
DAMPAK PELEPASAN BATAS KEPEMILIKAN ASING TERHADAP TERINTEGRASINYA BURSA EFEK JAKARTA DENGAN BURSA EFEK INTERNASIONAL

(Studi Literatur)

Harjum Muharom

1

Abstrak

Tulisan ini merupakan hasil kajian terhadap penelitian-penelitian yang dilakukan oleh berbagai pihak tentang integrasi dan segmentasi pasar modal internasional. Dari penelitian-penelitian tersebut ditemukan bahwa dari waktu ke waktu pasar modal internasional semakin terintegrasi. Terintegrasinya suatu pasar modal domestik dengan pasar modal internasional sangat dipengaruhi oleh kebijakan pemerintah dalam mengatur investasi lokal dan asing di pasar modal tersebut. Berdasarkan hasil penelitian-penelitian pada pasar modal yang telah terintegrasi secara internasional tersebut dan adanya kebijakan pemerintah melepaskan batas kepemilikan asing di pasar modal Indonesia (BEJ), maka penulis mengambil hipotesis bahwa pasar modal Indonesia telah terintegrasi dengan pasar modal internasional.

LATAR BELAKANG MASALAH

Krisis ekonomi yang melanda Indonesia pada tahun 1997 telah memberikan dampak yang sangat besar bagi pasar modal Indonesia. Harga saham merosot tajam, bahkan ada saham yang diperdagangkan jauh lebih murah dibandingkan harga pisang goreng, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di Bursa

Efek Jakarta jatuh pada titik terendah dalam sejarah perkembangannya.

Berlanjutnya krisis ekonomi yang melanda Indonesia dan dengan tujuan untuk menarik lebih banyak investor asing masuk ke Indonesia, maka pada kuartal III tahun 1997 pemerintah melepas batas kepemilikan asing di Bursa Efek Jakarta¹. Sejak saat itu berarti para investor asing bisa memiliki 100% saham perusahaan

yang telah tercatat di Bursa Efek Jakarta. Di lain pihak investor Indonesia juga bebas melakukan investasi di luar negeri. Kebijakan pemerintah ini menjadikan hambatan-hambatan yang selama ini ada di Bursa Efek Jakarta hilang atau menurut Cheung dan Lee (1993) secara teoritis Bursa Efek Jakarta telah terintegrasi dengan pasar modal internasional. Diterapkannya sistem devisa bebas dan sistem nilai tukar mata uang mengambang ikut mendorong terintegrasinya Bursa Efek Jakarta dengan pasar modal internasional, karena para investor bebas memasukkan dan menarik modalnya dari dan ke Indonesia.

PENGERTIAN TERINTEGRASI DAN TERSEGMENTASI

Menurut Bae (1995) suatu pasar modal dikatakan terintegrasi secara internasional jika *asset-asset* dengan risiko yang sama (identik) akan memiliki harga yang sama juga walaupun diperdagangkan di pasar modal yang berbeda. Hal ini berarti risiko dan return berlaku secara internasional dan pergerakan harga sekuritas di pasar modal tidak hanya dipengaruhi oleh faktor domestik tetapi juga dipengaruhi oleh pergerakan harga sekuritas di pasar modal - pasar modal dunia. Jika hal ini belum terpenuhi maka dikatakan pasar modal tersebut masih tersegmentasi.

Integrasi suatu pasar modal (Bursa

Efek Jakarta) dengan pasar modal internasional dapat diukur dari tingkat kesimultanan pergerakan harga saham di Bursa Efek Jakarta terhadap pergerakan indeks-indeks pasar modal utama dunia yang ditunjukkan oleh besarnya kovarian dan beta saham-saham di BEJ terhadap indeks-indeks pasar modal utama dunia.

PENELITIAN TENTANG INTEGRASI PASAR MODAL INTERNASIONAL

Perkembangan pasar modal dunia dari hari ke hari semakin pesat dan merupakan topik yang selalu hangat dibicarakan. Integrasi pasar modal adalah salah satu topik yang terus dikaji, Wheatley (1988), Harvey (1991) dan Chan (1992) melakukan penelitian tentang integrasi pasar modal dengan menggunakan *capital asset pricing model* (CAPM) dan memberikan bukti adanya integrasi pasar modal di beberapa pasar modal utama dunia, seperti New York Stock Exchange (NYSE), London Stock Exchange (LSE), Tokyo Stock Exchange (TSE) dan pasar modal Kanada. Cho (1986), Gultekin (1989), Korajczyk dan Viallet (1989) melakukan hal yang sama tetapi menggunakan teori arbitrase (*Arbitrage Pricing Theory*).

