



**Inefektivitas Peran ASEAN Capital Market Forum
terhadap Pembangunan Sistem Keamanan Pasar
dalam Persiapan Integrasi Pasar Modal ASEAN**

Alifah Nurul Izzati

Departemen Hubungan Internasional, Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik
Universitas Diponegoro

Jalan Prof. H. Soedarto, SH, Tembalang, Semarang, Kotak Pos 1269

Website: <http://www.fisip.undip.ac.id> Email: fisip@undip.ac.id

ABSTRACT

The process to build integrated ASEAN capital market finds many obstacles because of the different national interest among its member countries. ASEAN Capital Market Forum (ACMF) as the forum that specifically created to handle this integration can not even have effective role to urges this ASEAN integrated capital market. This research conducted to examine the cause of this obstructed process that aimed to build the member state's welfare, academically managed to explain this problem from International Relation's spectacles. Referring to liberal intergovernmentalism by Andrew Moravcsik, this obstacles may happen because of country as main actor on international relations that rationally acts, tend to choose the most beneficial option that can maximize the gain of their interest. Because of this research uses qualitative data from literature review and interview, so this research can be qualified as qualitative research. The result of this research is that the difference of national interest based on economic disparities strongly occur, where high and upper middle income countries will support this initiative but in the other hand the low and lower middle income countries still prefer FDI which is more productive.

Keywords: *ASEAN, ACMF, liberal intergovernmentalism, disparities, national interest*

Pendahuluan

Adanya inisiatif pembentukan integrasi pasar modal ASEAN merupakan upaya preventif agar krisis finansial sebagaimana yang pernah melanda negara-negara ASEAN pada 1997 tidak terulang lagi. Kerja sama di bawah ASEAN ini berdiri di pilar Masyarakat Ekonomi ASEAN yang bertujuan untuk membebaskan aliran modal dalam arti modal yang masuk bisa dengan bebas mengalir ke negara-negara anggota ASEAN sehingga pasar mampu menarik bagi investor dan ASEAN pun mampu mengontrol aliran dana yang ada (asean.org, n.d.) sehingga pasar ASEAN dapat menarik minat investor dengan mengembangkan potensinya (Lee Hsien Loong, 2002).

Secara sederhana, dengan adanya pasar modal ASEAN ini, investor mampu menanamkan modalnya dengan bebas di wilayah ASEAN tanpa harus terhalang berbagai permasalahan berupa perbedaan regulasi dan pajak. Pada saat yang bersamaan dengan potensi-potensi yang ada, perlu diingat pula bahwa pada pasar modal yang merupakan bentuk investasi portofolio, yang mana setiap transaksi sifatnya sistemik dan abstrak, terdapat berbagai risiko yang dapat mengancam seperti pengelolaan dana dalam bentuk pencucian uang (Deloitte, 2014: 3), dan kejahatan lainnya seperti short selling, stock buyback, dan insider trading.

Kejahatan-kejahatan yang terjadi pada pasar modal secara logis dijelaskan pada pola perilaku yang mendasar akibat investor tidak ingin kehilangan informasi penting mengenai fluktuasi harga saham untuk dapat meningkatkan keuntungannya atas investasi yang dilakukan di pasar ASEAN (Schwartz, dkk: 2011) yang menjadi awal mula bagi munculnya insider trading. Insider trading sendiri merupakan bentuk kejahatan yang paling umum ditemukan di ASEAN dimana setiap tahunnya tidak kurang dari dua kasus insider trading dipidanakan di masing-masing negara anggota ASEAN (Brown, 2006: 48-54). Berbagai faktor menjadi pemicu timbulnya hal ini, diantaranya andil pemerintah yang masih cukup besar pada mekanisme pasar modal (Brown, 2006: 103-118) , pola perilaku investor yang ingin mendapatkan keuntungan sebesar-besarnya yang memang diharapkan dari hasil investasinya dalam pasar modal ASEAN yang pertumbuhannya atraktif (Schwartz dkk, 2011: 99-110), dan adanya sensitifitas dari emiten dalam melaporkan informasi yang terkait dengan harga (Wan Wai Yee dalam smu.edu.sg, 2012).

