**PENGARUH INVESTASI ASING TERHADAP *RETURN* PASAR DENGAN *VECTOR AUTOREGRESSION* (VAR): STUDI PADA BURSA EFEK INDONESIA, PERIODE JANUARI 2008 – DESEMBER 2013**

**Bara Zaretta**

Magister Manajemen Universitas Diponegoro

***Abstract***

*International diversification will be more attractive to foreign investors when the rate of profit between countries have low correlation coefficients. In Indonesia, up to December 2007 based on data from the Indonesian Central Securities Depository (KSEI), Indonesia Stock Exchange is dominated by foreign investors with a stake of up to 66% of the total value of shares on the Stock Exchange, although then at the end of 2013 there was a slight decrease to 63%. Decrease the dominance of foreign ownership is not necessarily able to eliminate the influence of foreign investment. In fact, foreign investors are still too strong to be underestimated and they are still the driving force in the market movements. Therefore, the purpose of this study was to look back at how the influence of foreign investment in Indonesia capital market to market return.*

*The study was conducted using data from the monthly stock index return and the value of share ownership by foreign investors in the Stock Exchange in the period from January 2008 to December 2013. This study also involves some exogenous variables involved studied its effect on foreign investment and the return JCI which are variable of capital market's return proxied with return MSCIW, changes in the value of the Rupiah against the US Dollar and country risk proxied by changes in the value of EMBI +. The analytical method used was Vector Autoregression backed by Granger causality analysis, analysis of Impulse Response and Variance Decomposition analysis*

*The results of the study showed that foreign investment is only affected by foreign investment earlier period. Between foreign investment and return of JCI does not happen relationships mutual influence. From the data structure of share ownership by foreign investors during the period of this study, it turns out value is not too volatile or stable enough. This stability can be interpreted high investor confidence in the ability of the Indonesian government and the positive perception of foreign investors in Indonesia capital market that is still very profitable for their investment. MSCIW return variable, changes in the value of the Rupiah against the US Dollar and the change in value EMBI +, three did not have a significant effect on foreign investment, but all three have a significant impact on the return of JCI. It is proved that the return of the world's capital markets, changes in currency exchange rates and country risk have a role in the formation of the stock market return in the IDX.*

*Keywords* : *foreign investment*, *return of JCI*, *vector autoregression*

**Pendahuluan**

Diversifikasi telah menjadi salah satu tema yang cukup populer di dunia investasi. Sebagian besar ajaran tentang investasi selalu menasehatkan untuk tidak meletakkan semua telur di keranjang yang sama, dengan kata lain investor harus melakukan strategi diversifikasi. Sehingga kemudian, diversifikasi telah menjadi kaidah terpenting dalam investasi sekaligus pilar utama dalam pembentukan portofolio. Salah satu manfaat melakukan divesifikasi adalah bisa dikuranginya risiko yang ditanggung oleh pemodal. Diversifikasi akan semakin menarik apabila antar tingkat keuntungan memiliki koefisien korelasi yang rendah. Demikian halnya dengan diversifikasi internasional, akan semakin menarik bagi pemodal asing apabila tingkat keuntungan antar negara (yang diwakili oleh indeks pasar di bursa-bursa tersebut) memiliki koefisien korelasi yang rendah.

Di Indonesia, semenjak dikeluarkannya keputusan Menteri Keuangan Republik Indonesia Nomor 455/KMK.01/1997 tentang pembelian saham oleh pemodal asing melalui pasar modal, telah mencabut pembatasan terhadap kepemilikan pembatasan sehingga memberikan kesempatan yang lebih besar bagi investor asing untuk menanamkan modalnya pada perusahaan-perusahaan di Indonesia. Terbukti sejak dikeluarkannya keputusan tersebut kepemilikan asing atas saham semakin meningkat, hingga di Desember 2007, berdasarkan data dari Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI), Bursa Efek Indonesia didominasi investor asing dengan kepemilikan saham sampai dengan 66% dari total nilai saham di BEI. Walaupun kemudian pada akhir tahun 2012 prosentasenya turun di 59%, dan di akhir tahun 2013 terjadi kenaikan kembali, meskipun tidak setinggi akhir tahun 2007, yaitu di 63%.

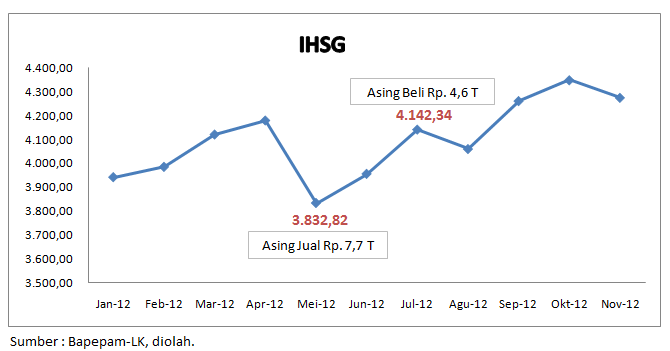
Penurunan dominasi kepemilikan asing dalam kurun waktu lima tahun terakhir dari proporsi 66% di akhir tahun 2007 menjadi 63% pada tahun 2013 dan selanjutnya pertumbuhan investasi serta peningkatan kualitas investor domestik, tidak serta merta dapat menghilangkan pengaruh dari investasi asing tersebut. Pada kenyataannya investor asing tersebut masih terlalu kuat untuk diremehkan dan mereka masih menjadi kekuatan penentu di dalam pergerakan pasar. Oleh karena itu, dalam penelitian ini kembali akan dilihat bagaimana pengaruh dari investasi pemodal asing tersebut di pasar modal Indonesia.

Masuknya investasi asing sebagai akibat dari keterbukaan pasar modal Indonesia dapat memberikan cukup banyak manfaat, terutama dalam peningkatan likuiditas dan terbentuknya efisiensi pasar. Manfaat tersebut dapat diperoleh karena investor asing memiliki modal yang lebih besar, akses luas ke pasar modal dunia, berpengalaman, memiliki analisis yang lebih baik, memiliki informasi yang cukup banyak, dan memiliki kemampuan yang lebih baik dalam mengintepretasikan informasi. Namun di sisi lain, hadirnya investor asing dapat menimbulkan dampak negatif jika sampai terjadi dominasi pasar dan terjadi ketergantungan terhadap mereka. Ketergantungan yang tinggi terhadap investor asing dapat menciptakan ketidakstabilan pasar sehingga rentan terhadap risiko global. Pemodal asing yang dananya bebas keluar masuk ke dalam suatu negara perlu menjadi pertimbangan serius bagi negara yang ingin membuka diri terhadap pemodal asing. *Capital outflow* yang cukup besar dapat membuat harga saham jatuh cukup drastis.

Aliran dana investasi dari investor asing di pasar modal yang merupakan dana jangka pendek dengan karakter bebas keluar masuk memiliki bahaya tersendiri. Aliran dana investasi asing ini lebih dikenal pasar sebagai *hot money*. *Hot money* adalah istilah yang digunakan dalam terminologi sektor keuangan untuk menggambarkan modal asing yang mudah datang dan pergi, tergantung dari keinginan pemilik modal. Sebut saja di sepanjang bulan Agustus 2013, pernah terjadi arus modal asing keluar mencapai Rp. 912,1 miliar, yang mengakibatkan IHSG melemah 1,12% ke level 4.171,41. Untuk mengantisipasi bahaya aliran dana jangka pendek (*hot money*) di pasar modal nasional tersebut, maka peranan Otoritas Jasa Keuangan dan seluruh lembaga pengawas yang terkait sangatlah vital. Mereka harus menjaga stabilitas likuiditas pasar modal, mengawasi dan mengantisipasi keluarnya *hot money* secara massal dari Indonesia. Pemerintah juga dapat turut berperan dengan menciptakan iklim yang kondusif untuk investasi di pasar keuangan. Gambar 1.1. memberikan gambaran tentang fluktuasi nilai IHSG periode Januari – November 2012 yang dipengaruhi oleh transaksi bersih investor asing pada periode tersebut Nilai IHSG yang turun saat investasi asing keluar yaitu terjadi pada Mei 2012 dimana IHSG turun sampai level 3.832,82 saat terjadi investasi asing melakukan aksi jual Rp. 7,7 trilyun dan di Juli 2012 IHSG kembali terdongkrak naik ke 4.142,34 saat terjadi aksi beli oleh investor asing dengan nilai bersih Rp. 4,6 trilyun.

Gambar 1

IHSG Jan – Nov 2012 dan Transaksi Bersih Investor Asing



Secara teoritis telah banyak dibuktikan hubungan antara antara *return* saham dengan aliran investasi asing, oleh karena dengan meningkatnya kehadiran asing mendiversifikasi risiko dan membuat saham lebih likuid (Clark dan Berko, 1997). Total resiko yang lebih rendah dan likuiditas yang lebih tinggi, pada gilirannya, berhubungan positif dengan return saham saat ini. Salah satu penelitian yang menjelaskan hubungan ini adalah penelitian tentang hubungan investasi asing dan *return* saham yang dilakukan oleh Clark dan Berko di Meksiko pada periode waktu Januari 1989 sampai dengan Maret 1996. Penelitian tersebut menggunakan dasar hipotesis perluasan basis yang dikembangkan oleh Merton (1987). Hipotesis perluasan basis menyatakan bahwa Penambahan jumlah investor yang berinvestasi di pasar modal akan dapat meningkatkan diversifikasi dan pembagian risiko yang selanjutnya akan dapat menurunkan premi risiko yang disyaratkan oleh investor (Clark dan Berko, 1997). Penurunan premi risiko tersebut pada gilirannya akan menurunkan *expected return* dari investor tersebut.

Hipotesis perluasan basis yang digunakan sebagai dasar untuk melihat hubungan antara investasi asing dan *return* saham dalam penelitian Clark dan Berko di Meksiko, digunakan kembali oleh Reis, Meurer dan Da Silva (2010) dalam penelitiannya di Brasil untuk periode tahun 1995 – 2005. Mereka meneliti untuk pasar modal Brasil dan menemukan bahwa terdapat hubungan positif aliran modal asing terhadap *return* pasar (Bovespa).

Penelitian lain yang senada dilakukan oleh Froot *et al* (2000) dengan menggunakan VAR (*vector autoregression*) melakukan penelitian tentang hubungan antara aliran investasi asing dengan *return* serta pola aliran investasi asing dan pengaruhnya terhadap *return* pasar. Penelitian dilakukan terhadap 44 bursa di berbagai negara sepanjang periode 1994 sampai dengan 1998. Froot *et al* menemukan bahwa harga saham di pasar domestik memiliki hubungan positif dengan aliran investasi asing. Selain itu, aliran investasi asing yang masuk sangat dipengaruhi oleh realisasi *return* pasar di masa lalu dan dapat dipergunakan untuk memprediksi harga saham di masa yang akan datang.

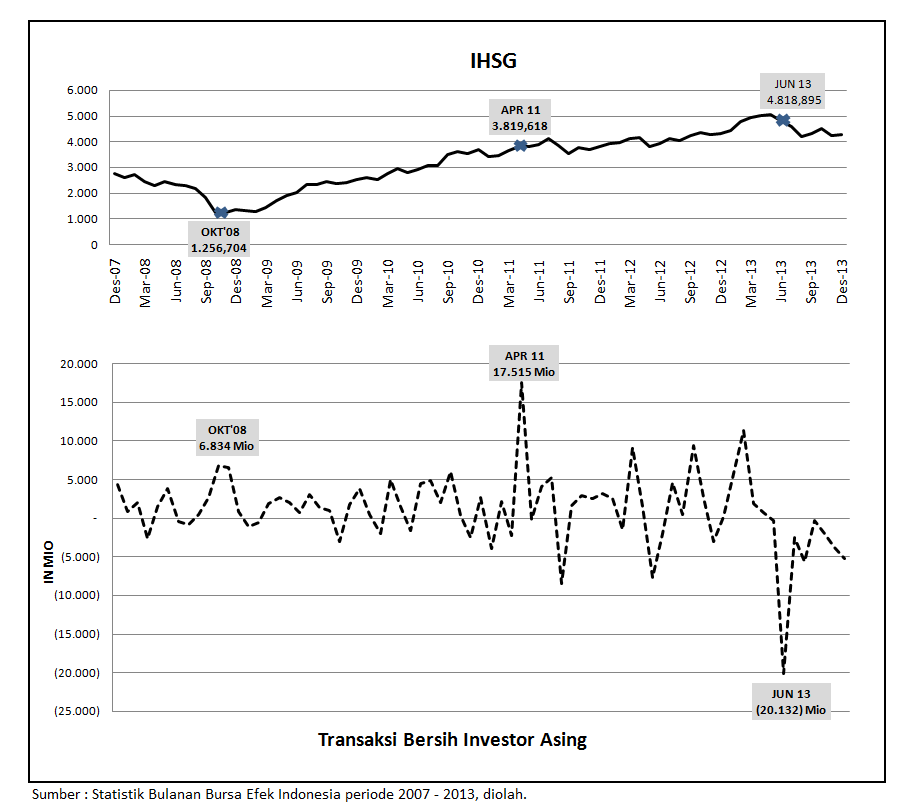
Hsu,Chun-Pin (2013) meneliti di pasar modal Taiwan untuk melihat kinerja saham–saham pilihan investor asing dibandingkan dengan saham–saham yang tidak disukai investor asing. Dari hasil penelitiannya ditemukan bahwa pada masa ekspansi, secara umum kinerja saham–saham yang dipilih oleh investor asing mempunyai kinerja yang lebih baik dengan memberikan *return* yang tinggi. Namun pada masa resesi, kinerja saham–saham yang disukai investor asing memburuk, karena para investor asing tersebut telah menarik dananya.

