is clearly an important part of financial transactions between countries, with the international capital market, of course, facilitating the flow of foreign exchange and capital exchange. This gave birth to a new regulation that allowed foreign investors to invest in the inter-country capital market. Capital flows that occur between countries can integrate between capital markets. This literature review, which is expected to be able to add to the repertoire of knowledge in understanding the development of international capital markets and the role of government and business actors in the creation of capital flows and capital market integration.*

**Keywords:** Capital Markets; Capital Flows; Capital Market Integration.

---

\*E-mail: [taslim.appraisal@gmail.com](mailto:taslim.appraisal@gmail.com)



## **PENDAHULUAN**

### **Latar Belakang**

Pasar modal adalah salah satu konsep terpenting dari sistem ekonomi modern. Transaksi yang dilakukan di pasar modal global berdampak pada keseluruhan perkembangan ekonomi di seluruh dunia. Pasar modal memiliki rentang fungsi yang luas, diantaranya pasar yang memungkinkan terjadinya mekanisme transfer dana oleh agen ekonomi yang mempunyai kelebihan keuangan yang dinvestasikannya (*surplus*) kepada mereka yang kekurangan keuangan (Bernard J. Foley, 1998). Selanjutnya Cvjeticanin (2004), menyatakan bahwa pasar modal adalah salah satu bagian dari pasar keuangan di mana transaksi jangka panjang dilakukan, terutama untuk jangka waktu lebih dari dua belas bulan.

Pasar modal dunia telah mencatat pertumbuhan yang signifikan selama dua dekade terakhir, terutama abad terakhir di tahun 90-an. Memasuki milenium baru, nilai indeks pasar saham AS naik drastis berdasarkan daya tarik sekuritas ekuitas perusahaan internet yang sangat berlebihan. Pertumbuhan yang kuat, diikuti oleh koreksi pasar yang sangat buruk bagi dana investasi para investor.

Kondisi pasar modal global merupakan suatu kumpulan dari fenomena umum yang dampaknya sangat luas, terutama dampak yang sangat besar terhadap suatu bisnis perusahaan. Semua kegiatan bisnis sangat terpengaruh oleh perubahan yang terjadi dalam variabel ekonomi makro. Sensitivitas terhadap ekonomi makro sangat ditentukan oleh tingkat ketergantungan ekonomi. Makin besar ketergantungan ekonomi, makin besar pula dampak yang ditimbulkan oleh perubahan ekonomi makro. Indonesia, sebagai negara dengan ekonomi yang terbuka tidak luput dari keadaan ekonomi global (Husnan, 2009).

Pasar modal juga merupakan representasi untuk menilai kondisi perusahaan - perusahaan di suatu negara. Mauliono (2009) berpendapat bahwa hampir semua industri di suatu negara terwakili oleh pasar modal. Sutrisno (2009), menyatakan pasar modal memiliki beberapa fungsi antara lain sebagai sumber penghimpun dana, sarana investasi, sarana pemerataan pendapatan; dan pendorong investasi.

Pasar modal internasional bukanlah merupakan hal asing lagi dalam hubungan ekonomi internasional, yang jelas adalah bagian penting dalam transaksi keuangan antar negara, dengan adanya pasar modal internasional tentunya mempermudah aliran pertukaran valas dan modal. Semakin terbukanya perekonomian dunia yang ditandai dengan besarnya arus modal keluar masuk pada suatu pasar negara, memberikan kesempatan bagi para investor dan pelaku usaha dalam meningkatkan keuntungan dan mengurangi risiko dari investasi yang akan ditanamkan.

Beberapa perusahaan dunia baik yang berskala internasional, multinasional, maupun lokal meningkatkan modalnya dalam bentuk hutang modal yang diperolehnya melalui pasar modal. Terutama, perusahaan yang menginternasionalisasi dapat meminjam dollar Amerika dari sumber luar negeri atau dapat meningkatkan hutang modalnya dengan meminjam mata uang asing (daripada dollar Amerika), perlu diingat bahwa perusahaan memiliki target ratio hutang dan akan selalu memiliki jumlah hutang yang pasti (Ruhupatty, 2008).

Perusahaan Global mengantarkan dunia pada tatanan kerjasama ekonomi yang lebih kompleks. Jika dulu aktor hubungan internasional dalam bidang ekonomi masih banyak diperankan oleh negara, sekarang hal itu seolah tak lagi berlaku. Muncul perusahaan-perusahaan skala internasional yang kini memainkan peran penting dalam

hubungan internasional. Perusahaan Multinasional atau *Multinational Corporation* (MNC) merupakan aktor utama dalam bisnis internasional. Merekalah yang menjadi pemain utama dalam kegiatan ekspor, impor, transaksi internasional, dan pola operasi internasional lain seperti usaha patungan, penanaman modal asing dan sistem lisensi. Induk perusahaan MNC dapat menggunakan pasar uang atau obligasi internasional untuk memperoleh dana dengan biaya yang lebih murah dibandingkan dengan dana domestik karena adanya perbedaan suku bunga di tiap negara. Dengan melakukan hal tersebut, MNC dapat mengurangi biaya utang dan karena mengurangi rata-rata tertimbang biaya modal sehingga menghasilkan penilaian yang lebih tinggi.

Secara teoritis, "hukum satu harga" menunjukkan bahwa aset harus memiliki harga yang sama di seluruh negara setelah disesuaikan dengan biaya transaksi. Kontrol modal dan variasi tingkat teknologi membuat pasar modal lintas negara mengarah pada tingkat integrasi yang berbeda (Darrat et al., 2000, Bekaert et al., 2009). Selain itu, literatur menunjukkan bukti bahwa integrasi keuangan internasional tidak menunjukkan tanda-tanda yang lebih kuat dari waktu ke waktu, bahkan mungkin menunjukkan arah sebaliknya dalam beberapa periode (Bekaert dan Harvey, 1995; Rose dan Wieladek, 2014).

Adanya fenomena kesepakatan-kesepakatan *economic community* yang diakui oleh beberapa negara saat ini melahirkan peraturan baru yang membolehkan investor asing menanamkan modalnya di pasar modal antar negara. Aliran modal yang terjadi antar negara tersebut dapat mengintegrasikan antar pasar-pasar modal. Dengan meningkatnya arus modal lintas batas, banyak perusahaan mulai memasukkan saham mereka ke dalam daftar silang pasar modal asing untuk mengejar manfaat terkait, seperti biaya modal rendah, likuiditas tinggi dalam perdagangan saham, dan peningkatan reputasi (Karolyi, 2006).

Secara teoritis pasar modal global yang terintegrasikan sepenuhnya (artinya tidak ada hambatan apapun untuk memiliki sekuritas di setiap pasar modal, dan juga tidak ada hambatan dalam *capital inflow out flow*) akan menciptakan biaya modal yang lebih rendah dari pada seandainya pasar modal tidak terintegrasikan, hal ini disebabkan karena para pemodal bisa melakukan diversifikasi investasi dengan lebih luas (bukan hanya antara industri, tetapi antar negara).

## **Tujuan Penelaahan Literatur**

Tujuan penelaahan literatur ini adalah untuk menggali pemahaman tentang arus modal dan integrasi pasar modal internasional sebagai konsekuensi perkembangan kemajuan teknologi komunikasi dan transportasi serta komitmen aparat pemerintah dan pelaku usaha diberbagai negara dalam keikutsertaan mendorong ekonomi dunia yang terbuka.

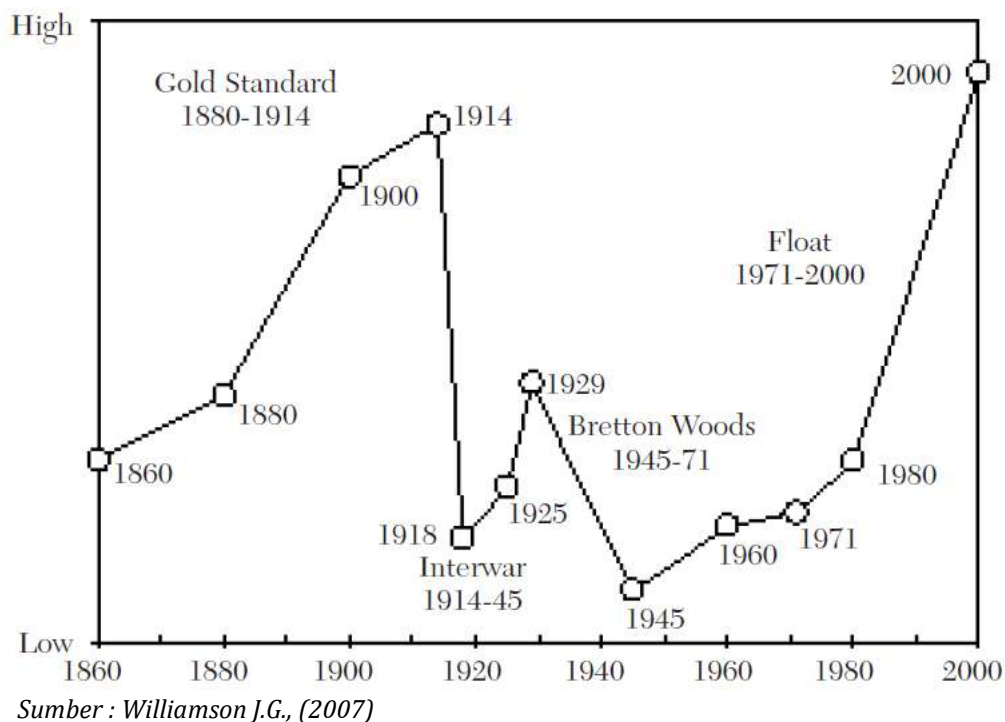
## **TINJAUAN PUSTAKA**

### **Teori terkait Pasar Modal**

Pasar modal adalah pertemuan antara pihak yang memiliki kelebihan dana dengan pihak yang membutuhkan dana dengan cara memperjualbelikan sekuritas. Pasar modal juga bisa diartikan sebagai pasar untuk memperjualbelikan sekuritas yang umumnya memiliki umur lebih dari satu tahun, seperti saham dan obligasi (Tandelilin, 2010).

