

**KAUSALITAS PERKEMBANGAN PASAR
SAHAM, PERKEMBANGAN PASAR OBLIGASI,
PERTUMBUHAN EKONOMI, DAN INVESTASI
LANGSUNG ASING**

(Studi Kasus pada Negara Indonesia, Malaysia, Thailand, dan Filipina)



SKRIPSI

Diajukan sebagai salah satu syarat
untuk menyelesaikan Program Sarjana (S1)
pada Program Sarjana Fakultas Ekonomika dan Bisnis
Universitas Diponegoro

Disusun oleh :

DITYA SETYOWATI
NIM. 12010113140241

FAKULTAS EKONOMIKA DAN BISNIS
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2017

PERSETUJUAN SKRIPSI

Nama Penyusun : Ditya Setyowati

Nomor Induk Mahasiswa : 12010113140241

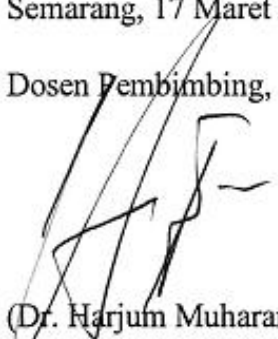
Fakultas/Jurusan : Ekonomika dan Bisnis/Manajemen

Judul Skripsi : **KAUSALITAS PERKEMBANGAN PASAR
SAHAM, PERKEMBANGAN PASAR
OBLIGASI, PERTUMBUHAN EKONOMI, DAN
INVESTASI LANGSUNG ASING (Studi Kasus
pada Negara Indonesia, Malaysia, Thailand, dan
Filipina)**

Dosen Pembimbing : Dr. Harjum Muharam, S.E., M.E.

Semarang, 17 Maret 2017

Dosen Pembimbing,


(Dr. Harjum Muharam, S.E., M.E)
NIP. 197202182000031001

PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN

Nama Penyusun : Ditya Setyowati

Nomor Induk Mahasiswa : 12010113140241

Fakultas/Jurusan : Ekonomika dan Bisnis/Manajemen

Judul Skripsi : **KAUSALITAS PERKEMBANGAN PASAR
SAHAM, PERKEMBANGAN PASAR
OBLIGASI, PERTUMBUHAN EKONOMI, DAN
INVESTASI LANGSUNG ASING (Studi Kasus
pada Negara Indonesia, Malaysia, Thailand, dan
Filipina)**

Telah dinyatakan lulus ujian pada tanggal 30 Maret 2017

Tim Penguji :

1. Dr. Harjum Muharam, S.E., M.E.

(.....)

2. Erman Denny Arfianto, S.E., M.M.

(.....)

3. Drs. H. Prasetiono, M.Si.

(.....)

PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI

Yang bertanda tangan di bawah ini saya, Ditya Setyowati, menyatakan bahwa skripsi dengan judul: **KAUSALITAS PERKEMBANGAN PASAR SAHAM, PERKEMBANGAN PASAR OBLIGASI, PERTUMBUHAN EKONOMI, DAN INVESTASI LANGSUNG ASING (Studi Kasus pada Negara Indonesia, Malaysia, Thailand, dan Filipina)** adalah hasil tulisan saya sendiri. Dengan ini saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau simbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat atau pemikiran dari penulis lain, yang saya akui seolah-olah sebagai tulisan saya sendiri, dan/atau tidak terdapat bagian atau keseluruhan tulisan yang saya salin itu, atau yang saya ambil dari tulisan orang lain tanpa memberikan pengakuan penulis aslinya.

Apabila saya melakukan tindakan yang bertentangan dengan hal tersebut di atas, baik sengaja maupun tidak, dengan ini saya menyatakan menarik skripsi yang saya ajukan sebagai hasil tulisan saya sendiri ini. Bila kemudian terbukti bahwa saya melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah-olah hasil pemikiran saya sendiri, berarti gelar dan ijasah yang telah diberikan oleh universitas batal saya terima.

Semarang, 17 Maret 2017

Yang membuat pernyataan,



(Ditya Setyowati)

NIM : 12010113140241

ABSTRACT

Stocks and bonds are financial instruments in the capital markets that can be used as an alternative financing and long-term investment. The instruments that have different characteristics can be beneficial for developing countries. This study aimed to analyze the relationship between the development of the stock market, bond market development, and economic growth of developing countries in Asia. In addition, this study analyzes whether foreign direct investment influence the development of stock market, bond market development, and economic growth.

Data used in this research is secondary data, stock market capitalization, outstanding local currency government bonds, GDP growth, and the value of foreign direct investment in the period of January 2005 to September 2016. The sample countries in this research are Indonesia, Malaysia, Thailand, and Philippines. The analysis methods are Granger Causality test, Vector Auto-Regressive model (VAR) and Vector Error Model Correlation Model (VECM) using econometric analysis tool, Eviews9.

The results showed that the development of the bond market significantly influence the development of stock markets in Indonesia, Malaysia, and Thailand. Causality between economic growth and development of the stock market only found in Malaysia. Economic growth significantly influence the development of the bond market in the Philippines. While foreign direct investment has a significant effect on the development of the stock market in Malaysia as well as economic growth in Malaysia and in the Philippines.

Keywords: Capital Markets, Economic Growth, Foreign Direct Investment, VAR

ABSTRAK

Saham dan obligasi adalah instrumen keuangan dalam pasar modal yang dapat digunakan sebagai alternatif pembiayaan dan investasi jangka panjang. Instrumen yang memiliki karakteristik berbeda tersebut dapat bermanfaat bagi negara-negara yang masih berkembang. Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan untuk menguji hubungan antara perkembangan pasar saham, perkembangan pasar obligasi, dan pertumbuhan ekonomi di negara berkembang Asia. Selain itu, penelitian ini juga melihat apakah investasi langsung asing turut mempengaruhi perkembangan pasar saham, perkembangan pasar obligasi, dan pertumbuhan ekonomi.