Di Indonesia, Bapepam-LK (2008) telah melakukan penelitian terkait hubungan kointegrasi dan kausalitas serta hubungan dinamis antara aliran modal asing, perubahan nilai tukar dan pergerakan IHSG di Pasar Modal Indonesia. Dengan menggunakan data harian dari tahun 2000 – 2007, ditemukan bahwa respon IHSG terhadap aliran modal asing adalah positif, dimana sejalan dengan peningkatan modal asing.

Dari hasil beberapa penelitian tersebut diatas dan realitas yang terjadi di tahun 2012 yang digambarkan dalam gambar 1 mendukung konsep adanya pengaruh positif signifikan investasi asing terhadap *return* saham, yang berikutnya diperluas sebagai *return* pasar. Terutama untuk pasar modal negara-negara *emerging market*, termasuk Indonesia, dampak dari arus masuk dan keluar modal asing tersebut sangat signifikan terhadap harga maupun *return* saham. Namun dalam kurun waktu tahun 2008 – 2013, terdapat beberapa kali situasi yang cukup berbeda. Pada periode Oktober 2008 terjadi transaksi pembelian bersih oleh investor asing senilai Rp. 6,8 triliun yang merupakan peningkatan yang cukup besar dibandingkan dengan bulan sebelumnya di September 2008 yang hanya sebesar Rp. 2,7 triliun. Namun pada Oktober 2008 tersebut nilai IHSG justru turun 576 poin dari bulan sebelumnya ke angka 1.256,7. Pada bulan April 2011, transaksi pembelian bersih investor asing mencapai Rp. 17,5 triliun sangat tinggi dibandingkan bulan sebelumnya, Namun demikian nilai IHSG hanya naik sedikit 140 poin dari bulan sebelumnya ke angka 3.819,6. Pada bulan Juni 2013 juga terjadi kembali pada saat transaksi bersih investor asing turun drastis sampai minus Rp. 20,1 triliun (*net sales*) namun pada waktu yang sama IHSG hanya turun sedikit ke angka 4.818,9. Beberapa situasi tersebut seolah-olah arus keluar masuk transaksi asing tidak terlalu berpengaruh terhadap nilai IHSG, atau hanya mempunyai pengaruh yang kecil.

Gambar 2

IHSG dan Transaksi Bersih Investor Asing periode Th. 2008 – 2013



Adapun hasil penelitian yang berlawanan terkait pengaruh positif investasi asing terhadap *return* saham ditemukan oleh French (2007) pada penelitiannya di bursa Afrika Selatan dengan menggunakan VAR dan data periode 2002 sampai dengan 2006, dimana ditemukan bahwa realisasi *return* yang terjadi di pasar saham bisa meramalkan aliran investasi asing yang akan masuk, namun aliran investasi asing tersebut tidak memiliki pengaruh yang cukup kuat untuk menentukan *return* pasar. Berikutnya Irawan dan Murhadi (2011) yang menganalisis pengaruh *three factor model* (oleh Fama dan French) dan persentase kepemilikan asing terhadap *return* pasar BEI untuk periode penelitian tahun 2008 – 2011 menemukan bahwa kepemilikan asing mungkin memiliki pengaruh kuat pada penentuan harga, namun tidak mempengaruhi *return*.

Dengan menggunakan dasar hipotesis perluasan basis, penelitian ini akan kembali melihat hubungan antara investasi asing dengan *return* saham gabungan di Pasar Modal Indonesia, dari periode tahun 2008 – 2013. Selanjutnya sebagaimana penelitian oleh Clark dan Berko dan penelitian oleh Reis, Meurer dan Da Silva, penelitian ini juga akan diperluas dengan melakukan pengujian terhadap beberapa alternatif variabel yang lain, yang telah diyakini memiliki hubungan dengan *return* saham.

Selanjutnya, untuk menganalisis hubungan positif antara aliran modal dengan *return* saham, salah satu teori yang juga dapat dijadikan dasar adalah teori *feedback trader*. Berdasarkan teori *feedback trader*, investor membuat keputusan investasi berdasarkan pada pergerakan pasar, dimana hal tersebut dapat diidentifikasikan secara statistik dengan adanya korelasi antara aliran invetasi asing dengan *return* pasar yang terjadi pada periode-periode sebelumnya (Clark dan Berko, 1997).

Selain dari aliran investasi asing, variabel lain seperti pasar modal internasional, perubahan nilai tukar, dan *country risk* juga berperan dalam menjelaskan *return*. Pasar modal Indonesia bersifat terbuka meskipun belum sepenuhnya terintegrasi dengan pasar modal internasional. Keterbukaan ini menunjukkan tingkat kepekaan *return* portofolio pasar modal Indonesia terhadap perubahan tingkat *return* portofolio pasar modal internasional. Selanjutnya, keluarnya para investor asing dengan melepas portofolio yang cukup besar dapat membuat *country risk* meningkat dan nilai tukar domestik akan terganggu. Adanya hubungan tersebut, diduga variabel-variabel diatas mempunyai pengaruh terhadap *return* indeks pasar saham gabungan di BEI. Variabel-variabel tersebut, yaitu *return* indeks pasar saham internasional, perubahan nilai tukar Rupiah terhadap US Dollar dan *country risk*, akan dilibatkan sebagai variabel eksogen dalam pengujian pengaruh terhadap *return* pasar saham.

Pengaruh pasar modal Internasional terhadap pasar modal Indonesia telah dibuktikan oleh beberapa penelitian yang dilakukan oleh Muharam (2001) yang meneliti tentang pengaruh *return* internasional terhadap *return* IHSG pada periode sebelum dan sesudah pelepasan batas kepemilikan asing atas saham perusahaan publik di Bursa Efek Indonesia, menemukan bahwa Tujuh *return* indeks dunia berpengaruh positif terhadap *return* IHSG yang secara berurutan dengan pengaruh yang yang paling besar terhadap IHSG adalah MSCI-Asia Pasific, DJIA (Amerika Serikat), dan HSI (Singapura). Kemudian Astuti (2004), meneliti tentang pengaruh *return* indeks harga saham dunia yang diwakili oleh Golden Dragon, Zong Hua, World, Europe dan Far East terhadap *return* IHSG juga menemukan bahwa pada periode tahun 2002 – 2003 kelima indeks yang mewakili pasar modal dunia tersebut berkorelasi positif dan signifikan dengan pasar modal Indonesia. Selanjutnya Arfinto (2005) yang menguji tingkat integrasi pasar modal di Asia Pasifik dan Amerika Serikat juga menemukan bahwa Pasar modal Indonesia terintegrasi dengan pasar modal di Asia Pasifik, dan terjadi peningkatan derajat integrasi pasar modal Indonesia dengan pasar modal Asia Pasifik terutama dengan pasar modal yang secara geografis dekat dengan Indonesia seperti Singapura, Philipina dan Thailand. Namun meskipun terdapat pengaruh, beberapa dari penelitian tentang integrasi pasar modal Indonesia tersebut juga menyimpulkan jika tingkat integrasi pasar modal Indonesia masih pada level menengah atau belum terintegrasi sepenuhnya. Pasar modal Indonesia lebih banyak dipengaruhi daripada mempengaruhi pasar modal internasional, jadi hanya terjadi hubungan kausalitas searah saja. Selain itu, kondisi integrasi Indonesia juga dinilai tidak konsisten, sebagaimana hasil penelitian dari Susanto dan Supramono (2003), yang menguji pengaruh *return* bulanan indeks pasar internasional yang diwakili oleh indeks Dow Jones terhadap *return* bulanan 14 indeks pasar modal kawasan Asia Pasifik (termasuk Indonesia) dengan periode penelitian tahun 1999 – 2001.

Kurs atau nilai tukar juga menjadi salah satu indikator yang mempengaruhi perdagangan di pasar uang dan pasar saham, karena melemahnya kurs Rupiah terhadap mata uang asing khususnya US Dollar, memiliki pengaruh negatif terhadap perekonomian dan pasar modal (Sitinjak dan Kurniasari, 2003). Sejak Januari 2012, Rupiah telah terdepresiasi secara terus menerus, dari kisaran Rp 9.000 awal Januari 2012 hingga menembus di atas Rp 11.000 per US Dollar di minggu terakhir Agustus 2013. Rupiah dan Rupee India melemah paling tajam, akibat banyak investor asing menarik investasi mereka di Asia seiring dengan rencana bank sentral AS (The Fed) mengurangi stimulus moneter atau dikenal dengan kebijakan *quantitative easing* (QE) yang bisa berakibat menguatnya nilai tukar US Dollar terhadap mayoritas mata uang dunia. Jika mata uang US Dollar menguat secara signifikan, maka berinvestasi di negara lain terlihat kurang menarik dikarenakan imbal hasil yang akan diperoleh harus tergerus oleh perubahan nilai tukar yang cukup signifikan. Kondisi tersebut akhirnya juga membuat nilai IHSG terkoreksi cukup tajam.

Beberapa penelitian terkait pengaruh nilai tukar terhadap *return* IHSG diantaranya dilakukan oleh Bapepam-LK (2008) yang menemukan bahwa perubahan nilai tukar rupiah memberikan pengaruh yang negatif terhadap pergerakan IHSG. Muharam dan Nurafni (2008) juga menemukan bahwa nilai tukar Rupiah berpengaruh negatif terhadap nilai IHSG, dimana saat nilai tukar Rupiah terhadap US Dollar meningkat (terdepresiasi) maka harga saham akan ikut turun. Sebaliknya jika nilai tukar Rupiah terhadap US Dollar mengalami penurunan (terapresiasi) maka IHSG juga mengalami peningkatan. Di negara lain yaitu Thailand, Horng dan Chen (2010) juga meneliti hal serupa dan menemukan bahwa volatilitas nilai tukar mata uang Thailand terhadap US Dollar berpengaruh negatif terhadap *return* pasar saham Thailand. Selanjutnya di Malaysia, dengan menggunakan *multivariate tests* Ibrahim (2000) telah menemukan hubungan kausalitas pada jangka pendek dari nilai tukar Ringgit Malaysia terhadap US Dollar dengan indeks pasar saham Malaysia. Hasil berbeda ditemukan oleh Setyastuti (2007) yang meneliti pengaruh nilai tukar Rupiah terhadap IHSG saat periode krisis yang menimpa Asia terutama ASEAN pada pertengahan tahun 1997. Dengan menggunakan uji *Engle-Granger two step procedure* untuk masa sebelum krisis dan pada masa krisis, ternyata pada masa krisis nilai tukar Rupiah terhadap US Dollar tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap IHSG. Sedangkan dengan menggunakan *Error Correction Model* (ECM) secara keseluruhan, tanpa memperhitungkan periode sebelum dan saat krisis, menemukan bahwa nilai tukar Rupiah terhadap US Dollar terbukti tidak berpengaruh secara signifikan dalam jangka panjang.

Selain mengganggu nilai tukar domestik, keluarnya para investor asing dengan melepas portofolio yang cukup besar, dapat membuat *country risk* meningkat. *Country risk* merupakan potensi risiko sistematis yang dimiliki oleh suatu negara dimana investasi akan dilakukan. Tingginya indeks risiko suatu negara dapat menggambarkan lemahnya perekonomian negara tersebut yang selanjutnya bisa berakibat turunnya investasi yang masuk ke negara tersebut. Negara-negara yang termasuk dalam *emerging market*, termasuk Indonesia, kebanyakan mempunyai pasar yang cenderung tersegmentasi atau belum sepenuhnya terintegrasi dengan pasar modal dunia. Tingkat *return* pada investasi di *emerging market* harus memperhitungkan tambahan premi *country risk* terhadap *return* yang dapat diperoleh investor, jika investasi dilakukan di *developed countries*. Dalam hal ini, *country risk* sebagai risiko yang tidak dapat didiversifikasi merupakan biaya modal yang harus ditanggung oleh investor. Sehingga semakin tinggi *country risk,* maka negara tersebut semakin tidak menarik sebagai negara tujuan investasi oleh investor.

Perekonomian yang melemah dan penurunan investasi asing akan memberikan efek negatif terhadap kondisi pasar modal, sehingga dimungkinkan bahwa risiko negara akan berpengaruh negatif terhadap *return* pasar saham. Hal tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Reis, Meurer dan Da Silva (2010) yang menemukan bahwa di pasar modal Brazil terdapat pengaruh negatif perubahan *country risk* terhadap *return* indeks saham gabungan (Bovespa). Hasil yang berbeda akan ditemukan jika penelitian dilakukan untuk saham dari industri tertentu, dimana hanya saham-saham dari industri dengan area operasi bisnis murni domestik yang nilai sahamnya akan terpapar dengan pengaruh dari c*ountry risk* di negara tempat industri tersebut berlokasi. Namun untuk industri yang beroperasi tidak hanya di area domestik namun juga keluar negeri, tidak akan terpengaruh oleh perubahan *country risk* dari negara tempat perusahaan tersebut beroperasi. Hal ini sebagaimana hasil penelitian yang dilakukan oleh Beaulieu, Cosset dan Essaddam (2005) di Kanada.

Fokus dalam penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh aliran investasi asing terhadap *return* pasar saham di BEI. Selain dari kekinian periode penelitian yaitu dari tahun 2008–2013, penelitian ini juga akan melibatkan beberapa variabel eksogen terkait dengan investasi asing di pasar modal yaitu *return* indeks pasar modal internasional, nilai tukar Rupiah terhadap US Dollar dan *country risk*, yang akan dilihat pengaruhnya terhadap *return* pasar saham di Bursa Efek Indonesia. Penelitian akan menggunakan alat analisis data runtun waktu, dimana data yang digunakan adalah data bulanan untuk IHSG, nilai indeks pasar modal internasional (MSCI *World*), perubahan nilai tukar Rupiah terhadap US Dollar dan perubahan nilai EMBI+ sebagai proksi dari *country risk*.