Pada ASEAN Finance Minister Meeting (AFMM) tahun 2004, disepakati pembentukan sebuah forum dibawah ASEAN untuk membahas berbagai hal yang bertujuan untuk menyelaraskan peraturan-peraturan serta regulasi sistem finansial negara-negara anggota ASEAN sebelum melangkah menuju pasar modal yang terintegrasi (aric.adb.org, n.d.). Forum yang disebut dengan ACMF ini didirikan untuk mengantisipasi berbagai kemungkinan hambatan-hambatan yang muncul pasca adanya integrasi pasar modal ASEAN. Dengan blueprint Masyarakat Ekonomi ASEAN 2015 sebagai dasar pendiriannya, tugas ACMF dengan jelas tertuang di ACMF Implementation Plan untuk kemudian merangkul sepuluh yurisdiksi negara-negara anggota ASEAN sehingga dapat terintegrasi (theacmf.org, n.d.) dan mampu berjalan sebagaimana tujuan inisiatif ini dibentuk.

Kenyataannya, perkembangan ASEAN menuju Masyarakat Ekonomi ASEAN berjalan lambat (Teo dalam cfainstitute.org, 2014). Perkembangan yang lambat ini selain dipengaruhi oleh adanya kesenjangan antar anggota, juga dipengaruhi oleh kurang jelasnya koordinasi mengenai kerangka kerja masyarakat ekonomi ASEAN (Almekinders, Fukuda, Mourmouras, Zhou, 2015: 3-4). Group of Expert (GOE) yang didirikan dibawah ACMF dalam AFMM ke-12 sendiri menyadari kurangnya antusiasme dari para anggota ASEAN dan tidak adanya sistem yang difungsikan untuk memonitor jalannya persiapan menuju Masyarakat Ekonomi ASEAN sehingga persiapan cenderung berjalan lambat dan tidak efektif (Teo dalam cfainstitute.org, 2014).

Adanya uraian permasalahan yang telah dijelaskan sebelumnya, penulis kemudian mempertanyakan mengenai faktor-faktor yang mengakibatkan tidak efektifnya peran ACMF dalam menangani masalah-masalah yang muncul di tahap persiapan menuju integrasi pasar modal ASEAN. Penulis memiliki hipotesis bahwa hambatan-hambatan yang muncul dalam proses integrasi ini merupakan dampak dari adanya perbedaan kepentingan antar negara anggota ASEAN dalam memandang inisiatif ini.

Dalam mengkaji permasalahan ini, teori liberal intergovernmentalisme dari Andrew Moravcsik tepat untuk digunakan karena mampu menjelaskan fenomena inefisiensi dari kinerja ACMF. Teori Liberal Intergovernmentalisme merupakan turunan dari teori Intergovernmentalisme yang secara nyata menggabungkan paradigma besar Liberalisme ke dalam Intergovernmentalisme. Liberal institusionalisme mendasarkan analisisnya pada dua asumsi dasar, yakni negara merupakan aktor utama dalam politik dan negara merupakan aktor yang rasional. Adapun menurut Moravcsik dan Schimmelfennig (2000: 68-73) kesepakatan bersama yang dicapai dalam suatu bentuk kerjasama yang terinstitusionalisasi merupakan kepentingan kolektif dari hasil agregasi berbagai kepentingan domestik yang disetujui bersama sebagai bentuk upaya untuk memaksimalkan keuntungan yang mampu didapat, sehingga dapat disimpulkan bahwa kerjasama yang

terinstitusionalisasi merupakan cara untuk mengamankan berbagai probabilitas yang terjadi kemudian.

Pembahasan

Dalam pembentukan pasar modal ASEAN, masih banyak tantangan yang harus dihadapi ASEAN, yang justru datang dari hubungan internal antar anggota ASEAN. Misalnya, dominasi negara ASEAN-5 yang telah terintegrasi lebih erat dibanding lima negara anggota lainnya (Palac McMiken dalam Bakri Abdul Karim dan Zulkefly Abdul Karim, 2012: 22-27). Adanya sejarah yang lebih panjang antara anggota ASEAN-5 dibanding anggota ASEAN lainnya membuat adanya dinamika yang dapat dijadikan tolak ukur dalam mengkaji pola hubungan antara negara-negara tersebut (Azman Saini dkk, 2002: 34). Adanya kesenjangan antara anggota ASEAN-5 dengan negara anggota ASEAN lainnya pun juga menjadi salah satu faktor penyebab sulitnya mengakomodir kepentingan masing-masing anggota demi tercapainya kesepakatan bersama.