Penelitian ini dilakukan dengan menggunakan data sekunder kapitalisasi pasar saham, *outstanding local currency* obligasi pemerintah, pertumbuhan PDB, dan nilai investasi langsung asing dalam periode Januari 2005-September 2016. Penelitian dilakukan di Indonesia, Malaysia, Thailand, dan Filipina. Metode penelitian yang digunakan adalah uji Kausalitas Granger, model *Vector Auto-Regressive* (VAR), dan *Vector Error Model Correlation Model* (VECM) dengan menggunakan analisis ekonometrika *Eviews 9*.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa perkembangan pasar obligasi berpengaruh signifikan terhadap perkembangan pasar saham di Indonesia, di Malaysia, dan di Thailand. Hubungan kausalitas antara pertumbuhan ekonomi dan perkembangan pasar saham hanya ditemukan di Malaysia. Pertumbuhan ekonomi berpengaruh signifikan terhadap perkembangan pasar obligasi di Filipina. Sedangkan investasi langsung asing berpengaruh signifikan terhadap perkembangan pasar saham di Malaysia serta pertumbuhan ekonomi di Malaysia dan di Filipina.

Kata Kunci : Pasar Modal, Pertumbuhan Ekonomi, Investasi Langsung Asing, VAR

MOTO DAN PERSEMBAHAN

“Sebab itu janganlah kamu kuatir akan hari besok, karena hari besok mempunyai kesusahannya sendiri. Kesusahan sehari cukuplah untuk sehari.”

-Matius 6:34-

“Salah satu kompensasi terindah dalam hidup ini adalah tak seorang pun dapat dengan tulus membantu orang lain tanpa membantu dirinya sendiri.”

-Ralph Waldo Emerson-

“JANGAN MENGKHAWATIRKAN APA YANG MENJADI URUSAN TUHAN”

Saya persembahkan untuk kedua orang tua.

KATA PENGANTAR

Puji dan syukur kehadiran Tuhan Yang Maha Esa yang telah memberikan berkat dan kasih-Nya kepada penulis sehingga dapat menyelesaikan skripsi dengan judul **”KAUSALITAS PERKEMBANGAN PASAR SAHAM, PERKEMBANGAN PASAR OBLIGASI, PERTUMBUHAN EKONOMI, DAN INVESTASI LANGSUNG ASING (Studi Kasus pada Negara Indonesia, Malaysia, Thailand, dan Filipina)”**. Penulisan skripsi ini bertujuan sebagai salah satu syarat untuk menyelesaikan Program Sarjana (S1) pada Program Sarjana Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.

Skripsi ini dapat selesai dengan bantuan berbagai pihak, sehingga pada kesempatan kali ini penulis mengucapkan terima kasih kepada :

1. Bapak Dr. Suharnomo, S.E., M.Si. selaku Dekan Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.
2. Bapak Dr. Harjum Muharam, S.E., M.E. selaku Ketua Departemen Manajemen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro dan selaku Dosen Pembimbing. Terima kasih Bapak telah bersedia meluangkan waktu, tenaga, dan pikiran untuk membimbing dengan sabar dalam memberikan wawasan, koreksi dan nasihat kepada penulis sehingga dapat menyelesaikan skripsi ini. Terima kasih Bapak telah memberikan kesempatan penulis untuk belajar lebih banyak.

3. Bapak Drs. H. Prasetiono, M.Si. selaku Dosen Wali yang memberikan pengarahan dalam kegiatan akademik selama masa studi penulis.
4. Bapak Erman Denny Arfianto, S.E., M.M. selaku dosen di Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro. Terima kasih Bapak telah memberikan wawasan dan berbagi pengalaman.
5. Orang tua tercinta, papa Doni Asih Setyo Widodo, mama Widhi Hastuti. Terima kasih atas doa dan pengorbanan yang diberikan selama ini. Kakak dan adik tersayang, Miky Hapsari dan Dodhit Setyo Adhi. Terima kasih atas motivasi dan dukungan yang diberikan.
6. Dionisius Purwandono Suryo Putro yang meyakinkan bahwa semua akan indah pada waktu-Nya.
7. Sahabat-sahabat kecil, Tyas, Nefi, Rosalia, Ambar, Kristi, Dika, Dita, Ega, Yevva, dan Rilo yang telah memberikan banyak pengalaman dan memberi semangat dan doa kepada penulis.
8. Sahabat-sahabat di Manajemen 2013, Arsari, Swasti, Anis, Nadhia, Dion, Dias, Shinta, Andre, Firda, Saddek dan teman-teman lain yang tidak dapat disebutkan satu per satu. Terima kasih atas semangat dan dukungan yang telah diberikan selama ini.
9. Laboratorium Manajemen : Mas Reno, Mbak Sofi, Kak Itang, Mbak Lydia, Anis, Nadhia, Zeva, dan Caca.

10. Revive Project, Arsari, Kak Eva, Kak Teguh, Lenny, dan Wulan. Terima kasih telah memberi kesempatan untuk bergabung di kegiatan ini hingga bertemu dengan orang-orang yang luar biasa.
10. Teman-teman KSPM 2014 dan 2015, Mbak Diba, Mas Akhkim, Mbak Ima, Mas Deki, Mas Yudi, Okky, Gusti, Yogi, Rizqin, Yoga, Rizki Adi, Ikka dan teman-teman lain yang membantu penulis untuk belajar dan semakin berkembang.
11. Semua pihak yang tidak dapat disebutkan satu per satu yang telah membantu penulis dalam menyelesaikan skripsi ini.

Penulis menyadari bahwa dalam penulisan skripsi ini masih banyak kekurangan dan jauh dari sempurna. Maka dari itu, penulis mengharapkan kritik dan saran yang dapat membangun guna perbaikan skripsi ini. Penulis berharap agar skripsi ini dapat bermanfaat bagi banyak pihak, khususnya pihak-pihak yang berkepentingan dalam pasar modal dan pembuat kebijakan.

