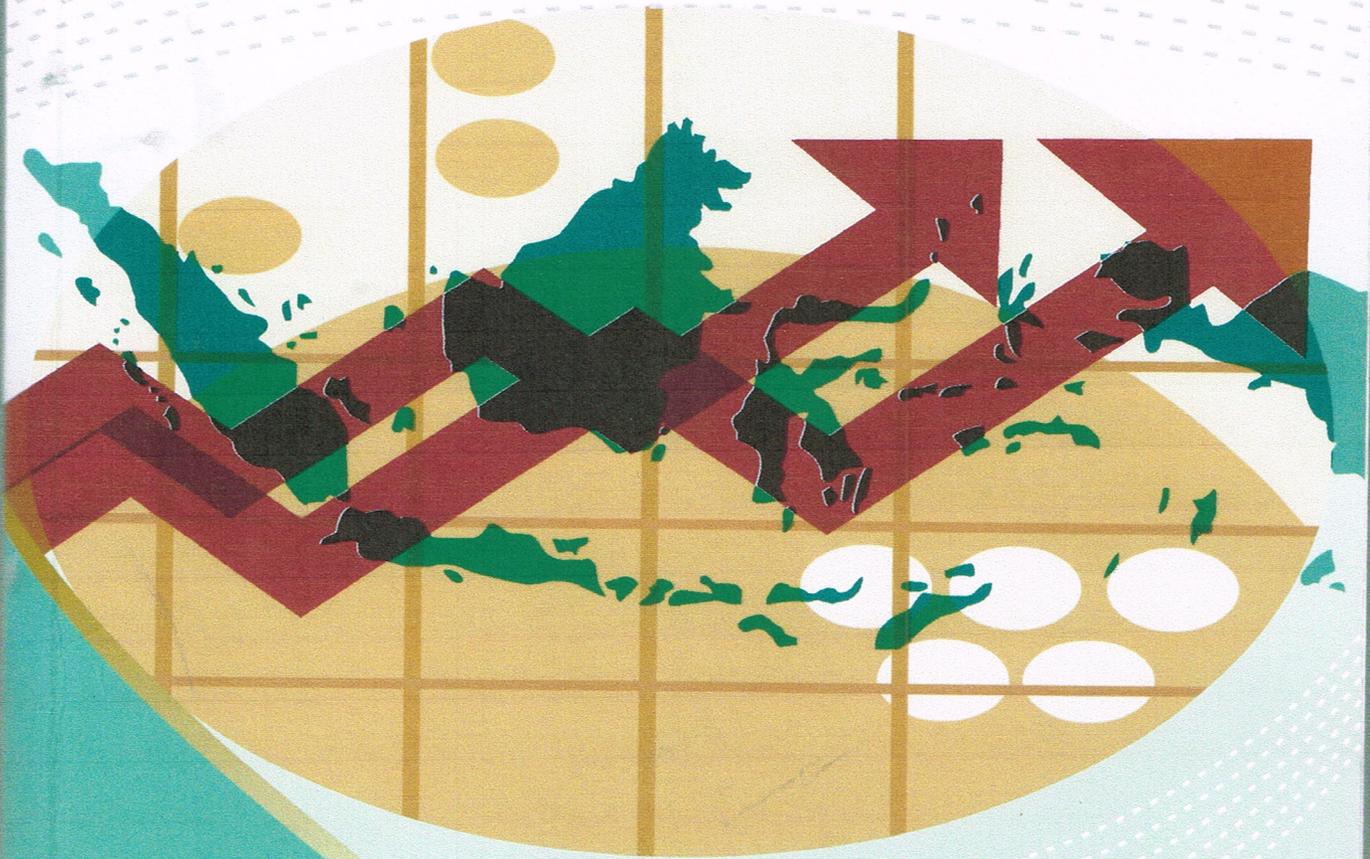


VOLUME 1, NOMOR 1, NOVEMBER 2015

JAKTABANGUN

Jurnal Akuntansi & Pembangunan



YAYASAN PENDIDIKAN AMANAT BANGSA
SEKOLAH TINGGI ILMU EKONOMI (STIE) LHOKSEUMAWE

Pengaruh <i>Locus of Control</i> Terhadap Kinerja Aparatur Pemerintah Kota Lhokseumawe <i>Masliana dan Jamaluddin</i>	1
Pengaruh Kepemimpinan, Keterlibatan Karyawan, Informasi, Hubungan Dengan Pemasok, dan Proses Bisnis Internal Untuk Meningkatkan Keunggulan Bersaing di Kecamatan Dewantara Kabupaten Aceh Utara <i>Yunita</i>	13
Pemberdayaan Ekonomi Perempuan di Aceh Dalam Konteks Ekonomi Islam (Studi Evaluatif Terhadap Program BKPG di Kecamatan Simpang Keuramat Kabupaten Aceh Utara) <i>Azwar dan Umar Iskandar</i>	37
FDI & IDX: Analisis Cointerngasi <i>M. Rasyidin dan Ghazali Syamni</i>	61
Kebijakan Moneter dan Pertumbuhan Ekonomi di Indonesia <i>Irfan</i>	81
Analisis Kebijakan Konversi Minyak Tanah Ke LPG Terhadap Pendapatan Masyarakat (Studi di Gampong Meunasah Keude Geudong Kabupaten Aceh Utara) <i>Neni Triana</i>	93
Analisis Pengelolaan Zakat Gaji Pegawai Negeri Sipil Menurut Fiqh Islam di Baiul Mal Kota Lhokseumawe <i>Iskandar dan Sulaiman</i>	105
Pengaruh Capital Adequency Ratio (CAR) dan Biaya Operasional Pendapatan (BOPO) Terhadap Return On Asset (ROA) Pada Bank Umum Syariah Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2000-2012 <i>Maryana</i>	127
Analisis Disparitas Pendapatan dan Pola Pertumbuhan Ekonomi di Provinsi Aceh Periode 2002-2012 <i>(Indeks Williamson, Indeks Entropi Theil Dan Tipologi Klassen)</i> <i>Asrita Zahara</i>	139
Pentingnya Administrasi Publik Dalam Pembangunan <i>Bobby Rahman</i>	151

ISSN : 2460-8254



JAKTABANGUN

“Jurnal Akuntansi & Pembangunan”

ADVISORY BOARD

RATNA

KETUA STIE LHOKSEUMAWE

EDITORS

BOBBY RAHMAN (Chief)

IRFAN (Managing Editor)

REVIEWER

MURHABAN	UNIVERSITAS MALIKUSSALEH
SAHARUDDIN	UNIVERSITAS MALIKUSSALEH
HENDRA RAZA	UNIVERSITAS MALIKUSSALEH
JAMALUDDIN	STIE LHOKSEUMAWE
MARYANA	STIE LHOKSEUMAWE
EDI ZULFIAR	POLITEKNIK NEGERI LHOKSEUMAWE
SYAHRIAL	POLITEKNIK NEGERI LHOKSEUMAWE

EDITORIAL SECRETARY

TAUWIL, NENI TRIANA, AINUN ZAIRINAH,
AZIMAH, MUAFAZ, UMAR ISKANDAR

EDITORIAL OFFICE

KAMPUS STIE LHOKSEUMAWE
Jl. Merdeka Barat No. 1B Kutablang Lhokseumawe
Telp/Fax : 0645 – 42208
Web : www.stielhokseumawe.ac.id

FDI & IDX: ANALISIS COINTEGRASI

M. Rasyidin & Ghazali Syamni

Economic Faculty

Malikussaleh University, Lhokseumawe

Abstrak

Tujuan Penelitian ini adalah menguji hubungan kointegrasi antara FDI dengan perkembangan pasar modal Indonesia. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder kuartalan dalam bentuk *time series* periode Januari 2000 sampai dengan September 2010), yang diperoleh dari Badan Penanaman Modal, Bank Indonesia, Badan Pusat Statistik dan Bursa Efek Indonesia. Metode analisis data dilakukan dengan *Johansen cointegration test*. Hasil penelitian ini menemukan bahwa adanya kointegrasi antara *foreign direct investmnet* dengan pengembangan pasar saham. Hasil uji kointegrasi mengidentifikasi bahwa antara pergerakan *net foreign purchase* dan kapitalisasi pasar saham memiliki hubungan keseimbangan dan kesamaan pergerakan dalam jangka panjang. Artinya, setiap periode jangka pendek, seluruh variabel cenderung saling menyesuaikan, untuk mencapai ekuilibrium jangka panjangnya.