Untuk menguji pengaruh investasi asing dengan *return* pasar, dalam penelitian ini akan menggunakan *vector autoregression* (VAR). Pendekatan VAR ini digunakan karena VAR merupakan salah satu model yang mampu menganalisis hubungan saling ketergantungan dari variabel *time series*, sehingga diharapkan dapat menangkap fenomena ekonomi yang terjadi dengan lebih baik. Penelitian dengan menggunakan model VAR dilakukan juga dikarenakan beberapa asumsi dan konsep yang dikembangkan oleh beberapa penelitian terdahulu, yang menggambarkan pola hubungan antara investasi asing dan *return* saham. Formula dalam VAR untuk melihat hubungan antara investasi asing dan *return* saham dapat dinyatakan yaitu, pertama, investasi asing dipengaruhi oleh investasi asing di masa lalu (*lagged foreign investment*) dan *return* saham masa lalu (*lagged return*). Kedua, *return* saham (yang selanjutnya akan diperluas sebagai *return* pasar) dipengaruhi oleh *return* saham masa lalu (*lagged return*) dan investasi asing di masa lalu (*lagged* *foreign investment*).

Asumsi atau konsep yang terkait dengan kedua formula tersebut diatas pertama adalah asumsi yang dikembangkan oleh Froot *et al*, yang menyatakan bahwa nilai investasi masa lalu mempengaruhi besar kecilnya nilai investasi saat ini (*current foreign investment*) selanjutnya akan menentukan pembentukan harga saham saat ini (*current price*) sehingga akhirnya berpengaruh terhadap *return* saat ini (*current return*). Kedua oleh Arfinto (2005) yang menyatakan bahwa *return* saham yang terbentuk di pasar modal dipengaruhi oleh *return* saham masa lalunya. Ketiga, berdasarkan teori *feedback trading* menyatakan bahwa investor akan bereaksi terhadap pergerakan *return* beberapa waktu sebelumnya, sehingga dengan demikian *return* masa lalu (*lagged return*) mempengaruhi investasi saat ini (*current foreign investment*). Froot *et al*, dalam penelitiannya juga menyebutkan bahwa investor akan memperhatikan pergerakan *return* saham masa lalu sebagai dasar untuk melakukan investasi bilamana investor tersebut tidak mempunyai informasi yang cukup terkait dengan nilai investasi yang telah terjadi maupun yang akan terjadi.

**Kajian Literatur dan Pengembangan Hipotesis**

**Diversifikasi Internasional**

Diversifikasi adalah sebuah strategi investasi dengan menempatkan dana dalam berbagai instrument investasi dengan tingkat risiko dan potensi keuntungan yang berbeda, atau strategi ini biasa disebut dengan alokasi aset (*asset allocation*). Alokasi aset ini lebih fokus terhadap penempatan dana di berbagai instrumen investasi. Salah satu manfaat melakukan divesifikasi adalah berkurangnya risiko yang ditanggung oleh pemodal. Diversifikasi akan semakin menarik apabila antar tingkat keuntungan memiliki koefisien korelasi yang rendah. Demikian halnya dengan diversifikasi internasional, akan semakin menarik bagi pemodal asing apabila tingkat keuntungan antar negara (yang diwakili oleh indeks pasar di bursa-bursa tersebut) memiliki koefisien korelasi yang rendah.

Dampak globalisasi yang terjadi pada abad 21 terhadap ekonomi menyebabkan pengintegrasian ekonomi nasional bangsa-bangsa ke dalam sebuah sistem ekonomi global. Semangat globalisasi ini mendorong para investor dari berbagai negara melakukan diversifikasi internasional yang menyebabkan adanya portofolio internasional. Diversifikasi internasional memberikan manfaat lebih besar bagi investor dibanding hanya berinvestasi pada pasar lokal. Dalam jangka panjang, kontribusi *return* melalui diversifikasi internasional yang diperoleh investor akan lebih tinggi dibandingkan investasi yang hanya dilakukan pada pasar modal lokal. Dengan melakukan diversifikasi internasional, investor akan memperoleh manfaat pengurangan resiko pada tingkat keuntungan tertentu. Besarnya manfaat yang akan diperoleh investor akan sangat tergantung dari koefisien korelasi, resiko dan tingkat return di masing-masing pasar modal tersebut (Tandelilin, 2010).

**Teori Perluasan Basis**

Perluasan basis terjadi disebabkan karena bertambahnya jumlah investor bagi pasar modal negara – negara berkembang. Perluasan basis tersebut adalah keuntungan yang diperoleh dari semakin terbukanya atau semakin terintegrasinya pasar modal domestik dengan pasar modal dunia. Penambahan jumlah investor yang berinvestasi di pasar modal akan dapat meningkatkan permintaan dan likuiditas dari saham yang dijual di pasar saham (Clark dan Berko, 1997).

Keuntungan berikutnya atas semakin terbukanya suatu pasar modal adalah adanya pengalihan risiko (*risk sharing*). Pengalihan risiko tersebut akan mengakibatkan berkurangnya *risk premium* dan turunnya biaya modal atau *cost of capital*. Selanjutnya, kondisi tersebut akan memicu terjadinya kenaikan harga sekuritas.

***Feedback Trading Theory***

Terkait hubungan antara invetasi asing terhadap *return*, salah satu teori yang dipergunakan adalah teori *feedback trader*. Berdasarkan teori *feedback trader*, investor membuat keputusan investasi berdasarkan pada pergerakan pasar, dimana hal tersebut dapat diidentifikasikan secara statistik dengan adanya korelasi antara invetasi asing dengan *return* pasar yang terjadi pada periode – periode sebelumnya (Clark dan Berko, 1997).

Terdapat dua macam teori *feedback trader* yaitu positif dan negatif. Teori *positive feedback trader* menyatakan bahwa aliran investasi asing di pasar modal akan merespon terhadap pergerakan *return* pasar dengan melakukan pembelian pada saat harga mulai naik dan sebaliknya melakukan aksi jual pada saat harga mulai turun. Sedangkan *negative feedback trader* menyatakan bahwa investor akan melakukan pembelian sekuritas pada saat harga rendah atau mulai turun dan akan melakukan penjualan saat harganya tinggi atau mulai naik.

**Indeks Saham Internasional**

Di sebagian besar negara, terdapat indeks nilai saham gabungan dan nilai saham berbagai industri atau sektor ekonomi. Indeks semacam itu dapat digunakan sebagai penaksir gerakan pasar negara tertentu dan yang lebih penting sebagai pembanding ukuran kinerja. Namun jika tiap-tiap negara membentuk sendiri indeks dengan perhitungan dan metode yang berbeda-beda, indeks-indeks tersebut akan sulit untuk dibandingkan.

Untuk tingkat internasional, indeks yang dihasilkan oleh *Morgan Stanley Capital International* juga digunakan secara luas untuk tujuan tersebut. *Morgan Stanley Capital International* mengkompilasi indeks untuk beberapa negara. Indeks tersebut dibuat dengan tujuan supaya secara internasional sifatnya komparabel dan indeks ini juga sering digunakan secara luas oleh para investor sebagai acuan saat mengevaluasi kinerja manajer portofolio internasional. Indeks dunia yang diterbitkan oleh Morgan Stanley yaitu *Morgan Stanley Capital International World Index* (MSCI *World*) dihitung berdasarkan kinerja saham di 23 negara yang pasar modalnya berkembang dengan baik, yaitu 15 negara Eropa ditambah dengan Australia, Hong Kong, Jepang, Malaysia, New Zealand, Singapura Kanada dan Amerika Serikat.

**Nilai Tukar Mata Uang**

Menurut Sukirno (2002) besarnya jumlah mata uang tertentu yang diperlukan untuk memperoleh satu unit valuta asing disebut dengan kurs mata uang asing. Nilai tukar adalah nilai mata uang suatu negara diukur dari nilai satu unit mata uang negara tersebut terhadap mata uang negara lain. Apabila kondisi ekonomi suatu negara mengalami perubahan, biasanya diikuti oleh perubahan nilai tukar secara substansial. Masalah terkait mata uang muncul saat suatu negara mengadakan transaksi dengan lain, dimana masing – masing negara menggunakan mata uang yang berbeda. Jadi nilai tukar merupakan harga yang harus dibayar oleh mata uang suatu negara untuk memperoleh mata uang negara lain.

Nilai tukar terbagi atas nilai tukar nominal dan nilai tukar riil. Nilai tukar nominal (*nominal exchange rate*) adalah nilai yang digunakan seseorang saat menukar mata uang suatu negara dengan mata uang negara lain. Sedangkan nilai riil (*real exchange rate*) adalah nilai yang digunakan seseorang saat menukar barang dan jasa dari suatu negara dengan barang dan jasa dari negara lain (Mankiw, 2006).

Nilai tukar yang melonjak – lonjak secara drastis dan tidak terkendali akan menyebabkan kesulitan pada dunia usaha dalam merencanakan usahanya terutama bagi mereka yang mendatangkan bahan baku dari luar negeri atau menjual produknya ke pasar ekspor. Oleh karena itu, pengelolaan nilai mata uang yang relatif stabil menjadi salah satu faktor moneter yang mendukung perekonomian secara makro (Pohan, 2008).

Kurs mata uang juga sebagai salah satu indikator yang mempengaruhi aktivitas di pasar saham maupun pasar uang karena investor cenderung akan berhati-hati untuk melakukan investasi. Menurunnya kurs Rupiah terhadap mata uang asing khususnya Dolar AS memiliki pengaruh negatif terhadap ekonomi dan pasar modal (Sitinjak dan Kurniasari, 2003).

**Risiko Negara (*Country Risk*)**

Semakin banyaknya investor yang mencari peluang berinvestasi di negara-negara yang termasuk dalam *emerging market*, seperti di Asia dan Amerika Latin, penilaian terhadap *country risk* telah menjadi komponen yang cukup penting dalam perhitungan.

Banyak definisi yang diberikan untuk *country risk* atau risiko negara. Bagi para investor dan kreditor, ketika mengevaluasi risiko suatu negara, pada umumnya mendasarkan penilaian pada lingkungan politik dan sosial suatu negara. Shapiro (1999) dalam Vij dan Kapoor (2007) mendefinisikan risiko negara sebagai tingkat umum ketidakpastian politik dan ekonomi di negara yang mempengaruhi nilai pinjaman atau investasi di negara itu. Sedangkan menurut Haque (2008) *country risk* didefinisikan sebagai status politik dan keuangan secara keseluruhan di suatu negara dan sejauh mana kondisi ini dapat mempengaruhi kemampuan suatu negara untuk membayar utang.

Investasi di negara-negara berkembang seperti beberapa negara di Amerika Latin, Eropa Tenggara dan Asia, dianggap lebih berisiko daripada berinvestasi di pasar besar dan maju seperti Amerika Serikat, Jepang dan negara-negara Eropa Barat. Sebagian akademisi setuju bahwa laba atas investasi di negara-negara berkembang harus dihargai dengan penambahan premi risiko negara atas *return* investasi yang setara dalam negara-negara maju. Terdapat bukti-bukti yang menunjukkan adanya hubungan yang kuat antara risiko negara dan *return* investasi di negara-negara berkembang, tetapi sebaliknya tidak ada pengaruhnya untuk negara-negara maju. Pasar dalam negara-negara yang termasuk dalam *emerging market* adalah pasar yang tersegmentasi atau tidak sepenuhnya terintegrasi dengan pasar modal dunia dan investor tidak bisa secara global melakukan diversifikasi dalam rangka untuk menghilangkan risiko negara. Hal ini memerlukan perhitungan tingkat risiko negara dalam penilaian biaya modal untuk investasi di negara-negara berkembang tersebut.

Tingginya indeks *country risk* suatu negara akan mempunyai dampak terhadap lemahnya perekonomian negara tersebut yang ditunjukkan oleh turunnya investasi. Dengan demikian perlu dilakukan upaya menciptakan stabilitas sosial-politik ekonomi keuangan dan penciptaan rasa aman dalam berinvestasi agar risiko negara relatif tidak membahayakan kegiatan perekonomian secara keseluruhan sehingga dapat memulihkan kepercayaan bagi investor baik investor asing maupun domestik.

Damodaran (2003) dalam penelitiannya tentang *country risk* dan *company exposure* menyebutkan bahwa untuk mengestimasi *country risk* dapat menggunakan tiga pendekatan, yaitu pertama dari besaran *default spread* obligasi pemerintah yang diterbitkan oleh suatu negara, pendekatan kedua adalah *relative equity market standard deviations* dan pendekatan ketiga adalah perpaduan dari pendekatan pertama dan kedua atau disebut dengan *melded approach*. Dari hasil penelitian Damodaran, perhitungan dengan menggunakan pendekatan ketiga akan menghasilkan nilai *country risk premium* terbesar dibandingkan kedua pendekatan yang lain, yang selanjutnya hasil pendekatan ketiga ini dinilai lebih realistis dan dapat diterima untuk jangka waktu sedang. Namun seiring dengan kondisi negara yang diasumsikan akan semakin *mature* dalam jangka panjang, maka risiko negara juga akan semakin mengecil yang selanjutnya mengakibatkan nilai *country risk premium* akan semakin turun. *Country risk premium* harus disesuaikan untuk setiap periode tertentu. Nilai *country risk premium* yang dihasilkan dari *melded approach* harus disesuaikan menurun dibandingkan dengan nilai *country risk premium* dari pendekatan *default spread* obligasi pemerintah atau dari pendekatan *relative equiy market standard deviations.* Dengan demikian penggunaan ketiga pendekatan tersebut dibenarkan disesuaikan dengan kondisi dan jangka waktu yang dihadapi. Namun Damodaran juga menyebutkan bahwa *yield* obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah suatu negara menjadi alat ukur yang paling mudah dan *updated* untuk memperhitungkan *country risk*.