Semarang, 17 Maret 2017

Penulis

Ditya Setyowati

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
PERSETUJUAN SKRIPSI	ii
PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN	iii
PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI	iv
<i>ABSTRACT</i>	v
ABSTRAK.....	vi
MOTO DAN PERSEMBAHAN	vii
KATA PENGANTAR	viii
DAFTAR TABEL.....	xiv
DAFTAR GAMBAR.....	xvi
DAFTAR LAMPIRAN.....	xvii
BAB I PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Rumusan Masalah.....	13
1.3 Tujuan Penelitian	15
1.4 Manfaat Penelitian	16
1.5 Sistematika Penulisan	17
BAB II TELAAH PUSTAKA	19
2.1 Landasan Teori.....	19
2.1.1 Pasar Modal	19
2.1.2 Saham.....	21
2.1.3 Obligasi.....	22
2.1.4 Produk Domestik Bruto (PDB).....	23
2.1.5 Investasi	24
2.1.6 Hubungan Pasar Saham-Pasar Obligasi dan Investasi	25
2.1.7 Hubungan Pasar Saham dengan Pertumbuhan Ekonomi	26
2.1.8 Hubungan Pasar Obligasi dengan Pertumbuhan Ekonomi	26
2.1.9 Hubungan Investasi Asing dengan Pertumbuhan Ekonomi.....	26
2.1.10 <i>Real Business Cycles</i>	27

2.2 Penelitian Terdahulu	29
2.3 Hubungan Antarvariabel	47
2.3.1 Hubungan antara Perkembangan Pasar Saham dengan Perkembangan Pasar Obligasi	47
2.3.2 Hubungan antara Pertumbuhan Ekonomi dengan Perkembangan Pasar Saham...	48
2.3.3 Hubungan antara Pertumbuhan Ekonomi dengan Perkembangan Pasar Obligasi	49
2.3.4 Hubungan Investasi Langsung Asing terhadap Perkembangan Pasar Saham.....	50
2.3.5 Hubungan Investasi Langsung Asing terhadap Perkembangan Pasar Obligasi....	50
2.3.6 Hubungan Investasi Langsung Asing terhadap Pertumbuhan Ekonomi	51
2.3.7 Kerangka Pemikiran Teoritis	52
2.4 Hipotesis	53
BAB III METODE PENELITIAN	54
3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional	54
3.1.1 Variabel Penelitian	54
3.1.2 Definisi Operasional	55
3.2 Populasi dan Sampel	57
3.2.1 Populasi.....	57
3.2.2 Sampel	57
3.3 Jenis dan Sumber Data.....	57
3.4 Metode Pengumpulan Data.....	58
3.5 Metode Analisis	59
3.5.1 Uji Stasioner.....	60
3.5.2 Penentuan Lag Optimal.....	61
3.5.3 Uji Kausalitas.....	61
3.5.4 Uji Kointegrasi.....	62
3.5.5 Uji Stabilitas.....	63
3.5.6 Analisis <i>Vector Auto-Regressive (VAR)</i>	63
3.5.7 Analisis <i>Vector Error Model Correlation Model (VECM)</i>	64
3.5.8 Analisis Impulse Response Function (IRF)	65
3.5.9 Analisis Variance Decomposition.....	65
BAB IV HASIL DAN ANALISIS.....	66

4.1 Deskripsi Objek Penelitian.....	66
4.2 Analisis Data.....	67
4.2.1 Indonesia.....	67
4.2.2 Malaysia.....	83
4.2.3 Thailand.....	97
4.2.4 Filipina.....	112
4.3 Pembahasan.....	129
4.3.1 Pembahasan Hasil Uji Hubungan Kausalitas Perkembangan Pasar Saham dengan Perkembangan Pasar Obligasi.....	129
4.3.2 Pembahasan Hasil Uji Hubungan Kausalitas Pertumbuhan Ekonomi dengan Perkembangan Pasar Saham.....	131
4.3.3 Pembahasan Hasil Uji Hubungan Kausalitas Pertumbuhan Ekonomi dengan Perkembangan Pasar Obligasi.....	133
4.3.4 Pembahasan Hasil Uji Hubungan Investasi Langsung Asing terhadap Perkembangan Pasar Saham.....	135
4.3.5 Pembahasan Hasil Uji Hubungan Investasi Langsung Asing terhadap Perkembangan Pasar Obligasi.....	135
4.3.6 Pembahasan Hasil Uji Hubungan Investasi Langsung Asing terhadap Pertumbuhan Ekonomi.....	136
BAB V KESIMPULAN DAN SARAN.....	137
5.1 Kesimpulan.....	137
5.2 Keterbatasan.....	138
5.3 Saran.....	139
5.3.1 Implikasi Kebijakan.....	139
5.3.2 Saran untuk Penelitian yang akan Datang.....	140
DAFTAR PUSTAKA.....	141

DAFTAR TABEL

Tabel 1. 1 Perkembangan Pasar Modal di Negara ASEAN 5 (% PDB)	3
Tabel 1. 2 Rata-Rata Pertumbuhan PDB di Negara ASEAN 5 (% PDB).....	4
Tabel 1. 3 Foreign Direct Investment (% PDB) di negara ASEAN 5.....	6
Tabel 1. 4 Perbandingan Perkembangan Pasar Modal di Negara Berkembang.....	9
Tabel 2. 1 Penelitian Terdahulu	38
Tabel 3. 1 Definisi Operasional	56
Tabel 3. 2 Periode Data.....	58
Tabel 3. 3 Sumber Data	58
Tabel 4. 1 Hasil Uji Stasioner ADF Tingkat Level.....	67
Tabel 4. 2 Hasil Uji Stasioner ADF First Difference.....	68
Tabel 4. 3 Hasil Uji Lag Optimum	69
Tabel 4. 4 Hasil Uji Kausalitas Granger	70
Tabel 4. 5 Uji Kointegrasi Johansen	72
Tabel 4. 6 Hasil Uji VECM	74
Tabel 4. 7 Hasil Uji Variance Decomposition PPS.....	81
Tabel 4. 8 Hasil Uji Variance Decomposition PPO.....	82
Tabel 4. 9 Hasil Uji Variance Decomposition PE.....	83
Tabel 4. 10 Hasil Uji Stasioner ADF Tingkat Level.....	84
Tabel 4. 11 Hasil Uji Lag Optimum	85
Tabel 4. 12 Hasil Uji Kausalitas Granger	86
Tabel 4. 13 Hasil Uji Kointegrasi Johansen.....	88
Tabel 4. 14 Hasil Uji VAR	90
Tabel 4. 15 Hasil Uji Variance Decomposition PPS.....	95
Tabel 4. 16 Hasil Uji Variance Decomposition PPO.....	96
Tabel 4. 17 Hasil Uji Variance Decomposition PPE	97
Tabel 4. 18 Hasil Uji Stasioner ADF Tingkat Level.....	98
Tabel 4. 19 Hasil Uji Lag Optimum	99
Tabel 4. 20 Hasil Uji Kausalitas Granger	100
Tabel 4. 21 Hasil Uji Kointegrasi Johansen.....	102
Tabel 4. 22 Hasil Uji VAR	104
Tabel 4. 23 Hasil Uji Variance Decomposition PPS.....	110
Tabel 4. 24 Hasil Uji Variance Decomposition PPO.....	111
Tabel 4. 25 Hasil Uji Variance Decomposition PE.....	112
Tabel 4. 26 Hasil Uji Stasioner ADF Tingkat Level.....	113
Tabel 4. 27 Hasil Uji Stasioner ADF First Difference.....	113
Tabel 4. 28 Hasil Uji Stasioner ADF Second Difference	114
Tabel 4. 29 Hasil Uji Lag Optimum	115
Tabel 4. 30 Hasil Uji Kausalitas Granger	116