Keywords: *Kointegrasi, FDI, Market, Indonesia*

A. Background

Cina dan India merupakan negara yang berhasil melewati krisis finansial global dengan baik dan menjadi pilihan menarik untuk investasi. Selama dua tahun terakhir aliran modal, melalui pasar saham ke dua negara tersebut terus meningkat. Kini, banyak pihak yang menganggap harga saham di Cina sudah terlalu tinggi dan banyaknya *direct investment* juga sudah mulai menyebabkan ekonomi Cina mulai memanas. Akibat kekhawatiran *bubble economy* yang mungkin akan dihadapi Cina, kini investor mulai mencari tempat investasi lain yang masih menjanjikan.

Indonesia yang semula kurang dilirik investor, kini menjadi salah satu alternatif investasi yang menjanjikan. Pertumbuhan ekonomi yang pada kisaran 6 % selama tahun 2010 yang bahkan diatas perkiraan banyak pihak merupakan bukti bahwa Pemerintah dan dunia usaha di Indonesia telah mampu menjaga kestabilan ekonominya selama krisis berlangsung. Pasca krisis finansial, aliran modal yang masuk ke Indonesia lebih banyak masuk melalui pasar modal khususnya pasar saham. Indonesia berpeluang untuk kembali menjadi tempat investasi yang menarik bagi investor asing, karena selama ini besarnya pasar domestik telah terbukti mampu

menjadi lokomotif pertumbuhan ekonomi. Peluang untuk menjadikan Indonesia sebagai "syurga" bagi investor sangatlah terbuka

Masuknya FDI ke suatu Negara, tidak hanya untuk memajukan pembangunan Negara tuan rumah (*home country or host country*), tetapi juga membantu negara-negara tuan rumah dalam berintegrasi dengan pasar dunia (pasar global). Claessens *et al.*, (2001) berpandangan bahwa hubungan FDI dengan pengembangan pasar saham cenderung lebih besar pada negara-negara yang lebih berisiko, finansial terbelakang, dan kelembagaan yang lemah. Pandangan Claessens ini didukung oleh Hausman dan Arias (2000) yang mengatakan bahwa FDI terjadi untuk mengatasi kesulitan investasi melalui pasar modal. Ini menunjukkan bahwa dengan masuknya arus FDI ke suatu Negara akan mampu memberikan kontribusi positif terhadap pengembangan pasar modal.

Beberapa penelitian sebelumnya telah menguji hubungan FDI dengan pasar saham namun hasil penelitian menemukan hasil yang berbeda, seperti; Robert dan Gray (2008); Goldstein *et al.*, (2007); De la Torre dan Augusto (2007); Fritz dan Mihir *et al.* (2005); Adam dan Tweneboah (2010); dan Claessens, *et al.* (2002). Robert dan Gray (2008) menganalisis hubungan nilai tukar dan harga minyak di pasar saham pada empat negara berkembang. Hasil penelitian menemukan tidak ada hubungan yang signifikan ditemukan antara nilai tukar dan harga minyak terhadap indeks harga di pasar saham. Shabaz *et al.*, (2008) yang menguji hubungan

pengembangan pasar modal dan pertumbuhan ekonomi di Pakistan. Hasil penelitian menemukan adanya hubungan kausalitas dua arah antara pengembangan pasar modal dan pertumbuhan ekonomi dalam jangka panjang. Namun, untuk jangka pendek, menunjukkan kausalitas satu arah, dari pengembangan pasar modal terhadap pertumbuhan ekonomi.

De la Torre, dan Augusto (2007) mempelajari efek dari reformasi di pasar saham domestik dan internasionalisasi pembangunan dengan melakukan regresi pada dua variabel: kapitalisasi pasar dan nilai yang diperdagangkan dengan periode penelitian 1975-2004 untuk 117 negara. Mereka menyimpulkan bahwa reformasi cenderung akan diikuti oleh kenaikan kapitalisasi pasar domestik dan perdagangan. Sedangkan Goldstein *et al.*, (2007) mengatakan bahwa FDI akan masuk ke negara tertentu, jika pasar modal sudah berkembang dan pertumbuhan ekonominya juga sudah membaik. Karena investor selalu mencari alternatif investasi yang paling menguntungkan, sehingga pemodal asing lebih suka terhadap saham-saham dengan nilai kapitalisasi besar, bukan yang berkapitalisasi kecil.

Fritz dan Mihir *et al.* (2005) berusaha untuk mengeksplorasi hubungan antara FDI dan tingkat pembentukan modal dalam negeri melalui analisis regresi tahun 1980-an dan 1990-an dan menyimpulkan bahwa asing investasi masuk ke Negara tujuan investasi dengan mengorbankan investasi domestik. Claessens, *et al.* (2002) mengkaji faktor-faktor penentu perkembangan pasar saham di seluruh

dunia, penyebab internasionalisasi dan efeknya terhadap bursa lokal dengan memeriksa data dari 77 negara dari Januari 1975 hingga November, 2000. Mereka menyimpulkan bahwa migrasi dana global sangat bermanfaat untuk pengembangan pasar saham karena lebih banyak dana untuk perusahaan dan fleksibilitas lebih bagi investor. Sedangkan Adam dan Tweneboah (2010) menguji dampak FDI terhadap pasar saham di Ghana. Hasil penelitian menunjukkan hubungan adanya hubungan jangka panjang antara FDI, nilai tukar dan pengembangan pasar saham di Ghana. Berdasarkan uraian di atas maka tujuan penelitian ini adalah menguji pengaruh *foreign direct investment* terhadap perkembangan pasar saham di Indonesia. Penelitian ini penting dilakukan karena masih adanya perbedaan hasil penelitian dan di samping itu termotivasi oleh kondisi pasar modal Indonesia yang semakin di lirik oleh investor.

B. LITERATURE REVIEW

1. Teori Dependensi

Teori dependensi adalah teori yang menggambarkan hubungan antara negara maju negara dunia ketiga. Teori dependensi ini adalah penetrasi asing dan ketergantungan eksternal yang menyebabkan timbulnya distorsi besar-besaran dalam struktur ekonomi suatu negara. Penetrasi ekonomi ini bisa melalui finansial maupun teknologi, melalui *Foreign Direct Investment* dan MNC. *Multinational Cooperation* yang membuka atau menginvestasikan sahamnya pada negara-negara berkembang dan negara dunia ketiga.

Dengan masuknya FDI dan MNC pada suatu negara secara otomatis transfer teknologi pun terjadi berdampingan dengan aliran finansial (SUMBER).

Penetrasi finansial, melalui teori dependensi masuk dengan liberalisasi sektor ekonomi yang ditandai dengan masuknya FDI yang mulai beroperasi di Indonesia. Pemerintah juga harus berhati-hati dengan investasi asing pada portofolio terutama meliputi partisipasi dana luar negeri ke pasar saham. Ketika pasar saham sedang meningkat, dana ini akan mengalir masuk, neraca pembayaran bertambah baik dan nilai uang akan bertambah baik. Sebaliknya, ketika harga-harga saham di pasar saham menurun, dana dalam negeri akan mengalir ke luar negeri, neraca pembayaran cenderung menjadi bertambah buruk dan nilai mata uang domestik merosot. Ketidakstabilan di sektor keuangan ini dapat menimbulkan efek buruk kepada kestabilan kegiatan ekonomi secara keseluruhan.

2. Foreign Direct Investment

Foreign Direct Investment (FDI) merupakan investasi aset asing ke dalam struktur domestik, peralatan (*equipment*), dan organisasi, investasi pada pasar saham. FDI di sektor riil dianggap lebih bermanfaat bagi negara dibandingkan investasi pada ekuitas perusahaan karena investasi ekuitas berpotensi "*hot money*" yang sewaktu-waktu ditarik kembali ke negara asal dan menggoyahkan indikator ekonomi seperti kurs dan indeks saham yang saat ini dianggap mulai menguat.