Williamson, J.G, (2007), mengungkapkan ada dua abad global yang terjadi di dunia sejak awal 1800-an dan telah ada tiga rezim. Abad global pertama berlangsung hingga tahun 1914 dan Perang Dunia I. Abad global kedua adalah yang kita jalani sekarang, yang

dimulai pada tahun 1945 ketika dunia perlahan-lahan membangkitkan apa yang telah mati pada tahun 1914. Gambar 1 menggambarkan ledakan, kegagalan, dan ledakan sekuler yang dihasilkan di pasar modal dunia. Ada tiga pasar dunia yang berhubungan erat yaitu pasar tenaga kerja (migrasi massal), pasar komoditas (perdagangan), dan pasar modal keuangan. Masing-masing pasar tersebut mengalami boom, bust, dan boom sekuler dalam besaran dan waktu yang sama, dan masing-masing tampaknya mematuhi hukum yang sama dari gerakan ekonomi politik yang menciptakan kebijakan liberal, restriktif dan liberal. Semua ini menimbulkan dua pertanyaan yang jelas: Berapa banyak dari apa yang kita amati pada gambar 1 disebabkan oleh kebijakan dan seberapa banyak disebabkan oleh kekuatan pasar domestik (pasar lain) di seluruh dunia? Ke arah mana kausalitas berjalan, dari boom pasar modal ke liberalisasi kebijakan (atau dari pasar modal ke restriksi kebijakan), atau dari liberalisasi ke boom (atau dari restriksi ke bust)?



Gambar 1. Evolusi Global Capital Market 1860-2000

Literatur yang terkait pasar modal yang mempelajari pola arus modal, sebagian besar telah difokuskan pada bagaimana berbagai distorsi pasar modal mempengaruhi arus modal. Beberapa penelitian yang mengikuti Feldstein dan Horioka (1980) mengungkap korelasi antara tabungan domestik dan tingkat investasi, dan menafsirkan analisis mereka sebagai "tes" terhadap efisiensi pasar modal internasional (Bayoumi dan Rose 1993, Taylor 1996, Tesar 1991, dan banyak lainnya). Menanggapi kegagalan tes ini, beberapa penelitian berikutnya melakukan pengembangan model gesekan keuangan internasional yang mulai dari komitmen terbatas (Wright 2001, Kehoe dan Perri 2002, dan Restrepo-Echavarria 2018) dan risiko default (Eaton dan Gersovitz 1981, Arellano 2008, Aguiar dan Gopinath 2006, Tomz dan Wright 2013, dan banyak lainnya) hingga ketidak lengkapan pasar eksogen (Bai dan Zhang 2010) dan informasi asimetris (Atkeson 1991). Masalah dengan "test" mobilitas modal ini adalah bahwa mereka biasanya mengandalkan asumsi yang kuat tentang keberadaan dan sumber keuntungan dari perdagangan, dan karenanya ini memiliki kekuatan rendah terhadap alternatif pemikiran yang masuk akal mengenai sifat keuntungan dari perdagangan. Peneliti berikutnya melengkapi literatur tentang inefisiensi pasar keuangan internasional ini

dengan mengevaluasi friksi ini menggunakan kerangka kerja berbeda yang menggunakan data pada serangkaian variabel makroekonomi yang lebih luas untuk secara bersamaan mengidentifikasi sumber keuntungan dari perdagangan modal internasional dan untuk mendukung peran potensial distorsi yang membatasi perdagangan modal tersebut.

Menurut Darwin, (2005), keputusan investasi pada pasar modal adalah merupakan suatu tindakan melepaskan uang, modal atau dana pada saat sekarang dengan harapan memperoleh keuntungan dimasa yang akan datang, terutama pada pasar modal negara berkembang. Ada dua atribut penting dalam investasi, yaitu atribut tujuan dan waktu tujuan investasi adalah penghasilan pendapatan atau perolehan modal (pengembalian). Atribut waktu berkaitan dengan unsur ketidak pastian bahwa pendapatan atau perolehan modal baru dapat dinikmati di masa yang akan datang, ini berarti didalam investasi ada urusan risiko.

Pengelolaan dan manajemen yang baik sangat dibutuhkan dalam berinvestasi karena beberapa alasan, pertama Investasi menyangkut harapan terhadap hasil di masa yang akan datang, kedua Investasi biasanya menyangkut dana yang relatif besar, dan ketiga Kesalahan dalam pengambilan keputusan investasi terkadang bisa berakibat fatal dan sulit di perbaiki (Warsono, 2003).

Pertanyaan tentang bagaimana perusahaan harus memilih struktur modal mereka dianggap sebagai pertanyaan paling penting dalam keuangan perusahaan (Lemmon et al., 2008). Banyak penelitian telah dilakukan dalam upaya untuk menjawab pilihan struktur modal yang optimal sejak publikasi klasik Modigliani dan Miller (1958), dan teori telah dikembangkan untuk menjelaskan pilihan struktur modal perusahaan (yaitu, trade-off, agency, dan teori pecking order).

Literatur terkait tentang pemilihan struktur modal yang optimal dalam keuangan perusahaan menjadi objek pengamatan yang signifikan, utamanya terlihat setelah publikasi penelitian dari Modigliani dan Miller (1958). Sejak itu, banyak teori yang telah dikembangkan untuk memprediksi keberadaan struktur modal yang optimal. Misalnya, Kraus dan Litzenberger (1973) mengandaikan bahwa struktur modal perusahaan berlabuh pada trade-off antara keuntungan (yaitu, penghematan pajak) dan kerugian (yaitu, peningkatan kebangkrutan yang diharapkan) dari pembiayaan utang. Teori trade-off mengusulkan bahwa struktur modal yang optimal akan tercapai, pada posisi manfaat marjinal dan biaya marjinal pembiayaan utang, berada pada posisi yang seimbang

Jensen dan Meckling (1976) memperkenalkan *Agency Cost Theory* dalam literatur struktur modal perusahaan. Teori *Agency* menunjukkan bahwa konflik antara orang dalam perusahaan (manajer) dan orang luar (pemegang obligasi dan pemegang saham) signifikan dalam mempengaruhi pilihan pembiayaan perusahaan. Oleh karena itu, teori ini memprediksi bahwa pilihan struktur modal perusahaan harus dibuat untuk mengurangi biaya keagenan tersebut.

Selanjutnya, Myers (1977) mengemukakan bentuk lain dari *agency cost of debt*, yaitu masalah underinvestment. Menurut Myers (1977) ketika hutang perusahaan jatuh tempo setelah berakhirnya opsi investasi, pemegang saham dapat menolak proyek yang menguntungkan (yaitu proyek dengan net present value (NPV) positif), karena keuntungan dari investasi dalam proyek tersebut diperoleh pemegang obligasi perusahaan tanpa memaksimalkan kekayaan pemegang saham.

Teori pecking order, yang diperkenalkan oleh Myers (1984) dan Myers dan Majluf (1984), memprediksi bahwa asimetri informasi adalah elemen utama untuk keputusan pendanaan perusahaan. Dalam hal ini, ada banyak penelitian empiris, dan bukti yang legitimit yang dilakukan terkait dengan teori ini. Demikian juga, studi sebelumnya

memperkenalkan beberapa proxy asimetris informasi yang pernah dipakai, misalnya, *bid-ask spread*, residual volatilitas, dan volume perdagangan, diidentifikasi dengan respon pasar untuk menerbitkan ekuitas baru dan kecenderungan untuk menerbitkan ekuitas (Ivkovi dan Weisbenner; 2005; Korajczyk et al., 1991; Loughran dan Schultz, 2006).

### Sejarah Berdirinya Pasar Modal Dunia

Sejarah pasar modal di dunia diawali pada abad ke-12 di Perancis, saat para *courretiers de change* (perancang perubahan) yang memiliki kepentingan sebagai pengelola dan pengatur utang komunitas pertanian terhadap perbankan. Karena mereka memperjual-belikan hutang, maka dapat dikatakan bahwa mereka merupakan broker pertama di dunia. Namun ada pendapat berbeda yang mengatakan sejarah pasar modal dimulai pada abad ke-13 di daerah Bruges, ibu kota dan kota terbesar di provinsi Flanders Barat di Wilayah Flemish di Belgia. Para pedagang komoditas berkumpul di rumah Van der Beurze (Seorang pemilik penginapan besar) yang kemudian perkumpulan tersebut disebut sebagai "*Brugse Beurse*", sebuah perkumpulan yang masih informal. Meskipun sebenarnya Van der Beurze memiliki sebuah gedung di Antwerp (sebuah kota di Belgia) dimana pertemuan-pertemuan itu diadakan. Van der Beurze memiliki Antwerpen yang merupakan tempat perdagangan utama pada era tersebut. Ide pertemuan ini kemudian semakin menyebar di sekitar Flanders dan negara-negara tetangga, lalu "*Beurzen*" segera dibuka di daerah Ghent dan Rotterdam. "*Beurzen*", merupakan bahasa Belanda yang dipakai penduduk dari negara-negara di pesisir barat laut Eropa yang kemudian penyebutannya banyak diplesetkan menjadi Borsa, Bolsa, Borse dan Bursa, istilah yang dipakai dalam perdagangan di pasar modal hingga saat ini.

Pada pertengahan abad ke-13, bankir dari Venesia mulai memperdagangkan sekuritas milik pemerintah. Pada tahun 1351, pemerintah Venesia dilarang menyebarkan desas-desus yang dilakukan untuk menurunkan harga dana pemerintah. Kegiatan ini juga mulai diikuti oleh bankir di Pisa, Verona, Genoa, dan Florence selama abad ke-14. Hal ini memungkinkan karena kota (saat itu masih disebut sebagai negara) tersebut karena sudah cukup mandiri tanpa dipengaruhi campur tangan pemerintah daerah setempat. Sedangkan sejarah pasar modal modern diawali antara abad ke-17 dan ke-18. Saat itu Belanda menjadi pelopor inovasi dasar-dasar sistem keuangan modern. Sementara kota-kota di Italia masih memproduksi obligasi pemerintah pertama yang dapat dipindah-alihkan, mereka tidak mengembangkan keperluan lain untuk diproduksi pasar modal yang telah matang, yaitu bursa saham.

