

BAB I PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Pasar modal Indonesia merupakan salah satu pendukung perkembangan ekonomi nasional melalui perdagangan surat-surat berharga (efek), yaitu dengan cara menghubungkan emiten sebagai perusahaan yang membutuhkan dana dengan masyarakat investor yang memiliki dana. Dengan melaksanakan perdagangan efek, pasar modal memfasilitasi kedua belah pihak tersebut untuk mengatasi masalah permodalan bagi perusahaan emiten dan memberikan alternatif portofolio investasi yang menguntungkan bagi masyarakat investor.

Kepentingan perusahaan emiten adalah mencukupi kebutuhan modal untuk memenuhi tantangan pasar dalam rangka mempertahankan atau memperluas usaha yang dapat dipenuhi melalui beberapa alternatif. Salah satu diantaranya adalah melalui pasar modal (*go public*). Perusahaan emiten menawarkan saham di pasar perdana ketika pelaksanaan *Initial Public Offering (IPO)* yang diikuti dengan penawaran umum di pasar sekunder sesuai mekanisme yang telah ditetapkan otoritas pasar modal.

Perusahaan dapat menentukan jumlah lembar dan nilai saham yang akan ditawarkan, menentukan berapa persen kebutuhan modal yang akan diperoleh melalui penjualan saham di pasar modal dan berapa persen yang akan dipenuhi dari sumber pendanaan internal perusahaan itu sendiri. Penentuan persentase tersebut akan mempengaruhi struktur modal perusahaan dan menimbulkan konsekuensi terhadap hak kepemilikan atas perusahaan, keharusan untuk menjalankan prinsip-prinsip keterbukaan dalam pengelolaan perusahaan, serta kewajiban untuk mempublikasikan laporan keuangan secara berkala kepada masyarakat (Anoraga dan Pakarti, 2006).

Bagi masyarakat investor, pasar modal merupakan salah satu pilihan untuk menyalurkan kebutuhan investasi, baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Investasi jangka pendek dilakukan dengan membeli dan menjual instrumen investasi dalam waktu singkat, yaitu kurang dari satu tahun untuk mendapatkan keuntungan dari fluktuasi harga pasar. Sedangkan investasi jangka

panjang dilakukan dengan membeli dan menjual instrumen investasi dalam waktu lebih dari satu tahun untuk mendapatkan keuntungan dari pertumbuhan nilai investasi tersebut (Yusgiantoro et al., 2019).

Pasar modal memiliki karakteristik yang berbeda dengan instrumen investasi lain seperti deposito yang cenderung memberikan *return* bernilai tetap sesuai besaran bunga tertentu, sedangkan saham memberikan keuntungan kepada investor melalui mekanisme kenaikan harga (*capital gain*) dan melalui laba usaha yang disisihkan sebagai pendapatan bagi para pemegang saham (*dividen*). Disamping itu sebagai pemilik perusahaan, investor juga memperoleh hak suara dan hak hadir dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) yang diselenggarakan minimal setahun sekali serta berkontribusi terhadap pengambilan keputusan strategis perusahaan (Sunariyah, 2011).

Untuk melaksanakan kegiatan di pasar modal, pemerintah telah menerbitkan Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal dan Peraturan Pemerintah Nomor 45 Tahun 1995 Tentang Penyelenggaraan Kegiatan di Bidang Pasar Modal dan Undang-Undang Nomor 21 Tahun 2011 Tentang Otoritas Jasa Keuangan. Kedua peraturan tersebut mengatur keterlibatan dan peran dari masing-masing pihak di pasar modal yang terdiri dari Bursa Efek Indonesia (BEI) sebagai pihak penyelenggara bursa perdagangan, Otoritas Jasa Keuangan (OJK) sebagai lembaga pengawas pasar modal, Kliring Penjaminan Efek Indonesia (KPEI) sebagai lembaga penyedia jasa kliring dan penjaminan transaksi, Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) sebagai lembaga penyimpanan dan penyelesaian transaksi, serta pihak-pihak lain seperti Anggota Bursa atau pialang (*broker*), Bank Kustodian, Penjamin Emisi, Emiten, dan Investor.

Menurut Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995, tujuan berdirinya pasar modal Indonesia selaras dengan tujuan pembangunan nasional yaitu untuk menciptakan masyarakat yang adil dan makmur. Berdasarkan tujuan ini, pasar modal mempunyai peran yang strategis dalam pembangunan nasional yaitu sebagai salah satu sumber pembiayaan bagi dunia usaha dan wahana investasi bagi masyarakat. Peran tersebut menempatkan pasar modal sebagai salah satu penggerak pembangunan ekonomi yang akan memberi nilai tambah terhadap pertumbuhan perekonomian nasional. Dengan peran tersebut, pasar modal

merupakan indikator untuk mengukur keberhasilan pencapaian tujuan-tujuan perekonomian nasional (Sudarmanto *et al.*, 2021).