Naumoski (2011) dalam penelitiannya yang mencoba melakukan estimasi mengenai *country risk premium* pada investasi di *emerging market* dengan studi kasus yang dilakukan di Republik Makedonia menyatakan bahwa, ukuran paling sederhana untuk *country risk* adalah *default spread* antara *yield* obligasi negara yang diterbitkan oleh negara-negara berkembang dalam mata uang dolar US atau euro dengan *yield* obligasi yang sebanding yang diterbitkan di Amerika Serikat atau Uni Eropa. Ukuran lainnya yang berbasis pasar adalah dengan c*redit default swaps* (CDS) *spread*, yang telah tumbuh secara dramatis dalam beberapa tahun terakhir. Permasalahan yang timbul dengan dua pendekatan ini adalah cara tersebut dianggap mampu memberikan informasi pasar terbaru, namun sebagian besar negara-negara berkembang tidak memiliki obligasi pemerintah atau CDS tersebut. Sebagai alternatifnya adalah dengan menggunakan *country sovereign credit rating* yang diberikan oleh lembaga pemeringkat kredit internasional (S&P, Moody, Fitch) atau penilaian *country risk* oleh PRS Group dan Euromoney, yang juga menyediakan langkah-langkah komprehensif pengambilan skor risiko negara tersebut, seperti mengambil pertimbangan kondisi fundamental di setiap negara (politik, ekonomi dan finansial). Para analis juga dapat menggunakan bentuk-bentuk lain dari data pasar seperti volatilitas pasar saham relatif atau volatilitas pasar obligasi. Sehingga selanjutnya, nilai *country risk premium* untuk Republik Makedonia, oleh Naumoski, diperhitungkan dari nilai selisih antara *yield* obligasi pemerintah Republik Makedonia dengan *yield* dari obligasi komparasinya yang dalam penelitiannya dipilih obligasi pemerintah Jerman.

Chen et al. (1986) dalam Reis, Meurer dan Da Silva (2010) menyatakan bahwa *country risk* yang diukur dengan premi risiko obligasi utang pemerintah mungkin lebih tepat daripada tingkat suku bunga, dalam hal untuk menjelaskan *return*. Oleh karena *country risk* mencerminkan *opportunity cost* dan risiko dalam berinvestasi saham di luar negeri. Dengan dasar tersebut juga kemudian Reis, Meurer dan Da Silva menggunakan indeks EMBI+ yang merupakan indeks obligasi untuk *emerging market* yang dikeluarkan oleh J.P Morgan, dalam penelitiannya untuk menguji pengaruh *country risk* terhadap *return* pasar saham di pasar modal Brasil.

**Pengaruh Timbal Balik antara Investasi Asing dan *Return* IHSG**

Untuk melihat bagaimana pengaruh timbal balik antara investasi asing dan *return* IHSG akan didasarkan pada beberapa konsep dan teori yaitu diversifikasi internasional, teori integrasi pasar modal, teori perluasan basis dan *feedback trader theory*.

Diversifikasi adalah strategi alokasi aset dengan menempatkan dana dalam berbagai instrumen investasi dengan tingkat risiko dan potensi keuntungan yang berbeda, yang bertujuan untuk mengurangi tingkat risiko dan tetap memberikan potensi tingkat keuntungan yang cukup. Sebagai dampak globalisasi ekonomi, telah terjadi pengintegrasian ekonomi nasional bangsa-bangsa di dunia ke dalam sebuah sistem ekonomi global yang mendorong para investor dari berbagai negara melakukan diversifikasi internasional. Diversifikasi internasional memberikan manfaat lebih besar bagi investor dibanding hanya berinvestasi pada pasar lokal. Dalam jangka panjang, kontribusi *return* melalui diversifikasi internasional yang diperoleh investor akan lebih tinggi dibandingkan investasi yang hanya dilakukan pada pasar modal lokal.

Diversifikasi internasional hanya dapat dilakukan apabila pasar-pasar modal domestik membuka diri bagi pemodal asing. Keterbukaan suatu negara terhadap aliran masuk investasi asing membuka peluang untuk para pemodal asing melakukan diversifikasi internasional yang sekaligus hal tersebut menunjukkan pasar modal yang terintegrasikan. Pasar modal yang terintegrasi akan menciptakan biaya modal yang lebih rendah. Oleh karena risiko yang relevan bagi pemodal hanyalah risiko yang tidak bisa dihilangkan dengan diversifikasi. Dengan semakin kecilnya risiko yang ditanggung pemodal, maka tingkat *expected return* akan lebih kecil. Dari sisi harga, manfaat yang diperoleh apabila pasar-pasar modal di seluruh dunia terintegrasikan secara penuh atau *fully integrated markets* adalah bahwa harga saham akan lebih tinggi dibandingkan dengan keadaan dimana pasar modal semuanya tertutup (*fully segmented markets*) [Husnan, 1991]. Namun demikian, jika pasar semakin terintegrasi maka tingkat korelasi keutungannya juga semakin tinggi sehingga manfaat untuk diversifikasi yang memberikan keuntungan untuk pemodal asing adalah pasar modal yang masih dalam posisi belum sepenuhnya terintegrasi sebagaimana pasar-pasar yang termasuk dalam *emerging market*. Adapun Indonesia masih termasuk dalam *emerging market* sehingga masih sangat menguntungkan untuk para pemodal asing melakukan diversifikasi internasional di Indonesia.

Pasar modal yang membuka diri terhadap pemodal asing untuk melakukan diversifikasi internasional maka akan mengakibatkan terjadinya perluasan basis investor di negara tujuan investasi tersebut. Perluasan basis terjadi disebabkan karena bertambahnya jumlah investor bagi pasar modal negara-negara berkembang. Penambahan jumlah investor yang berinvestasi di pasar modal akan dapat meningkatkan permintaan dan likuiditas dari saham yang dijual di pasar saham (Clark dan Berko, 1997). Keuntungan berikutnya adalah pengalihan risiko (*risk sharing*) yang akan mengakibatkan berkurangnya *risk premium* dan turunnya biaya modal atau *cost of capital*, sehingga akan memicu terjadinya kenaikan harga sekuritas. Penurunan *risk premium* selanjutnya akan menurunkan tingkat *expected return* dari suatu sekuritas.

Terbukanya pasar modal yang membuat masuknya pemodal asing untuk berinvestasi dalam rangka diversifikasi internasional, sehingga pasar semakin terintegrasi dan basis investor semakin luas akan mengakibatkan naiknya harga sekuritas, turunnya biaya modal investor dan naiknya tingkat *return* yang diperoleh. Hal tersebut menunjukkan bagaimana arus masuk investasi asing berpengaruh terhadap *return* saham.

Warther (1995) dalam Clark dan Berko (1997) menyatakan bahwa dalam penelitiannya yang menganalisis pengaruh aliran *mutual fund* terhadap harga saham dan obligasi di Amerika, hipotesis *positive feedback trading* terbukti benar. Berdasarkan teori *feedback trader*, investor membuat keputusan investasi berdasarkan pada pergerakan pasar, dimana hal tersebut dapat diidentifikasikan secara statistik dengan adanya korelasi antara investasi asing dengan *return* pasar yang terjadi pada periode-periode sebelumnya (Clark dan Berko, 1997). *Positive feedback trader* menyatakan bahwa investor akan melakukan pembelian sekuritas pada saat harga naik dan akan melakukan penjualan saat harganya mulai turun, demikian sebaliknya untuk *negative feedback trader*. Dengan demikian, jika dalam teori perluasan basis investasi asing mempengaruhi *return* saham, maka menurut teori *feedback trader* *return* saham mempengaruhi investasi asing.

Pengaruh antara investasi asing dan *return* pasar pada penelitian ini juga didasarkan pada penelitian dari Reis, Meurer dan Da Silva (2010) di pasar modal Brasil, dimana dengan model VAR hasil yang diperoleh adalah terdapat hubungan positif investasi asing dengan *return* pasar saham domestik. Selanjutnya adalah berdasarkan penelitian oleh Clark dan Berko (1997) di pasar modal Meksiko yang juga menemukan pengaruh positif aliran investasi asing terhadap *return* saham. Demikian juga penelitian oleh Froot dan Seasholes (2001) di 16 pasar modal negara maju dan 28 pasar modal *emerging markets*, dengan menggunakan VAR menunjukkan bahwa aliran investasi asing mempunyai pengaruh positif dan kemampuan dalam memprediksi *return* saham.

**Pengaruh *Return* Pasar Modal Dunia terhadap *Return* IHSG**

Globalisasi serta revolusi dalam informasi dan teknologi akan sangat memungkinkan untuk dilakukannya diversifikasi internasional. Namun diversifikasi internasional hanya dapat dimungkinkan apabila pasar modal membuka diri bagi investor asing. Investor asing menanamkan modalnya pada bursa seluruh dunia sehingga antara bursa-bursa mempunyai keterkaitan secara global. Oleh karena itu, perubahan di satu bursa juga akan ditransmisikan ke bursa negara lain. Dalam hal ini, biasanya bursa yang lebih besar akan mempengaruhi bursa yang lebih kecil.

Indonesia termasuk dalam *emerging market*, yang dalam banyak literatur telah disebutkan bahwa salah satu karakteristiknya adalah pasar modalnya mempunyai korelasi yang rendah dengan pasar modal maju. Artinya bahwa, perubahan siklis ekonomi yang terjadi di negara tersebut tidak terlalu berpengaruh pada pasar modal negara maju. Namun sebaliknya, setiap gejolak ekonomi yang terjadi di pasar modal negara maju dapat memberikan pengaruh terhadap negara- negara tersebut.

Pengaruh pasar modal Internasional terhadap pasar modal Indonesia telah dibuktikan oleh beberapa penelitian yang dilakukan oleh Muharam (2001) yang meneliti tentang pengaruh *return* internasional terhadap *return* IHSG pada periode sebelum dan sesudah pelepasan batas kepemilikan asing atas saham perusahaan publik di Bursa Efek Indonesia, menunjukkan bahwa Tujuh *return* indeks dunia berpengaruh positif terhadap *return* IHSG yang secara berurutan dengan pengaruh yang yang paling besar terhadap IHSG adalah MSCI-Asia Pasific, DJIA (Amerika Serikat), dan HSI (Singapura). Astuti (2004), meneliti tentang pengaruh *return* indeks harga saham dunia yang diwakili oleh Golden Dragon, Zong Hua, World, Europe dan Far East terhadap *return* IHSG juga menemukan bahwa pada periode tahun 2002 – 2003 kelima indeks yang mewakili pasar modal dunia tersebut berkorelasi positif dan signifikan dengan pasar modal Indonesia. Selanjutnya Arfinto (2005) yang menguji tingkat integrasi pasar modal di Asia Pasifik dan Amerika Serikat juga menemukan bahwa Pasar modal Indonesia terintegrasi dengan pasar modal di Asia Pasifik, dan terjadi peningkatan derajat integrasi pasar modal Indonesia dengan pasar modal Asia Pasifik terutama dengan pasar modal yang secara geografis dekat dengan Indonesia seperti Singapura, Philipina dan Thailand. Namun demikian, dalam penelitian-penelitian tersebut, pasar modal Indonesia lebih banyak dipengaruhi daripada mempengaruhi pasar modal internasional, jadi hanya terjadi hubungan kausalitas searah saja.

**Pengaruh Nilai Tukar Rupiah terhadap US Dollar terhadap *Return* IHSG**

Apresiasi nilai tukar mata uang menunjukan semakin membaiknya keadaan perekonomian suatu negara. Sebaliknya, depresiasi nilai tukar mata uang menunjukkan resesi kondisi perekonomian di suatu negara. Di Indonesia, terjadinya depresiasi Rupiah akan mendorong investor untuk memindahkan dananya dari instrumen Rupiah ke US Dollar dengan harapan akan memperoleh tingkat pengembalian yang tinggi. Fluktuasi nilai mata uang terhadap mata uang asing yang stabil akan sangat mempengaruhi iklim investasi di dalam negeri tersebut, khususnya investasi di pasar modal.

Pengaruh nilai tukar Rupiah terhadap US Dollar pada *Return* IHSG didasarkan pada beberapa penelitian diantaranya adalah Bapepam-LK (2008) yang menemukan bahwa perubahan nilai tukar rupiah memberikan pengaruh yang negatif terhadap pergerakan IHSG. Muharam dan Nurafni (2008) juga menemukan bahwa nilai tukar Rupiah berpengaruh negatif terhadap nilai IHSG, dimana saat nilai tukar Rupiah terhadap US Dollar meningkat (terdepresiasi) maka harga saham akan ikut turun. Sebaliknya jika nilai tukar Rupiah terhadap US Dollar mengalami penurunan (terapresiasi) maka IHSG juga mengalami peningkatan. Di negara lain yaitu Thailand, Horng dan Chen (2010) juga meneliti hal serupa dan menemukan bahwa volatilitas nilai tukar mata uang Thailand terhadap US Dollar berpengaruh negatif terhadap *return* pasar saham Thailand. Selanjutnya di Malaysia, dengan menggunakan *multivariate tests* Ibrahim (2000) telah menemukan hubungan kausalitas pada jangka pendek dari nilai tukar Ringgit Malaysia terhadap US Dollar dengan indeks pasar saham Malaysia.