Krugman dalam Sarwedi (2002) FDI adalah arus modal internasional

dimana perusahaan dari suatu negara mendirikan atau memperluas perusahaannya di negara lain. Biasanya, FDI terkait dengan investasi aset-aset produktif, misalnya pembelian atau konstruksi sebuah pabrik, pembelian tanah, peralatan atau bangunan; atau konstruksi peralatan atau bangunan yang baru yang dilakukan oleh perusahaan asing. Kini mulai muncul corak-corak baru dalam FDI seperti pemberian lisensi atas penggunaan teknologi tinggi. Sebagian besar FDI ini merupakan kepemilikan penuh atau hampir penuh dari sebuah perusahaan. Termasuk juga perusahaan-perusahaan yang dimiliki bersama (*joint ventures*) dan aliansi strategis dengan perusahaan-perusahaan lokal. *Joint ventures* yang melibatkan tiga pihak atau lebih biasanya disebut sindikasi (*syndicates*) dan biasanya dibentuk untuk proyek tertentu seperti konstruksi skala luas atau proyek pekerjaan umum yang melibatkan dan membutuhkan berbagai jenis keahlian dan sumberdaya. Istilah FDI biasanya tidak mencakup investasi asing di bursa saham. (<http://dte.gn.apc.org>).

FDI dalam konteks Indonesia, investor asing untuk melakukan investasi di Indonesai sebenarnya sudah mulai membaik dibandingkan tahun-tahun sebelumnya, baik jumlah proyek maupun nilai investasi dalam tiga tahun terakhir terus meningkat (SUMBER). Namun demikian, beberapa tantangan yang dihadapi untuk memberdayakan penanaman modal telah juga diakui oleh Pemerintah. Kendala dan tantangan tersebut antara lain: Persaingan kebijakan investasi yang dilakukan oleh negara pesaing

seperti China, India, Thailand dan Malaysia, Masih rendahnya kepastian hukum, terhadap Penanaman Modal, Lemahnya insentif investasi, Masih tingginya biaya ekonomi, karena tingginya kasus korupsi, keamanan dan penyalahgunaan wewenang, Meningkatnya nilai tukar riil efektif rupiah (SUMBER).

Dari pengertian di atas disimpulkan bahwa FDI merupakan investasi yang dilakukan oleh suatu perusahaan dari suatu negara terhadap negara lain secara fisik berupa bangunan dan pabrik. Seiring dengan kemajuan dan perubahan bentuk investasi dunia yang cepat dan luas, definisi FDI diperluas yang mencakup akuisisi kepemilikan perusahaan atau bahkan investasi dalam *joint venture* atau aliansi strategis dengan perusahaan lokal.

3. Pasar Saham

Pasar saham sangat penting dalam pembangunan ekonomi sebuah negara sebab merupakan wadah penyediaan modal kepada perusahaan untuk membesarkan aktivitas perdagangan. Saham adalah saluran 'utama' suatu perusahaan untuk mempromosikan usahanya kepada para investor dan pemilik modal. Memasukkan sebuah perusahaan dalam Bursa Saham memberi peluang lebih baik untuk mendapatkan modal yang lebih besar. Bursa merupakan tempat masyarakat untuk berinvestasi melalui pembelian sekuritas ataupun mendapatkan uang dengan menjualnya. Dengan ini pasar saham berfungsi sebagai tempat investasi kepada sebuah perusahaan yang dipilih dengan keyakinan diri atas prestasi

perusahaan maupun tempat mencairkan pemilikan saham dengan menjualnya.

Pasar saham adalah pasar untuk perdagangan saham perusahaan yang dipegang umum dan instrumen finansial yang berhubungan (termasuk opsi saham, perdagangan dan prakiraan indeks saham). Pasar saham merupakan sarana pembiayaan melalui penerbitan saham, dan merupakan sarana perdagangan saham (SUMBER). Bursa saham adalah tempat dimana perusahaan dapat menawarkan sahamnya untuk dijual. Mereka melakukan hal ini melalui penawaran perdana (IPO). Setelah penawaran perdana, ribuan atau jutaan investor yang telah membeli saham tersebut dapat kembali ke bursa saham untuk menjual sahamnya kepada investor yang lain, sehingga dimulailah perdagangan saham. Bursa saham hanyalah semacam tempat penampungan untuk perdagangan (SUMBER).

4. Hubungan *Foreign Direct Investment* dengan *Pasar Saham*

Hausman dan Arias (2000) mengatakan FDI yang masuk ke negara-negara lain membantu mengembangkan sistem keuangan domestik. FDI dapat menjadi "bahan bakar" bagi perkembangan pasar saham melalui saluran yang berbeda. Pertama, FDI dapat berhubungan positif dengan partisipasi perusahaan dalam pasar modal, karena investor asing mungkin ingin untuk mendanai bagian dari investasi dengan modal eksternal atau mungkin ingin kembali

investasi mereka dengan menjual saham di pasar modal. Kedua, mengingat bahwa investor asing sebagian berinvestasi melalui pembelian ekuitas yang ada, kemungkinan likuiditas pasar saham akan meningkat. Dengan demikian, nilai yang diperdagangkan di dalam negeri dan luar negeri (secara internasional), atau keduanya bisa meningkatkan, tergantung di mana pembelian tersebut terjadi. Singkatnya, FDI dikatakan sebagai pelengkap (komplementer), bukan pengganti (subsider), pengembangan pasar saham. Dalam pandangan ini, FDI harus berkorelasi positif dengan pengembangan (domestik atau internasional) ekuitas pasar.

Chai dan Corrine (2008) menguji pengaruh transaksi harian pemodal asing terhadap enam pasar modal di Asia yaitu India, Indonesia, Korea, Philipina, Taiwan, dan Thailand dengan pasar modal local dan perubahan nilai tukar selama delapan tahun (1999 - 2006). Hasilnya ditemukan bahwa pengembalian pasar saham (*equity market return*) berhubungan dengan pembelian saham bersih (*net equity purchase*). Sebaliknya pembelian saham bersih (*net equity purchase*) juga berhubungan dengan pengembalian pasar saham (*equity market return*). Supriyanto (2006) menguji hubungan dinamis antara arus modal asing, indeks LQ 45 dan nilai tukar rupiah. Hasil temuan tersebut menunjukkan bahwa arus modal asing selain dipengaruhi oleh pergerakan indeks LQ 45, juga dipengaruhi oleh dinamika pergerakan arus modal asing masa lalu.

Penelitian Wang (2007) menguji pengaruh kepemilikan asing terhadap volatilitas saham di Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan asing berpengaruh dalam mengurangi volatilitas saham. Hal ini tidak tergantung kepada *gross* dan *net foreign trading* dan volatilitas historikal saham. Pengaruh mengurangi volatilitas semakin bertambah melalui peningkatan kepemilikan asing. Nasser dan Gomez (2009) mengeksplorasi dampak perkembangan pasar keuangan pada arus masuk FDI periode 1978-2003 pada 15 negara American. Proksi perkembangan pasar saham dengan menggunakan kapitalisasi pasar saham sebagai persentase dari PDB, nilai total diperdagangkan terhadap GDP, dan rasio perputaran. Hasil penelitian tersebut ditemukan bahwa FDI berkorelasi positif dengan kapitalisasi pasar dan nilai saham domestik diperdagangkan. Ini mengindikasikan bahwa FDI merupakan pelengkap dan bukan pengganti pengembangan pasar saham di Negara Amerika Latin.