Di awal tahun 1600an, VOC yang merupakan persekutuan dagang asal Belanda yang menguasai aktivitas perdagangan di Asia menjadi yang pertama memperdagangkan obligasi dan lembar saham pada masyarakat umum. Perdagangan saham perusahaan selanjutnya secara berkesinambungan dilakukan di Amsterdam Exchange. Kemudian dilanjutkan dengan munculnya turunan perdagangan berupa Opsi dan Repo. Saat itu bentuk perdagangan saham masih berupa lembaran sertifikat kepemilikan saham. Namun saat ini bentuk perdagangan di pasar modal sudah beralih dalam bentuk digital yang disimpan di Rekening Dana Investor.

Perusahaan-perusahaan dari Italia menjadi perusahaan yang pertama kali menerbitkan saham di bursa yang kemudian diikuti oleh perusahaan di Inggris dan negara-negara pesisir barat laut Eropa.

## Arus Modal dan Integrasi Pasar Modal

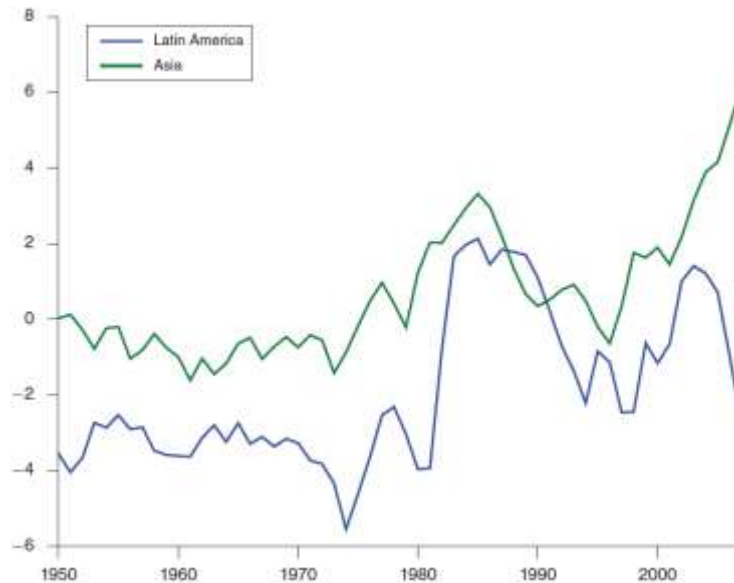
Semakin terbukanya perekonomian dunia yang ditandai dengan besarnya arus modal keluar masuk pada suatu pasar negara, memberikan kesempatan bagi para investor dan pelaku usaha dalam meningkatkan keuntungan dan mengurangi risiko dari investasi yang akan ditanamkan.

Singh, T. (2017), dalam makalahnya mengungkapkan bahwa globalisasi pasar keuangan dan mobilitas modal lintas negara tetap menjadi area kontroversi yang belum terselesaikan dalam diskusi ekonomi makro. Arsip tentang perilaku pasar keuangan internasional menunjukkan bahwa pasar keuangan ini bubar selama Perang Dunia I, muncul kembali secara singkat selama 1925-31, dan kemudian layu atau meredup pada periode *the Great Depression*. Pilihan kebijakan ekonomi makro cenderung dibatasi oleh 'Policy Trilemma' di mana suatu negara paling banyak dapat memilih dua (dua) dari tiga tujuan kebijakan: *independent monetary policy*, *fixed exchange rate system*, dan *open capital account*. 'Policy Trilemma' atau 'Impossible Trinity' selama diberlakukan sistem Bretton Woods telah mengharuskan penerapan kebijakan pembatasan arus modal untuk mendukung nilai tukar tetap dan memungkinkan bank sentral untuk melakukan kebijakan otonomi moneter (*autonomous monetary policies*). Perekonomian utama dunia tetap terintegrasi hanya dengan pengaturan perdagangan dan keuangan yang paling mendasar, dan biasanya bilateral sampai tahun 1950. Pergerakan modal swasta mulai kembali bergairah pada tahun 1960-an, tumbuh pesat pada tahun 1970-an dan kemudian tumbuh lebih cepat lagi sejak 1980-an. Keberhasilan sistem Bretton Woods dalam memacu perdagangan internasional dan pergerakan modal terkait membawa keruntuhannya sendiri dengan membangkitkan 'Inconsistent Trinity' (Obstfeld 1998). Model Mundell-Fleming (Mundell 1962, 1963, Fleming 1962) mendalilkan mobilitas modal yang sempurna dan pasar keuangan internasional yang terintegrasi dan tanpa gesekan (*frictionless integration of international financial markets*). Selisih antara suku bunga domestik dan asing diimbangi oleh arus masuk (outflow) modal asing ke (keluar) perekonomian domestik, dan tercermin dalam (i) akumulasi (penipisan) cadangan devisa di bawah tingkat suku bunga tetap, rezim nilai tukar dan (ii) apresiasi (depresiasi) mata uang domestik di bawah rezim nilai tukar fleksibel. Peralihan dari sistem nilai tukar 'tetap' ke 'mengambang' sejak awal 1970-an menyebabkan ketidakpastian di pasar valuta asing dan mendorong risiko keuangan dalam berinvestasi di aset asing. Devaluasi yang didorong oleh kebijakan dan depresiasi yang didorong oleh pasar dari nilai eksternal mata uang asing mengurangi tingkat pengembalian aset keuangan asing dan menginduksi home-bias dalam portofolio aset investor domestik.

Paradigma berpengaruh yang dipelopori oleh Feldstein dan Horioka (1980) mendalilkan tidak adanya mobilitas modal yang sempurna, adanya *home-bias* dalam portofolio aset investor, dan perilaku pasar keuangan internasional yang hampir autarkis. Feldstein dan Horioka (FH) memperkirakan reduksi bentuk regresi cross-sectional dari investasi domestik pada tabungan (keduanya diskalakan oleh PDB) untuk negara-negara OECD (1960-74), dan menemukan parameter *slope* tabungan berbeda secara signifikan dari nol, tapi bukan dari kesatuan. Mereka menafsirkan hasil ini dalam hal imobilitas modal jangka panjang dan integrasi pasar modal internasional yang tidak sempurna. Beberapa penelitian telah memperkuat kesimpulan FH dan secara sistematis menunjukkan adanya korelasi yang tinggi antara tingkat tabungan dan investasi atau setara dengan kurangnya korelasi antara transaksi berjalan dan tingkat investasi.

Setelah Perang Dunia II, ekonomi Asia Timur berkembang pesat sementara ekonomi Amerika Latin mengalami stagnasi. Pada saat yang sama, modal internasional mengalir ke Amerika Latin dalam jumlah yang jauh lebih besar daripada yang mengalir

ke Asia Timur. Gambar 2 menunjukkan bahwa ekspor bersih untuk Asia Timur (Jepang, Korea Selatan, Singapura, Hong Kong, dan Taiwan) mendekati nol setelah Perang Dunia II, sedangkan ekspor bersih Amerika Latin (Argentina, Brasil, Chili, Kolombia, Meksiko, dan Peru) secara konsisten negatif. Ini mengejutkan karena, semuanya sama, negara-negara berkembang pesat harus menghasilkan pengembalian yang lebih tinggi dan dengan demikian harus menerima lebih banyak modal daripada negara-negara yang tumbuh lambat (Ohanian, Lee E. *et al*, 2018).



Gambar 2. Capital Flows ke Asia dan Amerika Latin (*Net Exports Percent GDP*)

Selanjutnya, Ohanian dan kawan-kawan menelusuri dalam penelitian nya untuk mengetahui mengapa modal tidak mengalir ke Asia Timur yang ekonominya berkembang pesat setelah Perang Dunia II. Dan mengapa arus modal tidak mengalir dari Amerika Latin yang tumbuh lambat? Banyak literatur telah berusaha untuk menjelaskan aliran modal internasional sebagai akibat dari ketidaksempurnaan pasar modal, baik domestik maupun internasional, yang membatasi peluang dan mendistorsi insentif untuk memindahkan modal dari wilayah yang tumbuh lambat ke wilayah yang tumbuh cepat. Hal ini wajar karena distorsi tersebut adalah saluran yang paling langsung untuk mempengaruhi arus modal dan karena ada dokumentasi yang signifikan dari ketidaksempurnaan pasar modal dalam literatur. Sebaliknya, dalam makalah ini kami berpendapat bahwa distorsi pasar tenaga kerja dan evolusinya secara bersamaan menjelaskan mengapa modal mengalir ke Amerika Latin dan bukan ke Asia, dan juga mengapa pengalaman pertumbuhan kedua wilayah tersebut sangat berbeda.

Menurut Edo, S, (2018), pada tahun 1970-an, negara-negara berkembang meminjam secara besar-besaran dan mengumpulkan utang luar negeri yang tidak dapat lagi mereka bayar karena ekonomi yang stagnan. Pada tahun 1982, Meksiko bereaksi terhadap masalah tersebut dengan menanggguhkan pembayaran utang luar negerinya yang menyebabkan krisis utang di seluruh negara berkembang dan pengurangan pinjaman yang parah ke negara-negara berkembang. Oleh karena itu, kekurangan dana menyebabkan kegagalan substansial dalam pelaksanaan proyek-proyek pembangunan. Oleh karena itu, sektor publik tidak mampu mendorong pertumbuhan ekonomi. Ukuran sektor swasta pada saat yang sama tetap relatif kecil dan terhambat karena kerangka kerja kebijakan ekonomi makro yang buruk yang gagal menciptakan lingkungan yang memungkinkan bagi industri untuk tumbuh. *The lack of vibrant private sector* juga dikaitkan dengan efek *the crowding out effect of government participation* dalam

perekonomian selama bertahun-tahun. Tantangan-tantangan besar yang dihadapi oleh sektor-sektor ekonomi publik dan swasta ini menghambat pertumbuhan dan pembangunan di negara-negara berkembang, khususnya pada tahun 1980-an dan 1990-an. Menanggapi tantangan ini, IMF/Bank Dunia mengusulkan strategi pembangunan ekonomi berbasis pasar yang bertumpu pada investasi yang didorong oleh sektor swasta. Strategi ini diteliti melalui Program Penyesuaian Struktural pada 1980-an.