Negara ASEAN sendiri terkendala kesenjangan ekonomi, yang menyebabkan prioritas kebijakan masing-masing negara anggota berbeda beda. Menurut World Bank, perekonomian negara-negara anggota ASEAN dapat diklasifikasikan ke dalam empat kelompok, yakni poor, lower middle, middle, dan high income (worldbank.org, n.d.). Dengan mengambil sampel dari masing-masing negara dari tiap kategori kemudian dilakukan kondisi perekonomian serta politiknya untuk mampu diproyeksikan kepentingan nasionalnya, dapat dipetakan perbedaan yang ada di tengah negara-negara anggota ASEAN yang mampu menyebabkan terkendalanya operasionalisasi suatu kebijakan.

Data Bank Dunia menunjukkan bahwa dari sepuluh negara anggota ASEAN, Singapura merupakan negara terkaya di ASEAN dengan pernadapatan domestik bruto per kapita mencapai diatas US\$ 39.000 per tahunnya hingga dapat dikategorikan sebagai negara high income. Malaysia dan Thailand merupakan negara upper middle income dengan pendapatan domestik bruto per kapita mencapai lebih dari US\$ 4.000 per tahunnya untuk Thailand, dan Malaysia mampu melampaui angka US\$ 7.000 per tahun. Sedangkan, mayoritas negara anggota ASEAN merupakan negara lower middle income dengan pendapatan domestik bruto per kapita hanya US\$ 1.000-3.500 per tahunnya. Adanya selisih angka yang realtif besar itulah yang menyebabkan ASEAN dikatakan terjebak dalam kesenjangan pendapatan.

Tabel 1 Data Produk Domestik Bruto Negara-negara Anggota ASEAN

Negara	GDP tahun 2008	GDP tahun 2009	GDP tahun 2010	GDP tahun 2011	GDP tahun 2012	GDP tahun 2013	GDP tahun 2014	GDP tahun 2015
Indonesia	2.167,9	2.262,7	3.125,2	3.647,6	3.700,5	3.631,7	3.499,6	3.346,5
Malaysia	8.486,6	7.312,0	9.069,0	10.427,8	10.834,7	10.973,7	11.307,1	9.766,2
Singapura	39.721,0	38.577,6	46.569,7	53.093,7	54.451,2	55.617,6	56.007,3	52.888,7
Thailand	4.384,8	4.231,1	5.111,9	5.539,5	5.915,2	6.225,1	5.969,9	5.816,4
Filipina	1.929,1	1.836,9	2.145,2	2.371,9	2.604,7	2.787,0	4.712,9	4.160,6
Brunei Darussalam	37.789,4	27.726,5	31.543,2	41.787,0	41.807,7	39.151,2	40.979,6	36.607,9
Kamboja	742,9	735,4	782,7	879,2	946,5	1.024,6	1.094,6	1.158,7

Myanmar	533,5	587,3	741,7	824,2	1.421,5	1.107,0	1.203,8	1.203,5
Laos	900,5	948,0	1.147,1	1.301,0	1.445,9	1.701,0	1.751,4	1.812,3
Vietnam	1.164,6	1.232,4	1.333,6	1.542,7	1.754,2	1.907,6	2.052,3	2.111,1

	Low income	<1.035 USD
	Lower middle income	1.036 - 4.085 USD
	Upper middle income	4.086 – 12.615 USD
	High income	>12.616 USD

Sumber : metadata World Bank dan tradingeconomics.com

Dalam menganalisa fenomena ini, penulis akan mengambil sampel dari masing-masing kelas untuk diteliti. Kriteria yang dipilih adalah negara yang memiliki pendapatan per kapita tertinggi di kelasnya dan memiliki pasar modal di negaranya. Dari kriteria tersebut, penulis memilih Indonesia dari kelas lower middle income, Malaysia dari kelas upper middle income, dan Singapura dari kelas high income. Adapun dari kelas low income tidak diambil sampel negara karena tidak ada yang memenuhi kriteria.