Guo dan Yang (2009) yang menguji faktor-faktor lokasi FDI Amerika di Cina, mengadopsi periode 1983-2006. Hasil studi tersebut menunjukkan bahwa ada hubungan jangka panjang yang stabil antara FDI Amerika di Cina terhadap pertumbuhan ekonomi, aset investasi tetap dan pasar saham Cina. Ini membuktikan bahwa FDI Amerika terjadinya kointegrasi dengan pasar saham di Cina. Ergun dan Nor (2009) meneliti mengenai faktor-faktor penentu pasar saham Turki (ISE) dengan menggunakan data harian mencakup 1988-2008. Hasil empiris menunjukkan

terjadinya kointegrasi yang signifikan terdeteksi antara pasar saham Turki dan negara-negara yang memiliki perdagangan besar dengan Turki seperti Perancis, Belanda, Jerman, Inggris, Italia dan Belgia dengan pasar saham Turki. Hal ini menunjukkan bahwa FDI adalah paling signifikan penentu hubungan ISE. Koreksi Kesalahan Ketentuan juga signifikan dan menunjukkan hubungan yang dinamis antara Turki dan negara-negara anggota Uni Eropa yang dipilih. Adam dan Tweneboah, (2010) menguji dampak FDI terhadap pengembangan pasar saham di Ghana dengan menggunakan *multivariate cointegration* dan data kuartalan dari 1991:1 sampai 2006:4. Ditemukan bahwa adanya hubungan jangka panjang antara FDI dan pengembangan pasar saham. Ini mengindikasikan bahwa FDI pasar saham di Ghana kointegrasi.

Hipotesis: Ada Hubungan Kointegrasi antara FDI dengan Pengembangan Pasar Saham di Indonesia

C. METHODOLOGY

1. Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder kuartalan dalam bentuk *time series* periode Januari 2000-September 2010 (2000:1-2010:3). Data diperoleh dari Badan Penanaman Modal (www.bapepam.go.id), Bank Indonesia (www.bi.go.id), Badan Pusat Statistik (www.bps.go.id) dan Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id).

2. Definisi Operasional Variabel

Definisi operasional variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

1. *Foreign Direct Investment* (FDI) adalah penanaman modal asing yang dilakukan dalam bentuk *portfolio investment*, dimana pemilik modal asing hanya memiliki sejumlah saham dalam suatu perusahaan, tanpa mempunyai kekuasaan langsung dalam manajemen perusahaan. Variabel FDI ini menggunakan *Foreign Net Purchase* (FNP) yaitu nilai pembelian bersih saham pemodal asing di pasar modal. Formulasi yang digunakan sesuai dengan Clark dan Berko, 1996; Hamao dan Mei, 2001, Pavabutr dan Yan, 2007, Adam dan Tweneboah, 2010; dan Sierra, 2010.

$$FNP = \text{Nilai Beli Saham Investor Asing} - \text{Nilai Jual Saham Investor Asing} \dots\dots\dots 1$$

2. Pengembangan pasar saham (*stock market development*) merupakan pasar untuk perdagangan saham perusahaan yang dipegang umum dan instrumen finansial yang berhubungan (termasuk opsi saham, perdagangan dan prakiraan indeks saham. Dalam pengembangan pasar saham ini akan menggunakan proksi nilai kapitalisasi pasar (*market capitalization* atau MC) dibagi dengan Produk Domestik Bruto (PDB) (Claessens *et al*, 2001; Adam dan Tweneboah, 2010). Kapitalisasi pasar didefinisikan nilai pasar total saham yang diperdagangkan

dikalikan dengan harga saham. formulasinya adalah:

$$MC = \text{Harga Pasar Saham} \times \text{Jumlah Saham beredar} : \text{Product Domestic Brutto} \dots\dots\dots 2$$

3. Metode Analisis Data

Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan pengujian kointegrasi, kausalitas *foreign direct investment* yang diprosikan dengan *net purchase* (FNP) terhadap pengembangan pasar saham yang diprosikan dengan nilai kapitalisasi pasar (MC). Model empiris dalam penelitian ini mempergunakan multivariat *vector autoregression* (VAR) atau *vector error correction* (VEC), dengan spesifikasi model VAR sebagai berikut:

$$MC_t = \alpha + \beta_2 LFNP_{t-1} + \epsilon_t \dots\dots\dots 3$$

$$LFNP_t = \alpha + \beta_2 MC_{t-1} + \epsilon_t \dots\dots\dots 4$$

a. Uji Stasioneritas (Unit Root Test)

Uji stasioneritas dilakukan dengan menggunakan metode *Augmented Dickey-Fuller Test* (ADF). Uji stasioneritas ini didasarkan atas hipotesis nol variabel stokastik memiliki *unit root*. Dengan menggunakan model uji ADF test, hipotesis nol dan dasar pengambilan keputusan lainnya yang digunakan dalam uji ini didasarkan pada nilai kritis MacKinnon sebagai pengganti uji-t. Selanjutnya nisbah t tersebut dibandingkan dengan nilai kritis statistik pada t tabel ADF untuk mengetahui ada atau tidaknya akar-akar unit. Jika hipotesis

diterima berarti variabel tersebut tidak stasioner, maka perlu dilakukan uji derajat integrasi. Uji derajat integrasi dimaksudkan untuk melihat pada derajat atau order diferensi ke berapa data yang diamati akan stasioner.

b. Uji Kointegrasi (Johansen's Cointegration Test)

Kombinasi dari dua seri yang tidak stasioner, akan bergerak ke arah yang sama menuju ekuilibrium jangka panjangnya dan diferensiasi diantara kedua seri tersebut akan konstan. Jika demikian halnya, seri ini dikatakan saling berkointegrasi. Tes kointegrasi berdasarkan pendekatan *vector autoregressions* (VAR) Johansen. Jika vektor X_t adalah vektor variabel endogen dalam VAR dengan panjang lag p , maka:

$$MC_t = A_1 MC_{t-1} + A_2 MC_{t-p} + BFNP_t + \varepsilon_t \dots\dots\dots 5$$

Notasi: MC_t : Kapitalisasi pasar, A_p : Parameter matriks, $BFNP_t$: d-vektor dari *foreign net purchase*, ε_t : vektor *innovations*. Spesifikasi VAR ini dapat dinyatakan dalam bentuk *first difference* sebagai:

$$\Delta LNFP_t = \Pi LFNP_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \Gamma \Delta LFNP_{t-i} + \beta MC_t + \varepsilon_t \dots\dots\dots 6$$

Notasi: $\Pi = \sum_{i=1}^p A_i - I$ dan $\Gamma = - \sum_{j=i+1}^p A_j$ I = Matrik identitas

Hubungan jangka panjang (kointegrasi) dijelaskan di dalam

matrik dari sejumlah p variable. Karena $0 < rank = r < (\Pi) = r = p$ maka Π terdiri dari matrik Q dan R dengan dimensi $p * r$ sehingga $\Pi = QR'$. Matrik R terdiri dari r , $0 < r < p$ vector kointegrasi, sedangkan Q merupakan vektor parameter *error correction*. Johansen menyarankan estimator *maximum likelihood* untuk Q dan R dan uji statistic untuk menentukan vector kointegrasi r . ada tidaknya kointegrasi didasarkan pada uji *likelihood ratio* (LR). Jika nilai hitung LR lebih besar dari nilai kritis LR, maka menerima adanya kointegrasi dan sebaliknya jika nilai hitung LR lebih kecil dari nilai kritisnya maka tidak ada kointegrasi. Jika tidak terdapat hubungan kointegrasi, model *unrestricted VAR* dapat diaplikasikan. Tetapi jika terdapat hubungan kointegrasi antar seri, model *Vector Error Correction* (VECM) yang dipergunakan (Enders dalam Ingrid, 2006).

D. RESULT AND DISCUSSION

1. Perkembangan Modal Asing dan Kapitalisasi Pasar

Pasar modal Indonesia merupakan salah satu pilihan menarik bagi investor asing dibandingkan negara lain, termasuk dibandingkan dengan negara-negara Eropa dan AS yang masih pada fase pemulihan setelah terkena krisis. Wajar jika saat ini aliran dana asing itu membanjiri pasar modal Indonesia. Besarnya aliran FDI yang masuk membuat kinerja bursa domestik melonjak tajam. Sampai saat ini investor asing masih mendominasi kepemilikan saham

sejumlah perusahaan di Indonesia telah *go public*. Di samping itu, dalam dua tahun terakhir perkembangan kapitalisasi pasar mengalami kenaikan yang konsisten. Keadaan makro ekonomi yang stabil yang terlihat dari laju inflasi yang lebih terkendali, nilai rupiah yang relatif stabil, dan suku bunga yang relatif rendah telah menimbulkan harapan membaiknya

kinerja perusahaan. Akibatnya, insentif para investor terhadap saham-saham yang tercatat di bursa Indonesia meningkat sehingga kapitalisasi bursa saham terdorong naik. Tahun 2001 kapitalisasi pasar hanya mencapai 14,2 persen dari PDB, tapi angka ini naik menjadi 22,1 persen dari PDB pada akhir tahun 2003 (Tabel 1).

