ANALISIS HUBUNGAN SALING KETERGANTUNGAN ANTARA NET INVESTMENT INSTITUSI ASING DENGAN RETURN LQ45

JURNAL ILMIAH

Disusun oleh :

Nur Fitriyanti Agustina

145020401111006

JURUSAN ILMU EKONOMI

FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS

UNIVERSITAS BRAWIJAYA

MALANG

2018

LEMBAR PENGESAHAN PENULISAN ARTIKEL JURNAL

Artikel Jurnal dengan judul :

ANALISIS HUBUNGAN SALING KETERGANTUNGAN ANTARA NET INVESTMENT INSTITUSI ASING DENGAN RETURN LQ45

Yang disusun oleh :

Nama	:	Nur Fitriyanti Agustina
NIM	:	145020401111006
Fakultas	:	Ekonomi dan Bisnis
Jurusan	:	S1 Ilmu Ekonomi

Bahwa artikel Jurnal tersebut dibuat sebagai ***persyaratan ujian skripsi*** yang dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 28 Mei 2018

Malang, 28 Mei 2018

Dosen Pembimbing,

David Kaluge, SE.,MS., M.Ec.Dev., Ph.D

NIP. 19601225 198701 1 001

Analisis Hubungan Saling Ketergantungan Antara Net Investment Institusi Asing dengan Return LQ45

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Brawijaya
Email : 14nurfitriyanti@gmail.com

ABSTRAK

Stock market liberalization dan diversifikasi internasional membuat para investor asing tertarik untuk menanamkan modalnya di dalam pasar modal Indonesia. Lebih dominanya investor asing terutama institusi pada tahun 2012-2015, namun pada 2016 2017 investor domestik sudah mulai mendominasi pasar modal Indonesia. Kenaikan jumlah investor domestik tersebut dalam tahun dua terakhir tidak serta merta dapat menghilangkan pengaruh dari adanya transaksi oleh investor asing terutama investor institusi. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah ada hubungan saling ketergantungan antara transaksi saham yang dilakukan institusi asing yang dilakukan oleh pension fund, mutual fund, financial institution, dan insurance dengan return LQ45 karena disinyalir investor asing dapat menggerakan pasar modal domestik sesuai dengan teori price pressure dan positive feedback trader.. Data yang digunakan adalah net investment oleh investor institusi asing. Metode yang digunakan adalah Vector Error Correction Model (VECM). Dari hasil analisis menunjukkan bahwa antara net investment institusi asing memiliki hubungan saling keterkaitan dimana dapat membuktikan hipotesis price pressure, investor institusi asing dapat mempengaruhi return di dalam pasar modal domestik namun, pengaruhnya hanya dalam jangka pendek saja tidak dalam jangka waktu panjang. Selain itu dari hasil granger causality juga dapat membuktikan bahwa investor institusi asing sesuai dengan teori positif feedback trader.

Kata kunci*: foreign investment, return LQ45, vector error corection model*

A. PENDAHULUAN

Adanya *financial liberalization* pada negara berkembang pada tahun 1980-1990, telah mendorong perkembangan pasar modal menjadi lebih jauh lagi dan terintegrasi secara internasional dapat menjadi sarana bagi para investor baik asing maupun domestik untuk mendevirsifikasikan portofolio sahamnya pada pada suatu negara. Pasar modal Indonesia merupakan salah satu negara tujuan investasi bagi investor di negara-negara maju (*developed markets)* yang dikenal sebagai *emerging market* (Morgan Stanley, 2016). Indonesia sendiri dengan adanya Keputusan Menteri Keuangan Republik Indonesia nomor 455/KMK.01/1997 yang sekarang telah diganti dengan Keputusan Menteri Keuangan Republik Indonesia Nomor 179/KMK.010/2003 mengenai pembelian saham oleh pemodal asing melalui pasar modal, dimana memperbolehkan pemodal asing untuk menguasai maksimum 49% saham di pasar perdana.