Secara statistik, pasar modal Singapura atau yang dikenal dengan Singapore Stock Exchange (SGX) merupakan pasar modal terbesar di Asia Tenggara yang nilainya dua kali lebih besar dibanding pasar modal Malaysia yang menempati peringkat kedua di Asia Tenggara (Andrew Stott dalam olswang.com, 2012) . Bersama Malaysia dan Thailand yang merupakan tiga negara dengan peringkat kapabilitas pasar modal teratas di Asia Tenggara, ketiga negara ini menjadi poros pergerakan pembangunan pasar modal ASEAN. Berbagai kebijakan mengenai integrasi pasar modal ASEAN dibentuk atas prakarsa Singapura, Malaysia, dan Thailand, salah satunya adalah handbook to implement the Streamlined Review Framework for the ASEAN Common Prospectus pada 4 September 2015 (mas.gov.sg, n.d.) yang merupakan panduan lanjutan untuk integrasi pasar modal ASEAN berdasarkan ASEAN Capital Market Disclosure Standards.

Malaysia merupakan partner utama Singapura dalam mempromosikan integrasi pasar modal ASEAN, sebagaimana kedua negara tersebut merupakan negara dengan kapabilitas finansial terbesar di Asia Tenggara (Andrew Stott dalam olswang.com, 2012). Bersama Singapura dan Thailand, sebagai langkah awal mengembangkan pasar modal ASEAN, ketiga negara ini membangun ASEAN Trading Link. Sebagai langkah awal nyata menuju integrasi pasar modal ASEAN, ASEAN Trading Link pada dasarnya merupakan sistem elektronik untuk menghubungkan transaksi finansial dalam pasar modal diantara ketiga negara tersebut (Jeremy Grant dalam ft.com, 2015).

Adanya rencana untuk melakukan integrasi pasar modal dengan negara-negara anggota ASEAN lainnya menjadikan peluang tersendiri bagi Indonesia untuk mampu mengembangkan perekonomiannya di sektor protfolio, namun Indonesia masih cenderung memilih untuk membuka diri pada investasi dalam bentuk FDI karena berbagai dampaknya yang lebih riil dan bisa langsung berdampak nyata bagi kehidupan masyarakat. Adapun pasar Indonesia masih dikatakan belum berkembang karena adanya fakta-fakta lain seperti masih terlalu rendahnya angka emiten maupun investor di pasar modal Indonesia jika dibandingkan dengan skala keseluruhan pasar Indonesia yang besar, perusahaan-perusahaan Indonesia juga belum mengandalkan pendanaan dari saham melainkan masih dari pendapatan hasil penjualan barang maupun jasa. Secara statistik,

Indonesia merupakan negara kedua terendah setelah Vietnam dalam rekam penjualan saham, produk yang ditawarkan pasar modal di Indonesia juga masih terbatas, disamping itu adanya faktor lain yang menjadi penghambat adalah banyaknya hambatan tarif dan pajak untuk dapat melakukan investasi di Indonesia terutama bagi investor asing (Lili Yan Ing dalam thejakartapost.com, 2015).

Dalam menganalisis permasalahan ini, sebagaimana telah dijelaskan pada bagian pendahuluan, penulis akan menggunakan kerangka pemikiran dari teori liberal intergovernmentalisme. Secara sederhana, liberal intergovernmentalisme berpendapat bahwa “*tendensi nasional terhadap suatu kebijakan dibentuk oleh kepentingan ekonomi dari kelompok kepentingan domestik dalam situasi saling ketergantungan internasional; substansi suatu perjanjian merefleksikan konstelasi kepentingan nasional dan daya tawar; dan bentuk dari institusi internasional merupakan fungsi dari jenis dan cakupan kerjasama yang seharusnya mereka lakukan.*” (Schimmelfenning, 2013: 2). Oleh karena itu, untuk melakukan analisis terhadap integrasi pasar modal ASEAN dapat dilakukan dengan mengamati kepentingan tiap-tiap negara berdasarkan kondisi perekonomiannya karena merupakan faktor pendorong dari terbentuknya hubungan yang asimetris antar negara anggota