Anthony Saunders dan Marcia Millon Cornett (2006), menyatakan bahwa sejak 1994 sampai akhir tahun 2001, terjadi peningkatan nilai pemegang saham sebesar 140% (meningkat menjadi 170% sejak tahun 1994 sampai akhir tahun 2000. Pada tahun 2001 nilai saham mengalami kehilangan sebesar 13,6%, yang terjadi dalam fase penurunan ekonomi AS). Pasar modal AS dipertimbangkan, dan masih dianggap, sebagai pasar modal utama dunia. Menurut Marijan Cvjeticanin (2004), mengatakan bahwa transaksi yang dilakukan di bursa saham menentukan harga sekuritas di seluruh dunia dan mempengaruhi hampir semua perkembangan ekonomi global. Proses globalisasi telah menyebabkan peran paling penting pasar modal dalam bidang keuangan. Globalisasi menghapus batas-batas antara sistem ekonomi yang menghubungkan antar negara secara besar-besaran, struktur yang saling berhubungan. Dengan pasar ekuitas AS, yang dipimpin oleh NYSE, pusat keuangan dunia lain mulai memperkuat posisinya sebagai lembaga keuangan global yang relevan. Bursa Efek Tokyo, Bursa Efek London, dan Bursa Saham Frankfurt menjadi pusat-pusat keuangan yang paling penting, tetapi pusat-pusat keuangan ini tidak dapat mengambil alih untuk memimpin pusat keuangan dunia, karena peran tersebut masih mengacy pada pusat keuangan di Amerika.

## **METODOLOGI**

Metodologi yang digunakan pada telaah literatur ini termasuk jenis penelitian studi literatur (literature review) dengan menggunakan model review (*narrative review*) terhadap 13 jurnal penelitian internasional yang dipilih dengan memfokuskan kepada topik terkait pasar modal internasional, arus modal dan integrasi pasar modal internasional, yang dipublikasi melalui *Proquest* dengan rentang waktu penerbitan 2009-2020.

## **HASIL DAN PEMBAHASAN**

### **Pembuatan Pasar dan Pengembangan Model Pasar Modal Internasional yang Equilibrium**

Jurnal yang kami telah terkait pembuatan pasar dan pengembangan Model Pasar Modal Internasional yang Equilibrium ini terdiri dari 2 (dua) jurnal yaitu :

1. Charitou A & Marios Panayides, (2009). *Market making in international capital markets Challenges and benefits of its implementation in emerging markets*. International Journal of Managerial Finance Vol. 5 No. 1, 2009 pp. 50-80 q Emerald Group Publishing Limited 1743-9132 D
2. Schnabel, J.A, (2012). *Consumption hedging and home-country bias in a model of international capital market equilibrium*. Studies in Economics and Finance Vol. 29 No. 1, 2012 pp. 4-10 q Emerald Group Publishing Limited 1086-7376

Pada jurnal Charitou A & Marios Panayides, (2009) yang berjudul *Market making in international capital markets Challenges and benefits of its implementation in emerging markets*, tujuan penelitiannya adalah untuk mengevaluasi secara kritis sistem

pembuatan pasar yang berbeda yang ditemukan pada sebagian besar pasar modal negara maju dan untuk memberikan panduan kepada regulator pada pasar modal negara berkembang untuk kemungkinan mengimplementasikan sistem pembuatan pasar yang sama dengan pasar modal di negara maju.

Jurnal ini melihat secara dekat desain pembuatan pasar modal dari tujuh negara maju yang berfokus pada obligasi dan hak istimewa dari pembuat pasar. Studi kasus dan bukti empiris yang dilakukan pada penelitian ini, ingin mengidentifikasi keuntungan dan kerugian dari kemungkinan mengimplementasi suatu desain yang mirip dengan negara maju pada pembentukan pasar modal negara berkembang

Makalah ini mengidentifikasi adanya tiga sistem pembuatan pasar yang diterapkan saat pada pasar modal negara maju ini: *the quote-driven, the centralized and non-centralized systems*. Empat faktor diusulkan kepada regulator pasar modal negara berkembang terkait pembentukan pasar modal, yang harus dipertimbangkan yaitu kapan waktu yang tepat untuk pengambilan keputusan pembentukan pasar modal, dan *design* yang mana dari tiga sistem pembuatan pasar modal yang akan diterapkan. Diantaranya meliputi: *current exchange design* dan biaya restrukturisasi, sentimen investor internasional dan domestik terhadap bursa, ukuran pasar negara berkembang dan desain pasar di negara-negara yang menjadi sasaran modal asing (*in countries hosting the target foreign capital*).

Sedangkan Tujuan Penelitian yang diungkap pada Jurnal Schnabel, J.A, (2012) yang berjudul *Consumption hedging and home-country bias in a model of international capital market equilibrium*, adalah untuk mengembangkan model pasar modal internasional yang ekuilibrium di mana investor *home-country* menunjukkan perilaku *bias* atas keinginan mereka untuk melakukan lindung nilai (*hedge of*) atas konsumsi riil mereka.

Guna mencapai tujuan penelitian tersebut Schnabel, J.A, mengemukakan adanya proses dua tahap pemilihan portofolio untuk perwakilan investor di suatu negara. Pada langkah pertama, menentukan benchmark portofolio, sedangkan pada langkah kedua, memilih portofolio optimalnya. Portofolio terakhir memaksimalkan *the expected portfolio rate of return* dikurangi varians *the risk tolerance weighted variance of tracking error*. Implikasi pasar ekuilibrium dari optimalisasi portofolio ditentukan melalui *aggregation across all investors and countries*.

Dalam pengaturan di mana negara-negara dicirikan oleh kumpulan konsumsi yang unik, penelitian ini telah mengembangkan model ekuilibrium pasar modal internasional. Investor diasumsikan memilih portofolio sesuai dengan proses dua langkah. Langkah pertama melibatkan penentuan portofolio benchmark yang sesuai untuk investor perwakilan suatu negara sebagai portofolio yang meminimalkan varians konsumsi riil. Langkah kedua kemudian mensyaratkan bahwa portofolio yang dipilih memaksimalkan fungsi utilitas yang mencerminkan tingkat pengembalian portofolio yang diharapkan dikurangi *the risk tolerance weighted variance of tracking error* yang dilakukan karena divergensi yang dipilih dari benchmark portofolio. Portofolio optimal yang dihasilkan terbukti menunjukkan *home-country bias*. Implikasi ekuilibrium dari proses pemilihan portofolio ini kemudian diselidiki dengan menggabungkan kondisi optimalitas portofolio investor representatif di semua investor dan negara. Hasilnya adalah jenis garis pasar sekuritas yang berlaku secara global dan berbeda dari garis pasar *the classic capital asset pricing model* dalam hal *vertical intercept, slope, dan beta coefficient*. Ditunjukkan bahwa portofolio varians minimum global berfungsi sebagai pengganti aset tanpa risiko. Dengan menggunakan asumsi penyederhanaan, garis pasar sekuritas yang direvisi terbukti konsisten dengan dan dapat ditafsirkan sebagai perpanjangan multi-negara dari

penyempurnaan awal *capital asset pricing model* modal yang secara eksplisit memperhitungkan inflasi yang tidak pasti.

### Arus Modal dan Integrasi Pasar Modal Internasional

Telaah literatur terkait arus modal dan integrasi pasar modal internasional kami lakukan terhadap 6 (enam) jurnal penelitian internasional sebagai berikut :

1. He Soung Ahn & Hyejin Cho, (2017). *Effect Of Liability Of Foreignness And Family Ownership On Cross-Listing Location Choice*. The Journal of Applied Business Research – January / February 2017 Volume 33, Number 1.
2. Singh, T. (2017). *Financial Market Integration and the Mobility of Capital: Evidence from the OECD Countries*. Applied Economics Quarterly Vol. 63. No 1 (2017) Duncker & Humblot GmbH, 12165. Berlin.
3. Surender Kumar, Abhay Kumar Srivastava & Karuna Chauhan (2017). *Globalization and Opportunities for Investors in Emerging Stock Markets*. FIIB Business Review, Volume 6 Issue 3, July - September 2017.
4. Lee E. Ohanian, Paulina Restrepo-Echavarria, and Mark L. J. Wright, (2018). *Bad Investments and Missed Opportunities? Postwar Capital Flows to Asia and Latin America*. American Economic Review 2018, 108(12): 3541–3582
5. Axel Buchner, Susanne Espenlaub, Arif Khurshed and Abdulkadir Mohamed, (2018). *Cross-border venture capital investments: The impact of foreignness on returns*. Journal of International Business Studies (2018) 49, 575–604 <sup>a</sup> 2017 Academy of International Business All rights reserved 0047-2506/18.
6. Samson Edo, (2018). *Private capital infows and stock market interface in sub-Saharan Africa*. International Review of Economics (2018) 65:507–538 <https://doi.org/10.1007/s12232-018-0313-z>.
7. Gamal Haikal, Mahmoud Ramadan Barakat, 2019. *Egyptian Equity Market between International Integration and Segregation*. International Journal of Economics and Financial Issues ISSN: 2146-4138 available at <http://www.econjournals.com> International Journal of Economics and Financial Issues, 2019, 9(3), 252-258.
8. Mohammed Jerbeen Dan Faisal Alnori, (2020). *Corporate Geographical Location and Capital Structure: Evidence from an Emerging Market*. International Journal of Economics and Financial Issues, 2020, 10(3), ISSN: 2146-4138 available at <http://www.econjournals.com> 174-186 DOI: <https://doi.org/10.32479/ijefi.9772>

Penelitian He Soung Ahn & Hyejin Cho, (2017) dalam jurnalnya yang berjudul *Effect Of Liability Of Foreignness And Family Ownership On Cross-Listing Location Choice*, bertujuan untuk menyelidiki pengaruh Variabel *Sources of liability of foreignness (LOF)* yang terdiri dari; *Institutional distance*; *Economic distance*; *Geographic distance*; dan *Cultural distance* terhadap *cross-listing location choice* yang dimoderasi dengan *family ownerships*. Penelitian ini mengkaji bagaimana *LOF* dan *Family Ownership* mempengaruhi keputusan perusahaan untuk berpartisipasi dalam perusahaan pasar modal asing dengan memanfaatkan konteks *cross-listing location choice*.