**Pengaruh *Country Risk* terhadap *Return* IHSG**

Damodaran (2003) dalam tulisannya menyebutkan bahwa investor yang akan berinvestasi di negara yang termasuk dalam *emerging market* seperti di Asia dan Amerika Latin, harus sangat memperhatikan tentang penghitungan variabel *country risk*. Pada banyak penelitian lain saat ini, juga mendukung pendapat tersebut bahwa *country risk* sudah menjadi bahasan penting yang diperhatikan oleh investor asing sebelum mengalirkan dananya untuk berinvestasi di *emerging market*.

Pengaruh *country risk* terhadap *return* IHSG didasarkan pada penelitian dari Luciana Reis, Roberto Meurer dan Sergio Da Silva (2010) yang meneliti tentang hubungan *return* saham dan investasi asing di Brasil. Namun dalam penelitian mereka, tidak hanya melihat pengaruh investasi asing terhadap *return* saham saja, mereka juga meneliti pengaruh beberapa variabel lain terhadap *return* saham, salah satunya adalah variabel *country risk*. Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa di pasar modal Brazil terdapat pengaruh negatif perubahan *country risk* terhadap *return* indeks saham gabungan (Bovespa).

**Pengaruh *Return* Pasar Modal Dunia, Nilai Tukar Rupiah terhadap US Dollar dan *Country Risk* terhadap Investasi Asing**

Diversifikasi internasional akan menarik bagi pemodal asing apabila tingkat keuntungan antar negara (yang diwakili oleh indeks pasar di bursa-bursa tersebut) memiliki koefisien korelasi yang rendah. Menurut Brook dan Negro (2002) semakin pasar modal terintegrasi maka tingkat korelasi keuntungannya juga semakin tinggi. Adapun pasar modal Indonesia bersifat terbuka namun belum sepenuhnya terintegrasi dengan pasar modal internasional. Dalam hal ini, pasar modal Indonesia lebih banyak dipengaruhi oleh pasar modal internasional namun tidak berlaku sebaliknya.

Selain memperhitungkan tingkat keuntungan, hal lainnya yang cukup penting untuk dipertimbangkan adalah tingkat risiko. Dua risiko yang menjadi perhatian para investor asing adalah risiko nilai tukar dan *country risk*. Risiko nilai tukar mengacu pada ketidakpastian tingkat tukar mata uang asing ke mata uang domestik investor di masa depan. Perubahan nilai tukar mata uang juga dapat memberikan keuntungan atau kerugian untuk investor atau dikenal dengan *currency gain/losses* yang nilainya turut diperhitungkan dalam formulasi *total return* bagi investor asing.

Persepsi internasional yang direpresentasikan dengan *country risk* dapat menggambarkan bagaimana kemampuan suatu negara dalam memfasilitasi pelaksanaan usaha termasuk kemampuan dalam menjaga iklim investasi agar selalu kondusif. Dalam memperhitungkan tingkat *expected return* dari berinvestasi di negara-negara *emerging market* investor akan mensyaratkan adanya tambahan *return* sebagai premi risiko. Nilai *country risk* tersebut yang digunakan sebagai besaran premi risiko yang diperhitungkan oleh investor. Dengan demikian *country risk* menjadi salah satu pertimbangan bagi para pemodal asing untuk berinvestasi di suatu negara.

Mempertimbangkan keterkaitan dan hubungan yang dijabarkan tersebut diatas, maka dimungkinkan terdapat adanya pengaruh dari *return* pasar modal internasional, nilai tukar Rupiah terhadap US Dollar dan *country risk* terhadap investasi asing, dimana ketiga faktor tersebut adalah faktor-faktor penting yang dipertimbangkan oleh investor dalam berinvestasi ke suatu negara.

Berdasarkan kajian penelitian tersebut diatas, maka dapat diajukan hipotesis sebagai berikut:

**H (1)** : Investasi asing berpengaruh positif terhadap *return* IHSG

**H (2)** : *Return* IHSG berpengaruh positif terhadap investasi asing

**Metode Penelitian**

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif. Adapun tipe penelitian bersifat eksplorasi oleh karena bertujuan untuk menjelaskan lebih lanjut pengaruh investasi asing, *return* saham dunia, nilai tukar Rupiah terhadap US Dollar dan *country risk* terhadap *return* IHSG di Bursa Efek Indonesia. Dengan menggunakan data runtut waktu selama periode tahun 2008 – 2013, uji pengaruh tersebut dilakukan berdasarkan teori *base broadening hypothesis* dan teori *feedback trader*, dilakukan dengan menggunakan pendekatan model VAR (*Vector Autoregressive*).

Penelitian ini menggunakan data Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) bulanan, data nilai kepemilikan saham oleh investor asing bulanan, data *return* pasar modal internasional yang diproksi dengan *return* MSCIW, data perubahan nilai tukar Rupiah terhadap US Dollar dan data perubahan *country risk* yang diproksi dengan perubahan nilai EMBI+. Adapun periode data adalah Januari 2008 – Desember 2013.

Konsep yang dijadikan dasar untuk uji pengaruh investasi asing terhadap *return* saham, dalam penelitian ini adalah teori tentang diversifikasi internasional, integrasi pasar, perluasan basis dan *feedback trading theory*.

Selain investasi asing, variabel lain seperti pasar modal internasional, perubahan nilai tukar, dan *country risk* juga berperan dalam menjelaskan *return*. Dalam penelitian ini, variabel *return* saham pasar modal internasional, perubahan nilai tukar dan *country risk* akan menjadi variabel eksogen yang turut diuji pengaruhnya terhadap *return* pasar saham bersama dengan variabel investasi asing, selanjutnya juga akan dilihat pengaruhnya terhadap variabel investasi asing.

Untuk dapat menangkap pola hubungan yang lebih baik antara investasi asing dan variabel eksogen dengan *return* IHSG maka dalam penelitian ini akan dilakukan dengan uji pengaruh menggunakan metode VAR. Model persamaan VAR dapat dinyatakan dalam persamaan sbb:

..................(01)

.......................(02)

Dimana :

*RIHSG* = *Return* IHSG

*FI*= Investasi Asing

*RMSCIW* = *Return* MSCIW

*ΔC* = Perubahan Nilai Tukar Rupiah terhadap US Dollar

*ΔCREMBI+* = Perubahan *Country Risk* diproksi dengan EMBI+

= *Disturbance/errors terms*

t = Periode waktu

**Hasil Penelitian**

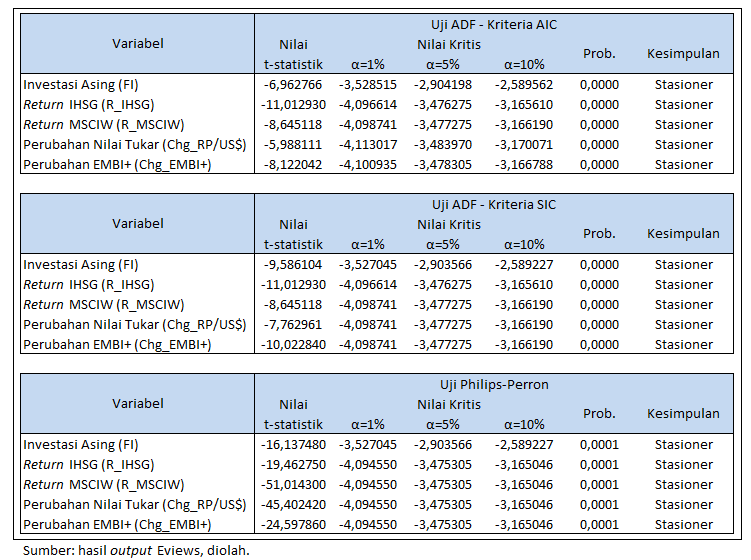
Data stasioner merupakan data runtut waktu yang tidak mengandung akar-akar unit (*unit roots*) dan memiliki *mean*, *variance* dan *covariance* yang konstan sepanjang waktu. Dalam penelitian ini menggunakan variabel-variabel yang merupakan data *time series* yang sering bermasalah dalam stasionaritas. Terlebih lagi, digunakannya model VAR dalam pengujian pengaruh juga mensyaratkan adanya stasionaritas data, sehingga terhadap variabel-variabel dalam penelitian ini akan dilakukan uji stasioner sebagai pengujian awal. Uji stasioner menggunakan uji *Augmented* Dickey-Fuller (ADF) dengan kriteria dari *Akaike Information Criteria* (AIC) dan *Schwartz Information Criteria* (SIC) serta uji Philips-Perron atau disebut dengan uji PP.

Dari hasil pengujian uji stasioner dengan derajat level terdapat beberapa variabel yang belum stasioner, dengan demikian akan dilakukan uji stasioner kembali pada derajat diferensi 1 yang hasilnya semua variabel telah stasioner, sebagai berikut:

Tabel 2

Hasil Uji Stasioner Variabel-variabel Penelitian pada Derajat Integrasi 1

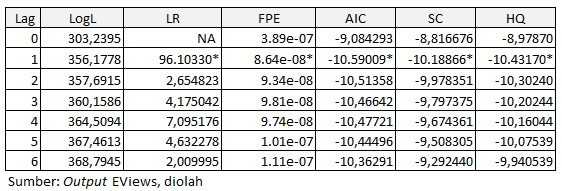
Periode Januari 2008 – Desember 2013



Dalam penelitian penentuan *lag* optimal ini akan digunakan dua criteria yaitu *Akaike Information Criterion* (AIC) dan *Schwarz Information Criterion* (SIC). Dalam penentuan *lag* optimal dengan kriteria tersebut diatas maka dipilih yang mempunyai *final prediction error correction* (FPE) atau jumlah dari AIC dan SIC yang paling kecil diantara berbagai *lag* yang diajukan, sbb:

Tabel 3

Hasil Pengujian Panjang Kelambanan Variabel-variabel Penelitian



Oleh karena pada hasil uji stasionaritas terdapat beberapa variabel dalam penelitian ini tidak stasioner pada derajat *level*, maka dimungkinkan adanya hubungan kointegrasi atau hubungan jangka panjang antara variabel-variabel yang tidak stasioner tersebut. Untuk akan dilakukan uji kointegrasi yang pada penelitian ini akan menggunakan uji kointegrasi *Augmented Dickey-Fuller* (ADF). Hasil uji kointegrasi sebagai berikut:

Tabel 4

Hasil Uji Stasioner Residual – Uji Kointegrasi Variabel-variabel Penelitian



Dari hasil yang didapat nilai absolute ADF yaitu -7,523048 adalah lebih besar dibandingkan dengan nilai kritisnya pada setiap α yaitu pada α = 1%, α = 5%, α = 10% masing-masing yaitu -3,525618; -2,902953 dan -2,588902. Atau dari nilai probabilitasnya yaitu 0,0000 lebih kecil dari α = 1%, α = 5%, α = 10%. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan jangka panjang antar variabel dalam penelitian ini.

**Estimasi VAR**

Estimasi VAR akan dilakukan dengan menggunakan dua variabel endogen yaitu variabel investasi asing dan *return* IHSG. Adapun untuk variabel eksogennya adalah variabel *return* MSCIW, perubahan nilai tukar Rupiah terhadap US Dollar, perubahan nilai EMBI+ dan konstanta. Model diestimasi dengan menggunakan *lag* maksimum 1. Dalam melakukan estimasi dengan VAR sebagaimana hasil dari uji stasionaritas maka variabel-variabel yang dipergunakan akan menggunakan data dengan derajat diferensi 1. Dari hasil tersebut, maka model persamaan VAR yang akan diuji dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

…..................….(03)

.................................(04)

dimana:

*RIHSG* = *Return* IHSG

*βi*,*αi*  = Koefisien, dengan i = 1,2, ... ,n

*FI*= Investasi Asing

*RMSCIW* = *Return* MSCIW

*ΔC* = Perubahan Nilai Tukar Rupiah terhadap US Dollar

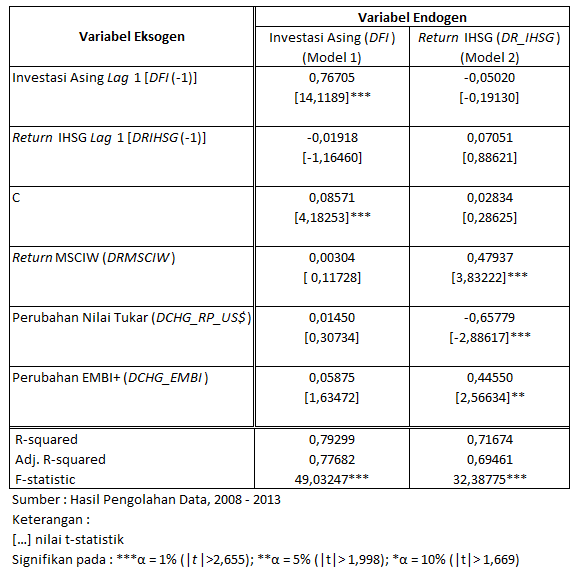
*ΔCREMBI+* = Perubahan *Country Risk* diproksi dengan EMBI+

= *Disturbance/errors terms*

t = Periode waktu

Tabel 5

Ringkasan Hasil Koefisien Model VAR



Berdasarkan hasil estimasi VAR dalam tabel 4.5 dapat dibentuk persamaan model VAR untuk uji pengaruh terhadap variabel investasi asing adalah sbb:

..............................(05)

Persamaan model VAR untuk uji pengaruh terhadap variabel *return* IHSG adalah:

................ (06)

Dari hasil estimasi model VAR jika dilihat dari uji t, untuk melihat variabel-variabel dalam penelitian yang berpengaruh terhadap *return* IHSG, maka variabel yang secara signifikan mempengaruhi variabel *return* IHSG adalah variabel *return* MSCIW, perubahan nilai tukar Rupiah terhadap US Dollar dan perubahan EMBI+. *Return* MSCIW mempunyai t statistik 3,83222 lebih besar dari t tabel yang signifikan pada α 1%. Perubahan nilai tukar Rupiah terhadap US Dollar mempunyai nilai t statistik -2,88617 dimana nilai absolutnya lebih besar dari t tabel pada α 1%. Variabel perubahan nilai EMBI+ mempunyai nilai t statistik 2,56634 lebih besar dari t tabel pada α 5%. Adapun variabel investasi asing periode sebelumnya dan *return* IHSG periode sebelumnya tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* IHSG. Variabel investasi asing periode sebelumnya mempunyai nilai t statistik -0,19130 dimana nilai absolutnya lebih kecil dari nilai t tabel pada α 10%. Adapun variabel *return* IHSG periode sebelumnya mempunyai nilai t statistik 0,88621 lebih kecil dari nilai t tabel pada α 10%. Dengan demikian, hipotesis 1 yang menyatakan bahwa investasi asing berpengaruh positif terhadap *return* IHSG ditolak, dimana hanya variabel eksogen lainnya saja yang terbukti mempunyai pengaruh signifikan terhadap *return* IHSG yaitu *return* MSCIW dan perubahan EMBI+ berpengaruh positif, sedangkan perubahan nilai tukar Rupiah terhadap US Dollar berpengaruh negatif.