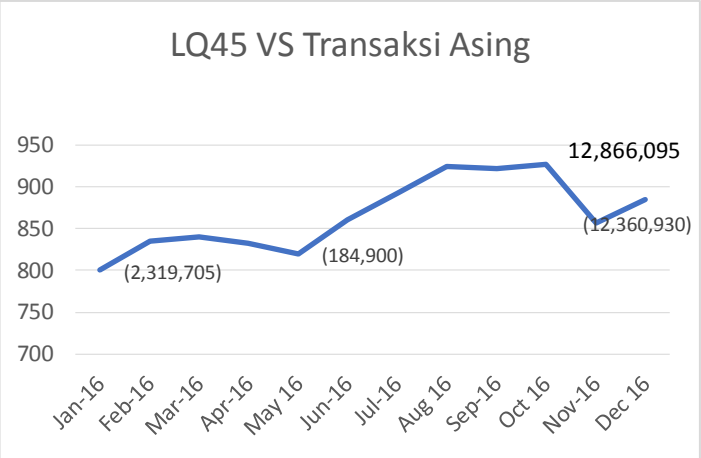
Terbukti sejak dikeluarkannya keputusan tersebut kepemilikan asing atas saham semakin meningkat, pada tahun 2012-2015 kepemilikan asing lebih mendominasi Bursa Efek Indinesia jika dilihat dari data Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI). Walaupun kemudian pada akhir tahun 2016 dan 2017 prosentasenya kepemilikan menjadi lebih mendominasi yaitu 51,77% dan 52,65% penurunan dominasi kepemilikan asing dalam kurun waktu dua tahun 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.

Bursa Efek Indonesia menyatakan bahwa kepemilikan saham di Indonesia masih cenderung didominasi oleh investor institusi dibandingkan dengan investor individu. . Dimana dana pensiun, asuransi, reksadana dan perbankan merupakan institusi yang memiliki blok perdagangan paling besar dimana institusi tersebut mendominasi value dari kepemilikan institusi asing di Bursa Efek Indonesia. Adanya berbagai institusi tersebut pasti memiliki perbedaan pula dalam karakter dan tingkat keterlibatan kepemilikan saham. Studi sebelumnya menemukan perbedaan trading behaviours antara investor individu dengan investor institusi, adanya prinsip prudence menyebabkan berbagai jenis institusi membuat keputusan investasi yang berbeda. Antara institusi dengan investor

domestik memiliki tingkat volatilitas yang berbeda dalam berinvestasi saham *Vuolteenaho (2002), (Chuang and Susmel, 2011, Li et al., 2017, Che, 2018)*

Indeks LQ45 merupakan salah satu indeks didalam Bursa Efek Indonesia dimana indeks LQ45 ini dinilai berdasarkan kapitalisasi tertimbang pasar dari 45 saham yang paling likuid yang terdaftar di dalam Bursa Efek Indonesia, dimana dengan melihat pergerakan indeks dapat menggambarkan bagaimana kondisi pasar modal Indonesia saat ini. Kapitalisasi yang dimiliki oleh index LQ45 sendiri cukup besar yaitu sekitar 70% dari nilai transaksi yang terdapat dalam Bursa Efek Indonesia. Tujuan dibentuknya indeks LQ45 ini adalah sebagai pelengkap IHSG

Gambar 1 Pergerakan Indeks LQ45 Jan – Des 2016 dan Transaksi Bersih Investor Asing



Sumber : Data diolah penulis, 2018

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*. *Capital outflow* yang cukup besar dapat membuat harga saham jatuh cukup drastis. Dapat terlihat dari grafik diatas pada bulan Januari 2016 terjadi transaksi jual oleh investor asing sebesar 2,319,705 berdampak pada melemahnya indeks LQ45 pada level Rp. 799,99. Selanjutnya pada bulan Oktober 2016 saat ada peningkatan transaksi beli oleh investor asing sebesar 12,866,095 menguatkan indeks LQ45 ke level Rp. 927,1.Dengan terbukanya pasar modal indonesia terhadap investor asing terutama investor yang sifatnya institusi tentunya akan berpengaruh pula kepada pergerakan naik turunya harga saham dalam Bursa Efek Indonesia yang selanjutnya dapat berpengaruh pada return pasar saham. Return yang didapatkan dalam pasar saham mencerminkan gabungan informasi baik dari pasar internasional maupun pasar domestik yang merupakan faktor dasar dari supply dan demand yang dapat menggerakan pasar, sebagian besar dibentuk oleh indikator makro ekonomi.