Data tentang *cross listing* dikumpulkan oleh He Soung Ahn & Hyejin Cho dari tahun 1994 hingga 2008 yang berasal dari SDC Platinum yang disediakan oleh Thomson Reuters. Untuk mengontrol efek potensial dari *cross listing* sebelumnya, pada *Cross-Listing Location Choice*, mereka mengidentifikasi semua penerbitan saham biasa oleh perusahaan yang baru mulai mencatatkan saham mereka di bursa asing. Peneliti mengecualikan perusahaan keuangan yang didirikan yang mendapat fasilitas *tax heaven*, seperti yang diberlakukan di Bermuda atau Kepulauan Cayman, karenanya firma-firma ini cenderung secara fisik diperoleh dari tempat lain. Peneliti juga mengecualikan

pertukaran yang mungkin dikaitkan dengan setidaknya dua negara atau lebih. Seperti contoh, meskipun *Euronext*, yang dibentuk oleh penggabungan bursa di Prancis, Belanda, dan Belgia, yang secara fisik berlokasi di Belanda, perusahaan dari Prancis dan Belgia dapat mendaftarkan saham mereka di *Euronext* dengan seolah-olah mereka terdaftar di negara asal mereka. Dengan menggunakan transaksi *cross listing* (tanpa data yang hilang) sebagai variabel. Sampel akhir yang dikumpulkan terdiri dari 536 *cross listing* yang berasal dari 28 negara asal dengan 8 negara target (yaitu, Australia, Kanada, Luksemburg, Jerman, Singapura, Swiss, Inggris, dan AS).

Hasil penelitian menunjukkan jumlah *Cross listing* untuk setiap pasangan negara target asal, dimana meskipun sebagian besar perusahaan asing (43%) lebih memilih untuk melakukan cross-list di AS karena pasar sahamnya terbesar di dunia, namun hasil penelitian juga menunjukkan bahwa lebih dari 50% perusahaan telah melakukan cross-listing saham mereka di pasar non-AS. Selanjutnya penelitian ini menunjukkan adanya korelasi antara LOF, variabel spesifik pasar sasaran, dan variabel spesifik perusahaan. Empat variabel yang mewakili derajat LOF (yaitu jarak institusional, ekonomi, geografis, dan budaya) berkorelasi, kecuali hubungan antara jarak institusional dan geografis. Untuk menghindari masalah multikolinearitas, peneliti memasukkan variabel-variabel ini secara terpisah dalam analisisnya. Untuk melihat pengaruh LOF terhadap keputusan lokasi cross-listing dilakukan dengan menggunakan *A single alternative-specific conditional logit Model* yang menunjukkan dua set hasil. Set pertama (lihat kolom (1) hingga (5) dari Tabel 1) melaporkan efek LOF dan target variabel khusus pasar. Misalnya, kita dapat berargumen bahwa nilai negatif signifikan dari jarak Kelembagaan menyiratkan kecenderungan perusahaan untuk melakukan daftar silang di negara yang tertutup secara institusional. Set kedua (lihat kolom dengan nama negara) menunjukkan pengaruh variabel spesifik perusahaan dalam memilih target pasar tertentu. Kami hanya melaporkan hasil spesifikasi kolom (5) untuk variabel spesifik perusahaan karena ruang terbatas. Sebagai contoh, kita dapat berargumen bahwa perusahaan yang ingin meningkatkan modal melalui hasil yang lebih tinggi dalam daftar silang cenderung lebih sedikit melakukan daftar silang di Australia. Sebagai keuntungan utamanya, model asclogit memungkinkan kita untuk menganalisis determinan keputusan lokasi daftar silang sambil mengendalikan variabel spesifik perusahaan.

Tabel 1. Analysis of Effect of Liability of Foreignness in Cross-listing Listing Location Choice

|                                 | (1)                               | (2)                               | (3)                               | (4)                               | (5)                               |
|---------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|
| <b>Liability of Foreignness</b> |                                   |                                   |                                   |                                   |                                   |
| Institutional distance          | 0.7380 <sup>***</sup><br>(0.000)  |                                   |                                   |                                   | -0.2114<br>(0.268)                |
| Economic distance               |                                   | 3.1577 <sup>***</sup><br>(0.000)  |                                   |                                   | 2.1586 <sup>***</sup><br>(0.000)  |
| Geographic distance             |                                   |                                   | -0.6180 <sup>***</sup><br>(0.000) |                                   | -0.2043 <sup>†</sup><br>(0.071)   |
| Cultural distance               |                                   |                                   |                                   | -0.6362 <sup>***</sup><br>(0.000) | -0.5764 <sup>***</sup><br>(0.000) |
| <b>Target Country-specific</b>  |                                   |                                   |                                   |                                   |                                   |
| Turnover                        | -0.4906 <sup>**</sup><br>(0.003)  | -0.4604 <sup>**</sup><br>(0.005)  | -0.4721 <sup>**</sup><br>(0.005)  | -0.4003 <sup>*</sup><br>(0.012)   | -0.3635 <sup>*</sup><br>(0.021)   |
| Market capitalization           | -0.0393<br>(0.849)                | -0.1596<br>(0.434)                | -0.2394<br>(0.257)                | -0.3781 <sup>†</sup><br>(0.094)   | -0.3817 <sup>†</sup><br>(0.096)   |
| Inward stock FDI                | 0.0556<br>(0.380)                 | 0.0517<br>(0.417)                 | 0.0831<br>(0.211)                 | 0.0803<br>(0.208)                 | 0.0864<br>(0.186)                 |
| Gross spread                    | -1.1392 <sup>***</sup><br>(0.000) | -1.0169 <sup>***</sup><br>(0.000) | -1.0507 <sup>***</sup><br>(0.000) | -0.9903 <sup>***</sup><br>(0.000) | -0.8982 <sup>***</sup><br>(0.001) |
| Wald chi2                       | 213.6                             | 217.5                             | 233.3                             | 227.8                             | 242.6                             |
| Log likelihood                  | -536.5                            | -525.4                            | -519.4                            | -496.0                            | -474.6                            |
| Prob> chi2                      | 0                                 | 0                                 | 0                                 | 0                                 | 0                                 |
| Observations                    | 536                               | 536                               | 536                               | 536                               | 536                               |

† if  $p < 0.10$ ; \* if  $p < 0.05$ ; \*\* if  $p < 0.01$ ; \*\*\* if  $p < 0.001$

Tabel 2 menunjukkan bagaimana *family ownership* memoderasi pengaruh variabel jarak institusional, ekonomi, geografis, dan budaya. Meskipun *family ownership* berpengaruh tidak signifikan terhadap jarak institusional (lihat kolom (1)), variabel ini memiliki pengaruh moderasi yang signifikan terhadap jarak ekonomi, geografis, dan budaya. Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan milik keluarga menyukai pasar modal asing dengan LOF yang lebih rendah. Efek moderasi yang tidak signifikan dari kepemilikan keluarga pada hubungan antara jarak institusional dan keputusan cross-listing sebagian dapat dijelaskan oleh fakta bahwa jarak institusional berimplikasi pada struktur tata kelola perusahaan milik keluarga. Memasuki pasar modal yang ketat secara institusional dapat menjadi beban bagi *family ownership* karena perusahaan milik keluarga cenderung mengejar tujuan keluarga dan keuangan. *Family ownership* mungkin berharap bahwa *the level of real or perceived power*, yang memungkinkan mereka untuk mempengaruhi keputusan perusahaan, akan menurun ketika mereka melakukan *cross listing* di negara maju secara institusional. Oleh karena itu, nilai absolut dari jarak institusional adalah konsep yang kurang relevan untuk perusahaan milik keluarga.

Tabel 2. Analysis of Moderating Effect of Family Ownership in Cross-listing Listing Location Choice

|                                           | (1)                   | (2)                   | (3)                   | (4)                   |
|-------------------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| <b>Liability of Foreignness</b>           |                       |                       |                       |                       |
| Institutional distance                    | -1.0016***<br>(0.000) |                       |                       |                       |
| Institutional distance * Family ownership | 0.4235<br>(0.198)     |                       |                       |                       |
| Economic distance                         |                       | 2.4679***<br>(0.000)  |                       |                       |
| Economic distance * Family ownership      |                       | 2.4044*<br>(0.042)    |                       |                       |
| Geographic distance                       |                       |                       | -0.4475***<br>(0.000) |                       |
| Geographic distance * Family ownership    |                       |                       | -0.3906*<br>(0.023)   |                       |
| Cultural distance                         |                       |                       |                       | -0.4706***<br>(0.000) |
| Cultural distance * Family ownership      |                       |                       |                       | -0.3504*<br>(0.039)   |
| <b>Target Country-specific</b>            |                       |                       |                       |                       |
| Turnover                                  | -0.4906**<br>(0.003)  | -0.4438**<br>(0.007)  | -0.4699**<br>(0.005)  | -0.3981*<br>(0.013)   |
| Market capitalization                     | -0.0321<br>(0.876)    | -0.1668<br>(0.415)    | -0.2761<br>(0.196)    | -0.4225+<br>(0.065)   |
| Inward stock FDI                          | 0.0557<br>(0.380)     | 0.0526<br>(0.407)     | 0.0852<br>(0.196)     | 0.0727<br>(0.250)     |
| Gross spread                              | -1.1336***<br>(0.000) | -0.9952***<br>(0.000) | -1.0410***<br>(0.000) | -0.9871***<br>(0.000) |
| Wald chi2                                 | 214.5                 | 219.9                 | 236.7                 | 224.2                 |
| Log likelihood                            | -535.7                | -523.2                | -516.7                | -493.7                |
| Prob> chi2                                | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     |
| Observations                              | 536                   | 536                   | 536                   | 536                   |

† if p < 0.10; \* if p < 0.05; \*\* if p < 0.01; \*\*\* if p < 0.001

Penelitian Singh, T. (2017), *Financial Market Integration and the Mobility of Capital: Evidence from the OECD Countries*, bertujuan menguji hubungan jangka panjang antara tabungan domestik dan investasi serta memperhitungkan tentang mobilitas modal antar negara dan integrasi pasar keuangan internasional. Studi ini mengkaji hubungan jangka panjang antara tabungan domestik dan investasi, dan mengukur mobilitas modal internasional dan integrasi pasar keuangan untuk 24 negara OECD. Analisis hubungan kointegrasi antara tabungan domestik dan investasi pada dasarnya tidak dapat dihindari untuk menentukan validitas intertemporal budget constraint dan menilai keberlanjutan defisit transaksi berjalan. Perilaku tabungan-investasi dan korelasi SI tersirat cenderung berbeda antar negara. Estimasi parameter (rata-rata) diperoleh dari model *data cross-sectional* dan data panel yang memberikan informasi hanya untuk kelompok sampel secara keseluruhan dan, dengan demikian, cenderung kehilangan relevansi untuk perumusan dan penilaian kebijakan ekonomi khusus negara. Penelitian ini menggunakan pendekatan *time series* dan memperhitungkan korelasi SI dan IMC antar negara. Model

jangka panjang diperkirakan menggunakan beberapa estimator untuk menilai kekokohan hasil lintas metodologi dan uji statistik.