Selanjutnya, untuk variabel investasi asing hanya signifikan dipengaruhi oleh investasi asing periode sebelumnya, dengan nilai t statistik 14,1189 lebih besar dari t tabel pada α 1%. Adapun variabel *return* IHSG periode sebelumnya, *return* MSCIW, perubahan nilai tukar Rupiah terhadap US Dollar dan perubahan nilai EMBI+, tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap investasi asing. Variabel *return* IHSG periode sebelumnya mempunyai nilai t statistik -1,16460 dimana nilai absolutnya lebih kecil dari nilai t tabel pada α 10%. Variabel *return* MSCIW mempunyai nilai t statistik 0,11728 lebih kecil dari nilai t tabel pada α 10%. Variabel perubahan nilai tukar Rupiah terhadap US Dollar mempunyai nilai t statistik 0,30734 lebih kecil dari nilai t tabel pada α 10%. Variabel perubahan nilai EMBI+ mempunyai nilai t statistik 1,63472 lebih kecil dari nilai t tabel pada α 10%. Dengan demikian, hipotesis 2 yang menyatakan bahwa *return* IHSG berpengaruh positif terhadap investasi asing ditolak.

Berdasarkan uji F untuk melihat apakah semua variabel eksogen yang dimasukkan ke dalam model mempunyai pengaruh bersama-sama terhadap variabel endogen, maka secara bersama-sama variabel investasi asing periode sebelumnya, *return* IHSG periode sebelumnya, *return* MSCIW, perubahan nilai tukar Rupiah terhadap US Dollar dan perubahan EMBI+ secara signifikan berpengaruh terhadap variabel investasi asing, dengan nilai F statistik 49,03247 lebih besar dari nilai F tabel pada α 1%. Berikutnya, variabel investasi asing periode sebelumnya, *return* IHSG periode sebelumnya, *return* MSCIW, perubahan nilai tukar Rupiah terhadap US Dollar dan perubahan EMBI+ juga secara bersama-sama mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* IHSG, dengan nilai F statistik 32,38775 lebih besar dari nilai F tabel pada α 1%.

Selanjutnya koefisien determinasi (R2) digunakan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel endogen. Baik model pertama, yaitu pengaruh variable-variabel eksogen terhadap investasi asing, maupun model kedua, yaitu pengaruh variable-variabel eksogen terhadap *return* IHSG, keduanya mempunyai nilai R2 yang cukup besar dengan 79% untuk model pertama dan 72% untuk model kedua. Dengan demikian, kedua model persamaan tersebut, variabel eksogen di dalam model memiliki kemampuan yang relatif besar untuk memprediksi variasi variabel endogennya.

**Analisis Kausalitas Granger**

Uji kausalitas Granger dalam penelitian ini dilakukan guna menguji *predictive content* antara variabel investasi asing dan *return* IHSG. Pengujian dilakukan pada *lag* satu, dengan variabel endogen yaitu: investasi asing (*FI*) dan *return* IHSG (*R\_IHSG*). Tabel 4.6 memuat ringkasan hasil yang diperoleh dari uji kausalitas Granger tersebut.

Tabel 6

Ringkasan Hasil Uji Kausalitas Granger



Kriteria yang digunakan untuk intepretasi hasil adalah jika nilai probabilitas F-statistik < α (1%, 5%, 10%) maka H0 ditolak atau terdapat pengaruh, demikian pula sebaliknya.

Untuk melihat apakah variabel *return* IHSG (*R\_IHSG*) mempengaruhi variabel investasi asing (*FI*), dalam tabel 4.6, nilai probabilitas F-statistik adalah 0,1700 yang adalah lebih besar dibandingkan dengan α (1%, 5%, 10%), artinya variabel *return* IHSG tidak mempengaruhi variabel investasi asing.

Untuk melihat apakah variabel investasi asing (*FI*) mempengaruhi variabel *return* IHSG (*R\_IHSG*), dalam tabel 4.6, nilai probabilitas F-statistik adalah 0,7535 lebih besar dibandingkan dengan, yang artinya variabel investasi asing tidak mempengaruhi variabel *return* IHSG.

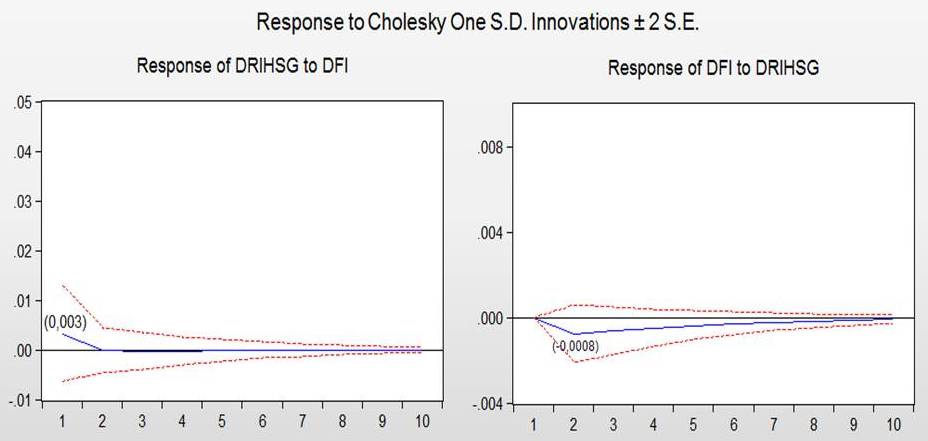
Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa berdasarkan hasil uji kausalitas Granger, antara variabel investasi asing dan *return* IHSG tidak saling mempengaruhi atau masing-masing tidak memiliki muatan sebagai penaksir.

**Analisis *Impulse Response***

Analisis *impulse response* dalam penelitian ini bertujuan untuk mengamati apakah variabel investasi asing mempunyai informasi yang berarti untuk melakukan peramalan terhadap *return* IHSG periode berikutnya, dan demikian pula sebaliknya. Gambar 4.11 berikut adalah grafik hasil *impulse response* untuk variabel investasi asing dan *return* IHSG.

Gambar 3

Respon Investasi Asing dan *Return* IHSG terhadap Goncangan



Sumbu x : Periode setelah *shock*

Sumbu y : Respon

Sumber: Hasil Pengolahan Data, 2008 - 2013

**Respon Investasi Asing terhadap Goncangan *Return* IHSG**

Respon investasi asing terhadap goncangan variabel *return* IHSG ditunjukkan dalam gambar 3 untuk grafik bagian kanan (*response of DFI to DRIHSG*). Dari hasil IRF diketahui bahwa investasi asing baru merespon *shock* variabel *return* IHSG secara negatif pada periode kedua, yaitu kenaikan *return* IHSG sebesar 1 SD direspon dengan penurunan investasi asing pada kisaran 0,0008 SD, dan sebaliknya. Pengaruh ini akan berlangsung dari periode kedua sampai periode keenam dengan intensitas yang semakin mengecil. Mulai periode ketujuh sampai kesepuluh respon investasi asing sangat kecil dan sudah mendekati nol atau nilainya sudah mulai stabil.

**Respon *Return* IHSG terhadap Goncangan Investasi Asing**

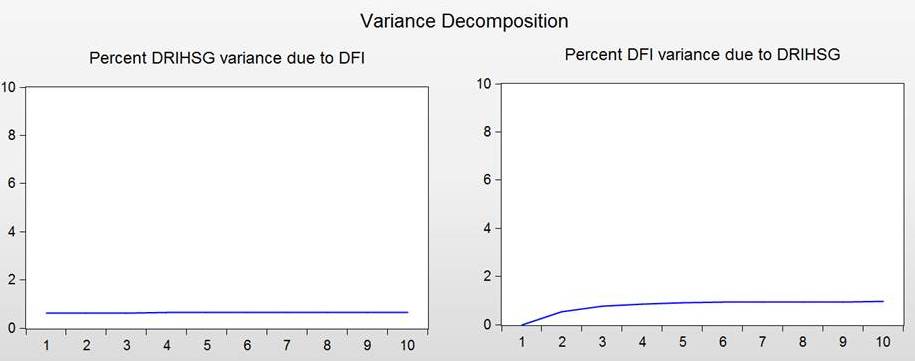
Respon *return* IHSG terhadap goncangan ditunjukkan dalam gambar 3 untuk grafik sebelah kiri (*response of DRIHSG to DFI*). Terlihat bahwa goncangan pada investasi asing berpengaruh positif terhadap *return* IHSG, yang langsung direspon pada periode pertama, yaitu kenaikan investasi asing sebesar 1 SD akan direspon kenaikan *return* IHSG dengan kisaran 0,003 SD, dan sebaliknya. Pada periode kedua sampai dengan kesepuluh respon *return* IHSG terhadap perubahan investasi asing sangat kecil sekali, asimtot mendekati nol.

**Analisis *Variance Decomposition***

Analisis *variance decomposition* digunakan untuk memprediksi kontribusi prosentase varian setiap variabel karena adanya perubahan variabel tertentu di dalam sistem VAR. Gambar 4 dan tabel 7 memperlihatkan hasil dari analisis *variance decomposition* untuk variabel investasi asing dan *return* IHSG.

Gambar 4

Komposisi Varian Investasi Asing dan *Return* IHSG

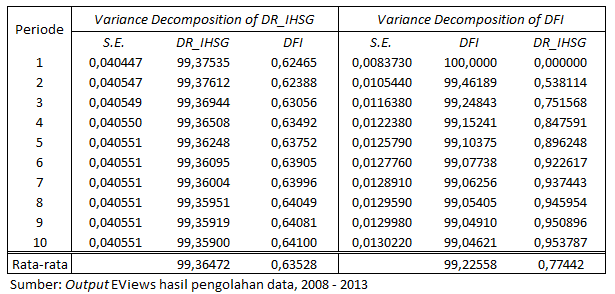


Sumber: Hasil Pengolahan Data, 2008 - 2013

Tabel 7

Nilai *Variance Decomposition* VAR

Variabel Investasi Asing dan *Return* IHSG



Dari dekomposisi variansi *return* IHSG, variabel investasi asing mempunyai pengaruh rata-rata sebesar 0,63% peramalan *return* IHSG setiap bulannya. Periode pertama variansi pada *return* IHSG 99,4% dipengaruhi variabel itu sendiri dan sisanya 0,62% berasal dari variabel investasi asing. Pada periode kedua sampai dengan periode kesepuluh, pengaruh investasi asing hanya naik sedikit dengan nilai terbesar 0,64% porsi variansi, terhadap variansi *return* IHSG.

Adapun hasil dekomposisi variansi variabel investasi asing, periode pertama variansi pada investasi asing 100% dipengaruhi variabel itu sendiri. Baru pada periode kedua dan selanjutnya *return* IHSG mulai memberikan pengaruh yang memiliki nilai rata-rata sebesar 0,77% terhadap variansi investasi asing.

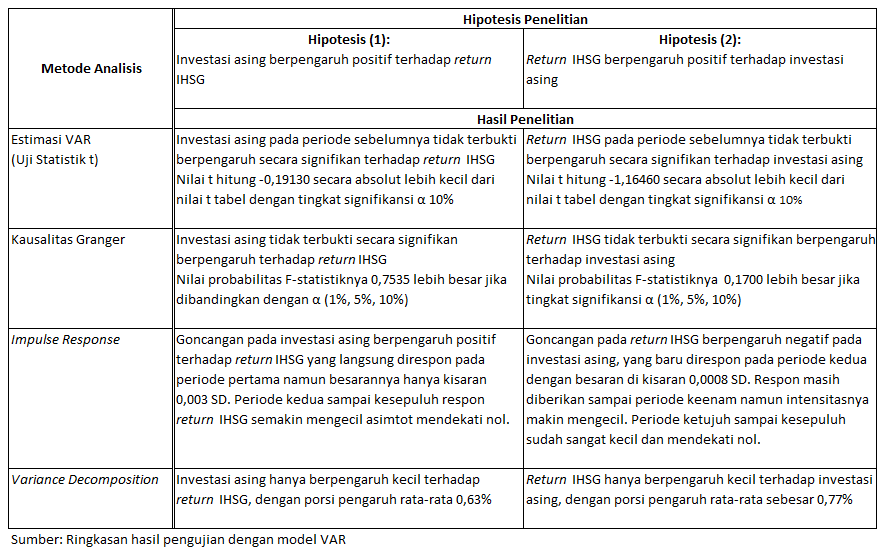
**Pembahasan Hipotesis**

Tabel 8 berikut adalah ringkasan dari hasil pengujian pengaruh variabel endogen dalam penelitian ini, yaitu variabel investasi asing dan *return* IHSG menggunakan model VAR.