Penelitian terdahulu mengenai bagaimana dampak dari adanya investor asing terhadap pasar saham. telah menunjukan bahwa pentingnya untuk memahami bagaimana hubungan dan dampak yang ditimbulkan dari adanya aktivitas investasi yang dilakukan oleh asing. Namun, masih sangat sedikit penelitian terutama di Indonesia mengenai bagaimana adanya kepemilikan saham oleh asing khususnya institusi dan perngaruhnya terhadap return pasar saham. Ada beberapa hipotesa yang menjelaskan mengenai bagaimana korelasi antara investment asing dengan return saham tergantung bagaimana *foreign flows* mempengaruhi harga saham dalam negeri. Hipotesis *price pressure* menyatakan bahwa adanya kenaikan harga dikarenakan *foreign inflow* hanya bersifat sementara saja, adanya kenaikan harga tersebut dikarenakan adanya asimetris informasi dari para investor. Namun, setelah jangka waktu tertentu harga saham akan kembali seperti semula. Adanya *foreign flows* pada pasar modal domestik memberikan hubungan yang signifikan dan positive terhadap return saham, yang berarti dengan adanya kenaikan pada dalam *foreign flows* akan berpengaruh pula pada performa pasar modal karena cenderung dipengaruhi oleh investor asing (Nyang`oro, 2013). Penelitian yang dilakukan oleh Adaoglu and Turan Katircioglu (2013) Pada bursa efek Turki mendapatkan hasil yaitu adanya hubungan yang signifikan antara *net monthly transaction* yang dilakukan investor asing terhadap return saham

bulanan pada bursa efek di turki. Begitu pula dengan French and Vishwakarma (2013) mendapatkan hasil bahwa ada hubungan signifikan antara net equity inflow terhadap volatilitas return. Namun, sebaliknya Gilang (2014) mendapatkan hasil yang tidak signifikan bahwa adanya net investment investor institusi asing justru berpengaruh negatif terhadap return dan volume indeks sektor pasar saham Indonesia.Hipotesis mengenai *positive feedback trading* menyatakan bahwa ada hubungan yang signifikan antara *foreign flows* dengan return pasar modal. Jadi, disaat pasar modal mengalami kenaikan investor asing cenderung akan masuk ke dalam pasar dan sebaliknya, hal tersebut tentunya akan menimbulkan ketidakstabilan pada pasar modal. Penelitian sebelumnya oleh Wang and Haizhi Wang (2014) dengan menggunakan metode *VAR* dalam penelitian menemukan adanya *positive feedback trading* dimana return pasar modal Cina berkaitan secara signifikan dengan investasi asing namun tidak ada pengaruh sebaliknya. penelitian yang dilakukan oleh Nyang`oro (2013) juga menyatakan adanya *feedback trading effect* antara *returns* dan *foreign flows*. Namun, hasil penelitian yang dilakukan oleh Ülkü and İkizlerli (2012) menolak teori *positive feedback trading*.

Fokus penelitian ini yaitu dilakukan pada perusahaan yang terdaftar dalam LQ45 bukan indeks IHSG karena berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Bangun (2012) menyimpulkan bahwa sering adanya perbedaan intensitas transaksi pada tiap sekuritas dalam pasar modal. Ada yang cenderung aktif diperdagangkan ada pula yang pasif. Hal tersebut menyebabkan perkembangan dan tingkat likuiditas dari IHSG kurang mencerminkan kondisi real yang terjadi dalam Bursa Efek Indonesia. Berdasarkan penelitian terdahulu tersebut penulis tertarik untuk menganalisis bagaimana hubungan antara return saham yang terdaftar dalam indeks LQ45 dengan net foreign institution apak dapat membuktikan teori feedback trading dan price pressure. Penelitian ini juga akan melibatkan beberapa variabel eksogen terkait dengan investasi asing di pasar modal yaitu tingkat suku bunga deposito dan nilai tukar kurs.