Tabel 1 Perkembangan Investor Asing

Tahun	Net Foreign (US \$)	Kapitalisasi Saham
2000	808.437,30	259.621,00
2001	4.491.479,40	239.271,00
2002	7.912.322,20	268.776,00
2003	9.877.104,30	460.366,00
2004	18.813.726,70	679.949,10
2005	(15.417.936,60)	801.252,70
2006	17.300.351,20	1.249.074,50
2007	32.607.301,50	1.988.326,20
2008	18.281.263,60	1.076.490,53
2009	13.788.426,60	2.019.375,00
2010*	6.002.760,00	2.919.402,30

Sumber: www.bi.ac.id; www.bapepam.ac.id

Berdasarkan Tabel 1 di atas menunjukkan bahwa tahun 2009 proporsi kepemilikan asing sekitar 67.1% dari total 1,15 juta saham di tanah air dimiliki investor asing. Sedangkan sisanya sekitar 32.9% dimiliki investor dalam negeri. Investor asing mendominasi kepemilikan aset saham mencapai Rp.966,23 triliun atau setara dengan 67 persen aset saham (per 30 Juli 2010). Jumlah kepemilikan ini meningkat 38 persen dibandingkan periode yang sama tahun lalu senilai Rp. 696,65 triliun. Hal yang sama juga

ditunjukkan dalam kepemilikan aset saham yang dimiliki investor lokal. Investor lokal memiliki aset senilai Rp. 474.24 triliun atau naik 30 persen dibandingkan tahun sebelumnya, Rp. 361 triliun. Memasuki akhir tahun porsi kepemilikan asing mengalami penurunan, tetapi ini bersifat temporer dan lebih dikarenakan profit taking saja. Hal ini terlihat dari persentase penurunan yang belum signifikan jumlahnya. Kedepannya investor asing diperkirakan masih ingin berinvestasi jangka panjang di Indonesia karena

secara fundamental kondisi ekonomi Indonesia masih bagus ditambah dengan *potential upgrade* untuk rating Indonesia. Investor asing mulai merealisasikan keuntungan menjejang akhir tahun.

Selanjutnya, Tabel 1 didapatkan nilai kapitalisasi pasar di BEI meningkat 59,18%, yakni dari Rp1.249,1 triliun pada akhir perdagangan tahun 2006 menjadi Rp1.988,33 triliun pada akhir perdagangan tahun 2007. Sejalan dengan hal tersebut, kontribusi pasar modal Indonesia terhadap GDP juga meningkat dari hanya 37,42% di tahun 2006 menjadi 50,24% di tahun 2007. Nilai kapitalisasi pasar di BEI pada akhir perdagangan 2009, jika dibandingkan dengan akhir perdagangan tahun sebelumnya, naik 87,59%, yakni dari Rp1.076,50 triliun pada akhir perdagangan tahun 2008 menjadi Rp2.019,38 triliun pada akhir perdagangan tahun 2009. Sejalan hal tersebut, kontribusi pasar modal Indonesia terhadap GDP naik dari 21,72 % di tahun 2008 menjadi 35,97 % di tahun 2009.

Nilai kapitalisasi pasar memberikan indikasi bahwa jumlah permintaan terhadap instrumen saham

sangat tinggi. Guncangan yang ditimbulkan oleh krisis keuangan global memang sempat menurunkan demand di pasar modal, namun proses pemulihan yang terjadi pada tahun 2009 telah menunjukkan kembalinya tren peningkatan. Hal ini menunjukkan kembalinya potensi demand di pasar modal sehingga perusahaan tidak perlu khawatir bahwa saham yang diterbitkan tidak dapat diserap oleh pasar.

2. Hubungan Kointegrasi antara FDI dengan Pengembangan Pasar Saham di Indonesia

a. Uji Stasioneritas Data (*Unit Root Test*)

Dalam mengestimasi model *Autoregression* (VAR) adalah melakukan uji stasioneritas data. Pengujian dilakukan dengan unit root test dengan prosedur *Augmented Dickey-Fuller Test* (ADF-Test). Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui data penelitian menunjukkan fenomena *random walk* yang merupakan series data yang tidak stasioner. Hasil pengujian unit root adalah sebagai berikut:

Tabel 2 Unit Root Test pada Level Atas

Variabel	Nilai ADF	Nilai kritis MacKinnon			Keterangan
		1%	5%	10%	
MC	-1.024179	-3.6019	-29,358	-26,059	Tidak Stasioner
LFNP	-0,927980	-4.1366	-3.1483	-2.718	Tidak Stasioner

***/**/* Signifikan pada 10%, 5% dan 1%

Sumber: data diolah, 2013

Pengujian stasioneritas terhadap data level dilakukan dengan menggunakan model *intercept* seperti uji ADF ordo nol terhadap data level

sebelumnya. Berdasarkan hasil uji *unit root* pada tingkat diferensi pertama (ordo satu) pada Tabel 2 di atas menunjukkan adanya perubahan tingkat signifikansi dari nilai probabilitas, statistik ADF dan serta *critical value* (α) pada semua variabel. Hasil uji *unit root* dengan nilai absolut statistik ADF yang lebih besar

dibandingkan dengan nilai absolut *critical value* tabel Mac Kinnon. Hal ini menunjukkan bahwa semua variabel dalam kondisi yang stasioner atau sudah tidak mengandung *unit root* lagi pada ordo satu. Selain itu kondisi stasioner ini juga didukung oleh nilai probabilitas statistik ADF semua variabel yang signifikan pada $\alpha = 1\%$.

Tabel 3 Unit Root Test pada First Difference

Variabel	Nilai ADF	Nilai kritis MacKinnon			Keterangan
		1%	5%	10%	
MC	-2.977795**	-3.6067	-2,9378	-2,6069	Stasioner
LFNP	-4.108561**	-4.8875	-3.4239	-2.8640	Stasioner

***/**/* Signifikan pada 10%, 5% dan 1%

Sumber: Data diolah, 2013

Setelah dilakukan *differencing* ADF test pada ordo satu dari model persamaan di atas, maka semua variabel setelah dilakukan proses *differencing* melalui uji ADF ordo satu ini sudah tidak lagi mengandung *unit root*, sehingga semua data yang digunakan sudah dalam kondisi yang stasioner. Dengan demikian tidak perlu melakukan uji stasioneritas data pada tingkat diferensi yang lebih tinggi. Berdasarkan hasil *unit root* test melalui pengujian ADF menunjukkan hasil bahwa semua variabel yang digunakan dalam penelitian baik variabel dependen maupun variabel independen tidak stasioner pada ordo nol dan stasioner pada pengujian tingkat diferensi pertama (Tabel 4).

b. Pengujian Kointegrasi Johansen (Johansen's Cointegration Test)

Karena seluruh variabel terintegrasi pada derajat 1, maka pengujian kointegrasi dilakukan untuk menguji dalam jangka panjang terdapat kesamaan pergerakan dan stabilitas hubungan antara kedua variabel penelitian tersebut. Pengujian dalam hal ini ditujukan untuk menentukan model yang cocok digunakan, apakah model *Vector Autoregression* (VAR) atau *Vector Error Correction Model* (VECM). Jika terdapat hubungan kointegrasi, maka estimasi yang tepat adalah VEC, namun jika tidak terjadinya kointegrasi maka model yang cocok digunakan adalah VAR (Enders, 2004 dan Granger dalam Wong *et al*, 2005). Pengujian kointegrasi menggunakan metode *Johansen Cointegration Test*, ditunjukkan pada Table 4 di bawah ini:

Tabel 5 Uji Kointegrasi Johansen

Eigenvalue	Likelihood Ratio	Nilai Kritis	Nilai Kritis
		5 Persen	1 Persen
0.555044	16,07252**	15,41	20,04
0.079777	149,650	3,76	6,65

***/**/* Signifikan pada 10%, 5% dan 1%

Sumber: data diolah, 2013

Berdasarkan analisis ekonometrik di atas, dapat dilihat bahwa di antara dua variabel dalam penelitian ini, terdapat kointegrasi pada lag 1. Ini dapat dilihat pada nilai LR (*Likelihood Ratio*) lebih besar dari *critical value* dengan tingkat signifikansi 5%. Hal ini berarti hipotesis penelitian ini (H_a) yang menyatakan adanya kointegrasi antara *foreign direct investmnet* dengan pengembangan pasar saham diterima. Pasar saham yang terintegrasi akan lebih efisien dari pada pasar saham yang tersegmentasi, karena informasi yang masuk akan langsung tercermin pada indeks harga saham menyebabkan suatu mekanisme *random walk* sehingga tidak mungkin investor memperoleh *abnormal return* terus menerus berdasarkan analisis teknikal. Oleh karenanya likuiditas pasar saham tersebut akan meningkat dan menjadi lebih menarik bagi investor untuk berinvestasi di pasar saham (Guo dan Yang, 2009).

Dengan demikian, hasil uji kointegrasi mengidentifikasi bahwa antara pergerakan *net foreign purchase* (LFNP) dan kapitalisasi pasar saham (MC) memiliki hubungan stabilitas/keseimbangan dan kesamaan pergerakan dalam jangka panjang. Dengan kata lain, dalam setiap periode

jangka pendek, seluruh variabel cenderung saling menyesuaikan, untuk mencapai ekuilibrium jangka panjangnya. Hasil temuan ini mendukung studi empiris yang pernah dilakukan oleh Guo dan Yang (2009), Ergun dan Nor (2009), dan Adam dan Tweneboah, (2010).

c. *Vector Error Correction Model (VECM)*

Setelah didapati hubungan kointegrasi diantara kedua variabel penelitian, maka tahap selanjutnya adalah membentuk model *Vector Error Correction Model (VECM)*. Menurut Enders dalam Inggrid (2006), jika terdapat hubungan kointegrasi diantara variabel penelitian, maka estimasi dilakukan dengan VECM, sedangkan jika tidak ada kointegrasi diantara kedua variabel di atas maka estimasi dilakukan dengan *Vector Autoregression Difference (VARD)*. Fungsi VECM ini adalah untuk mengetahui pengaruh jangka pendeknya antara *foreign net purchase* (LFNP) dengan kapitalisasi pasar (MC). Pada Tabel 6 di bawah ini penulis menyajikan hasil estimasi dengan VECM dengan pengujian kecepatan penyesuaian (*speed of adjustment test*) adalah sebagai berikut:

Tabel 6 Speed of Adjustment Test

Variabel Dependen = MC		
Variabel	Persamaan Kointegrasi 1	Probabilitas
Kostanta	19.6548	
LNFP (-1)	-1.0001 (0.3367)	-2.9698*

***/**/* Signifikan pada 10%, 5% dan 1%

Sumber: data diolah, 2013

Model koreksi kesalahan (*error correction model*) di atas dilakukan dengan menggunakan asumsi pada optimal lag pertama, sehingga *speed of adjustment* yang signifikan menunjukkan bahwa guncangan *disequilibrium* akibat perubahan *foreign net purchase* (LNFP) dalam jangka pendek langsung dapat diperbaiki kembali menuju *equilibrium* pada periode berikutnya. Dengan kata lain bahwa dalam jangka pendek *foreign net purchase* (LNFP) berpengaruh negatif terhadap perubahan/pergerakan kapitalisasi pasar (MC). Pengaruh negatif pergerakan arus masuk FDI terhadap pasar saham dalam jangka pendek ini menunjukkan adanya dugaan dengan menurunnya kapitalisasi pasar saham direspon oleh pelaku pasar modal (investor asing) dengan mengalihkan investasinya dari BEI ke pasar modal Negara lain.

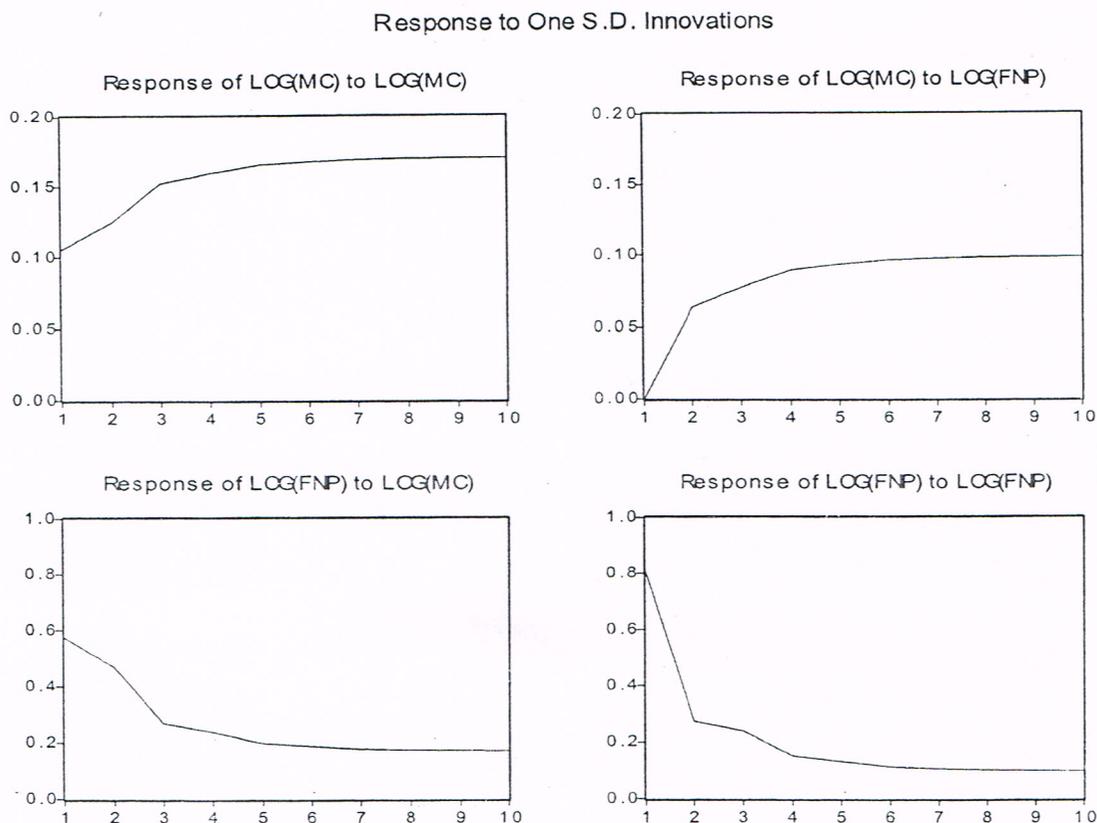
d. Analisis Impulse Response Function (GIRF)

Estimasi terhadap fungsi *impulse response* dilakukan untuk memeriksa respon kejutan (*shock*) variabel inovasi terhadap variabel-variabel lainnya. Estimasi menggunakan asumsi masing-

masing variabel inovasi tidak berkorelasi satu sama lain sehingga penelurusan pengaruh suatu kejutan dapat bersifat langsung. Gambar *impulse response* akan menunjukkan respon suatu variabel akibat kejutan variabel lainnya sampai dengan beberapa periode setelah terjadi shock. Jika gambar *impulse response* menunjukkan pergerakan yang semakin mendekati titik keseimbangan (*convergence*) atau kembali ke keseimbangan sebelumnya bermakna respon suatu variabel akibat suatu kejutan makin lama akan menghilang sehingga kejutan tersebut tidak meninggalkan pengaruh permanen terhadap variabel tersebut. Sumbu horizontal merupakan waktu dalam periode tahun ke depan setelah terjadinya *shock*, sedangkan sumbu vertikal adalah nilai respon. Secara mendasar dalam analisis ini akan diketahui respon positif atau negatif dari suatu variabel terhadap variabel lainnya. Respon tersebut dalam jangka pendek biasanya cukup signifikan dan cenderung berubah. Dalam jangka panjang respon cenderung konsisten dan terus mengecil. *Impulse Response Function* memberikan gambaran bagaimana respon dari suatu variabel

di masa mendatang jika terjadi gangguan pada satu variabel lainnya. Untuk memudahkan interpretasi, hasil

analisis disajikan dalam bentuk grafik pada Gambar 1 di bawah ini:



Gambar 1: Generalized Impulse Response Function

Grafik baris pertama kolom pertama *shock* pergerakan kapitalisasi pasar pada awal periode sebesar 0,1052%. Kemudian mulai periode kedua dan selanjutnya respon kapitalisasi pasar itu sendiri mulai menguat. Grafik baris pertama kolom kedua, pada periode pertama kapitalisasi pasar (MC) belum merespon terhadap perubahan LFNP, namun respon MC mulai merespon pada period kedua yaitu sebesar 0,0633%. Kemudian perubahan LFNP untuk periode selanjutnya direspon dengan baik oleh MC sampai akhir perioden yaitu mencapai 0,0985%. Sementara itu grafik baris kedua kolom

pertama menunjukkan *shock* kapitalisasi pasar direspon oleh perubahan LFNP mengalami penurunan selama 10 periode. Pada awal periode LFNP dalam merespon MC sebesar 0,5758% menjadi 0,1715% pada akhir periode. Pada grafik baris kedua kolom kedua menjelaskan terjadinya respon LFNP terhadap LFNP itu sendiri juga mengalami penurunan sampai akhir periode (periode ke 10) yaitu menjadi 0,0996% (Table 7). Secara keseluruhan hasil analisa *impulse response* pada periode penelitian ini mengindikasikan bahwa kondisi pasar saham dalam merespon FDI stabil dan dinamis yang didukung dengan kondisi

fundamental perekonomian Indonesia akan terus meningkatkan kapitalisasi yang semakin baik menyebabkan pasar saham dan mendorong derasnya arus masuk FDI yang masuk pertumbuhan ekonomi Indonesia. ke pasar saham Indonesia. Dan ini

Tabel 7 Generalized Impulse Response Function

Periode	Respon Kapitalisasi Pasar (MC):		Respon Net Foreign Purchase (LFNP):	
	MC	FNP	MC	LFNP
1	0,105158	0,000000	0,575869	0,806237
2	0,124115	0,063285	0,468648	0,273465
3	0,152287	0,076442	0,267260	0,239329
4	0,159692	0,088928	0,238230	0,152521
5	0,165658	0,093297	0,198123	0,131079
6	0,167915	0,096106	0,186483	0,113162
7	0,169289	0,097315	0,177861	0,106493
8	0,169900	0,097988	0,174440	0,102390
9	0,170232	0,098304	0,172427	0,100576
10	0,170391	0,098470	0,171513	0,099586

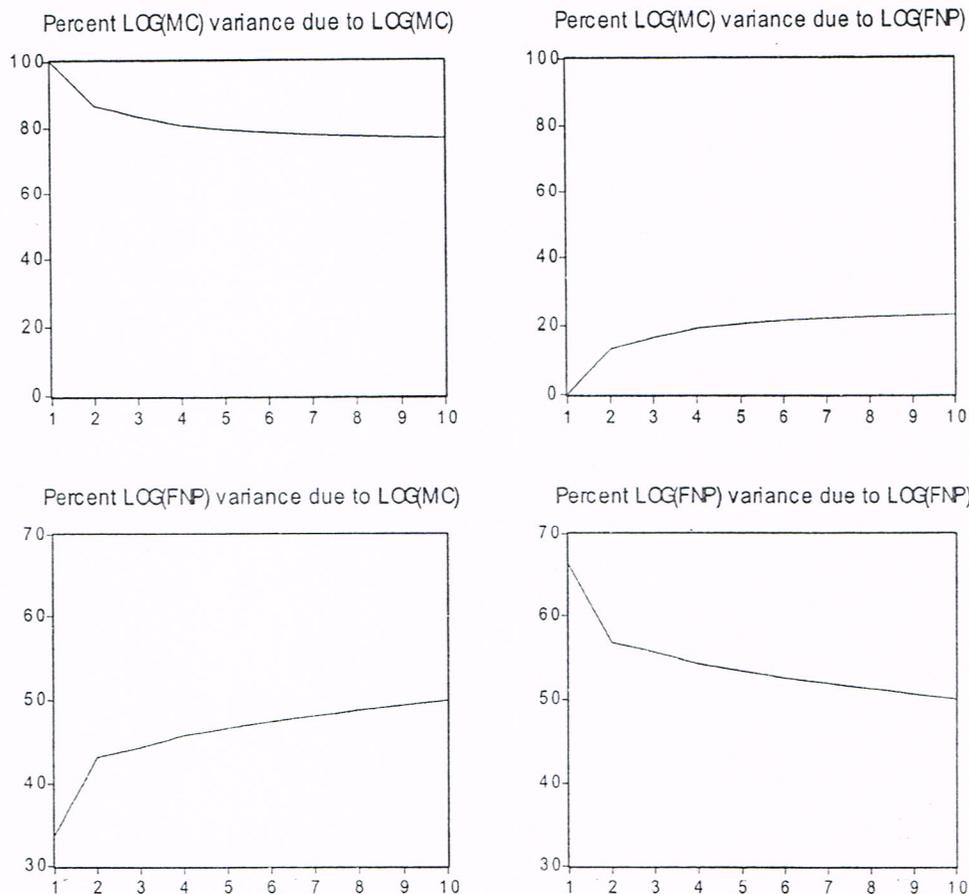
Sumber: Data Diolah, 2013

e. Analisis Variance Decomposition

Setelah menganalisis perilaku dinamis melalui *impulse response*, selanjutnya akan dilihat karakteristik model melalui *variance decomposition*. Pada bagian ini dianalisis bagaimana varian dari suatu variabel ditentukan oleh peran dari variabel lainnya maupun peran dari dirinya sendiri. *Variance decomposition* digunakan untuk menyusun *forecast error variance* suatu variabel, yaitu seberapa besar perbedaan antara *variance*

sebelum dan sesudah *shock*, baik *shock* yang berasal dari diri sendiri maupun *shock* dari variabel lain untuk melihat pengaruh relatif variabel-variabel penelitian terhadap variabel lainnya. Prosedur *variance decomposition* yaitu dengan mengukur persentase kejutan-kejutan atas masing-masing variabel. Berikut ini disajikan *variance decomposition* untuk waktu dua puluh empat periode ke depan atas masing-masing variabel (Gambar 2).

Variance Decomposition



Gambar 2 *Variance Decomposition*

Ada beberapa hal yang dapat diamati dari Gambar 2. Pertama, analisis variance decomposition menunjukkan bahwa *forecast error variance* dari Kapitalisasi pasar (MC) pada periode pertama ditentukan oleh dirinya sendiri atau sebesar 100%. Sedangkan kontribusi variabel LFNP tidak mampu menjelaskan variabilitas MC. Dalam periode *intermediate* dan jangka panjang, kontribusi variabel LFNP dalam menjelaskan variabilitas MC mengalami peningkatan sampai akhir periode, yaitu sekitar 23,13%. Kedua, *forecast error variance* dari LFNP pada periode pertama dapat

dijelaskan oleh MC sebesar 33,78%, kontribusi LFNP mampu menjelaskan variabilitas LFNP itu sendiri sebesar 66,22%. Hal ini menunjukkan bahwa pada awal periode variabel LFNP telah memberikan kejutan terhadap variabilitas LFNP sendiri, meskipun akhirnya kontribusi LFNP terhadap LFNP itu sendiri mengalami penurunan sampai akhir periode. Sedangkan kontribusi variabel MC mampu menjelaskan variabilitas LFNP hanya sebesar 33,78% pada awala periode. Ini menunjukkan kontribusi dari MC sangatlah kecil dalam menjelaskan variabilitas LFNP dibandingkan dengan

variabel LFNP itu sendiri. Namun dalam jangka panjang (periode ke 10) variabel MC mampu menjelaskan variabilitas LFNP 49,92%, sedangkan

LFNP sendiri dalam menjelaskan LFNP sebesar 50,07%. Ini menunjukkan bahwa MC lebih banyak mempengaruhi LFNP (Tabel 8).