Menurut Levine (1991), pasar saham mendorong percepatan pertumbuhan ekonomi melalui peralihan kepemilikan perusahaan tanpa harus mengganggu keberlangsungan proses produksi dan menyediakan pilihan diversifikasi portofolio investasi bagi para pelaku pasar. Kemudian Levine dan Servos (1996) kembali mengungkapkan bahwa likuiditas yang terjadi di pasar saham dan perbankan dalam jangka panjang berpengaruh positif bagi pertumbuhan ekonomi.

Kaserer dan Rapp (2014) yang mengobservasi pasar modal di negara-negara benua Eropa menyebutkan bahwa peningkatan ukuran pasar modal berpengaruh positif terhadap pertumbuhan ekonomi, dibandingkan utang, pasar modal lebih penting bagi pertumbuhan. Dalam hal ini pasar modal berperan menyediakan dana investasi jangka panjang dan mendorong penerapan *good corporate governance*. Selanjutnya pasar modal juga mendorong lahirnya inovasi-inovasi di bidang keuangan dan menarik lebih banyak investor. Dengan demikian dalam jangka panjang, pasar modal akan menopang pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan.

Penelitian di beberapa negara secara terpisah mengenai pasar modal dan perekonomian telah dilakukan oleh Barna dan Mura (2010) di Romania yang membuktikan bahwa perkembangan pasar modal berkorelasi positif terhadap pertumbuhan ekonomi. Jahfer dan Inoue (2014) di Jepang menemukan hubungan keseimbangan jangka panjang pasar modal dengan pertumbuhan perekonomian. Demikian juga dengan Khyareh dan Oskou (2015) di Iran yang membuktikan bahwa pasar saham mempengaruhi pertumbuhan ekonomi. Khetsi dan Mongale (2015) di Afrika Selatan juga berhasil membuktikan bahwa terdapat hubungan positif antara pertumbuhan ekonomi dan pasar modal, diikuti pula oleh Ailemen *et al.* (2016) dan Idenyi *et al.* (2017) di Nigeria dan Alam dan Hussein (2019) di Oman yang memperoleh bukti bahwa pasar saham berpengaruh positif terhadap pertumbuhan GDP.

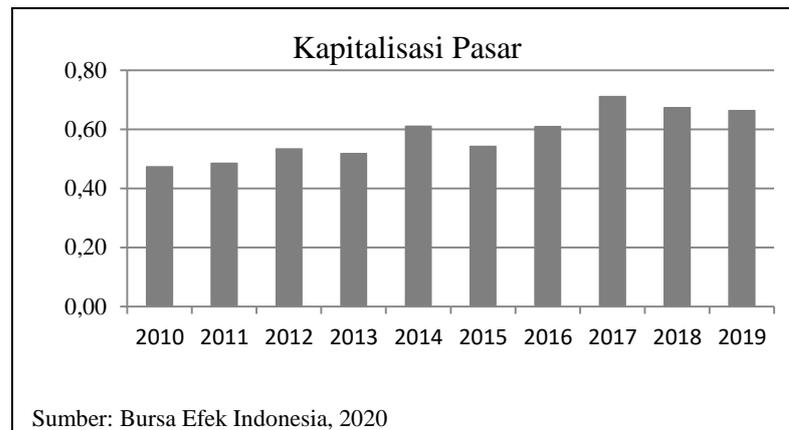
Berdasarkan hasil penelitian yang telah dikemukakan ini, sudah cukup banyak bukti yang meyakinkan bahwa keberadaan pasar modal cukup penting artinya bagi pertumbuhan ekonomi nasional. Perkembangan pasar modal bergerak searah dengan pertumbuhan ekonomi, dimana peningkatan kinerja pasar modal

sebagai hasil dari pengelolaan yang baik akan mempercepat pertumbuhan ekonomi. Dengan kata lain, agar dapat memberikan kontribusi yang positif bagi pertumbuhan ekonomi, pasar modal haruslah memiliki kinerja yang baik.

Kaserer dan Rapp (2014) menggunakan ukuran pasar modal yang ditunjukkan melalui variabel kapitalisasi pasar dalam pengukuran kinerja pasar modal. Demikian juga dengan Barna dan Mura (2010), Jahfer dan Inoue (2014) serta Khyareh dan Oskou (2015). Selain kapitalisasi pasar, Levine dan Servos (1996) menggunakan liquiditas pasar, sebaliknya Ailemen *et al.* (2016) menggunakan harga saham yang ditunjukkan melalui indeks harga dan transaksi perdagangan. Khetsi dan Mongale (2015) menggunakan nilai transaksi perdagangan dan kapitalisasi pasar untuk mengukur kinerja pasar modal.

Kapitalisasi pasar dapat dijadikan sebagai ukuran untuk menilai besar atau kecilnya suatu pasar modal, merupakan jumlah nilai dalam satuan uang dari seluruh lembar saham yang diperdagangkan dari seluruh emiten sesuai dengan harga pasar yang berlaku. Selain karena perubahan harga saham, jumlah kapitalisasi pasar dapat bertambah atau berkurang karena adanya emiten yang baru masuk (*new listing*) atau keluar (*delisting*) dari pasar modal.