B. TINJAUAN PUSTAKA

Diversifikasi Internasional

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 pertama kali diperkenalkan oleh (Markowits 1951). 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

Stock Market Liberalization

Liberalisasi dalam suatu pasar modal membuat lebih terintegrasi lebih jauh lagi dengan pasar modal dunia dimana selanjutnya akan mengurangi biaya modal dari negara yang melakukan liberalsiasi tersebut. Biaya modal terdiri dari dua komponen yaitu equity premium dan risk free rate. 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]. Makin terintegrsainya pasar modal maka tingkat korelasi keuntunganya semakin tinggi pula sehingga manfaat diversifikasi menjadi beekurang oleh karena itu, ada baiknya memilih pasar modal yang belum sepenuhnya terintegrasi dengan internasional. Adapun Indonesia masih termasuk dalam *emerging market* sehingga masih sangat menguntungkan untuk para pemodal asing melakukan diversifikasi internasional di Indonesia. Adanya *foreign trades* akan menabah capital inflow dan selanjutnya menaikan likuiditas dari pasar modal domestic dengan cara menurunkan biaya cost dari adanya asimetris inormasi (Ding et al., 2013). Adanya hubungan positif antara foreign trades dengan likuiditas ditemukan di dalam pasar modal Amerika Serikat dimana hasil tersebut konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh (Chordia et al., 2000; Kamara et al., 2008; Koch et al., 2011).

Based Broadening

Teori perluasan basis yang dikembangkan oleh Merton mengungkapkan adanya peningkatan investor asing dalam pasar modal suatu negara dapat memberikan dampak positive dimana meningkatkan permintaan dan likuiditas dalam suatu pasar modal. Keuntungan lain yang didapatkan karena adanya perluasan basis investor adalah adanya risk sharing antara investor domestik dan investor asing yang akibatnya menurunkan risk premium dan menurunkan biaya modal yang selanjutnya dapat memicu kenaikan harga dari suatu sekuritas. Penelitian pada pasar modal Kenya oleh (Nyang`oro, 2013), ingin melihat efek dari adanya aliran portofolio pada performa pasar saham memperlihatkan bahwa return dari pasar saham di pengaruhi lag dari aliran modal yang tidak terduga, bukan berdasarkan harga pada masa lampau. Implikasi dari teori base-broadening adalah dengan adanya aliran modal investor asing akan mendorong harga saham saat investor tersebut masuk dan akan menaikan demand dari saham tersebut. Selanjutnya, harga akan merespon terlebih lagi pada periode masa lampau yang diharapkan.

Return

Return dapat diartikan sebagai hasil pengembalian yang diperoleh investor dari kegiatan investasi yang dilakukan. Return juga merupakan imbalan atas keberanian investor dalam menanggung resiko atas investasi yang dilakukan (Tandelilin, 2010). Realized return merupakan return yang telah terjadi. Realized return dihitung menggunakan data historis. Selain itu, salah satu pertimbangan investor untuk menanamkan modalnya ke suatu negara yaitu dengan cara melihat return yang diberikan apakah memiliki return yang tinggi / tidak. Semakin tinggi tingkat return suatu bursa akan menarik minat investor baik investor domestik maupun investor asing untuk menanamkan modalnya di busa saham negara tersebut. Makin tingkat return dapat diberikan oleh suatu saham akan meningkatkan nilai transaksi investor. Hipotesis ini disebut dengan feedback trading menyatakan bahwa transaksi beli investor asing disebabkan oleh adanya ekspektasi perubahan harga pasar saham (return).

Kepemilikan Saham Institusional

Investor institusional merupakan suatu badan hukum yang memaksimalkan keuntungan bersama melalui kepemilikan bersama saha perusahaan. Tindakan yang dilakukan oleh investor institusional dapat secara independent atau menjadi bagian dari suatu kelompok perusahaan. Adanya lembaga investor instutusi asing yang dalam berbagai macam bentuk menunjukan bahwa tiap institusi tentunya memiliki karakter dan tingkat kepemilikan yang berbeda. Tujuan dari Investor Institusional yaitu ada penting antara investor instiusi adalah yaitu memiliki kewajiban untuk memaksimalkan keuntungan untuk pemilik lembaga dan sedangkan individual tidak. Seperti dalam dana pensiun, biasanya tidak memiliki pemegang saham yang mengaharapkan kembalinya investasi dalam bentuk dana pensiun pula. satu satunya fokus adalah pada penerima manfaat. Tujuan tersebut dipengaruhi fakta bahwa lembaga publik berada dibawah tekanan terbatas untuk mendapatkan modal dalam persaingan dengan lembaga lain (Setianto, 2016).