Tabel 4. 31 Hasil Uji Kointegrasi Johansen.....	118
Tabel 4. 32 Hasil Uji VECM	120
Tabel 4. 33 Hasil Uji Variance Decomposition PPS.....	127
Tabel 4. 34 Hasil Uji Variance Decomposition PPO.....	128
Tabel 4. 35 Hasil Uji Variance Decomposition PE.....	129

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2. 1 Kerangka Pemikiran.....	52
Gambar 4. 1 Hasil Uji Impulse Response Function (IRF).....	79
Gambar 4. 2 Hasil Uji Impulse Response Function (IRF).....	93
Gambar 4. 3 Hasil Uji Impulse Response Function (IRF).....	108
Gambar 4. 4 Hasil Uji Impulse Response Function (IRF).....	125

DAFTAR LAMPIRAN

LAMPIRAN 1 DATA EXCEL.....	146
LAMPIRAN 2 HASIL OLAH DATA.....	160
LAMPIRAN 3 DATA T TABEL	193

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Pasar modal merupakan suatu sarana untuk mempertemukan penjual dan pembeli yang memperdagangkan instrumen keuangan jangka panjang. Instrumen keuangan yang diperdagangkan memiliki sifat yang berbeda, yaitu bersifat kepemilikan dan utang. Saham merupakan instrumen keuangan yang bersifat kepemilikan dan obligasi merupakan instrumen yang bersifat utang. Keuntungan dari investasi pada saham berupa *capital gain* dan dividen. Sedangkan keuntungan yang dapat diperoleh dari investasi pada obligasi berupa *yield to maturity* dan kupon. Investasi pada saham tidak memiliki tanggal jatuh tempo, lain halnya dengan obligasi yang memiliki waktu jatuh tempo, mulai kurang dari setahun, antara satu hingga lima tahun, dan lebih dari lima tahun. Karakteristik berbeda pada saham dan obligasi ini dapat menjadi pertimbangan bagi pihak-pihak yang berkepentingan untuk memilih alternatif sumber pembiayaan maupun investasi.

Hubungan antara saham dan obligasi menjadi salah satu hal yang paling mempengaruhi investor dalam keputusan alokasi aset. Pertimbangan antara hubungan saham dan obligasi juga dapat digunakan untuk mengambil keputusan-keputusan lain, seperti optimisasi portofolio, manajemen risiko, dan pilihan hedging. Di sisi lain, para pembuat kebijakan juga dapat menggunakan informasi berkaitan dengan hubungan

saham dan obligasi. Informasi tersebut bisa digunakan sebagai pandangan terhadap inflasi dan aktivitas ekonomi dalam suatu negara. Hubungan korelasi saham dan obligasi perlu untuk mendapat perhatian lebih karena meningkatnya investor asing dalam mencari manfaat diversifikasi (Dimic et al., 2016). Menurut Muharam (2013) saham dapat sebagai instrumen pengganti, di samping sebagai portofolio investasi untuk meminimalkan risiko dan memaksimalkan keuntungan. Thumrongvit et al. (2013) menyatakan pasar obligasi dapat berperan dalam melengkapi pasar saham dalam memperdalam pasar keuangan. Pasar saham dan pasar obligasi tidak tumbuh secara bersamaan, tetapi saling melengkapi pada berbagai tahap pertumbuhan masing-masing.

Sejak tahun 1990an pasar modal di negara-negara berkembang Asia menjadi lebih dalam dan semakin terdiversifikasi (Estrada et al., 2010). Berkembangnya pasar saham dan pasar obligasi di negara anggota ASEAN diketahui memiliki presentase yang berbeda. Perkembangan pasar modal dapat diukur menggunakan *stock market capitalization* sebagai proksi pasar saham dan *outstanding domestic public* sebagai proksi pasar obligasi. Proksi dari pasar saham dan pasar obligasi tersebut menunjukkan masing-masing perkembangan dari pasar saham dan pasar obligasi di negara anggota ASEAN 5. Berdasarkan data yang ada dapat diketahui bahwa selama periode tahun 2009-2014 pasar modal di negara ASEAN 5 mengalami pertumbuhan. Sejak tahun 2009-2013 *stock market capitalization* terus mengalami pertumbuhan. Walaupun sempat menurun pada tahun 2014, namun dari tahun 2009-2014 mengalami peningkatan sebesar 35.1 persen. Sedangkan fluktuasi terlihat pada

outstanding domestic public selama periode tahun 2009-2014. Dalam kurun waktu enam tahun tersebut *outstanding domestic public* mengalami penurunan sebesar 4.2 persen.