Berdasarkan atas perbandingan jumlah kapitalisasi pasar terhadap Produk Domestik Bruto (PDB) dalam kurun waktu 10 tahun (2010-2019), perkembangan kapitalisasi pasar modal Indonesia dapat dilihat pada Gambar 1.1 yang menunjukkan peningkatan sebesar 40,3% atau secara rata-rata sekitar 4% per tahun. Pada tahun 2010 nilai kapitalisasi pasar tercatat sebesar Rp 3.247 triliun, mencapai Rp 7.265 triliun di tahun 2019 dengan rata-rata pertumbuhan 12,4% per tahun. Secara rata-rata peningkatan tersebut sebesar Rp. 33,5 triliun setiap bulannya. Peningkatan kapitalisasi pasar tersebut dipicu oleh semakin membaiknya kinerja keuangan dari perusahaan emiten yang berarti nilai sahamnya meningkat sehingga menyebabkan harga saham menjadi semakin mahal. Disamping itu juga disebabkan bertambahnya jumlah emiten yang berarti semakin banyak jumlah saham yang diperdagangkan (Laporan Tahunan BEI, 2020).



Gambar 1.1. Pertumbuhan Kapitalisasi Pasar Modal Indonesia Periode Tahun 2010-2019

Harga saham bergerak sesuai dengan mekanisme pasar, mengikuti hukum permintaan dan penawaran secara umum. Ketika saham menunjukkan kinerja positif yang mencerminkan prospek keuntungan di masa depan maka jumlah permintaan akan meningkat karena banyak investor berkeinginan untuk membeli saham tersebut namun sedikit pemegang saham yang bersedia untuk menjualnya (Sunariyah, 2011). Dalam kondisi tersebut harga saham akan bergerak naik. Demikian pula sebaliknya ketika saham menunjukkan prospek keuntungan yang buruk, banyak pemegang saham berkeinginan untuk menjual saham tersebut sementara sedikit investor yang bersedia untuk membelinya, maka harga akan turun.

Kenaikan dan penurunan harga di suatu pasar modal dapat dilihat dari pergerakan indeks harga saham (Hartono, 2017). Indeks harga saham merupakan angka yang mewakili tingkat harga dari sekelompok saham berdasarkan harga dasar pada waktu tertentu yang dihitung dengan menggunakan metode rata-rata tertimbang. Indeks harga saham dapat digunakan sebagai indikator untuk mengukur perkembangan harga dari waktu ke waktu. Biasanya setiap pasar modal memiliki indeks utama yang mencakup semua saham yang diperdagangkan (*composite index*), indeks harga berdasarkan sektor bisnis tertentu (*sectoral index*) dan indeks harga berdasarkan kriteria pilihan sesuai dengan kebutuhan analisis pasar.

Kinerja pasar modal Indonesia dapat dipantau dengan menggunakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), seperti yang diperlihatkan pada Gambar 1.2. Indeks ini mewakili tingkat harga dari semua perusahaan emiten yang berjumlah 668 emiten (pada akhir tahun 2019) yang dihitung dengan menggunakan metode rata-rata tertimbang.



Gambar 1.2. Indeks Harga Saham Gabungan Periode Tahun 2010 - 2019

Perkembangan IHSG menunjukkan *trend* yang meningkat. Berada di bawah 4000 pada tahun 2010 naik secara fluktuatif menjadi di atas 6000 pada akhir tahun 2019. Meskipun beberapa kali mengalami penurunan yang tajam seperti pada tahun 2015 namun secara umum menunjukkan pertumbuhan rata-rata sebesar 12,4% per tahun.

Kinerja pasar modal dapat mengalami peningkatan maupun penurunan seiring perubahan di lingkungan internal dan eksternal (Hartono, 2017). Lingkungan internal adalah faktor-faktor yang dibangun dari dalam sistem pasar modal itu sendiri yang pada umumnya dapat dikendalikan (*controllable*), sedangkan lingkungan eksternal merupakan berbagai faktor yang berada di luar kendali (*uncontrollable*) karena berasal dari kebijakan yang ditentukan oleh pihak-pihak di luar pasar modal. Faktor eksternal ini merupakan faktor yang lebih sulit untuk diperhitungkan, mengingat faktor ini berada di luar ruang lingkup jangkauan kebijakan pengelola pasar modal.

Indeks harga saham yang terus merosot dan jumlah kapitalisasi pasar yang berkurang merupakan indikasi telah terjadinya penurunan kinerja (Handini, 2020).

Untuk mencegah hal tersebut pengelola pasar modal perlu menginventarisir faktor-faktor apa saja terutama yang dapat mengganggu kinerja pasar modal, sehingga dapat menetapkan strategi atau kebijakan yang tepat untuk mengantisipasi penurunan tersebut.