Suku Bunga Deposito

Return pada pasar saham cenderung menggabungkan semua informasi yang tersedia terkait dengan pasar internasional dan pasar domestik yang menjadi dasar faktor deman dan supply yang merupakan penggerak pasar dan diberntuk oleh indikator makro ekonomi. Besarnya tingkat suku bunga deposito yang ditetapkan oleh perbankan tentunya akan memberikan pengaruh terhadap pilihan investasi yang dilakukan oleh masyarakat. Saat tingkat suku bunga yang diberikan besar biasanya masyarakat cenderung untuk mengalihkan pilihan investasinya pada deposito dimana memiliki tingkat resiko yang lebih kecil dibandingkan dengan investasi pada pasar modal yang memiliki retrun tidak pasti dan resiko yang cukup besar pula. Jadi, ada hubungan terbalik antara besarnya tingkat suku bunga yang dihasilkan dengan investasi di pasar modal.Asprem (2009) beragumen bahwa adanya hubungan yang positive pada tingkat suku bunga terhada harga pasar yang terlihat pada pasar modal yang kecil dan likuid. Bahwa dengan adanya perubahan pada tingkat suku bunga dapat memberikan informasi mengenai perubahan pada fundamental harga saham dimasa yang akan datang nanti. Sedangkan pengaruh dari adanya kenaikan tingkat suku bunga terhadap investasi yang dilakukan pada pasar modal memiliki hubungan kebalikan dimana, saat tingkat suku bunga naik investasi pada pasar modal cenderung turun karena masyarakat lebih memilih untuk mengalihkan investasinya. Hal tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakuka oleh (Anayochukwu, 2012).

Kurs

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 Menurut Mankiw (2007), adanya nilai tukar mata uang antara dua merupakan harga yang digunakan antara satu dengan yang lain untuk dapat melakukan transaksi antara satu dengan yang lain. Kurs juga dapat diartikannya sebagai jumlah mata uang yang dapat ditukarkan per unit oleh mata uang negara lain, jadi merupakan harga dari satu mata uang terhadap mata uang lain. Dapat disimpulkan bahwa kurs merupakan harga dari mata uang suatu negara terhadap negara lain yang digunakan untuk transaksi antara kedua negara biasanya nilai kurs ditentukan oleh supply dan demand dari kedua mata uang.

Beberapa penelitian empiris menemui adanya hubungan ekonomi dan statistik yang sangat signifikan antara shocks pada foreign investment, tingkat kurs yang bervolatilitas menyebabkan return yang didapatlkan *foreign investment* menjadi berkurang (French and Vishwakarma, 2013). Namun, ternyata tidak dapat menemukan respons yang sama terhadap adanya volatilitas dari return foreign investment terhadap tingkat kurs. Hal tersebut menunjukan bahwa adanya volatilitas pada nilai tukar lebih penting dibandingkan dengan volatilitas return pada foreign investment di Filipina.