Tabel 1. 1 Perkembangan Pasar Modal di Negara ASEAN 5 (% PDB)

Tahun	<i>Stock Market Capitalization</i>	<i>Change</i>	<i>Outstanding Domestic Public</i>	<i>Change</i>
2009	84.9		31.8	
2010	111.8	26.9	31.3	-0.5
2011	114.1	2.3	28.8	-2.5
2012	115.6	1.5	31.4	2.6
2013	121.8	6.2	28.4	-3.0
2014	120	-1.8	27.6	-0.8

Sumber: World Development Indicator (2017), data diolah

Tabel 1.1 menyajikan perbedaan pada perkembangan pasar saham dan pasar obligasi dari tahun ke tahun. Dapat diketahui bahwa pada tahun 2010 saham mengalami pertumbuhan yang positif, sedangkan obligasi publik mencatatkan pertumbuhan yang negatif. Di tahun 2011 dan 2013, pasar saham meningkat dibandingkan dengan pasar obligasi yang mengalami penurunan. Pada tahun 2013, saham meningkat relatif tinggi sebesar 6.2 persen dibandingkan dengan obligasi publik yang mengalami penurunan sebesar 3.0 persen. Pasar saham dan pasar obligasi mengalami pertumbuhan positif secara bersama-sama hanya pada tahun 2012. Pada tahun tersebut peningkatan obligasi publik dan saham masing-masing sebesar 2.6 persen dan 1.5 persen. Di tahun 2014, pasar saham dan obligasi publik secara

bersama-sama mengalami penurunan. Penurunan pada pasar saham lebih besar, yakni 1.8 persen dibandingkan dengan pasar obligasi yang hanya sebesar 0.8 persen.

Perkembangan pasar saham dan perkembangan pasar obligasi tidak bisa dilepaskan dengan keadaan ekonomi suatu negara. Perkembangan pasar keuangan mempunyai peran yang signifikan dalam pertumbuhan ekonomi (Ahmed dan Mmolainyane, 2014). Sehingga perlu dilihat hubungan antara perkembangan pasar saham, perkembangan pasar obligasi, dan pertumbuhan ekonomi. Di negara anggota ASEAN 5 pertumbuhan PDB cenderung mengalami penurunan. Berdasarkan data pada Tabel 1.2 diketahui bahwa peningkatan pertumbuhan PDB dari tahun 2009-2014 hanya terjadi pada tahun 2010 dan 2012. Penurunan paling besar pada tahun 2011, yakni sebesar 4.3 persen dari tahun 2010 sebesar 8.7 persen menjadi 4.4 persen di tahun 2011. Selanjutnya penurunan terus berlanjut dari tahun 2013-2014. Hingga tahun 2014 rata-rata pertumbuhan PDB hanya sebesar 4.3 persen dibandingkan tahun 2010 yang hampir mencapai angka 9 persen.

Tabel 1. 2 Rata-Rata Pertumbuhan PDB di Negara ASEAN 5 (% PDB)

Tahun	Rata-Rata Pertumbuhan
2009	0.4
2010	8.7
2011	4.4
2012	5.8
2013	4.9
2014	4.3

Sumber: World Development Indicator (2017), data diolah

Berdasarkan perkembangan pasar modal pada Tabel 1.1 dengan rata-rata pertumbuhan PDB pada Tabel 1.2 dapat diketahui perkembangan antara pasar modal dengan pertumbuhan PDB. Selama periode 2009-2013, peningkatan yang cukup tinggi pada pasar saham sebesar 26.9 persen juga dialami oleh PDB yang tumbuh sebesar 8.3 persen dan menjadi peningkatan paling besar. Namun, penurunan pada pertumbuhan PDB tidak dialami oleh pasar saham yang bahkan terus mengalami peningkatan. Sedangkan perkembangan pasar obligasi dan pertumbuhan PDB bergerak secara bersama-sama. Perbedaan hanya terlihat di tahun 2014, di mana penurunan pada pertumbuhan PDB direspon sama oleh pasar saham dan berbeda pada pasar obligasi publik.

Sekarang ini pasar keuangan lebih terintegrasi sehingga memungkinkan bagi investor untuk melakukan investasi antarnegara. Keadaan ini memberikan kesempatan yang lebih luas bagi investor asing untuk melakukan alokasi aset dan suatu negara untuk mendapatkan tambahan modal. Suatu negara yang memiliki pasar keuangan yang terpercaya dan menarik serta kemampuan untuk menyerap modal yang lebih tinggi dapat meningkatkan jumlah investor, baik investor lokal maupun investor asing. Meningkatnya jumlah investor sebagai jalan untuk mendapatkan suntikan dana segar yang dapat menjadi tambahan modal. Tambahan modal ini dapat digunakan bagi pihak-pihak yang memerlukan dana agar tetap dapat beroperasi dan menggerakkan roda perekonomian suatu negara. Sedangkan investor yang meminjamkan dana bisa mendapatkan tambahan pendapatan dari keuntungan berinvestasi yang dapat meningkatkan daya beli.

Tabel 1. 3 Foreign Direct Investment (% PDB) di negara ASEAN 5

Tahun	<i>FDI Net Inflow</i>
2009	16.8
2010	34.4
2011	26.5
2012	29.4
2013	33.2
2014	31.5

Sumber: World Development Indicator (2017), data diolah

Pada Tabel 1.3 dapat diketahui bahwa investasi langsung asing di negara ASEAN 5 mengalami peningkatan sebesar 14.7 persen selama periode 2009-2014. Hal ini dapat mengindikasikan bahwa selama periode tersebut investor asing tertarik untuk menginvestasikan dananya di negara ASEAN 5. Bagi suatu negara yang membutuhkan dana, keadaan ini sebagai kesempatan yang lebih luas dan besar untuk mendapatkan sumber pendanaan. Di sisi lain, kesempatan bagi investor yang semakin leluasa untuk melakukan diversifikasi investasi antarnegara.

Pada tahun 2010 investasi langsung asing mencatatkan investasi terbesar, yakni 34.4 persen. Secara bersamaan pada tahun tersebut, pasar saham mencatatkan pertumbuhan positif tertinggi disertai dengan meningkatnya pertumbuhan PDB, sedangkan pasar obligasi mengalami penurunan. Selanjutnya di tahun 2011 dan 2014, nilai investasi langsung asing menurun begitu juga pada pasar modal dan pertumbuhan PDB. Sedangkan pada tahun 2012 pasar saham, pasar obligasi, pertumbuhan PDB, dan investasi langsung asing meningkat secara bersama-sama.