Cheung dan Lee (1993) melakukan penelitian tentang segmentasi dan integrasi pasar modal Korea (KSE). Penelitian dibangun atas hipotesis bahwa pasar modal Korea adalah pasar modal yang tersegmentasi. Hipotesis ini didasari oleh

kenyataan bahwa sampai akhir tahun 1989 KSE termasuk dalam sepuluh pasar modal terbesar di dunia, padahal dalam waktu yang bersamaan pemerintah Korea tidak memperbolehkan pemodal asing menanamkan modalnya dalam bentuk portofolio langsung di pasar modal Korea dan perusahaan-perusahaan Korea tidak boleh *listing* di pasar modal luar negeri. Pada penelitian ini Cheung dan Lee mengukur segmentasi atau integrasi pasar modal dengan model dua faktor, faktor risiko domestik dan faktor risiko internasional. Jika pasar modal Korea merupakan pasar modal yang tersegmentasi maka risiko internasional tidak akan dicerminkan oleh harga, sebaliknya jika pasar modal Korea telah terintegrasi maka faktor risiko internasional akan dicerminkan oleh harga. Hasil penelitian menunjukkan bahwa hipotesis yang menyatakan bahwa pasar modal Korea tersegmentasi tidak dapat ditolak. Indeks Pasifik, indeks Amerika Utara, dan indeks Dunia (*Morgan Stanley Capital International World Index*) yang digunakan sebagai variabel independen tidak ada yang signifikan secara statistik mempengaruhi pasar modal Korea.

Fischer dan Palasvirta (1990) menguji interdependen antar pasar modal dunia dengan menggunakan metode *spectral analysis, return* harlan Indeks pasar di 23 negara diuji untuk melihat apakah terjadi interdependen atau tidak. Hipotesis yang diuji adalah bahwa interdependen antar pasar modal dunia dari waktu ke

waktu terus meningkat. Dari hasil analisis data didapat bahwa terjadi interdependen tingkat tinggi antar pasar modal Amerika Serikat dengan Kanada, tetapi sebaliknya tidak terdapat interdependen antar pasar modal Meksiko dan Italia. Pasar modal Malaysia dan Singapura adalah pasar modal yang mempunyai tingkat interdependen yang paling tinggi. Untuk pasar modal Amerika Serikat dan Jepang walaupun mempunyai tingkat interdependen yang relatif tinggi tetapi masih berada dibawah tingkat interdependen antara pasar modal Malaysia dan Singapura. Fischer dan Palasvirta (1990) menyimpulkan bahwa tingkat interdependen pasar modal dunia yang ditunjukkan oleh pergerakan bersama harga saham di masing-masing bursa efek, dari tahun ke tahun terus meningkat. Mereka juga menyimpulkan bahwa pasar modal Amerika Serikat menjadi patokan (*lead*) bagi pasar modal dunia. Penelitian yang sama juga pernah dilakukan oleh Maldonado, Rita, dan Saunders (1981), Panton, Lessig, dan Joy (1976), Makridakis dan Steven (1974), Ripley (1973).

Errunza dan Losq (1985) melakukan penelitian tentang dampak hambatan dan batas kepemilikan dalam pasar modal, mereka mengemukakan dan meneliti suatu bentuk pasar modal yang berada diantara bentuk integrasi dan segmentasi yang disebut *mild segmented*. Pada pasar modal *mild segmented* investor lokal bisa melakukan transaksi pada semua sekuritas

dan taripa dibatasi, sedangkan investor asing hanya bisa melakukan transaksi pada sebagian sekuritas saja. Dalam penelitian ini mereka menemukan bahwa *return* yang disyaratkan oleh investor lokal lebih besar dari investor asing.

Eun dan Janakiraman (1985) menganalisis sekuritas-sekuritas yang ada batas kepemilikan dan menemukan bahwa investor lokal menuntut harga yang lebih rendah atas sekuritas-sekuritas tersebut. Alexander (1988) meneliti perilaku sekuritas-sekuritas lokal yang diterbitkan di pasar modal luar negeri dan menemukan adanya penurunan *return* yang diharapkan dari sekuritas-sekuritas tersebut.

Bonser-Neal, Neal, Brauer, dan Wheatley (1990) melakukan tes untuk melihat hubungan pengumuman perubahan pembatasan investasi internasional dengan rasio harga asset bersih perusahaan manajer investasi domestik dan menemukan bahwa perubahan kebijakan tersebut menyebabkan adanya penurunan harga yang signifikan. Mitto (1992) menemukan bahwa risiko premium indeks pasar saham-saham perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Kanada tetapi tidak tercatat di pasar modal Amerika Serikat lebih tinggi dibandingkan saham-saham yang tidak tercatat di pasar modal Amerika Serikat untuk periode 1977-1981, sedangkan untuk periode 1982-1986 risiko premiumnya relatif sama. Hal ini menunjukkan bahwa pasar modal Kanada semakin terintegrasi dari waktu ke waktu.