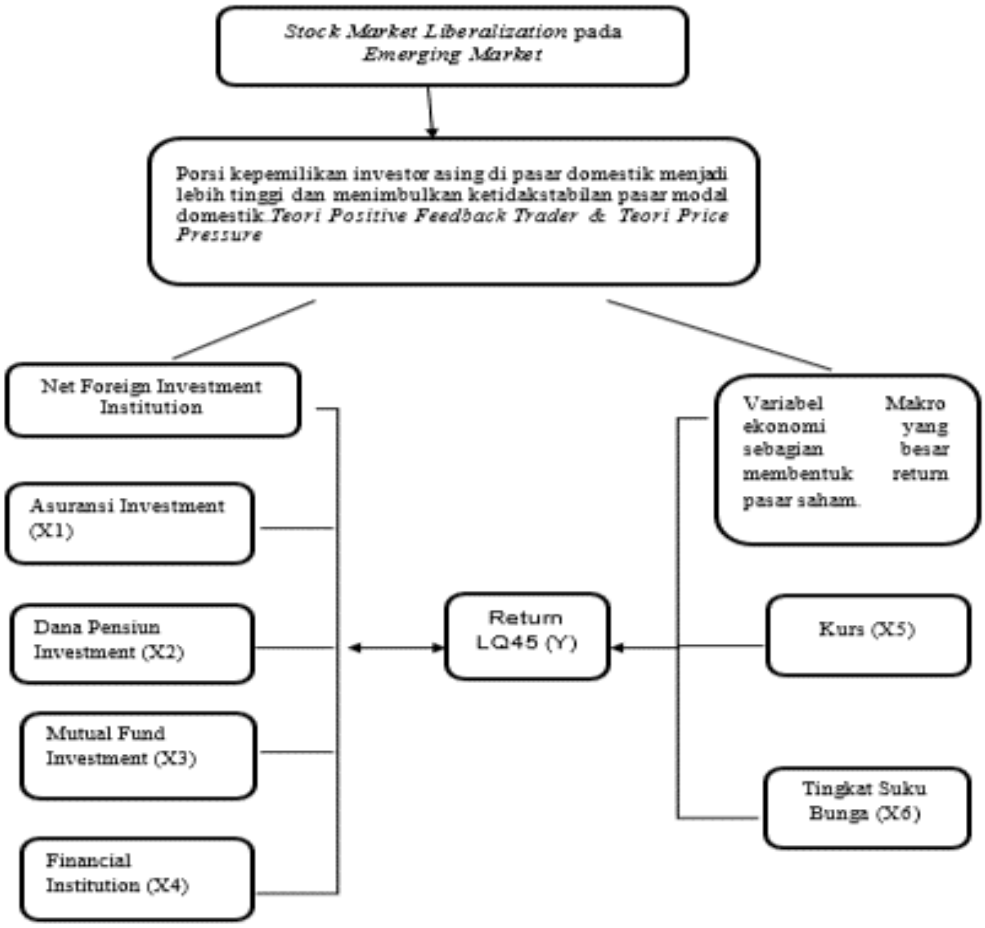
Penelitian Terdahulu

Penelitian mengenai hubungan antara transaksi yang dilakukan oleh investor asing serta perngaruhnya terhadap return yang dihasilkan oleh pasar modal domestik sudah pernah dilakukan diantaranya adalah penelitian awal yang 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. 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. Penelitian lain oleh Jeong-Bon Kim (2015) dengan menggunakan regresi mendapatkan hasil bahwa adanya aktivitas trading domestik dan asing memberikan peranan penting dalam pembentukan harga saham, dimana ternyata transaksi yang dilakukan oleh investor asing memiliki pengaruh yang lebih besar dibanding kan dengan investor domestik karena investor asing lebih memiliki informasi dibanding dengan investor domestik *(asymetry information).* Hal tersebut sesuai dengan teori price pressure dimana adanya transaksi yang dilakukan oleh investor asing akan menurunkan/menaikan return yang dihasilkan oleh pasar modal domestik. Hasil penelitian Wang and Haizhi Wang (2014) dengan metode VAR mendapatkan hasil bahwa return pasar modal berkaitan secara signifikan dengan investasi asing masa lalu namun tidak dan sebaliknya namun tidak dapat membuktikan adanya teori *positive feedback trader*.

Beberapa penelitian terkait pengaruh nilai tukar terhadap *return* pasar sebagai variabel eksogen dalam penelitian ini diantaranya adalah penelitian oleh Bapepam-LK (2008) yang menemukan bahwa perubahan nilai tukar rupiah memberikan pengaruh yang negatif terhadap pergerakan pasar. Jadi, saat kurs terdepresiasi maka harga saham akan menguat dan saat kurs terapresiasi akan menyebabkan harga menjadi melemah. Penelitian terdahulu yang terkait dengan suku bunga deposito terhadap return pasar diantaranya adalah Asprem (2009) beragumen bahwa adanya hubungan yang positive pada tingkat suku bunga terhada harga pasar yang terlihat pada pasar modal yang kecil dan likuid. Hal tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakuka oleh (Anayochukwu, 2012).

C. KERANGKA PIKIR DAN HIPOTESIS

Gambar 2 Kerangka Pikir



Berdasarkan latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan penelitian, telaah literature dan beberapa, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian sebagai berikut :

1. Diduga adanya saling ketergantungan antara return LQ45 dan *net investment pension fund* memiliki hubungan yang signifikan antara variabel.
2. Diduga adanya saling ketergantungan antara return LQ45 dan *net investment mutual fund* memiliki hubungan yang signifikan antara variabel.
3. Diduga adanya saling ketergantungan antara return LQ45 dan *net investment financial institution* memiliki hubungan yang signifikan antara variabel.
4. Diduga adanya saling ketergantungan antara return LQ45 dan *net investment insurance* memiliki hubungan yang signifikan antara variabel.

D. METODE PENELITIAN

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel Penelitian

Variabel dalam penelitian ini adalah variabel dependen, variabel independen, dan variabel kontrol.