Tabel 8

Ringkasan Hasil Penelitian Analisis Pengaruh antara Variabel Investasi Asing

dan *Return* IHSG dengan model VAR



**Pengaruh Investasi Asing terhadap *Return* IHSG**

Hasil dari penelitian dengan model VAR yang didukung juga dengan metode OLS membuktikan bahwa investasi asing tidak secara signifikan berpengaruh terhadap *return* pasar saham dalam hal ini adalah *return* IHSG. Berdasarkan uji statistik t pengaruh variabel investasi asing periode sebelumnya terhadap *return* IHSG mempunyai nilai t statistik -0,19130 lebih kecil dari nilai t tabel bahkan dalam tingkat signifikansi α 10%. Hasil tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh French (2007) di bursa Afrika Selatan dengan menggunakan VAR dan data periode 2002 sampai dengan 2006, yang menemukan bahwa investasi asing tidak memiliki pengaruh yang cukup kuat untuk menentukan *return* pasar. Hal tersebut juga menjawab fenomena yang diangkat dalam penelitian ini dimana terdapat beberapa situasi yang menunjukkan bahwa kepemilikan investor asing tidak terlalu berpengaruh terhadap nilai IHSG. Namun demikian, walaupun tidak berpengaruh secara signifikan, tidak dipungkiri adanya hubungan antara investasi asing terhadap *return* saham, yang dalam penelitian ini ditunjukkan dari hasil *impulse response* dan *variance decomposition*. Dari hasil *impulse response* goncangan pada investasi asing berpengaruh positif terhadap *return* IHSG. Puncak respon terjadi pada periode pertama dimana goncangan investasi asing sebesar 1 SD direspon searah dengan kisaran 0,003 SD. Periode kedua sampai dengan periode kesepuluh sudah mulai merambat kembali ke arah kestabilan. Dengan demikian dibutuhkan goncangan yang cukup besar untuk dapat memberikan dampak signifikan yang mampu menyebabkan perubahan harga secara permanen. Dari hasil *variance decomposition* investasi asing hanya mempunyai pengaruh rata-rata sebesar 0,63% peramalan terhadap variansi yang terjadi pada *return* IHSG.

**Pengaruh *Return* IHSG terhadap Investasi Asing**

Dari hasil penelitian dengan model VAR yang didukung juga dengan metode OLS, telah dibuktikan bahwa *return* IHSG tidak mempunyai pengaruh terhadap investasi asing. Uji statistik t dengan model VAR menguji pengaruh variabel *return* IHSG periode sebelumnya terhadap investasi asing menghasilkan nilai t statistik -1,16460 yang lebih kecil dari t tabel bahkan dengan tingkat signifikansi α 10%. Hasil ini tidak sejalan dengan teori *positive feedback trader*, dimana *return* periode sebelumnya menjadi pertimbangan untuk melakukan investasi pada saat ini. Dengan demikian, perilaku para investor asing dalam menanamkan dananya di Indonesia tidak semata-mata dipengaruhi oleh kenaikan atau penurunan *return* pasar saham. Faktor *trust* atau kepercayaan terhadap pemerintah Indonesia dan otoritas yang berwenang untuk menjaga iklim investasi tetap kondusif dan meningkatkan pertumbuhan ekonomi di Indonesia patut dipertimbangkan sebagai faktor yang cukup berpengaruh. Selain itu, diyakini bahwa bursa efek Indonesia masih sangat menguntungkan bagi para investor asing tersebut.

Sebaliknya, dari hasil analisis *impulse response* menunjukkan bahwa investasi asing bereaksi terhadap goncangan yang terjadi pada *return* IHSG, yang baru terjadi di periode kedua yaitu kenaikan *return* IHSG sebesar 1 SD direspon dengan penurunan investasi asing pada kisaran 0,0008 SD, demikian sebaliknya. Pengaruh ini akan berlangsung dari periode kedua sampai periode keenam dengan intensitas yang semakin mengecil. Dari hasil *impulse response* tersebut juga terjadi pembalikan arah pengaruh *return* IHSG terhadap investasi asing, yang dalam semula hipotesis penelitian ini dinyatakan mempunyai arah positif, namun dari hasil *impulse response* menunjukkan arah negatif. Nilai respon tersebut memang tergolong cukup kecil, namun arah pengaruh tersebut menunjukkan adanya perilaku investor asing yang cenderung mengikuti teori *negative feedback trader* yang menyatakan bahwa investor akan melakukan pembelian sekuritas pada saat harga rendah atau jatuh dan akan melakukan penjualan saat harganya tinggi atau naik.

Sejalan dengan hasil *impulse response*, demikian juga hasil dari *variance decomposition*, dimana pada periode pertama variansi pada investasi asing 100% dipengaruhi variabel itu sendiri, baru pada periode kedua dan selanjutnya *return* IHSG mulai memberikan pengaruh rata-rata sebesar 0,77% terhadap variansi investasi asing. Dengan demikian variabel *return* IHSG hanya mempunyai pengaruh rata-rata sebesar 0,77% untuk peramalan investasi asing setiap bulannya.

Dari hasil penelitian Bapepam-LK (2008) juga menyebutkan bahwa kepemilikan saham oleh pemodal asing didominasi oleh jenis pemodal lembaga, khususnya lembaga keuangan. Walaupun secara kuantitas jumlah investor asing lebih sedikit dibandingkan dengan investor domestik, namun investor asing lebih banyak memiliki saham yang bernilai tinggi sehingga dari sisi nilai kepemilikan para investor asing ini lebih mendominasi. Dengan dominasi dan penempatan dana investasi yang cukup besar maka biaya modal juga cukup besar, sehingga hanya sebagian kecil dari modal mereka yang keluar masuk untuk mengantisipasi gejolak di pasar atau aksi ambil untung. Dengan demikian posisi investasi para investor asing ini nilainya cenderung lebih stabil.

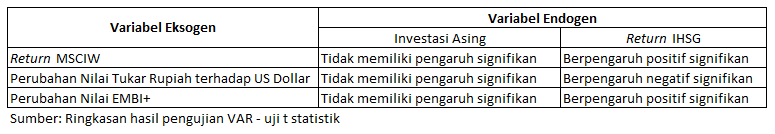
**Pengaruh Variabel Eksogen terhadap Investasi Asing dan *Return* IHSG**

Variabel eksogen yang dilibatkan dalam model VAR pada penelitian ini adalah variabel *return* pasar modal dunia yang diproksi dengan *return* MSCIW, perubahan nilai tukar Rupiah terhadap US Dollar dan perubahan *country risk* yang diproksi dengan perubahan EMBI+.

Tabel 9

Ringkasan Hasil Penelitian Analisis Pengaruh Variabel Eksogen

terhadap Investasi Asing dan *Return* IHSG dengan VAR



Dalam tabel 9 terlihat bahwa variabel *return* MSCIW, perubahan nilai tukar Rupiah terhadap US Dollar dan perubahan nilai EMBI+, ketiganya tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap investasi asing. Hal tersebut kembali menunjukkan bahwa bursa efek Indonesia masih sangat menguntungkan untuk investor asing dan sekaligus tingginya kepercayaan para investor asing terhadap pemerintah Indonesia, sehingga bilamana terjadi gejolak perekonomian global maupun dalam negeri, para investor asing tersebut tidak serta merta mengalihkan investasinya dari pasar modal Indonesia.

Terkait dengan pasar modal internasional yang dalam penelitian ini diproksi dengan *return* MSCIW, dari hasil estimasi VAR dengan uji statistik t, *return* MSCIW memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap *return* IHSG. Uji pengaruh *Return* MSCIW terhadap *return* IHSG menghasilkan nilai t statistik 3,83222 lebih besar dari t tabel signifikan pada α 1%. Pengaruh positif signifikan ini kembali menegaskan bahwa pasar saham Indonesia sudah terintegrasi dengan pasar saham dunia, walaupun dalam hal ini pasar Indonesia masih lebih banyak dipengaruhi oleh pasar modal internasional dibandingkan sebaliknya. Namun demikian, walaupun pasar modal Indonesia lebih banyak dipengaruhi pasar modal internasional, Indonesia masih dipandang cukup mampu untuk mengatasi dampak dari gejolak perekonomian global. Terbukti pada akhir tahun 2008 dengan adanya krisis ekonomi akibat kasus *subprime mortgage* nilai investasi asing memang sempat sedikit mengalami penurunan, namun hanya untuk beberapa waktu saja. Pada awal tahun 2009 dan berikutnya nilai investasi asing sudah kembali naik.

Perubahan nilai tukar Rupiah terhadap US Dollar mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap *return* IHSG. Dari uji pengaruh perubahan nilai tukar Rupiah terhadap US Dollar terhadap *return* IHSG telah menghasilkan nilai t statistik -2,88617 yang secara absolut lebih besar dari nilai t tabel dengan tingkat signifikansi α 1%. Hal tersebut kembali menegaskan bahwa nilai tukar Rupiah sebagai salah satu indikator makro berperan penting terhadap pembentukan *return* saham di pasar. Hasil tersebut juga sejalan dengan penelitian-penelitian terdahulu dari Bapepam-LK (2008) dan Muharam dan Nurafni (2008) bahwa nilai tukar Rupiah berpengaruh negatif terhadap nilai IHSG.

Banyak literatur yang menyebutkan bahwa keuntungan atau kerugian dari perubahan nilai tukar mata uang ikut membentuk *return* investasi internasional sehingga menjadi pertimbangan utama oleh para investor asing. Demikian juga risiko nilai tukar sebagai jenis risiko utama yang sangat diperhatikan oleh investor oleh karena mengacu pada ketidakpastian tingkat tukar mata uang asing ke mata uang domestik investor di masa depan. Namun dalam penelitian ini, perubahan nilai tukar Rupiah terhadap US Dollar tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap investasi asing. Uji pengaruh nilai tukar Rupiah terhadap US Dollar terhadap investasi asing menghasilkan nilai t statistik 0,30734 yang lebih kecil dari t tabel dengan tingkat signifikansi α 10%. Hal tersebut dimungkinkan oleh karena semakin meningkatnya kemampuan para investor, dimana melalui berbagai teknik manajemen risiko dengan melakukan lindung nilai atau *hedging*, risiko mata uang dapat hampir ditiadakan.

Kondisi perekonomian negara dan stabilitas ekonomi, politik dan sosial dapat tercermin dalam nilai IHSG, sebagaimana pasar modal telah menjadi salah satu indikator kondisi perekonomian negara. Dengan demikian, persepsi internasional yang direpresentasikan dengan *country risk* yang dapat menggambarkan kemampuan suatu negara dalam memfasilitasi pelaksanaan usaha dari berbagai aspek termasuk stabilitas sosial dan politik, sudah seharusnya berpengaruh terhadap *Return* IHSG. Hal tersebut kembali dibuktikan dalam hasil penelitian ini, dimana perubahan nilai EMBI+ sebagai proksi dari *country risk* negara-negara *emerging market* mempunyai pengaruh positif yang signifikan terhadap terhadap *return* IHSG, dengan uji statistik t menghasilkan nilai t statistik 2,56634 yang lebih besar dari nilai t tabel dengan tingkat signifikansi α 5%.

Sebagaimana variabel-variabel eksogen yang lainnya, variabel perubahan nilai EMBI+ ini juga tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap investasi asing. Hasil uji pengaruh perubahan EMBI+ terhadap investasi asing dengan uji statistik t menghasilkan nilai t statistik 1,63472 yang lebih kecil dari nilai t tabel dengan nilai signifikansi α 10%. Hasil tersebut menunjukkan adanya faktor kepercayaan dari para investor asing terhadap kemampuan pemerintah Indonesia dalam memenuhi kewajiban-kewajiban luar negerinya.

**Kesimpulan**

Berdasarkan analisis hasil penelitian yang diperoleh, maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut:

1. Dalam penelitian ini, investasi asing hanya dipengaruhi oleh investasi asing periode sebelumnya. Dengan demikian, investasi asing periode sebelumnya dapat dipergunakan untuk memprediksi investasi asing yang akan masuk ke pasar saham Indonesia saat ini.
2. Hasil pengujian juga menunjukkan tidak adanya pengaruh investasi asing terhadap *return* IHSG, maupun sebaliknya, tidak adanya pengaruh *return* IHSG terhadap Investasi asing. Dilihat dari struktur data kepemilikan saham oleh investor asing dari periode Januari 2008 sampai dengan Desember 2013, ternyata nilainya tidak terlalu fluktuatif atau cukup stabil. Kestabilan ini dapat diartikan tingginya kepercayaan investor terhadap kemampuan pemerintah Indonesia dan adanya persepsi positif investor asing terhadap pasar modal Indonesia yang dinilai masih sangat menguntungkan bagi investasi mereka.
3. *Return* pasar modal internasional berpengaruh signifikan terhadap *return* IHSG. Hal tersebut membuktikan bahwa pasar saham Indonesia terintegrasi dengan pasar saham dunia, dan *return* pasar modal dunia akan banyak mempengaruhi pembentukan *return* IHSG.
4. Fluktuasi nilai tukar Rupiah terhadap US Dollar sangat berpengaruh terhadap *return* IHSG. Hal ini membuktikan nilai tukar mata uang sebagai variabel makro yang mempengaruhi aktivitas di pasar saham maupun pasar uang.
5. *Country risk* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* IHSG membuktikan kebenaran bahwa kondisi perekonomian negara dan stabilitas ekonomi, politik dan sosial yang ditunjukkan oleh nilai *country risk* akan tercermin pada *return* IHSG.