Penelitian-penelitian di atas memberikan kesimpulan bahwa adanya pembatasan investasi internasional menyebabkan tingginya risiko premium yang ditanggung saham-saham yang terkena pembatasan tersebut, sebaliknya pelonggaran batasan investasi internasional akan menyebabkan turunnya risiko premium.

Perkembangan pasar modal di Indonesia juga tidak lepas dari pengamatan para ahli walaupun secara kuantitas dan kualitas masih belum memadai, hal ini wajar mengingat pasar modal Indonesia baru berkembang pada era delapan puluhan ketika pemerintah Indonesia mengeluarkan peraturan baru tentang pasar modal dan memperbolehkan investor asing untuk investasi langsung di Bursa Efek Jakarta sampai batas maksimum 49% dari saham yang diperdagangkan.

PENELITIAN-PENELITIAN DI INDONESIA

Penelitian tentang integrasi pasar modal di Indonesia masih sangat terbatas apalagi yang melakukan penelitian secara mendalam tentang integrasi pasar modal Indonesia. Pudjiastuti dan Husnan (1991) melakukan penelitian untuk pasar modal Asia Pasifik dan menemukan ada empat pasar modal yang telah terintegrasi dengan pasar modal internasional, yaitu pasar modal Jepang, Hong Kong, Singapura dan Malaysia, sedangkan untuk pasar modal Indonesia mereka tidak

menemukan bukti yang signifikan yang menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia telah terintegrasi dengan pasar modal dunia.

Pada tahun 1994 Pudjiastuti dan Husnan (1994) kembali melakukan penelitian tentang diversifikasi internasional di bursa efek - bursa efek Asia Pasifik. Dari penelitian tersebut mereka menyimpulkan bahwa diversifikasi di pasar modal Asia Pasifik dipandang oleh investor Amerika Serikat sangat efektif mengurangi risiko karena dua hal, pertama korelasi antara perubahan kurs *US dollar* terhadap perubahan indeks negatif, dan kedua korelasi tingkat keuntungan antar indeks pasar sangat rendah dan banyak yang negatif. Pudjiastuti dan Husnan (1994) juga menemukan bahwa beberapa pasar modal di Asia Pasifik telah terintegrasi.

Sartono dan Sukasmanto (1997) melakukan penelitian tentang pasar modal-pasar modal di Asia Pasifik dan menemukan adanya korelasi return dan risiko diantara pasar modal - pasar modal tersebut, khusus untuk pasar modal Indonesia hipotesis tentang integrasi pasar modal tidak terbukti.

DAMPAK PELEPASAN BATAS KEPEMILIKAN ASING DI BEJ

Cheung dan Lee (1993), Stulz (1981)

mengemukakan bahwa terintegrasi dan tidaknya suatu pasar modal domestik dengan pasar modal internasional dunia disebabkan:

1. Pembatasan investasi yang dilakukan oleh pemerintah, baik bagi investor asing yang akan menginvestasikan dananya di pasar modal domestik ataupun investor domestik yang melakukan investasi di pasar modal asing.
2. Adanya perbedaan perlakuan pajak dan biaya transaksi antara investor lokal dan investor asing.
3. Kebijakan pemerintah tentang devisa dan nilai tukar mata uang.

Dari ketiga aspek di atas, yang paling dominan terhadap terintegrasi dan tidaknya pasar modal domestik dengan pasar modal internasional adalah pembatasan kepemilikan investor asing dan pembatasan investasi investor lokal di pasar modal luar negeri.

Tiga penelitian tentang integrasi pasar modal Indonesia di atas dilakukan ketika pemerintah masih menerapkan pembatasan kepemilikan asing di pasar modal Indonesia¹. Ketika batas kepemilikan asing di pasar modal Indonesia dihapuskan, maka secara teoritis pasar modal Indonesia akan terintegrasi dengan pasar modal internasional.

Jika Bursa Efek Jakarta telah terintegrasi dengan pasar modal

¹ Sampai kuartal III 1997 kepemilikan investor asing di BEJ dibatasi sampai maksimal 49%.

internasional maka:

1. Risiko dan return saham-saham yang diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta tidak lagi hanya dipengaruhi oleh faktor domestik tetapi juga dipengaruhi oleh risiko dan return pasar modal Internasional.
2. Pergerakan harga saham di bursa efek internasional akan berpengaruh langsung terhadap pergerakan harga di Bursa Efek Jakarta.
3. Sekuritas-sekuritas di Bursa Efek Jakarta

akan diperdagangkan pada tingkat harga yang lebih tinggi, karena permintaan atas sekuritas-sekuritas tersebut akan meningkat dengan banyaknya investor asing yang masuk (Eun dan Janakiraman, 1985).