1. Variabel dependen

Variabel terikat (*dependent variable*) merupakan variabel yang dipengaruhi atau yang menjadi akibat karena adanya variabel bebas.Adapun variabel dependen dalam penelitian ini adalah return LQ45. Data return LQ45 yang digunakan dalam penelitian ini adalah data bulanan.

2. Variabel Independen

Variabel bebas (*independent variable*) merupakan variabel yang mempengaruhi atau yang menjadi penyebab perubahan. Adapun variabel independen dalam penelitian ini adalah net investment institusi asing dimana berisikan nilai bersih dari saham yang ditransaksikan di BEI dimana dibagi kedalam 4 kategori institusi yaitu *pension fund, mutual fund, financial institution, dan insurance* dalam bentuk nominal.

3. Variabel Kontrol

Variabel kontrol merupakan variabel yang dikendalikan dengan cara dibuat konstan sehingga faktor luar yang tidak diteliti tidak mempengaruhi pengaruh variabel independen kepada variabel dependen (Sugiyono, 2015). Adapun variabel kontrol dalam penelitian ini adalah variabel makro ekonomi berupa tingkat suku bunga deposito perbulan yang dinyatakan dalam bentuk prosentase dan tingkat kurs bulanan dalam bentuk nominal rupiah.

Metode Analisis

Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini yaitu VECM merupakan model yang dirancang untuk digunakan pada deret waktu tidak stasioner namun, memiliki hubungan kointegrasi antar variabel. VECM sangat berguna karena dapat mengestimasi jangka pendek antar variabel dan efek jangka panjang dari data deret waktu.\Pengujian hipotesis ini menggunakan tingkat α sebesar 5%.

Berikut rumus umum VECM :

$$\Delta Y_t = b_{10} + b_{11}\Delta Y_{t-1} + b_{12}\Delta Y_{t-1} - \lambda(Y_{t-1} - z_{t-1}) + \varepsilon_{yt}$$

$$\Delta Z_t = b_{20} + b_{21}\Delta Y_{t-1} + b_{22}\Delta Y_{t-1} - \lambda(Y_{t-1} - z_{t-1}) + \varepsilon_{yt}$$

Berikut langkah-langkah yang digunakan dalam pengujian *Vector Error Corection Model* (ECM):

1. Uji Stasioneritas (*Unit Root Test*)

Data yang stasioner merupakan syarat penting yang harus dipenuhi sebelum melakukan pengujian VECM. Data stasioner mencerminkan *varians, mean dan autovarians* yang sama pada kapan saja data tersebut digunakan. Apabila terdapat variabel yang tidak stasioner dimasukkan dalam estimasi, maka terdapat kemungkinan koefisien regresi menghasilkan *standar error* yang bias. Hal ini mengakibatkan terjadinya pengujian yang tidak valid dengan kesimpulan yang salah dikarenakan koefisien regresi yang tidak efisien. Metode yang seringkali digunakan untuk menguji stasioneritas data pada data *time series* adalah *unit root test* (uji akar unit). Pada penelitian ini *unit root test* dilakukan dengan *Phillips-Perron Test* dengan hipotesis:

H_0 : $\alpha \geq 1$ (data tidak stasioner)

H_1 : $\alpha < 1$ (data stasioner)

Data juga dapat dikatakan stasioner apabila memiliki nilai probabilitas kurang dari α = 5% (0,05). Apabila setelah dilakukan uji Phillips-Perron terdapat variabel yang memiliki α > 5% (0,05) atau tidak signifikan pada derajat level maka harus dilakukan uji derajat integrasi pada *first difference*. Apabila dengan *first difference* semua variabel telah signifikan maka dapat dikatakan data stasioner pada *first difference* atau I(1). Setelah uji stasioneritas selanjutnya dilakukan pengujian lag optimal saat melakukan uji hubungan kausalitas antar variabel.

2. Uji Kointegrasi (*Cointegration Test*)

Uji kointegrasi adalah pengujian yang dilakukan untuk menguji stasioneritas residual regresiUji kointegrasi berfungsi untuk mengetahui adanya hubungan jangka panjang antar variabel dalam model regresi. Untuk menguji kointegrasi persamaan regresi, dapat dilakukan menggunakan uji DF (*Dickey-Fuller*), uji *Engle-Granger* CDRW (*Cointegration Regression Durbin-Watson*) dan uji ADF (*Augmented Dickey-Fuller*), yang mana baik uji DF, *Engle-Granger* CDRW maupun ADF menggunakan metode OLS (*Ordinary Least Square*).