Perkiraan model OLSEG, OLSGH, dan ML secara konsisten menunjukkan bahwa tabungan dan investasi domestik digabungkan dengan mata uang untuk beberapa negara, tetapi tidak untuk semua negara. Derajat mobilitas modal dan integrasi pasar keuangan bervariasi antar negara. Parameter *slope* tabungan tetap jauh di atas nol untuk sebagian besar negara. Studi ini menemukan dukungan untuk *struktural break* dalam parameter *slope* simpanan untuk hampir semua negara. Tes JMN menunjukkan bahwa hubungan kointegrasi berlaku bahkan setelah memperhitungkan jeda struktural dalam parameter model. Dukungan untuk hubungan kointegrasi antara tabungan domestik dan investasi menunjukkan keberlanjutan transaksi berjalan defisit dan solvabilitas kendala anggaran antarwaktu di beberapa negara. Proporsi investasi yang rendah secara asimetris dibiayai oleh tabungan domestik dalam negara dengan mobilitas modal yang tinggi. Investasi di negara-negara dengan mobilitas modal rendah hingga sedang, dibiayai dari tabungan domestik dan asing. Ketergantungan pada tabungan domestik menggarisbawahi kebutuhan untuk mempercepat tabungan untuk membiayai akumulasi modal dan menjaga ketidakseimbangan neraca berjalan dalam batas yang berkelanjutan. Investasi di negara-negara dengan mobilitas modal tinggi dibiayai oleh kumpulan modal dunia, dan tabungan domestik mengalir sebagai respons terhadap pengembalian yang lebih tinggi yang tersedia di pasar keuangan internasional. Kekhawatiran utama bagi negara-negara dengan mobilitas modal yang tinggi adalah kerentanan terhadap spekulatif ekspektasi (sistematis atau stokastik) (rasional atau irasional) investor internasional, keberlanjutan defisit transaksi berjalan, kecukupan cadangan devisa, dan stabilitas sistem keuangan.

Sedangkan penelitian Surender Kumar, Abhay Kumar Srivastava & Karuna Chauhan (2017). *Globalization and Opportunities for Investors in Emerging Stock Markets*, bertujuan menguji aspek-aspek penting dari strategi investasi pasar saham (*under risk and uncertainty*) pada 5 pasar saham terbesar di negara berkembang yaitu pada negara China, Korea Selatan, Taiwan, India dan Malaysia. Pengujian tersebut dilatarbelakangi bahwa telah terjadi liberalisasi keuangan pada pasar saham negara berkembang khususnya Asia, yang dilihat oleh investor baik sebagai institusi maupun individu, kenyataan tersebut menjadi peluang besar untuk berinvestasi yaitu mendiversifikasi dana mereka di seluruh pasar saham tersebut dan mengurangi risiko portofolio mereka.

Surender Kumar dkk, menggunakan data *return saham* dari lima pasar saham utama di negara-negara berkembang, yaitu. Cina, Korea Selatan, Taiwan, India, Malaysia, berupa harga saham harian untuk periode Januari 2011 hingga Juli 2016. Data tersebut digunakan untuk mempelajari dampak krisis utang negara Eropa dan reformasi ekonomi China serta devaluasi mata uang di pasar negara berkembang tertentu. Dalam penelitian ini dilakukan investigasi detail *ARCH* dan *generalized models* untuk memperkirakan volatilitas kondisional dan asimetris. Uji Eagle's LM (*Lagrange Multiplier*) digunakan untuk mengkonfirmasi jangka waktu yang lama tanpa bukti efek ARCH sebagai pengujian diagnostik model yang dipasang. Dalam makalah ini juga telah diperiksa perilaku saling bergantung dari pasar saham yang sedang berkembang ini. Dengan demikian, *Vector Autoregression Model* (VAR) digunakan untuk mengidentifikasi saluran interaksi (*the channels of interactions*).

Data yang berkaitan dengan pasar saham yang dipilih menunjukkan adanya inefisien informasi, dimana hasil pengujian menunjukkan adanya auto korelasi. Adanya serial autokorelasi ini dalam return saham menyebabkan estimasi yang tidak konsisten terhadap volatilitas. Ditemukan bahwa investor dapat merencanakan strategi investasi

mereka berdasarkan *unexpected fluctuation* serta *preceding time period volatility* dalam harga saham. Saat merancang strategi investasi pasar Korea Selatan, investor perlu mempertimbangkan perubahan faktor perusahaan dan ekonomi yang dapat mengakibatkan fluktuasi harga saham yang diharapkan dan tidak diharapkan. Dalam kasus pengembalian di pasar Malaysia dapat diamati bahwa keputusan investasi dipengaruhi oleh kabar baik atau buruk dan volatilitas pada periode sebelumnya. Dalam penelitian ini, juga telah melakukan studi tentang hubungan antara pengembalian saham dan volatilitas yang tidak terduga. Karena ada signifikansi positif dalam kasus semua pasar berkembang Asia, investor dapat mengambil keuntungan dari variasi tak terduga dalam pengembalian saham untuk mewujudkan pengembalian ekstra. Penelitian ini telah merumuskan dan memperkirakan model regresi VAR dari pengembalian pasar saham harian untuk lima negara berkembang.

Lee E. Ohanian, Paulina Restrepo-Echavarria, and Mark L. J. Wright, (2018). *Bad Investments and Missed Opportunities? Postwar Capital Flows to Asia and Latin America*, menemukan bahwa distorsi pasar tenaga kerja, dan penghapusannya dari waktu ke waktu, memainkan peran dominan dalam menjelaskan mengapa Asia tumbuh relatif cepat serta mengapa ia menerima sedikit arus masuk modal. Mungkin mengejutkan, dengan mempertimbangkan literatur sebelumnya, dampak distorsi pasar modal internasional dan domestik tidak secara kuantitatif penting dalam menghalangi aliran modal ke Asia setelah tahun 1950-an, dan pada kenyataannya bertindak untuk mengurangi arus keluar modal dari Asia. Aliran modal Amerika Latin juga terutama didorong oleh irisan tenaga kerja Amerika Latin. Distorsi pasar modal internasional memiliki efek yang jauh lebih besar pada aliran modal Amerika Latin selama dan setelah krisis utang Amerika Latin tahun 1980-an.

Temuan Lee E. Ohanian dkk, ini memiliki implikasi positif dan normatif. Sisi positifnya, hasil-hasil tersebut menunjukkan bahwa tidak ada anggapan bahwa negara-negara yang berkembang pesat harus menerima aliran modal yang tinggi secara tidak proporsional, karena distorsi tenaga kerja dan pasar modal domestik dapat cukup menekan insentif untuk memindahkan modal ke negara-negara ini. Di sisi normatif, temuan peneliti juga menunjukkan bahwa efek kesejahteraan dari reformasi institusi domestik dapat jauh lebih besar daripada yang sering diasumsikan, karena perubahan distorsi domestik dapat memiliki efek langsung dan tidak langsung yang besar pada alokasi pasar modal dunia.

Axel Buchner, Susanne Espenlaub, Arif Khurshed and Abdulkadir Mohamed, (2018). *Cross-border venture capital investments: The impact of foreignness on returns*. Studi ini mengkaji *return* yang dihasilkan oleh investasi modal ventura (VC) dalam transaksi domestik dan lintas batas. Penelitian ini menemukan bahwa investasi lintas batas (*cross-border investments*) secara signifikan berkinerja buruk dibandingkan dengan *equivalent domestic investments*. Return dipengaruhi secara negatif oleh *geographic distances*, *cultural disparities*, dan *institutional differences* antara *the home and host countries*. Returns pada *cross-border* dan *domestic deals* juga menurun setelah akhir 1990-an. Diversifikasi portofolio internasional dan kejenuhan pasar domestik dapat menjelaskan mengapa investor VC melakukan investasi lintas batas meskipun pengembalian yang diharapkan buruk. *International portfolio diversification* dan *the saturation of domestic markets* dapat menjelaskan mengapa investor VC (Ventura Capital) melakukan *cross-border investments* meskipun *expected return* nya buruk.

Samson Edo, (2018). *Private capital inflows and stock market interface in sub-Saharan Africa*. Aliran pemikiran pasar keuangan berpendapat bahwa pasar keuangan memainkan peran kunci dalam memfasilitasi aliran modal ke negara-negara

kurang berkembang di dunia. Faham ini menganggap pasar saham sebagai saluran yang kuat untuk menarik dan memobilisasi modal untuk pembangunan di seluruh dunia. Oleh karena itu, penelitian ini dilakukan untuk menentukan validitas argumen ini, dengan menyelidiki bagaimana pasar saham berinteraksi dengan variabel lain untuk memengaruhi aliran modal ke Afrika sub-Sahara. Pasar saham memungkinkan individu dan lembaga untuk menyalurkan dananya ke dalam investasi dengan tingkat pengembalian yang tinggi dan oleh karena itu berperan penting dalam memobilisasi modal dalam/luar negeri yang diperlukan untuk memfasilitasi pembangunan ekonomi. Penyelidikan dilakukan dengan menentukan model yang sesuai, menggunakan teknik estimasi data panel, dan sumber data dari instansi terkait. Data panel yang dikumpulkan selama periode 1997–2016, di mana data tersedia untuk pasar saham aktif.