Salah satu faktor eksternal adalah integrasi pasar modal menuju globalisasi yang memungkinkan terjadinya perdagangan bebas antar negara tanpa mengenal batas (Handini, 2020). Integrasi pasar modal global akan membuka lebih banyak kesempatan bagi investor dan pasar modal untuk berkembang, namun di sisi lain juga membuka peluang bagi munculnya risiko-risiko yang berasal dari faktor asing yang dapat mengancam perkembangan pasar modal itu sendiri. Ini merupakan faktor penting yang perlu mendapatkan perhatian dari pelaku pasar modal.

Menghadapi globalisasi, pasar modal harus siap berhadapan dengan investor asing, baik individual maupun institusi dari seluruh negara di dunia. Perubahan perilaku investor dari fokus investasi di negara sendiri menjadi investasi tingkat dunia dengan jangkauan yang lebih luas dan pilihan saham yang lebih banyak memungkinkan investor untuk menyusun portofolio investasi yang dinilai dapat memberikan tingkat keuntungan yang lebih tinggi. Hal ini mendorong berlangsungnya perdagangan saham antar negara, dimana seorang investor dari suatu negara tertentu bisa membeli saham yang diperdagangkan di negara lain.

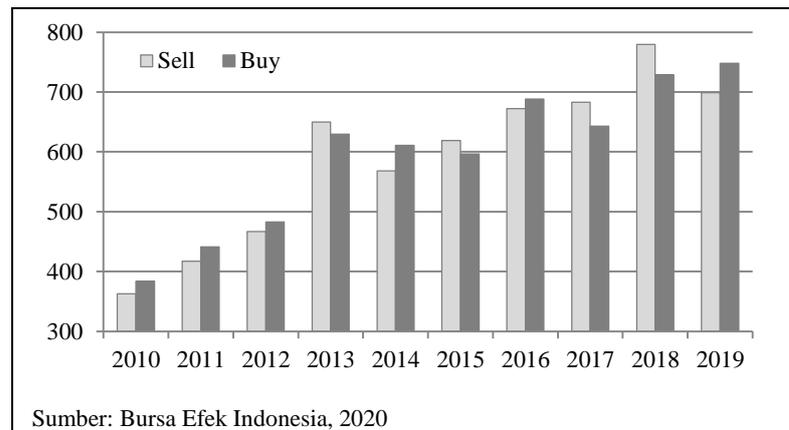
Dana investasi hasil perdagangan saham dapat mengalir dengan mudah dari satu negara ke negara lain, dimana batas-batas negara secara geografis sudah tidak menjadi penghalang bagi lalu lintas modal. Investor asing yang berada di luar negeri dimungkinkan untuk memiliki sejumlah aset di dalam negeri, sebagaimana penduduk lokal di dalam negeri juga dimungkinkan untuk memiliki aset yang berada di luar negeri. Terjadi pertukaran kepemilikan aset dari satu negara ke negara dengan mudah dan cepat.

Kemudahan dan kecepatan peralihan kepemilikan aset dari suatu negara ke negara lain melalui transaksi perdagangan saham telah didukung sepenuhnya oleh perkembangan teknologi. Sebagian besar pasar modal di seluruh dunia sudah menggunakan sistem perdagangan yang sudah terkomputerisasi, sebagian besar pelayanan sudah dilakukan melalui aplikasi dan terhubung dengan berbagai

institusi-institusi lain pendukung penyelenggaraan pasar modal seperti pialang, perbankan, lembaga pengawas, dan lain-lain. Investor di luar negeri sudah dapat menerima semua informasi yang dibutuhkan untuk pengambilan keputusan investasi secara *online* dan *realtime* melalui perangkat elektronik, jaringan komputer dan internet.

Melalui kebijakan yang tertuang dalam Peraturan Menteri Keuangan Nomor 1055/KMK.013/1989 tentang Pembelian Saham Oleh Investor Asing, pada awalnya pembelian oleh investor asing dibatasi sampai dengan 49%. Tetapi kemudian melalui Peraturan Nomor 455/KMK.01/1997 pemerintah mencabut kembali pembatasan tersebut dan membuka kesempatan seluas-luasnya bagi investor asing untuk memiliki saham sampai dengan 100%. Peningkatan volume perdagangan yang terjadi setelah pembukaan kesempatan tersebut dan keinginan untuk meningkatkan efisiensi perdagangan telah mendorong pasar modal untuk berkembang, sejak tahun 2000 tidak lagi menggunakan warkat dan sejak tahun 2002 telah dilakukan secara elektronik. Proses penyelesaian dan penempatan transaksi (*settlement*) yang sebelumnya memerlukan waktu 3 hari kerja (T+3) sejak tahun 2018 telah dipercepat menjadi 2 hari (T+2).