Liberal intergovernmentalisme berusaha untuk menjelaskan suatu fenomena mengenai kerjasama antar pemerintah (yang biasanya berada di level regional) secara komprehensif namun tetap sederhana. Berdasarkan dua asumsi dasar liberal intergovernmentalisme yang telah dijelaskan pada bagian pendahuluan, penulis akan berusaha untuk menguraikan pandangan liberal intergovernmentalisme mengenai peran ACMF sebagai forum yang paling berwenang dalam membawahi masalah pasar modal ASEAN ini. Berdasarkan asumsi dasar pertama yang menyatakan bahwa negara merupakan aktor utama dalam politik luar negeri, terbukti bahwa dalam kasus mengenai pasar modal ASEAN ini peran ACMF tidak mampu memberikan perubahan yang signifikan karena tidak memiliki supremasi yang mampu menekan negara agar dapat mempercepat proses integrasi pasar modal ASEAN. Adapun menurut asumsi dasar kedua yang menyatakan bahwa negara merupakan aktor yang rasional, dalam hal ini dapat diamati dari perilaku negara yang berusaha mengkalkulasi keuntungan serta kerugian dari keputusan yang dibuat terkait suatu bentuk kerja sama. Walaupun pola integrasinya berjalan lambat, namun pasar modal ASEAN tetap berjalan dengan partisipasi dari Singapura, Malaysia dan Thailand, serta tidak kehilangan dukungan dari negara anggota ASEAN lainnya karena inisiatif ini memiliki prospek yang menguntungkan dalam jangka panjang.

Dengan klasifikasi yang telah disebutkan sebelumnya, dapat terlihat bahwa kondisi perekonomian negara anggota ASEAN memang mempengaruhi kepentingannya atas inisiatif ini. Sebagaimana menurut Schmidt dan Culpeper (2003: 1-3) negara berkembang lebih mengutamakan pendanaan dari FDI karena mampu mendatangkan aspek-aspek yang lebih produktif di sektor perekonomian, diantaranya adalah adanya penyerapan tenaga kerja, transfer of technology, serta perbaikan pada infrastruktur. Namun perlu disadari bahwa FDI pun tidak sepenuhnya baik dalam arti tidak memiliki efek samping yang dapat merugikan (Kastrati, 2013: 27). Namun karena negara berkembang umumnya berada di kelas *low* dan *lower midde income*, maka mereka belum mampu untuk menghadapi volatility dari investasi portfolio sehingga lebih memilih untuk meregulasi ulang perekonomian domestik serta melakukan liberalisasi pasar dengan menerima pendanaan asing demi untuk meningkatkan produktivitas, menambah penyerapan tenaga kerja dan mendapatkan pendapatan yang stabil (Schmidt dan Culpeper, 2003: 2).

Menurut Khayat (2016: 171), dapat dibuktikan pula bahwa investasi portfolio memang mengarah pada negara maju yang berada pada kelas *high* dan *higher middle*

income. Sekuritas dapat diibaratkan sebagai pemerintah atau perusahaan asing yang mencari pendanaan, sedangkan pendanaan yang paling signifikan itu berada pada pasar kredit yang terbatas untuk penyediaan dana investasi serta modal asing (Khayat, 2016: 170). Pasar yang terbatas ini sifatnya sangatlah volatile dan menuntut penyediannya untuk dapat menjamin stabilitas dana investor melalui berbagai aspek pendukung yang disediakannya, oleh karena itulah hanya negara maju yang dianggap mampu untuk mengelola dana ini sehingga aliran dana memang bukan berasal dari negara maju ke negara berkembang sebagaimana terjadi pada FDI melainkan aliran dana berasal dari negara maju ke negara lain (Khayat, 2016: 170-175). Demikian halnya di ASEAN, hanya negara yang berada di kelas high dan higher middle income yang mampu mengolah dana ini. Hal ini pun berimbas pada keberlangsungan inisiatif ini yang mendapat dukungan penuh hanya dari negara-negara high dan higher middle income yakni Singapura, Thailand dan Malaysia.