Beberapa penelitian sebelumnya terkait perkembangan pasar saham, perkembangan pasar obligasi, pertumbuhan ekonomi, dan investasi langsung asing telah dilakukan. Menurut penelitian yang dilakukan oleh Ahmed dan Mmolainyane (2014) perkembangan keuangan yang baik dan pasar modal dapat menyebabkan pertumbuhan yang lebih tinggi. Penerbitan instrumen pada pasar modal dapat meningkatkan ketersediaan pembiayaan jangka panjang yang memungkinkan pemerintah maupun perusahaan untuk mengelola tingkat bunga dan risiko jatuh tempo dengan investasi jangka panjang (Laeven, 2014). Sehingga dapat dikatakan bahwa pasar modal berpengaruh terhadap pertumbuhan ekonomi. Perkembangan pasar modal dapat mengindikasikan akan terjadinya pertumbuhan ekonomi. Didukung penelitian Thumrongvit et al. (2013) bahwa perkembangan pasar modal dan obligasi pemerintah berhubungan positif terhadap pertumbuhan ekonomi. Pernyataan tersebut didukung dengan beberapa penelitian lain di berbagai negara yang menunjukkan bahwa pengembangan keuangan, khususnya pasar modal dapat meningkatkan pertumbuhan ekonomi (Laeven, 2014 dan Estrada et al., 2010).

Penelitian lain yang menganalisis hubungan antara saham dan obligasi serta dikaitkan faktor makro ekonomi juga telah dilakukan sebelumnya. Menurut Muharam (2013) imbal hasil saham berpengaruh negatif terhadap imbal hasil obligasi. Korelasi antara saham dan obligasi ini dapat terjalin dalam hubungan jangka panjang (Kolluri et al., 2015). Didukung dengan Dimic et al. (2016) dalam jangka pendek korelasi saham dan obligasi menunjukkan hubungan negatif, namun menjadi positif saat jangka panjang. Goyenko dan Ukhov (2009) menyatakan bahwa pasar saham dan

pasar obligasi terintegrasi melalui likuiditas yang berhubungan secara dua arah dan hubungan tersebut dapat menjadi penghubung antara pasar saham dengan kebijakan moneter. Penelitian lain yang dilakukan Andersson et al. (2008) di Amerika Serikat, Inggris, dan Jerman membuktikan bahwa imbal hasil saham dan obligasi berkorelasi positif seiring dengan inflasi yang tinggi tetapi berkorelasi negatif ketika inflasi rendah. Sedangkan ekspektasi pertumbuhan ekonomi yang diproksikan dengan Indeks Harga Konsumen (IHK) dan PDB bukan faktor yang relevan. Berbeda dengan penelitian Baele et al. (2010) yang menyatakan bahwa faktor ekonomi makro hanya memiliki peran kecil dalam menjelaskan korelasi saham dan obligasi di Amerika Serikat. Sedangkan Aslanidis dan Christiansen (2014) membuktikan bahwa faktor ekonomi makro berperan kecil ketika korelasi saham dan obligasi positif, tetapi berperan besar ketika korelasi negatif.

Penelitian berkaitan dengan hubungan perkembangan pasar saham dan perkembangan pasar obligasi masih jarang ditemukan. Padahal saat ini dapat menjadi saat yang tepat bagi negara-negara berkembang Asia untuk dapat mengembangkan pasar modalnya. Terlebih jika membandingkan perkembangan pasar modal di negara berkembang Asia dengan negara berkembang lainnya. Pasar saham negara berkembang Asia lebih unggul berdasarkan data yang ada pada Tabel 1.4 struktur pasar saham di regional berkembang Asia memiliki proporsi pengembangan pasar yang relatif besar, sedangkan pasar obligasi masih relatif kecil. Hal ini bisa jadi mencerminkan bahwa investor tertarik terhadap pasar saham di Asia. Sedangkan pasar obligasi dapat lebih dikembangkan.

Tabel 1. 4 Perbandingan Perkembangan Pasar Modal di Negara Berkembang

Tahun	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<i>Stock market capitalization</i>						
Asia	88.5	114.4	108.1	103.3	161.4	162.4
LA	28.6	28.0	25.0	32.5	44.3	38.4
MENA	31.5	33.3	27.3	23.8	38.1	43.8
SSA	27.2	24.5	22.8	22.2	52.4	52.8
<i>Outstanding domestic public</i>						
Asia	26.1	27.2	28.0	30.7	29.7	29.6
LA	24.2	23.4	22.8	25.8	27.1	25.4
MENA	81.2	80.2	80.5	71.9	78.3	85.3
SSA	30.0	33.6	29.5	34.7	35.2	38.5

Sumber: World Development Indicator (2017), data diolah

Menurut Ngare et al. (2014) perkembangan pasar saham berpengaruh pada pertumbuhan ekonomi. Hal ini dapat dilihat dengan membandingkan negara yang memiliki pasar saham dan negara yang tidak memiliki pasar saham. Negara yang memiliki pasar saham cenderung tumbuh lebih cepat dibandingkan dengan negara-negara yang tidak memiliki pasar saham. Selanjutnya negara-negara dengan tingkat perkembangan yang lebih tinggi dan mempunyai pasar saham cenderung tumbuh kurang cepat dibandingkan dengan negara-negara kecil dengan pasar saham. Didukung Thumrongvit et al. (2013) dengan penelitian yang dilakukan pada 38 negara, empat diantaranya Malaysia, Singapura, Filipina, dan Thailand yang membuktikan pasar modal memiliki pengaruh yang positif terhadap pertumbuhan ekonomi. Menurut Marques et al. (2013) terdapat hubungan dua arah antara pasar