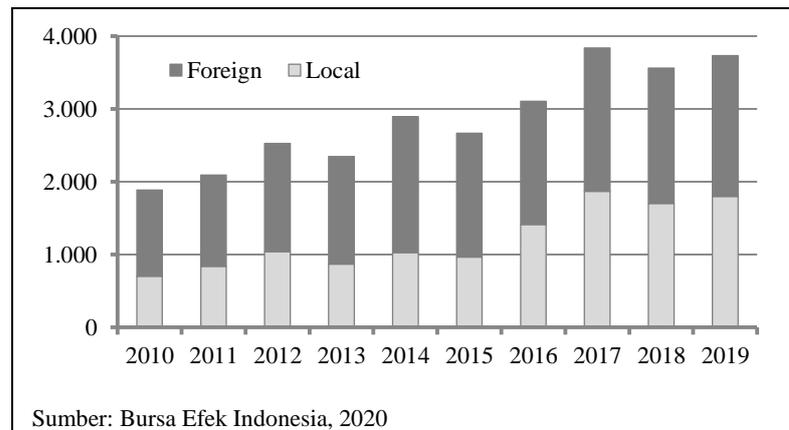
Kemudahan-kemudahan yang ditawarkan dalam globalisasi pasar modal telah memperkuat peran investor asing yang ditandai dengan meningkatnya aktivitas perdagangan saham oleh investor asing di Indonesia. Perkembangan aktivitas perdagangan investor asing dapat dilihat melalui Gambar 1.3 yang menunjukkan dalam satu dekade terakhir (2010 - 2019) jumlah nilai transaksi pembelian saham oleh investor asing mengalami kenaikan mencapai 106,2% dan transaksi penjualan mencapai 92,7%. Secara rata-rata pembelian asing mengalami kenaikan sebesar 10,6% setiap tahun dan penjualan mengalami kenaikan sebesar 9,3% per tahun selama penelitian. Nilai saham yang diperdagangkan baik penjualan maupun pembelian secara rata-rata melalui transaksi oleh investor asing mencapai Rp. 49 triliun per bulan.



Gambar 1.3. Aktivitas Perdagangan Investor Asing Periode Tahun 2010 - 2019

Konsekuensi dari peningkatan aktivitas transaksi investor asing adalah terjadinya peralihan kepemilikan sebagian atau seluruh bagian perusahaan. Investor asing dari berbagai negara bisa membeli saham dari emiten perusahaan Indonesia, baik perusahaan Swasta Nasional maupun perusahaan milik pemerintah berupa BUMN dan BUMD yang listing bursa, sehingga kepemilikan dari perusahaan-perusahaan tersebut dimungkinkan untuk beralih ke tangan orang asing.

Perkembangan jumlah kepemilikan saham oleh investor asing sebagaimana yang ditampilkan pada Gambar 1.4 menunjukkan porsi kepemilikan asing mengalami peningkatan dari Rp. 1.184 triliun pada tahun 2010 menjadi Rp. 1.934 triliun pada akhir tahun 2019, atau naik sebesar 17,6% secara rata-rata per tahun. Pertambahan terhadap nilai kepemilikan asing mencapai Rp. 6,3 triliun per bulan secara rata-rata.



Gambar 1.4. Kepemilikan Asing dan Domestik di Pasar Modal Indonesia (2010 - 2019)

Integrasi yang terjadi dalam perekonomian global secara tidak langsung telah menyatukan pasar modal ke dalam suatu sistem yang saling berhubungan sehingga aktivitas yang terjadi di pasar modal suatu negara dapat mempengaruhi aktivitas pasar modal di negara lainnya. Hal ini dibuktikan melalui beberapa penelitian seperti hasil penelitian Hsing (2011), membuktikan bahwa terdapat hubungan positif pasar modal Amerika Serikat dan Inggris. Demikian juga dengan Kazi (2008) yang melakukan penelitian di pasar modal Australia mendapatkan hasil bahwa ALLAORD yang merupakan indeks harga saham Australia berkorelasi dengan indeks pasar modal Amerika Serikat, Jepang dan China. Sedangkan Raj dan Dahl (2008) menemukan bahwa pasar saham di India memiliki hubungan yang kuat dengan pasar saham di Amerika Serikat dan Inggris.

Yang *et al.* (2002) melakukan penelitian di pasar modal Korea, India dan Pakistan membuktikan bahwa Indonesia dan Thailand adalah negara yang paling terintegrasi dengan sebagian besar pasar modal di Asia, sedangkan Jepang, Taiwan dan Philipina adalah pasar yang paling tidak terintegrasi. Di Indonesia penelitian dilakukan oleh Karim *et al.* (2009) mendapatkan hasil bahwa IHSG berkorelasi lebih kuat dengan pasar modal Amerika Serikat dan Singapura dibandingkan dengan Jepang dan China. Hal tersebut semakin membuktikan bahwa diantara pasar modal dunia terdapat hubungan dan saling terintegrasi.