Pada dasarnya, “... *integrasi sebaiknya dipahami sebagai pilihan yang dipertimbangkan secara rasional oleh pemimpin suatu negara. Pilihan ini menyangkut kendala dan peluang yang berasal dari konstituen ekonomi domestik yang kuat, kekuatan relatif berasal dari saling ketergantungan antar negara yang asimetris, dan lembaga berperan untuk memperkuat komitmen antar negara*” (Moravcsik, 1998: 18). Dengan demikian telah ditunjukkan bahwa pola ketergantungan antar negara yang berbeda potensinya secara rasional membentuk pola hubungan yang terinstitusionalisasi di bawah kewenangan pemerintah sebagai legitimate actor.

ASEAN merupakan suatu bentuk kerjasama intergovernmental bukan supranasional. Negara merupakan aktor rasional utama yang menjadi pusat dari segala bentuk kerja sama yang terjadi, tidak ada supremasi di atas negara yang mampu mengendalikan pola-pola kerja sama di bawah ASEAN. Oleh karena itu, apabila suatu inisiatif di bawah ASEAN tidak berjalan secara efektif maka ASEAN tidak memiliki kapabilitas lebih untuk dapat memaksakan pengambilan keputusan terkait inisiatif tersebut. ASEAN pun menganut prinsip bebas aktif dalam organisasinya sehingga pengambilan keputusan apapun oleh aktor-aktor terkait harus dihargai dan diimplementasikan semaksimal mungkin.

Dalam mengukur efektivitas peran ACMF, terdapat beberapa faktor yang bisa dijadikan tolok ukur untuk menilainya, antara lain perkembangan menuju integrasi pasar modal ASEAN, efektivitas dan intensitas forum-forum maupun pertemuan-pertemuan yang diadakan ACMF, serta acuan yang telah dituangkan dalam implementation plan ACMF dengan implementasi yang telah terjadi secara riil. Dalam sub bab ini, penulis akan secara singkat memaparkan perbandingan-perbandingan dari kondisi yang ada untuk mampu mengukur efektivitas peran ACMF dalam perkembangan integrasi pasar modal ASEAN.

Kesimpulan

Berdasarkan analisis yang telah dilakukan, dapat disimpulkan bahwa hipotesis penulis terkait adanya perbedaan kepentingan antar negara anggota ASEAN yang menyebabkan tidak efektifnya ACMF dalam persiapan menuju integrasi pasar modal ASEAN memang terbukti benar adanya. Perbedaan ini terjadi secara mendasar karena adanya kesenjangan ekonomi diantara negara anggota ASEAN yang menyebabkan negara-negara berkembang yang berada di kelas low dan lower middle income tidak mampu berperan secara aktif dalam implementasi inisiatif ini sedangkan negara maju yang berada di kelas high dan higher middle income lah yang mampu berperan secara aktif.

Dari berbagai temuan yang penulis himpun, ada dua faktor utama penyebab terhambatnya integrasi pasar modal ASEAN ini. Yang pertama adalah adanya perbedaan

kepentingan masing-masing negara anggota sehingga untuk berpartisipasi secara aktif dalam implementasi integrasi pasar modal ini bukanlah menjadi suatu prioritas bagi beberapa negara anggota ASEAN. Hal inilah yang menjadi alasan mengapa mayoritas negara anggota ASEAN tidak proaktif dalam mewujudkan inisiatif ini. Adapun salah satu faktor penyebab terjadinya perbedaan kepentingan ini adalah tingkat kesejahteraan suatu negara, dimana apabila suatu negara sudah memiliki tingkat kesejahteraan yang tinggi akan semakin sadar akan manfaat investasi portofolio bagi pembangunan ekonomi, sedangkan apabila tingkat kesejahteraan negara masih rendah umumnya akan lebih memilih untuk menerima investasi dalam bentuk foreign direct investment (FDI) yang juga mampu secara langsung berimplikasi pada pembangunan infrastruktur dan penyerapan tenaga kerja.