saham dan pertumbuhan ekonomi di Portugal. Pradhan et al. (2014) juga meneliti hubungan dua arah antara perkembangan pasar saham dan pertumbuhan ekonomi. Penelitian dilakukan pada hubungan dua arah dalam jangka panjang dan jangka pendek di beberapa negara. Hasil penelitian membuktikan bahwa hubungan antara pasar saham dengan pertumbuhan ekonomi dapat dijelaskan dalam hubungan jangka panjang. Sedangkan hubungan dua arah dalam jangka pendek hanya terjadi di beberapa negara dan tidak terjadi di negara lain. Pada sepuluh negara, antara lain Brunei, Burma, Kamboja, Indonesia, Laos, Malaysia, Filipina, Singapura, Thailand, dan Vietnam tidak ditemukan hubungan yang signifikan antara perkembangan pasar saham dan pertumbuhan ekonomi. Namun, di negara Papua Nugini, Mongolia, Pakistan, Timor Timur, Banglades, dan Sri Lanka perkembangan pasar saham berpengaruh terhadap pertumbuhan ekonomi. Bahkan di Australia, Kanada, Cina, India, Jepang, New Zealand, Korea, Rusia, dan Amerika Serikat terdapat hubungan timbal balik di antara perkembangan pasar saham dan pertumbuhan ekonomi. Berbeda dengan penelitian Ritter (2005) yang membuktikan korelasi negatif antara pertumbuhan pendapatan per kapita dengan imbal hasil ekuitas. Ngare et al. (2014) juga meneliti hubungan kausalitas antara perkembangan pasar saham dan pertumbuhan ekonomi dan tidak menemukan hubungan yang signifikan dan hubungan kausalitas dua arah antara pertumbuhan ekonomi dengan perkembangan pasar saham.

Instrumen pasar modal lainnya, yaitu obligasi belum berkembang layaknya saham. Padahal obligasi dapat dijadikan alternatif pembiayaan lain yang memiliki

keunggulan tenor jangka panjang. Sehingga obligasi dapat dijadikan pilihan selain saham. Namun, penelitian berkaitan dengan pengaruh perkembangan pasar obligasi juga masih jarang ditemukan. Beberapa penelitian berkaitan dengan pertumbuhan ekonomi dan pasar obligasi yang telah dilakukan dan menunjukkan hubungan yang positif, baik pada obligasi pemerintah maupun obligasi perusahaan (Bhattacharyay, 2011). Penelitian yang dilakukan oleh Bhattacharyay (2013) pada beberapa negara di Asia juga menyatakan terdapat hubungan yang signifikan dan positif antara pertumbuhan ekonomi dengan obligasi pemerintah dan perusahaan. Didukung dengan Piljak (2013) yang menyatakan bahwa faktor lokal dan global ekonomi makro serta ketidakpastian pasar obligasi memiliki peran penting dalam menjelaskan dinamika imbal hasil obligasi pada negara berkembang. Berbeda dengan hubungan dua arah antara pertumbuhan ekonomi dan pasar obligasi juga telah dilakukan oleh Pradhan et al. (2015). Penelitian dilakukan pada negara anggota G20 dan membaginya ke dalam kelompok negara maju dan kelompok negara berkembang. Hasil penelitian membuktikan bahwa terdapat hubungan jangka panjang antara perkembangan pasar obligasi privat dan publik dengan pertumbuhan ekonomi pada negara berkembang dan perkembangan pasar obligasi privat di negara maju. Namun, hubungan tersebut tidak menunjukkan hubungan timbal balik. Pada obligasi publik di negara maju menunjukkan adanya hubungan timbal balik antara perkembangan pasar obligasi dan pertumbuhan ekonomi. Sedangkan pada hubungan jangka pendek, terdapat hubungan kausalitas baik di negara berkembang maupun di negara maju. Penelitian lain oleh Thumrongvit et al. (2013) di beberapa negara antara lain Malaysia, Singapura,

Filipina, dan Thailand juga menunjukkan adanya perbedaan. Pasar obligasi secara keseluruhan signifikan dalam mempengaruhi pertumbuhan ekonomi. Namun, ketika dipisahkan, obligasi pemerintah menunjukkan pengaruh yang signifikan dan positif sedangkan obligasi perusahaan tetap tidak berpengaruh signifikan dan negatif terhadap pertumbuhan ekonomi.

Penelitian berkaitan dengan investasi langsung asing juga telah dilakukan sebelumnya. Menurut Anwar dan Sun (2011) investasi asing berpengaruh signifikan dan positif terhadap pertumbuhan ekonomi di Malaysia. Iamsiraroj dan Ulubaşođlu (2015) juga meneliti pengaruh investasi asing terhadap pertumbuhan ekonomi. Hasil penelitian membuktikan bahwa investasi asing berpengaruh signifikan dan positif terhadap 140 negara yang diteliti. Lebih lanjut lagi bahwa pertumbuhan investasi pada negara berkembang dan negara maju memiliki pengaruh yang sama besar. Namun, hasil tersebut berbeda dengan penelitian Beugelsdijk et al. (2008) yang menyatakan bahwa investasi investor asing berpengaruh signifikan dan positif terhadap pertumbuhan ekonomi di negara maju sedangkan pada negara berkembang ditemukan tidak ada hubungan yang signifikan. Investasi langsung asing secara khusus bermanfaat bagi negara yang memiliki institusi yang baik atau pasar keuangan yang telah maju (Osada dan Saito, 2010 dan Choong et al., 2010). Menurut Osada dan Saito (2010) investasi langsung asing dan ekuitas mempunyai pengaruh paling besar pada pertumbuhan ekonomi negara, sedangkan utang cenderung melemahkan pertumbuhan ekonomi. Namun, Musa dan Ibrahim (2014) membuktikan bahwa investasi langsung asing berpengaruh tidak signifikan dan positif terhadap