Penelitian-penelitian di atas menunjukkan bahwa pasar modal dengan jumlah kapitalisasi pasar yang besar pada negara-negara maju cenderung lebih berpengaruh dari pada pasar modal di negara-negara yang memiliki kapitalisasi pasar yang lebih kecil. Hal ini dapat dijelaskan selain karena memiliki kapitalisasi yang lebih besar, pasar modal di negara maju juga memiliki lebih banyak jumlah investor dengan tingkat pengetahuan, penguasaan informasi dan pemahaman terhadap pasar yang jauh lebih baik dibandingkan dengan investor lokal di negara berkembang. Hal ini sesuai dengan pendapat Nachrowi dan Usman (2007) yang membuktikan bahwa suatu pasar modal dapat berpengaruh terhadap pasar modal lainnya. Oleh karena itu investor asing sering dijadikan sebagai *trend setter* bagi investor lokal dalam pengambilan keputusan investasi, sehingga sering terjadi aksi ikut-ikutan dalam pembelian atau penjualan saham (Gunawan *et al.*, 2011).

Menurut data *World Federation of Exchange (WFE)* tahun 2021, urutan pasar modal dunia dari masing-masing negara berdasarkan besarnya distribusi nilai kapitalisasi pasar diperlihatkan pada Tabel 1.1.

Tabel 1.1. Kapitalisasi Pasar Modal Global (dalam Triliun US\$)

No. Negara	Pasar Modal	Kapitalisasi Pasar
1. Amerika Serikat	New York Stock Exchange Nasdaq Stock Exchange	45,29
2. China	Shanghai Stock Exchange Shenzhen Stock Exchange	12,21
3. Jepang	Japan Exchange Group	6,72
4. Hong Kong	Hong Kong Exchange & Cl	6,13
5. Belanda, Perancis, Belgia, Irlandia, Portugal	Euronext	5,44
6. Inggris	London Stock Exchange Gr	4,05
7. Kanada	TMX Group	2,61
8. India	BSE India Limited National Stock Exchange of India	2,55
9. Arab Saudi	Saudi Stock Exchange (Tadawul)	2,43
10. Jerman	Deutsche Boerse AG	2,28

Sumber: World Federation of Exchange, 2021

Total nilai kapitalisasi pasar seluruh dunia pada tahun 2020 adalah sebesar US\$ 110,4 triliun, dimana sebesar 81,3% dari nilai tersebut berasal dari 10 pasar

modal negara-negara utama di dunia. Amerika Serikat merupakan negara yang paling banyak menghimpun kapitalisasi yaitu sebesar US\$ 45,29 triliun atau sama dengan 41% dari total kapitalisasi pasar seluruh dunia, disusul kemudian oleh China (11,1%), Jepang (6,1%), Hong Kong (5,6%) dan gabungan beberapa negara yang berafiliasi dalam Euronext (4,9%). Jika dibandingkan dengan pasar modal Indonesia yang baru mulai berkembang terutama sejak tahun 1997, yaitu sejak diberlakukannya kebebasan maksimal bagi orang asing untuk membeli saham, pasar modal Indonesia tentu masih jauh tertinggal. Nilai kapitalisasi pasar Indonesia pada tahun 2020 menurut *World Federation of Exchange (WFE)* tahun 2021 tercatat sebesar US\$ 496 milyar atau sama dengan 0,45% dari kapitalisasi pasar seluruh dunia dan berada pada peringkat ke-25 dunia.

Pengaruh transaksi investor asing terhadap pasar modal tidak hanya terjadi melalui aktivitas perdagangan yang dilakukan oleh investor asing saja, bisa terjadi juga melalui kebijakan makro global seperti penetapan tingkat suku bunga (*interest rate*) di luar negeri. Grag dan Dua (2014) yang melakukan penelitian di India mengungkapkan bahwa investasi asing sensitif terhadap perbedaan tingkat suku bunga antara negara investor dan negara tujuan investasi, dimana investor akan memindahkan investasinya ke negara yang memiliki tingkat bunga yang lebih tinggi. Hasil tersebut sesuai dengan temuan Pala dan Orgun (2015) di Turki, namun berbeda dengan Ahmad *et al.* (2015) yang meneliti di China dan Al-Smadi (2018) di Yordania yang menyebutkan bahwa tingkat bunga antar negara tidak menentukan.

Menurut Lee *et al.* (2019) yang melakukan penelitian terhadap 25 negara asal investor dan 27 negara tujuan invesatsi, menyebutkan bahwa hubungan tingkat bunga dengan tingkat harga saham berbanding terbalik sehingga perbedaan tingkat bunga antar dua negara berhubungan secara negatif dengan korelasi *return* saham antar kedua negara tersebut. Lebih lanjut dijelaskan bahwa ketika dua negara memiliki kebijakan moneter yang berbeda, maka tingkat bunga kedua negara akan berbeda satu sama lain sehingga kinerja harga saham kedua negara juga akan berbeda. Hal ini disebabkan karena investor asing mempertimbangkan besarnya tingkat bunga yang berlaku di negaranya sebelum memutuskan untuk berinvestasi di negara lain. Jika suku bunga di negaranya

sendiri cukup tinggi sehingga dianggap lebih memiliki prospek untuk memberikan keuntungan pada masa depan maka investor memilih berinvestasi di negaranya sendiri. Demikian pula sebaliknya investor akan memilih investasi di luar negeri apabila imbal hasil yang akan diterima dari suku bunga yang berlaku di dalam negeri tidak bisa memenuhi harapannya.