Hasil Penelitian Samson Edo, telah memvalidasi pentingnya pasar saham dengan menunjukkan dampak positif nya langsung pada semua komponen arus modal swasta, sebuah dampak yang secara signifikan ditingkatkan dengan pengembalian investasi di pasar. Pasar saham juga terungkap memiliki ambang batas maksimum yang menunjukkan bahwa pasar saham memiliki kapasitas untuk menyalurkan sebagian besar potensi arus modal.

Gamal Haikal, Mahmoud Ramadan Barakat, 2019. *Egyptian Equity Market between International Integration and Segregation*. Tujuan dari makalah ini adalah untuk menyelidiki sejauh mana pasar modal Mesir terintegrasi dengan pasar internasional, didekati dari: pasar saham AS. Studi ini menggunakan tes Augmented Dickey-Fuller (ADF) dan Phillips-Perron (PP) yang mempertimbangkan kemungkinan fraktur dan tren struktural dalam deret waktu yang disimpulkan dari pendekatan efisien Johansen Juselius (JJ). Hasil Empirical disimpulkan dari Johansen Juselius (JJ) efisien pendekatan menunjukkan bahwa pasar Mesir di Long-run tersegmentasi internasional. Hal ini memberikan sinyal kepada manajer portofolio internasional bahwa pasar modal Mesir merupakan peluang yang baik untuk diversifikasi internasional. Apalagi dengan semakin banyaknya bukti integrasi pasar internasional. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak ada hubungan sebab akibat jangka pendek antara kedua indeks yang diteliti, yaitu *International Integration* dan *Segregation*.

Mohammed Jerbeen Dan Faisal Alnori, (2020). *Corporate Geographical Location and Capital Structure: Evidence from an Emerging Market*. Studi ini menyelidiki dampak dari lokasi geografis kantor pusat perusahaan pada keputusan struktur modal perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Arab Saudi. Dalam memeriksa ini, kami membandingkan tingkat leverage antara perusahaan, yang kantor pusatnya, berada di kota besar dan non-besar di Arab Saudi. Penelitian ini menggunakan data tahunan untuk perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Pasar Saham Saudi untuk periode antara 2005 dan 2016. Studi ini mengecualikan perusahaan keuangan, yaitu bank dan perusahaan asuransi, karena struktur modal mereka secara signifikan dipengaruhi oleh faktor peraturan dan bukan didorong oleh mekanisme pasar.

Hasil penelitian menemukan bukti kuat bahwa lokasi kantor pusat perusahaan membentuk pilihan struktur modalnya. Hasil penelitian juga menemukan bahwa perusahaan yang berkantor pusat di kota-kota besar memiliki tingkat leverage pasar dan leverage berdasarkan laporan keuangan yang lebih tinggi daripada perusahaan yang berkantor pusat di kota-kota non-besar (yaitu kota-kota lain). Perbedaan ini dijelaskan oleh alasan bahwa perusahaan di kota-kota kecil mengalami lebih banyak asimetri informasi dan masalah seleksi yang merugikan daripada perusahaan lain, dan oleh karena itu. membuat pembiayaan utang luar negeri lebih mahal.

## Interaksi Pemerintah dan Pelaku Usaha Pasar Modal Internasional

Telaah literatur terkait interaksi pemerintah dan pelaku usaha pasar modal internasional kami lakukan terhadap jurnal penelitian lain Hardie and Lena Rethel (2019), *Financial structure and the development of domestic bond markets in emerging economies*. Business and Politics 2019; 21(1): 86–112 doi:10.1017/bap.2018.11 © V.K. Aggarwal 2018 and published under exclusive license to Cambridge University Press.

Makalah ini mengkaji interaksi pemerintah dan pelaku usaha dalam pengembangan pasar keuangan pada negara-negara dengan penggolongan ekonomi berkembang. Metode penelitian menggunakan teknik wawancara terhadap 155 responden yang berasal dari pejabat pemerintah dan pelaku usaha dinegara sampel dengan juga menggunakan data sekunder. Peneliti menganalisis dinamika perkembangan pasar obligasi domestik di empat negara berkembang yang terletak di wilayah utama investasi pasar negara berkembang: Brasil, Lebanon, Malaysia, dan Turki. Keempat pasar ini menempati posisi yang berbeda dalam hal pengembangan pasar. Fokus studi adalah periode tertentu, dekade menjelang krisis keuangan global 2008-2009, saat kekhawatiran yang meningkat dengan perkembangan pasar obligasi domestik di kalangan kebijakan keuangan internasional.

Hasil penelitian lain Hardie and Lena Rethel, menunjukkan bahwa pengembangan pasar obligasi tidak mengikuti skema satu ukuran untuk semua. Keberhasilan atau kegagalannya tergantung pada kepentingan dan pengaruh dari para pelaku pasar keuangan yang lebih luas daripada hubungan antara pemerintah nasional dan investor internasional. Pelaku keuangan domestik seperti dana pensiun dan bank, memiliki minat dan kemampuan yang dapat berbeda untuk mempengaruhi perkembangan pasar keuangan, terutama karena faktor historis spesifik negara. Kebijakan pemerintah sendiri tidak mungkin cukup untuk mengatasi kepentingan keuangan domestik, melalui pentingnya *current account* dan *government debt financing*. Struktur keuangan membentuk kepentingan pelaku pasar, insentif bagi pemerintah dan hasil tingkat pengembangan pasar obligasi yang bervariasi.

## Hubungan antara Return Perusahaan pada Pasar Ekuitas

Telaah literatur terkait hubungan antara return perusahaan pada pasar ekuitas, kami lakukan terhadap penelitian Azra zaimovic, almira arnaut-berilo, arnela mustafic, (2017). *Portfolio diversification in the south-east european equity markets*. South east european journal of economics and business volume 12 (1) 2017, 126-135 doi: 10.1515/jeb-2017-0010. Makalah ini mencoba mengidentifikasi hubungan antara *return* perusahaan yang diperdagangkan di pasar ekuitas Eropa Tenggara. Penelitian ini juga menawarkan wawasan tentang tingkat integrasi pasar ekuitas Eropa Tenggara.

Sampel awal terdiri dari 47 saham dan 23 indeks yang diamati selama periode dari 1 Januari 2006 hingga 1 April 2016. Saham yang dipilih adalah saham dengan likuiditas yang cukup, yaitu minimal 440 hari perdagangan selama periode pengamatan. Saham paling likuid dan indeks lebar wide dari pasar yang dianalisis dimasukkan dalam sampel. Saham-saham yang dipilih sedang diperdagangkan di lima pasar modal SEE (pasar modal Kroasia, Serbia, Montenegro, Makedonia dan Bosnia-Herzegovina<sup>3</sup>), sedangkan indeks pasar saham yang dianalisis tercakup dalam selain lima pasar modal SEE ini pasar Rumania dan Bulgaria. Apalagi beberapa indeks pasar terkemuka dunia juga disertakan (Inggris, Jerman, Austria, Italia dan pasar modal Jepang). Metode optimasi portofolio Markowitz mean-variance (MV) digunakan untuk mengidentifikasi kemungkinan diversifikasi di antara pasar-pasar ini dan pasar modal terkemuka dunia. Principal Component Analysis (PCA) digunakan untuk menentukan komponen yang

menggambarkan pola kuat dan gerakan bersama dari kumpulan data. Akhirnya, kami menggabungkan perbatasan efisien MV dan ekuitas, yang mewakili komponen PCA, untuk menarik kesimpulan.

Temuan penelitian Azra zaimovic, dkk, menunjukkan bahwa analisis PC secara substansial menyederhanakan proses pemilihan aset dalam manajemen portofolio. Portofolio pasar SEE mengungguli setiap portofolio saham ex change efisien. Saham di Makedonia bursa adalah yang berkinerja terbaik, sedangkan Saham Sarajevo Stock Exchange adalah yang terburuk selama periode yang diamati. Ditemukan manfaat besar dari menyebarkan investasi di seluruh wilayah SEE, daripada berinvestasi di satu pasar saja. Bahwa investor dengan penghindaran risiko rendah, tidak akan mendapat manfaat dari penyebaran investasi mereka dari SEE menjadi yang pasar terkemuka di dunia, dan sebaliknya. Di sisi lain, investor dengan penghindaran risiko tinggi memiliki manfaat tambahan dari diversifikasi yang lebih luas. Kita dapat menyimpulkan bahwa ada manfaat diversifikasi terbatas dari penyebaran investasi dari pasar SEE ke pasar modal terkemuka di dunia, dan sebaliknya, karena tingginya integrasi pasar SEE dengan pasar terkemuka dunia. Integrasi pasar modal internasional yang tinggi dan kemungkinan diversifikasi yang lebih sedikit adalah konsekuensi dari krisis keuangan, jadi hasil penelitian ini sejalan dengan sebagian besar studi tentang topik ini.

### **Hubungan Pasar Saham Amerika Serikat dan Pasar Saham Dunia**

Telaah literatur yang bertujuan untuk melihat hubungan Pasar Saham Amerika Serikat dan Pasar Saham Dunia kami bedah dari hasil penelitian Baresa Susasa et al, (2014). *Interdependence of international capital markets*. UTMS Journal of Economics 5 (1): 25–39, yang bertujuan untuk mendefinisikan dan mengukur hubungan pasar modal A.S., dan pasar ekuitas, terhadap sekuritas (S&P 500, FTSE100, Indeks Nikkei 225, CROBEX) yang dipilih pada pasar saham dunia.