Tabel 8 Variance Decomposition

Periode	Respon Kapitalisasi Pasar (MC):		Respon Net Foreign Purchase (LFNP):	
	MC	FNP	MC	LFNP
1	100,0000	0,000000	33,78266	66,21734
2	86,85501	13,14499	43,19996	56,80004
3	83,44888	16,55112	44,32661	55,67339
4	80,88884	19,11116	45,76016	54,23984
5	79,49709	20,50291	46,63143	53,36857
6	78,55908	21,44092	47,42372	52,57628
7	77,92617	22,07383	48,11341	51,88659
8	77,46942	22,53058	48,75576	51,24424
9	77,12965	22,87035	49,35742	50,64258
10	76,86792	23,13208	49,92838	50,07162

Sumber: data Diolah, 2013

Berdasarkan hasil analisis terhadap *impulse response function* dan *variance decomposition*, secara umum dapat disimpulkan bahwa masing-masing variabel dapat saling menjelaskan apabila terjadi *shock* terhadap salah satu variabel, namun porsi penjelasan masing-masing variabel masih didominasi oleh variabel itu sendiri.

E. CONCLUSION

Foreign net purchase yang masuk ke Indonesia sebagian besar merupakan aliran modal jangka pendek (*hot money*) yang lebih banyak diinvestasikan ke portofolio melalui pasar modal, bukan merupakan investasi langsung. Dan ini sedikit banyak akan mempengaruhi

perekonomian jika terjadi penarikan dana secara bersama-sama keluar dari Indonesia. Hasil penelitian menemukan bahwa hasil *Johansen's Cointegration Test* menunjukkan bahwa variabel penelitian yaitu *foreign net purchase* (LFNP), dan kapitalisasi pasar (MC) dalam setiap periode jangka pendek cenderung saling menyesuaikan untuk mencapai ekuilibrium jangka panjangnya.

Kapitalisasi pasar (MC) merespon positif terhadap *shock* pergerakan *foreign net purchase* (LFNP). Ini menunjukkan bahwa peningkatan *foreign net purchase* (LFNP) yang masuk ke Indonesia, akan mengakibatkan kondisi pasar saham Indonesia semakin yang membaik. Sebagaimana diharapkan bahwa

foreign net purchase (LFNP) dan pergerakan kapitalisasi pasar (MC) mempunyai arah yang positif, dimana besarnya *foreign net purchase* (LFNP) yang masuk ke Indonesia dapat memberikan peningkatan pada kapitalisasi pasar (MC).

Respon pergerakan *foreign net purchase* (LFNP) menurun terhadap *shock* perubahan kapitalisasi pasar (MC) menunjukkan bahwa pelemahan kapitalisasi pasar (MC) juga ikut melemahkan *foreign net purchase* (LFNP) (secara tidak langsung). Kontribusi variabel LFNP pada awal periode belum menjelaskan apapun (no) terhadap variabilitas MC. Dalam jangka *intermediate* dan jangka panjang kontribusi variabel LFNP relatif semakin besar. Dalam jangka panjang kontribusi variabel MC relatif semakin besar. Secara umum dapat dinyatakan bahwa masing-masing variabel dapat saling menjelaskan apabila terjadi *shock* terhadap salah satu variabel, namun porsi penjelasan masing-masing variabel masih didominasi oleh dirinya sendiri. Dengan kata lain bahwa dinamika masing-masing variabel dipengaruhi oleh dinamika dari pergerakan variabel-variabel itu sendiri.

F. REFERENCES

- Adam, Anokye M., dan Tweneboah, George., (2010), Foreign Direct Investment and Stock Market Development: Ghana's Evidence, International Research Journal of Finance and Economics, Vol. 36, pp. 179-185
- Chai-Anant, Chayawadee and Ho, Corrinne., (2008), Understanding Asian Equity Flows, Market Returns and Exchange Rates, BIS Working Papers, Monetary and Economic Department, Bank for International Settlements
- Claessens, S., Daniela KL., and Schmukler, S.L. (2002), The future of Stock Exchanges in Emerging Markets-Evolution and Prospects, *Brookings-Wharton Papers on Financial Services 2002*, The Brookings Institution, Washington, D.C., pp. 167-212.
- Claessens, Stijn., Daniela Klingebiel, and Sergio L. Schmukler., (2001), FDI and Stock Market Development: Complements or Substitutes?, Working Paper, World Bank
- Clark, John dan Berko, Elizabeth., (1996), Foreign Investment Fluctuations and Emerging Market Stock Returns: The Case of Mexico, Research Paper, Federal Reserve Bank of New York.
- De-la, Torre., De-la, Augusto., Gozzi, Juan Carlos., and Schmukler, Sergio L., (2007), Stock Market Development under Globalization: Whither the Gains from Reforms? Policy Research working paper No. wps 4184, World Bank.
- Inggrid, (2006), Sektor Keuangan dan Pertumbuhan Ekonomi di Indonesia: Pendekatan Kausalitas dalam Multivariate Vector Error Correction Model, *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, Vol. 8. No.Pp. 40-49.
- Enders, 2004
- Ergun, Ugur., dan Nor, Abu Hassan Shaari Mohd., (2009), An Empirical Study on

- Determinants of External Linkages of Turkish Stock Market Under European Union Accession Conditions, *European Journal of Social Sciences*, Vol. 9, No. 3, hal 475-481.
- Fritz Foley C., Mihir A. Desai, and James R. Hines Jr. (2005), Foreign Direct Investment and the Domestic Capital Stock, *American Economic Review Papers and Proceedings* 92, No. 2, pp. 33-38.
- Goldstein *et al*, (2007).
- Guo dan Yang (2009)
- Hamao, Yasushi dan Mei, Jianping., (2001), Living with the "Enemy": An Analysis of Foreign Investment in the Japanese Equity Market, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 20, pp. 715-735.
- Hausmann, R., dan Arias, F Fendandez., (2000), Foreign Direct Investment: Good Cholesterol? Working Paper, American Development Bank.
- Sarwedi., (2002), Investasi Asing Langsung di Indonesia dan Faktor yang Mempengaruhinya, *Jurnal Akuntansi & Keuangan* Vol. 4, No. 1, Pp. 17 - 35
- Pavabutr, Pantisa dan Yan, Hong., (2007), The Impact of Foreign Portfolio Flows on Emerging Market Volatility: Evidence from Thailand, *Australian Journal of Management*, Vol. 32, No. 2. Pp. 345-368
- Robert D. Gray Jr. (2008), Effect of Macroeconomic Variables on Stock Market Returns for Four Emerging Economies: Brazil, Russia, India, and China, *International Business and Economics Research Journal*.
- Shahbaz, M., Nadeem Ahmed and Liaqat Ali, (2008), Stock Market Development and Economic Growth: ARDL Causality in Pakistan, *International Research Journal of Finance and economics*, Vol. 14. pp. 184-194.
- Sierra, Jesus., (2010), International Capital Flows and Bond Risk Premia, Working Paper, Financial Markets Department, Bank of Canada, Ontario, Canada.
- Supriyanto, Wawan, (2006), Analisis Hubungan Dinamis Antara Arus Kas Modal Asing, Perubahan Nilai Tukar dan Pergerakan Indeks LQ45, Tesis, Tidak Dipublikasikan, Universitas Indonesia, Jakarta
- Wang (2007)
- Wong *et al*, (2005).
www.bapepam.go.id,
www.bi.go.id
www.bps.go.id
www.idx.co.id.

ISSN 2460-8254



9 772460 825004

LEMBAGA PENELITIAN DAN PENGABDIAN MASYARAKAT
SEKOLAH TINGGI ILMU EKONOMI LHOKSEUMAWE
<http://www.stielhokseumawe.ac.id>