Penelitian di Indonesia yang terkait tingkat bunga dan pasar modal sudah cukup banyak dilakukan, namun kajian mengenai pengaruh bunga yang berlaku di negara lain terhadap pasar modal di dalam negeri untuk membuktikan adanya faktor asing di pasar modal Indonesia masih jarang ditemukan. Seperti yang dilakukan oleh Fukuda (2017) yang mencoba menjelaskan pengaruh tingkat bunga di Jepang terhadap pasar modal di Asia. Hasilnya menyebutkan bahwa tingkat bunga Jepang berdampak negatif terhadap pasar saham di Asia, termasuk diantaranya pasar modal Indonesia.

Seiring dengan semakin meningkatnya aliran dana dari luar negeri masuk ke pasar modal Indonesia, berbagai kalangan (Bello, 1999; Leightner, 2007; Weaver, 2017) baik dari praktisi maupun akademisi mulai mempertanyakan kelebihan dan kekurangan dari investasi asing berupa portofolio saham di pasar modal. Diskusi mengenai dampak negatif dari perilaku investor asing sering menjadi bahan perdebatan di forum-forum investasi, muncul kekhawatiran dari satu pihak bahwa investasi asing yang tak terkendali akan merugikan Indonesia, sementara di pihak lain berkeyakinan bahwa investor asing lebih menguntungkan bagi pertumbuhan ekonomi Indonesia.

Dominasi investasi asing di pasar modal dikhawatirkan nantinya bisa menjadi masalah bagi pasar modal, berpotensi menyebabkan volatilitas yang tinggi dan menimbulkan ketidakstabilan pasar. Investasi asing dinilai rentan terhadap arus balik karena modal yang masuk tidak bisa dipertahankan dalam jangka panjang. Berbeda dengan investasi di sektor riil, investasi berupa portofolio saham bisa saja sewaktu-waktu ditarik kembali oleh investor asing dengan mudah (*hot money*), sehingga mengakibatkan jatuhnya harga saham. Jika penjualan saham oleh investor asing terjadi secara masif dan besar-besaran maka dapat mengakibatkan kinerja pasar modal menjadi terpuruk seperti yang pernah terjadi berdasarkan data historis, kinerja pasar modal Indonesia beberapa kali

mengalami keterpurukan sebagai akibat dari keluarnya investor asing dari bursa dalam jumlah besar, baik karena merespon sentimen negatif yang dipicu oleh terjadinya krisis domestik atau global yang memaksa investor untuk mengamankan investasinya, maupun karena aksi mengambil keuntungan (*profit taking*).

Kekhawatiran tersebut sejalan dengan hasil penelitian Bello (1999) yang mengungkapkan bahwa pada saat krisis investor asing menarik investasinya dari pasar modal negara-negara berkembang di Asia. Sesuai dengan hasil temuan Leightner (2007) yang melakukan penelitian di Thailand dan diperkuat pula oleh Weaver (2017) yang menyatakan bahwa investor yang *shock* akan menarik dana investasi mereka secara bersamaan ditambah dengan berkurangnya permintaan ekspor dan impor akan menyebabkan perekonomian melemah.

Sementara itu berbeda dengan pendapatan di atas, Rana dan Dowling (1988) mengungkapkan bahwa investasi asing memiliki pengaruh yang positif terhadap pertumbuhan dan tabungan domestik bagi negara-negara yang sedang berkembang di Asia. Kemudian didukung pula dengan pendapat Bekaert dan Harvey (2000) yang membuktikan bahwa investasi asing dapat meningkatkan likuiditas pasar dan menurunkan biaya.

Pasar modal Indonesia yang relatif baru berkembang (*emerging market*) membutuhkan akselerasi untuk mencapai target perdagangan. Menurut Siaran Pers OJK Nomor SP 68/DHMS/OJK/XII/2019, jumlah investor Indonesia sampai dengan akhir tahun 2019 tercatat sebanyak 2,48 juta atau sama dengan 0,8% dari jumlah penduduk. Rasio tersebut sangat kecil jika dibandingkan dengan pasar modal di negara-negara lain yang sudah mencapai 20% dari jumlah penduduk, sehingga untuk menggerakkan aktivitas perdagangan tidak dapat hanya mengandalkan investor lokal saja karena minimnya jumlah maupun kapasitas investor lokal.

Terlepas dari perbedaan pendapat di atas, pemerintah Indonesia sejak tahun 1997 sudah mencabut batasan kepemilikan saham oleh investor asing dari yang sebelumnya hanya diperbolehkan maksimal 49% menjadi diperbolehkan sampai dengan 100%. Namun bidang usaha yang diperbolehkan masih diatur melalui Keputusan Presiden, yaitu Keppres No. 36 Tahun 2010, Keppres No. 39 Tahun

2014 dan Keppres No. 44 Tahun 2016 tentang Daftar Bidang Usaha yang Tertutup dan Bidang Usaha yang Terbuka dengan Persyaratan di Bidang Penanaman Modal. Melalui peraturan-peraturan tersebut pemerintah berupaya agar kepemilikan investor asing di pasar modal dapat memberikan manfaat yang maksimal bagi perekonomian negara. Investasi asing yang masuk diharapkan dapat mendorong kinerja pasar modal sehingga dapat menjadi salah satu penggerak pertumbuhan ekonomi nasional. Oleh karena itu, perlu dikaji lebih lanjut mengenai efektivitas dari kebijakan pemerintah di bidang pasar modal dengan menguji pengaruh investasi asing terhadap kinerja pasar modal.