Faktor kedua penghambat integrasi pasar modal ASEAN adalah, sistem di ASEAN sendiri yang merupakan organisasi intergovernmental, sehingga ASEAN tidak berwenang memaksa negara-negara anggotanya untuk dapat berperan secara aktif dalam inisiatif ini. Berdasarkan pandangan dari teori liberal intergovernmentalisme dari Andrew Moravcsik, hambatan sejenis ini memang umum ditemui pada organisasi yang sifatnya intergovernmental karena organisasi yang ada hanya memiliki fungsi untuk menjembatani (bridging) kepentingan-kepentingan yang ada diantara anggotanya yang membutuhkan adanya kerjasama yang terinstitusionalisasi. Adapun ASEAN sendiri menganut prinsip non intervensi sehingga ASEAN tidak bisa melakukan intervensi dalam kepentingan domestik suatu negara demi terwujudnya berbagai inisiatif yang dibentuk di bawah ASEAN. Hal ini menyebabkan ACMF sebagai forum yang membawahi kerja sama antara anggota ASEAN terkait investasi dalam pasar modal pun tidak mampu berperan secara efektif karena sifat ASEAN yang merupakan organisasi intergovernmental.

Referensi

- Almekinders, G, Fukuda, S, Mourmouras, A, dan Zhou, J 2015, 'ASEAN Financial Integration', *IMF Working Paper*, vol 15, no 34.
- Brown, Rajeswary Ampalavanar 2006, *The Rise of the Corporate Economy in Southeast Asia*, Routledge, Oxon.
- Deloitte Southeast Asia 2014, 'Insight on financial crime: Challenges facing financial institutions', *Booklet*, Singapura.
- Karim, Bakri Abdul dan Zulkefly Abdul Karim 2012, 'Integration of ASEAN-5 Stock Markets: a revisit', *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, Pulau Pinang, Penerbit Universiti Sains Malaysia.
- Kastrati, Selma Kurtishi 2013, 'The Effects of Foreign Direct Investments for Host Country's Economy', *European Journal of Interdisciplinary Studies*, Vol 5, Issue 1.
- Khayat, Sahar 2016, 'Developing Countries' Foreign Direct Investment and Portfolio Investment', Thesis submitted for the degree of Doctor of Philosophy at the University of Leicester.
- Loong, Lee Hsien 2002, 'Challenges in Developing The Asian Capital Markets: the Singapore Experience' *The Euromoney Asia-Pacific Issuers & Investors Forum*, Singapura, 19 Maret.
- Moravcsik, Andrew 1993, 'Preferences and Power in the European Community: A Liberal Intergovernmentalist Approach', *Journal of Common Market Studies*, Vol 31, no. 4, Desember 1993
- Moravcsik, Andrew 1998, 'The choice for Europe: Social purpose and state power from Messina to Maastricht', Cornell University Press, 1998.

- Saini, Azman et al 2002, 'Financial Integration and the ASEAN-5 Equity Market', *Applied Economics*, jilid 34
- Schimmelfennig, 2010, 'Liberal Intergovernmentalism and The Euro Zone Crisis', *Journal of European Public Policy*, forthcoming.
- Schmidt, Rodney dan Roy Culpeper 2003, 'Private foreign investment in the poorest countries', The North-South Institute, Ottawa, Kanada.
- Schwartz, Robert A. dan John Aidan Byrne 2011, *Volatility: Risk and Uncertainty in Financial Market*, Springer, New York.
- Singapore Management University, *How Singapore's Insider Trading Prohibitions Apply to Take-Over Transactions*, diakses pada 17 November 2016 < <https://www.smu.edu.sg/perspectives/2012/06/26/how-singapores-insider-trading-prohibitions-apply-take-over-transactions>>
- Teo, L 2014, *ASEAN as a Single Market: What, When, How, and Really?*, diakses pada 6 Juni 2015 < <http://cfainstitute.org/marketintegrity/2014/06/21/asean-as-a-single-market-what-when-how-and-really/>>