Penelitian ini telah mengkonfirmasi tesis bahwa pasar bursa saham AS mempunyai korelasi yang kuat dengan indeks pasar saham dunia. Hubungan yang kuat diamati antara S&P 500 dan FTSE 100. Korelasi yang lebih lemah, tetapi masih cukup kuat terlihat pada hubungan yang diamati antara Indeks S&P 500 dan Indeks Nikkei 225. Membandingkan indeks S&P 500 dengan CROBEX mengkonfirmasi hipotesis bahwa dampak pasar modal AS kurang terasa di pasar keuangan yang kurang berkembang, yang memiliki tingkat kepentingan internasional yang lebih rendah. Pasar modal yang kurang berkembang, likuiditas rendah adalah bidang masalah keuangan yang menarik. Terutama karena diprediksi bahwa aturan analisis teknikal tidak berlaku untuk pasar modal yang lebih kecil. Dari penelitian ini dapat terlihat bahwa pada tingkat tertentu di pasar modal suatu negara akan merasakan dampak dari pasar ekuitas A.S. yang secara langsung akan bergantung pada perkembangan dan pentingnya pasar modal internasional untuk diawasi.

### **Dampak Pandemi Covid-19 terhadap Pasar Modal Internasional**

Untuk melihat pengaruh Dampak Covid-19 terhadap pasar modal internasional kami melakukan telaah literatur terhadap penelitian Paulo Vitor Souza de Souza dan César Augusto Tibúrcio Silva, (2020), *Effects of COVID-19 Pandemic on International Capital Markets*, International Journal of Economics and Financial Issues, 2020, 10(6), 163-171. ISSN: 2146-4138.

Paulo vitor Souza dkk, menggunakan indeks paling representatif milik pasar saham dari 44 pasar modal dunia dalam deret waktu harian dengan data dari 01/02/2019 hingga 15/05/2020. Analisis korelasi dan uji harga rata-rata, *graphical analysis of returns*,

dan analisis regresi linier berganda terhadap efisiensi indeks dilakukan bersama dengan dimensi budaya dan aspek makroekonomi pasar.

Temuan penelitian ini memberikan bukti bahwa pada periode setelah pandemi, pasar modal internasional menjadi lebih berkorelasi dengan meningkatkan tingkat korelasi indeks mereka. Peneliti menemukan perbedaan yang signifikan terkait koefisien korelasi periode sebelum dan sesudah pandemi, yang menunjukkan korelasi perubahan perilaku indeks. Pasar menyajikan pengurangan *return* mereka dan peningkatan volatilitas setelah pandemi. Pandemi mempengaruhi perilaku efisiensi indeks pasar.

Pada periode pra-pandemi mengurangi efisiensi pasar dengan *individualism* dan *aversion to uncertainty* serta *increased inflation*. Pada periode pascapandemi, efisiensi ditingkatkan oleh *individualism* dan dikurangi dengan *indulgence* (kesenangan). Hasil ini memberikan bukti bahwa perilaku efisiensi berubah, menunjukkan perilaku adaptif terhadap pasar modal internasional

## KESIMPULAN

Pasar modal internasional adalah bagian penting dalam transaksi yang dilakukan antar negara baik berkaitan dengan sekuritas keuangan maupun sekuritas pada komoditi alam, transaksi keuangan antar negara sendiri sangat erat kaitannya dengan nilai mata uang yang digunakan dalam transaksi tersebut, sehingga membuat setiap negara memiliki nilai unik pada mata uangnya, yang berpengaruh terhadap, banyaknya investor-investor yang akan menanam modal pada negara tersebut.

Dukungan substansial dari beberapa literatur yang ditelaah menemukan bahwa pasar saham sebagai saluran arus modal yang penting bagi negara maju dan berkembang. Oleh karena itu, hal ini menggarisbawahi argumen bahwa pasar saham dan pasar keuangan secara umum harus diperkuat di negara-negara berkembang, agar dapat lebih diuntungkan dari arus modal swasta. Bukti penelitian dengan jelas menunjukkan bahwa pasar saham domestik dapat memfasilitasi pertumbuhan dan perkembangan ekonomi di negara-negara kurang berkembang yaitu dengan menarik arus modal. Keberlanjutan peran ini penting, oleh karena itu perlu dikembangkan pasar modal negara berkembang dan lebih meningkatkan kapasitasnya. Untuk mencegah penurunan arus modal yang tidak beralasan, pasar keuangan harus didorong untuk tumbuh guna mengakomodasi lebih banyak arus masuk.

Investasi di negara-negara dengan mobilitas modal rendah hingga sedang dibiayai oleh tabungan domestik dan asing. Ketergantungan pada tabungan domestik menggarisbawahi kebutuhan untuk mempercepat tabungan dalam membiayai akumulasi modal dan menjaga ketidakseimbangan neraca berjalan dalam batas yang berkelanjutan. Investasi di negara-negara dengan mobilitas modal tinggi dibiayai oleh kumpulan modal dunia, dan tabungan domestik yang mengalir sebagai tanggapan atas tingkat pengembalian yang lebih tinggi yang tersedia di pasar keuangan internasional. Kekhawatiran utama bagi negara-negara dengan mobilitas modal tinggi adalah kerentanan terhadap ekspektasi spekulatif baik sistematis atau stokastik, investor internasional yang rasional atau irasional, keberlanjutan defisit transaksi berjalan, kecukupan cadangan devisa, dan stabilitas sistem keuangan

Hasil penelitian terkait keberadaan perusahaan keluarga dan pasar modal internasional menunjukkan bahwa efek moderasi *family ownership* terhadap jarak institusional memiliki pengaruh yang tidak signifikan terhadap *cross listing choice* untuk perusahaan milik keluarga tersebut. Karenanya diharapkan agar perusahaan milik keluarga tetap fokus pada kekuatan relatifnya terhadap institusi pasar sasaran, daripada tingkat perbedaan jarak institusional yang absolut antara negara asal dan negara target.

Pemilik perusahaan keluarga cenderung untuk lebih memilih mempertahankan hak suara dan kontrol mereka di perusahaan mereka dalam tujuan mencapai keuntungan pribadi, sehingga mungkin saja menjadi keputusan yang memberatkan bagi mereka untuk memasuki pasar modal asing dengan institusi yang kuat, karena tentu saja mereka akan menghadapi regulasi yang lebih ketat karena pasar modal tersebut sangat berkomitmen untuk melakukan perlindungan investor yang lebih tinggi.

Dibagian akhir hasil telah literatur ini memperlihatkan bahwa pandemi mempengaruhi pasar internasional dalam indeks perwakilannya, dengan fokus pada perilaku efisiensi pasar tersebut, yang berubah karena perubahan kondisi pasar dunia.

Beberapa hasil penelitian memberikan bukti tentang pasar modal dunia yang menghadirkan kemampuan beradaptasi yang lebih baik terhadap lingkungan yang tidak pasti, Telaah literatur ini diharapkan dapat memberikan sumbangan pengetahuan tentang keuangan perusahaan dan perilakunya dengan memberikan aspek-aspek yang terkait dengan perilaku individu yang mempengaruhi efisiensi pasar modal tersebut.

## DAFTAR PUSTAKA

- Bekaert, G., Harvey, C.R. (1995), Time-varying world market integration. *The Journal of Finance*, 50, 403-444.
- Bekaert, G., Hodrick, R.J., Zhang, X. (2009), International stock return comovements. *The Journal of Finance*, 64, 2591-2626.
- Bodie, Zvi et al. (2011). *Investment and Portfolio Management: Global Edition*. New York: McGraw Hill/Irwin.
- Cvjeticanin, Marijan. 2004. *Stock-trading: A guide for investors and analysts*. 2nd ed. Zagreb: Masmedia
- Darrat, A.F., Elkhail, K., Hakim, S.R. (2000), On the integration of emerging stock markets in the Middle East. *Journal of Economic Development*, 25, 119-130
- Edo, S. 2018. *Private capital infows and stock market interface in sub-Saharan Africa*. *International Review of Economics* (2018) 65:507–538 <https://doi.org/10.1007/s12232-018-0313-z>
- Fahmi, Irham. 2014. *Pengantar Manajemen Keuangan: Teori dan Soal Jawab*. Bandung: Alfabeta.
- Feldstein, M. /Horioka, C. (1980): "Domestic saving and international capital flows," *The Economic Journal*, June, 90(358), 314 –329.
- Foley, Bernard J. 1998. *Capital Markets*. 2nd ed. Zagreb: MATE.
- Hartono, Jogiyo. 2010. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE UGM
- Husnan, Suad. 2009. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Edisi Kedua. Yogyakarta. Penerbit UPP Amp YKPN
- Mauliano D.A, 2009. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di Bursa Efek Indonesia. Fakultas Ekonomi Universitas Gunadarma. Jakarta.
- Ohanian, Lee E., Paulina Restrepo-Echavarria, and Mark L. J. Wright. 2018. *Bad Investments and Missed Opportunities? Postwar Capital Flows to Asia and Latin America*. *American Economic Review*. <https://doi.org/10.1257/aer.20151510>.
- Rose, A.K., Wieladek, T. (2014), Financial protectionism? First evidence. *The Journal of Finance*, 69, 2127-2149.
- Ruhupatty, Le Roy, 2008. *Internasional Pasar Modal Dunia pada Peningkatan Struktur Modal Melalui Hutang Modal Serta Resiko Internasional yang Ditimbulkan*. *Journal of Business and Economics* Juni 2008, Vol. 7 No. 1, p 80 – 85, ISSN: 1412-0070.

- Singh, T. (2007). *Financial Market Integration and the Mobility of Capital: Evidence from the OECD Countries*. Applied Economics Quarterly Vol. 63. No 1 (2017) Duncker & Humblot GmbH, 12165 Berlin.
- Sutrisno, 2009. Manajemen Keuangan, Teori, Konsep dan Aplikasi. Edisi Pertama, Ekonisia. Yogyakarta.
- Tandelilin, Eduardus. 2011. Analisa Investasi dan Manajemen Keuangan Portofolio, Yogyakarta : BPFE.
- Taylor, Alan M., and Jeffrey G. Williamson. 1997. "Convergence in the Age of Mass Migration." *European Review of Economic History*, 1(1): 27–63.