Walaupun demikian berlaku dan tidaknya hipotesis integrasi Bursa Efek Jakarta dengan bursa efek – bursa efek internasional masih memerlukan penelitian empiris lebih lanjut.✕

DAFTAR PUSTAKA

- Bae, Kee-Hong, (1995), "Market Segmentation and Time Variation In The Price of Risk: Evidence on The Korean Stock Market," *Pacifik-Basin Finance Journal* (1995), pp. 1-29.
- Bonser-Neal, C., Gregory B., Robert N., and Simon Wheatley (1990), "International Investment Restrictions and Closed-End Country Fund Prices;" *Journal of Finance* (June 1990), pp. 523-547).
- Chan, K. C., Benton E. Gup, and Ming-Shiun Pan, "An Empirical Analysis of Stock Prices in Major Asian Markets and the United States." *The Financial Review*, 27(May 1992):289-307.
- Cheung, C. S., and Jason Lee, "Integration vs Segmentation in the Korean Stock Market." *Journal of Business Finance Accounting* 20 (January 1993): 267-273.
- Errunza, V. and E. Losq (1985), "International Asset Pricing Model Under Mild Segmentation: Theory and Test," *Journal of Finance* (March 1985), pp.105-124.
- Eun, C. and S. Janakiraman (1986), " A Model of International Asset Pricing with a Constraint on the Foreign Equity Ownership," *Journal of Finance* (September 1986), pp. 897-914.
- Fischer, K. P., and A. P. Palasvirta (1990), "High Road to a Global Marketplace: The International Transmission of Stock Market Fluctuations." *The Financial Review* 25 (August 1990): 371-394.
- Gibbon, M. (1982), "Multivariate Tests of Financial Models: A New Approach," *Journal of Financial Economics* (January 1982), pp. 3-28.

- Grubel, Herbert G. "Internationally Diversified Portfolios: Welfare Gains and Capital Flows." *American Economic Review* 5 (December 1968): 1299-1314.
- Grubel, Herbert G., and Kenneth Fader. "The interdependence of International Equity Markets." *Journal of Finance* 26 (March 1971): 89-94.
- Haney, Richard L., Jr., and William P. Lloyd. "An Examination of the Stability of the intertemporal Relationship Among National Stock Market Indices," *Nebraska Journal of Economics and Business* 17 (Spring 1978): 55-65.
- Jorion, P. and E. Schwartz (1986), "Integration vs. Segmentation in the Canadian Stock Market," *Journal of Finance* (July 1986), pp. 603-612.
- Levy, Haim, and Marshall Sarnat. "International Diversification of Investment Portfolios." *American Economic Review* 60 (September 1970): 668-675
- Makridakis, Spyros G., and Steven C. Wheelwright. "An Analysis of the Interrelationships Among the Major World Stock Exchanges," *Journal of Business, Finance, and Accounting* 1 (Summer 1974): 195-216.
- Maldonado, Rita, and Anthony Saunders. "International Portfolio Diversification and the Inter-Temporal Stability on International stock market Relationships 1957-1978." *Financial Management* 10 (Autumn 1981): 54-63.
- Mitto, R.U., "Additional Evidence on Integration in the Canadian Stock Market," *Journal of Finance* (December 1992), pp. 2035-2055).
- Panton, Donald B., V. Parker Lessig, and O. Maurice Joy. "Comovements of International Equity Markets: A Taxonomic Approach." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 11 (September 1976): 415-432.
- Pudjiastuti, E., Suad Husnan (1991), "Globalisasi Pasar Modal: Kasus Pada Beberapa Pasar Modal di Asia Pasifik," *Usahawan Indonesia* (Maret 1991), pp. 29-33.
- Pudjiastuti, E., Suad Husnan (1994), "Diversifikasi Internasional: Pengamatan Terhadap Beberapa Bursa Efek di Asia Pasifik," *Kelola* (Januari 1994).
- Ripley, Duncan. "Systematic Elements in the Linkage of National Stock Market Indices ." *Review of Economics and Statistics* 15 (August 1973): 356-361.
- Sartono, A., Sukasmanto (1997), "Integrasi-Segmentasi Pasar Modal, Diversifikasi Portofolio, dan Pemilihan Portofolio Yang Relevan Pada Konteks Pasar Modal Tersegmentasi Terhadap Pasar Modal Dunia," *Hasil Penelitian* (tidak diterbitkan), FE UGM (1997).
- Stehle, R. (1977), " An Empirical Test of the Alternative Hypothesis of National and International Pricing of Risky Assets," *Journal of Finance* (May 1977), pp. 493-502.
- Stulz, R. (1981), "On the Effects of Barriers to International Investments," *Journal of Finance* (September 1981), pp. 923-934.
- Watson, T. "The Stationarity of Inter-Country Correlation Coefficients: A Note." *Journal of Business, Finance, and Accounting* 7 (Spring 1980): 297-303.