perkembangan pasar saham. Sedangkan Gelos et al. (2011) menyatakan bahwa pertumbuhan investasi asing yang lebih tinggi berkaitan dengan akses terhadap obligasi pemerintah yang lebih tinggi. Berbeda dengan Peiris (2010) yang menyatakan bahwa investasi asing berpengaruh terhadap penurunan imbal hasil pada obligasi pemerintah. Pernyataan tersebut didukung dengan Ebeke dan Lu (2015) yang membuktikan bahwa investasi asing di negara dengan fundamental makro ekonomi yang kuat akan meningkatkan volatilitas dan menurunkan imbal hasil obligasi.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji hubungan kausalitas antara perkembangan pasar saham, perkembangan pasar obligasi dan pertumbuhan ekonomi yang terjadi di Indonesia, Malaysia, Thailand, dan Filipina dalam periode tahun 2005-2016. Selain itu, pengujian juga dilakukan untuk mengetahui hubungan ketiga variabel dengan investasi langsung asing. Pengujian dilakukan dengan menggunakan uji Kausalitas Granger, uji Model VAR, dan uji Model VECM.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan, dapat diketahui bahwa terjadi *fenomena gap* dan *research gap*. Di Negara ASEAN 5 ditemukan terdapat perkembangan antara pasar saham, pasar obligasi, dan pertumbuhan ekonomi yang tidak sama dari tahun ke tahun. Perkembangan pasar saham tidak selalu berpengaruh positif terhadap perkembangan pasar obligasi. Pertumbuhan pasar obligasi yang positif juga tidak selalu diikuti dengan peningkatan yang besar pada pasar saham.

Begitu juga peningkatan pertumbuhan ekonomi tidak selalu diikuti dengan pertumbuhan positif pada pasar saham dan pasar obligasi. Selain itu, beberapa penelitian yang telah dilakukan sebelumnya terkait dengan hubungan perkembangan pasar saham, pasar obligasi, dan pertumbuhan ekonomi menunjukkan hasil yang berbeda-beda. Hasil penelitian menunjukkan adanya hubungan signifikan pada perkembangan pasar saham, obligasi, dan pertumbuhan ekonomi. Sedangkan penelitian lainnya menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Selain itu, ditemukan juga hubungan timbal balik di antara perkembangan pasar saham, obligasi, dan pertumbuhan ekonomi, namun tidak ditemukan pada penelitian lain. Kemudian pada hubungan investasi langsung asing terhadap perkembangan pasar saham, pasar obligasi, dan pertumbuhan ekonomi juga ditemukan inkonsistensi. Terdapat perbedaan hasil yang menyatakan hubungan yang berpengaruh dan tidak berpengaruh serta positif dan negatif.

Berdasarkan permasalahan yang ditemukan, maka dapat dirumuskan pertanyaan penelitian, sebagai berikut :

- 1.2.1 Bagaimana hubungan kausalitas antara perkembangan pasar saham dengan perkembangan pasar obligasi?
- 1.2.2 Bagaimana hubungan kausalitas antara pertumbuhan ekonomi dengan perkembangan pasar saham?
- 1.2.3 Bagaimana hubungan kausalitas antara pertumbuhan ekonomi dengan perkembangan pasar obligasi?

- 1.2.4 Bagaimana hubungan investasi langsung asing terhadap perkembangan pasar saham?
- 1.2.5 Bagaimana hubungan investasi langsung asing terhadap perkembangan pasar obligasi?
- 1.2.6 Bagaimana hubungan investasi langsung asing terhadap pertumbuhan ekonomi?

1.3 Tujuan Penelitian

Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui hubungan antara perkembangan pasar saham, perkembangan pasar obligasi, pertumbuhan ekonomi, dan investasi langsung asing yang terjadi di Indonesia, di Malaysia, di Thailand, dan di Filipina serta menjawab pertanyaan penelitian, antara lain :

- 1.3.1 Menganalisis hubungan kausalitas antara perkembangan pasar saham dengan perkembangan pasar obligasi.
- 1.3.2 Menganalisis hubungan kausalitas antara pertumbuhan ekonomi terhadap perkembangan pasar saham.
- 1.3.3 Menganalisis hubungan kausalitas antara pertumbuhan ekonomi terhadap perkembangan pasar obligasi.
- 1.3.4 Menganalisis hubungan investasi langsung asing terhadap perkembangan pasar saham.

1.3.5 Menganalisis hubungan investasi langsung asing terhadap perkembangan pasar obligasi.

1.3.6 Menganalisis hubungan investasi langsung asing terhadap pertumbuhan ekonomi.

1.4 Manfaat Penelitian

Berdasarkan penelitian yang dilakukan diharapkan dapat memberikan manfaat, yaitu :

1.4.1 Manfaat secara teoritis

Hasil penelitian ini diharapkan dapat menambah wawasan dan dapat menjadi sumber referensi bagi akademisi dan pihak-pihak yang berkepentingan dalam bidang pendidikan, umumnya bidang studi keuangan dan khususnya bidang studi pasar modal.

1.4.2 Manfaat secara praktis

Hasil penelitian ini dapat berguna bagi pihak-pihak yang berkepentingan dalam praktik pasar modal guna merumuskan kebijakan dan meningkatkan peran pasar modal dalam mendorong pertumbuhan ekonomi negara.

1.5 Sistematika Penulisan

Untuk mengetahui secara singkat uraian dari keseluruhan isi penelitian maka penelitian ini disusun secara urut dalam beberapa bab, sebagai berikut :

BAB I : PENDAHULUAN

Menguraikan tentang latar belakang dari perkembangan pasar saham, perkembangan pasar obligasi, pertumbuhan ekonomi, dan investasi langsung asing, rumusan masalah berdasarkan pertanyaan penelitian yang akan dijawab, tujuan dilakukan penelitian, manfaat dari hasil penelitian, dan sistematika penulisan.

BAB II : LANDASAN TEORI

Menguraikan tentang landasan teori yang berkaitan dengan saham, obligasi, pertumbuhan ekonomi, dan investasi langsung asing, penelitian terdahulu yang seragam dengan penelitian ini, kerangka pemikiran teoritis, dan hipotesis yang diajukan dalam penelitian.

BAB III : METODE PENELITIAN

Menguraikan tentang variabel yang digunakan dan definisi operasional dari variabel penelitian, populasi dan sampel data yang digunakan, jenis dan sumber data, metode pengumpulan data dan metode analisis data.

BAB IV : HASIL DAN PEMBAHASAN

Menguraikan tentang hasil pengolahan data dan analisis hasil pengolahan data sesuai dengan metode analisis yang digunakan.

BAB V : PENUTUP

Menguraikan tentang kesimpulan hasil penelitian, keterbatasan penelitian, dan saran yang dapat digunakan untuk penelitian selanjutnya.