Kajian literatur yang membahas mengenai faktor asing di pasar modal Indonesia dirasa masih kurang. Sebagian besar literatur yang ada lebih banyak menyoroti pasar modal dikaitkan dengan aspek internal yang berasal dari faktor-faktor di dalam negeri, seperti kinerja keuangan emiten atau kinerja institusi pasar modal itu sendiri. Sebagian lagi membahas hubungan pasar modal dengan variabel makro dan kebijakan ekonomi. Namun belum banyak literatur yang mengkaji pasar modal dikaitkan dengan aspek eksternal yang berasal dari faktor-faktor di luar negeri seperti perilaku investor asing, institusi asing, variabel makro global atau kebijakan ekonomi global lainnya. Padahal diketahui aspek eksternal ini sangat penting karena berada di luar jangkauan pengambilan keputusan sehingga cenderung lebih sulit untuk dikendalikan.

Oleh karena itu, penelitian ini mencoba untuk mengkaji pengaruh faktor-faktor asing dari sudut pandang yang berbeda dengan mengkombinasikan transaksi perdagangan, kepemilikan saham, indeks harga saham global dan tingkat bunga global sebagai faktor determinan terhadap kinerja pasar modal Indonesia. Penggunaan model *Error Correction Model (ECM)* dalam menganalisis data observasi dapat digunakan untuk melihat pengaruh jangka pendek dan jangka panjang, dimana jangka waktu tersebut dapat diimplementasikan terhadap perilaku investor dalam memilih periode transaksi perdagangan.

Analisis dalam jangka panjang digunakan untuk mengukur pengaruh perilaku investor asing yang membeli dan menahan kepemilikan saham dalam waktu lebih dari satu tahun yang bertujuan untuk mengharapkan keuntungan dari pertumbuhan nilai perusahaan (Yusgiantoro *et al.*, 2019). Sedangkan analisis dalam

jangka pendek dilakukan untuk mengukur pengaruh perilaku investor asing yang membeli dan menjual saham dalam periode waktu kurang dari satu tahun (*trader*) sesuai dengan tipe investor berdasarkan jangka waktu transaksi perdagangan yang bertujuan untuk mendapatkan keuntungan dari fluktuasi harga pasar dalam waktu singkat (Yusgiantoro *et al.*, 2019). Analisis jangka panjang dan jangka pendek yang dikaitkan dengan perilaku investor ini diharapkan dapat memberikan sudut pandang yang berbeda dibandingkan dengan penelitian-penelitian sebelumnya mengenai pengaruh faktor asing terhadap kinerja pasar modal, khususnya di Indonesia.

B. Permasalahan Penelitian

Berdasarkan latar belakang masalah di atas maka dapat dirumuskan masalah penelitian sebagai berikut :

1. Bagaimana pengaruh transaksi asing terhadap kinerja pasar modal Indonesia ?
2. Bagaimana pengaruh kepemilikan asing terhadap kinerja pasar modal Indonesia ?
3. Bagaimana pengaruh indeks harga saham global terhadap kinerja pasar modal Indonesia ?
4. Bagaimana pengaruh tingkat bunga global terhadap kinerja pasar modal Indonesia ?

C. Tujuan Penelitian

Adapun tujuan dari pada penelitian ini adalah untuk membuktikan pengaruh empiris dari transaksi perdagangan dan kepemilikan saham oleh investor asing, indeks harga saham dan tingkat bunga global terhadap kinerja pasar modal Indonesia, dengan menganalisis :

1. Pengaruh transaksi asing terhadap kinerja pasar modal Indonesia.
2. Pengaruh kepemilikan asing terhadap kinerja pasar modal Indonesia.
3. Pengaruh pasar saham global terhadap kinerja pasar modal Indonesia.
4. Pengaruh tingkat bunga global terhadap kinerja pasar modal Indonesia.

D. Manfaat Penelitian

Manfaat yang diharapkan dari penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Penelitian ini diharapkan dapat menambah dan meningkatkan ilmu pengetahuan di bidang pasar modal, memberikan sudut pandang baru mengenai investasi asing khususnya mengenai transaksi perdagangan saham yang dilakukan oleh investor asing di Indonesia.
2. Penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai salah satu pertimbangan bagi para pengambil keputusan dalam merumuskan kebijakan dan sebagai dasar bagi pengelola pasar modal (Bursa Efek Indonesia) dalam mengimplementasikan investasi asing di pasar modal Indonesia.
3. Penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai dasar bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi di pasar modal Indonesia.