**Implikasi Kebijakan**

Implikasi penelitian ini untuk pemerintah dan otoritas yang terkait, yaitu :

1. Hasil yang diperoleh dalam penelitian mengenai hubungan antara investasi asing dan *return* IHSG di pasar saham Indonesia menunjukkan bahwa investasi asing tidak dipengaruhi oleh *return* IHSG. Struktur data kepemilikan saham oleh investor asing dari periode Januari 2008 sampai dengan Desember 2013 terlihat tidak terlalu fluktuatif atau cukup stabil. Kestabilan yang dapat diartikan masih tingginya kepercayaan investor terhadap kemampuan pemerintah Indonesia dan adanya persepsi positif investor asing terhadap pasar modal Indonesia yang dinilai masih sangat menguntungkan bagi investor asing. Dengan demikian pemerintah dan semua otoritas yang terkait harus mampu untuk menjaga kestabilan finansial Indonesia dan iklim investasi yang kondusif sehingga apabila situasi perekonomian cukup stabil dan semakin tumbuh akan membuat Indonesia semakin menarik sebagai tujuan investasi oleh pasar investor asing.
2. *Return* indeks pasar modal mencerminkan tingkat keuntungan yang dapat diperoleh oleh para investor. Apabila pasar modal suatu negara dianggap menarik maka para pemodal atau investor akan berbondong-bondong untuk menanamkan modalnya di pasar modal. Sehingga upaya untuk menjaga stabilitas pasar modal harus senantiasa dilakukan oleh otoritas yang terkait. Variabel *return* MSCIW, perubahan nilai tukar Rupiah terhadap US Dollar dan perubahan nilai EMBI+, ketiganya telah terbukti mempunyai pengaruh signifikan terhadap *return* IHSG. Dengan demikian, dalam rangka menjaga stabilitas pasar modal tersebut, faktor *return* pasar modal dunia, perubahan nilai tukar mata uang dan *country risk* harus selalu diperhitungkan.

Adapun implikasi penelitian ini untuk para investor domestik adalah :

1. Dari hasil estimasi VAR dan kausalitas Granger terbukti bahwa antara investasi asing dan *return* IHSG tidak mempunyai hubungan saling mempengaruhi. Berdasarkan hasil ini, sebaiknya para pelaku pasar terutama investor domestik tidak serta merta mengikuti pola dari investor asing, namun tetap menggunakan analisis. Analisis teknikal dan fundamental sebaiknya dipelajari oleh para investor sekaligus tetap mencermati faktor-faktor yang berpengaruh terhadap pergerakan pasar modal.
2. Bagi para pelaku pasar hasil analisis *impulse response* juga memberikan infromasi yang dapat menjadi pembelajaran bagi para investor domestik. Goncangan yang terjadi pada investasi asing langsung direspon pada periode pertama dengan arah positif, dengn demikian hendaknya para pelaku pasar dapat bertindak cepat agar tidak kehilangan momentum jika terjadi pergerakan dari investasi asing, oleh karena akan memberikan pengaruh pada *return* IHSG. Goncangan yang terjadi pada *return* IHSG baru direspon oleh investasi asing pada periode kedua dengan arah negatif. Sikap kehati-hatian para investor asing untuk tidak langsung panik atas pergerakan *return* IHSG dapat dijadikan acuan bagi para investor domestik. Terlebih lagi arah pengaruh negatif yang mengindikasikan terjadinya *negative feedback trading* juga dapat menjadi wacana bagi para pelaku pasar.
3. Bagi para pelaku pasar yang mengamati posisi investor asing dan pengaruhnya terhadap *return* pasar, hasil analisis *variance decomposition* dapat memberikan informasi terkait porsi pengaruh dalam peramalan variansi dalam *return* IHSG. Investasi asing terbukti mempunyai pengaruh rata-rata sebesar 0,63% peramalan terhadap variansi yang terjadi pada *return* IHSG.
4. Variabel *return* MSCIW, perubahan nilai tukar Rupiah terhadap US Dollar dan perubahan nilai EMBI+, ketiganya terbukti mempunyai pengaruh signifikan terhadap *return* IHSG. Dengan demikian, untuk dapat memprediksi pergerakan pasar, para investor sebaiknya juga selalu memperhitungkan ketiga variabel tersebut.

**Implikasi Teoritis**

Hasil penelitian yang diperoleh tidak mendukung teori perluasan basis yang dikembangkan oleh Clark dan Berko (1997), yaitu perluasan basis terjadi disebabkan karena bertambahnya jumlah investor bagi pasar modal negara-negara berkembang dimana penambahan jumlah investor yang berinvestasi di pasar modal tersebut akan dapat meningkatkan permintaan dan likuiditas dari saham yang dijual di pasar saham, yang selanjutnya akan meningkatkan harga aset secara permanen. Proporsi kepemilikan saham oleh investor asing di BEI selama periode tahun 2008 sampai dengan 2013 dengan rata-rata 63% belum cukup memberikan pengaruh yang signifikan terhadap *return* IHSG.

Penelitian ini justru sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh French (2007) di bursa Afrika Selatan dengan menggunakan VAR dan data periode 2002 sampai dengan 2006, yang menemukan bahwa investasi asing tidak memiliki pengaruh yang cukup kuat untuk menentukan *return* pasar.

Berdasarkan hasil *impluse response* pada pengujian pengaruh *return* IHSG terhadap investasi asing justru mendukung teori *negative feedback trader*, dimana investor akan melakukan pembelian sekuritas pada saat harga rendah atau jatuh dan akan melakukan penjualan saat harganya tinggi atau naik. Sehingga hasil penelitian ini cukup berbeda dengan hasil penelitian oleh Clark dan Berko (1997) di pasar modal Meksiko dan penelitian Froot dan Seasholes (2001) di 16 pasar modal negara maju dan 28 pasar modal *emerging markets*, yang lebih banyak mendukung teori *positive feedback trader*.

**Daftar Pustaka**

**Buku Teks**

Hartono, Jogiyanto., 2009, **Teori Portofolio dan Analisis Investasi**, Edisi Keenam, BPFE, Yogyakarta.

Husnan, Suad., 2005, **Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas**, Edisi Keempat, AMP YKPN, Yogyakarta.

Mankiw, Gregory N., 2006, **Principles of Economics, Pengantar Ekonomi Makro**, Edisi Ketiga, Salemba Empat, Jakarta.

Pohan, Aulia., 2008, **Potret Kebijakan Moneter Indonesia**. Cetakan Pertama, PT. Raja Grafindo, Jakarta.

Sukirno, Sadono., 2002, **Teori Makro Ekonomi**, Cetakan Keempat Belas, Rajawali Press, Jakarta.

Samsul, Muhammad., 2006, **Pasar Modal dan Manajemen Portofolio**, Penerbit Erlangga, Jakarta.

Tandelilin, Eduardus., 2010, **Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi**, Edisi Pertama, Kanisius, Yogyakarta.

**Artikel Jurnal**

Arfinto, Erman Denny, 2005, “Integrasi Pasar Modal Indonesia : Pengamatan Terhadap Beberapa Bursa di Asia Pasifik dan Amerika Serikat”, **Media Ekonomi dan Bisnis UNDIP**, Vol.XVII No.2.

Astuti, Puji, 2004, “Integrasi Pasar Modal Indonesia dengan Pasar Modal Dunia serta Implikasinya terhadap Saham Individu”, **Kompak FE Universitas Teknologi Yogyakarta**, No.10.

Bapepam-LK, 2008, “Analisis Hubungan Kointegrasi dan Kausalitas serta Hubungan Dinamis antara Aliran Modal Asing, Perubahan Nilai Tukar dan Pergerakan IHSG di Pasar Modal Indonesia”, **Tim Studi Bapepam-LK**.

Bapepam-LK, 2008, “Identifikasi Pemodal Asing di Pasar Modal Indonesia” **Tim Studi Bapepam-LK**.

Beaulieu, Marie-Claude, et.all, 2005, “The Impact of Political Risk on The Volatility of Stock Returns: The Case of Canada”, **Journal of International Business Studies**, Vol. 36, pp. 701 – 718.

Chandra, Rudy, 2010, “Analisis Pemilihan Saham oleh Investor Asing di Bursa Efek Jakarta”, Bisnis & Birokrasi, **Jurnal Ilmu Administrasi dan Organisasi**, Vol.17 No.2.

Clark, J and Berko,E, 1997, “Foreign Investment Fluctuations And Emerging Market Stock Return: The Case of Mexico”, **Federal Reserve Bank of New York Staff Report,** No. 24.

Damodaran, Aswath., 2003, “Country Risk and Company Exposure: Theory and Practice”, **Journal of Applied Finance**, Vol. 13, No. 2, pp. 63.

French, Joseph J., 2007, “Lead or Follow? The Dinamic Interaction Between Foreign Portfolio Equity Flows and Returns on The Johannerburg Stock Exchange”, <http://papers.ssrn.com>.

Froot, KA, O’Connell, PGJ, and Seasholes, MS, 2001, “The Portfolio Flows of International Investors”, **Journal of Financial Economics**, Vol. 59, pp. 151 – 139.

Haque, Mohammed Ashraful., 2008, “Country Risk Assessment: Risk Assessment of The Developing Countries”, **Journal of International Business Research**, Vol. 7, No. 1, pp. 21 – 34.

Hsu, Chun-Pin, 2013, “The Influence of Foreign Portfolio on Domestic Stock Returns: Evidence from Taiwan”, **The International Journal of Business and Finance Research 7.3** (2013), pp. 1-11.

Ibrahim, Mansor H., 2000, “Cointegration and Granger Causality Tests of Stock Price and Exchange Rate Interactions in Malaysia”, **ASEAN Economics Bulletin**, Vol.17, No.1.

Irawan, Richard dan Murhadi, Werner R, 2012, “Analisis Pengaruh Three Factor Model dan Persentase Kepemilikan Asing terhadap Tingkat Return di Bursa Efek Jakarta”, **Manajemen & Bisnis**, Vol. 11, No. 2.

Marashdeh, H. and Shrestha, M.B., 2010, “Stock Market Integration in the GCC Countries”, **International Research Journal of Finance and Economics**, Vo. 37.

Muharam, Harjum dan Zuraedah Nurafni, 2008, “Analisis Pengaruh Nilai Tukar Rupiah dan Indeks Saham Dow Jones Industrial Average terhadap Indeks Harga Saham Gabungan di BEJ”, **Jurnal Maksi**, Vol. 8, No. 1, pp. 24 – 42.

Muharam, Harjum, 2001, “Analisis Pengaruh Return Internasional Terhadap Return IHSG Pada Periode Sebelum dan Sesudah Pelepasan Batas Kepemilikan Asing Atas Saham Perusahaan Publik Di Bursa”, **Media Ekonomi dan Bisnis UNDIP**, Vol.XIII No.1.

Muharam, Harjum., 1999, “Dampak Pelepasan Batas Kepemilikan Asing terhadap Terintegrasinya Bursa Efek Jakarta dengan Bursa Efek Internasional”, **Jurnal Bisnis Strategi**, Vol. 4.

Narayan, P., Smith, R., and Nandha, M., 2004, “Interdependence and Dynamic Linkages Between The Emerging Stock Markets of South Asia” **Accounting and Finance**, Vol. 44, pp. 419-439.

Naumoski, Aleksandar., 2012, “Estimating The Country Risk Premium in Emerging Markets: The Case of The Republic of Macedonia”, **Financial Theory and Practice**, Vol. 36, No. 4, pp. 413 – 434.

Reis, L, Meurer, R and Da Silva, S, 2010, “Stock Returns and Foreign Investment in Brazil”, **Applied Financial Economics**, No. 20, pp. 1351 – 1361.

Saini, A., Azali, M. Habibullah, M.S., and Matthews, K. G., 2002, “Financial Integration and The ASEAN-5 Equity Markets”, **Applied Economics**, Vol. 34, pp. 2283-2289.

Setyastuti, Rini., 2007, “Sensitifitas Kinerja Pasar Modal Indonesia dan Nilai Tukar Rupiah terhadap Penyebaran Krisis Asia”, **Kinerja**, Vol. 11, No. 1, pp. 76 – 91.

Sitinjak, Elyzabeth Lucky Maretha dan Widuri Kurniasari., 2003, “Indikator – indikator Pasar Saham dan Pasar Uang yang Saling Berkaitan Ditinjau dari Pasar Saham Sedang Bullish dan Bearish”, **Jurnal Riset Ekonomi dan Manajemen**, Vol. 3 No. 3.

Susanto, R dan Supramono, 2003, “Derajad Integrasi Pasar Modal Asia Pasifik dengan Pasar Internasional dan Kaitannya dengan Nilai Tukar Valuta Asing”, **Jurnal Ekonomi dan Bisnis (Dian Ekonomi)**, Vol.IX No.2.