3.Uji Kausalitas Granger

Pengujian dengan granger causality dapat melihat manakah peristiwa yang mengakibatkan terjadi terlebih dahulu dan digunakan untuk melihat suatu variabel bebas meningkatkan kinerja forcasting pada variabek tidak bebas. Jadi, dapat melihat apakah hubungan antara variabek searah atau dua arah.Uji Kausalitas Granger hasil estimsinya akan memberikan kemungkinan sebagai berikut :

1) Hubungan kausalitas satu arah yang disebut sebagai unidirectional causality dari B ke A
2) Hubungan kausalitas satu arah yang disebut sebagai unidirectional causality dari A ke B
3) Kausalitas dua arah atau saling mempengaruhi *(bidirectional causality)*

4) Tidak terdapat hubungan saling ketergantungan (no causality)

4. Analisis Metode VECM

Vector Error Correction Model merupakan model yang dirancang untuk digunakan pada deret waktu tidak stasioner namun, memiliki hubungan kointegrasi antar variabel. VECM sangat berguna karena dapat mengestimasi jangka pendek antar variabel dan efek jangka panjang dari data deret waktuDimana α adalah koefisien jangka panjang, dan b adalah koefisien jangka pendek, λ adalah error correction parameter, dan variabel y dan z harus menunjukkan kointegrasi. Persamaan hubungan jangka pendek dan jangka panjang dalam penelitian ini yaitu:

$$\Delta Rlq45_t = b_{10} + b_{11}\Delta IS_{t-1} + b_{12}\Delta PF_{t-1} + b_{13}\Delta IB_{t-1} + b_{12}\Delta MF_{t-1} + Kurs_{t-1} + Interest_rate_{t-1} - \lambda(Rlq45_{t-1}\alpha_{11}Rlq45_{t-2} - \alpha_{12}IS_{t-2} - \alpha_{13}PF_{t-2} - \alpha_{14}IB_{t-2} - \alpha_{15}MF_{t-2} + \varepsilon_{yt}$$

$$\Delta PF_t = b_{10} + b_{11}\Delta PF_{t-1} + b_{12}\Delta MF_{t-1} + b_{13}\Delta IB_{t-1} + b_{12}\Delta IS_{t-1} - \lambda(PF_{t-1} - \alpha_{10-}\alpha_{11}PF_{t-1} - \alpha_{12}MF_{t-1} - \alpha_{13}IB_{t-1} - \alpha_{14}IS_{t-2} + \varepsilon_{yt}$$

$$\Delta MF_t = b_{10} + b_{11}\Delta PF_{t-1} + b_{12}\Delta MF_{t-1} + b_{13}\Delta IB_{t-1} + b_{12}\Delta IS_{t-1} - \lambda(MF_{t-1} - \alpha_{10-}\alpha_{11}PF_{t-1} - \alpha_{12}MF_{t-1} - \alpha_{13}IB_{t-1} - \alpha_{14}IS_{t-1} + \varepsilon_{yt}$$

$$\Delta IB_t = b_{10} + b_{11}\Delta PF_{t-1} + b_{12}\Delta MF_{t-1} + b_{13}\Delta IB_{t-1} + b_{12}\Delta IS_{t-1} - \lambda(IB_{t-1} - \alpha_{10-}\alpha_{11}PF_{t-1} - \alpha_{12}MF_{t-1} - \alpha_{13}IB_{t-1} - \alpha_{14}IS_{t-1} + \varepsilon_{yt}$$

$$\Delta IS_t = b_{10} + b_{11}\Delta PF_{t-1} + b_{12}\Delta MF_{t-1} + b_{13}\Delta IB_{t-1} + b_{12}\Delta IS_{t-1} - \lambda(IS_{t-1} - \alpha_{10-}\alpha_{11}PF_{t-1} - \alpha_{12}MF_{t-1} - \alpha_{13}IB_{t-1} - \alpha_{14}IS_{t-1} + \varepsilon_{yt}$$

Rlq45	= *Return LQ45*
IS	= *Asuransi*
PF	= *Pension Fund*
IB	= *Financial Institution*
MF	= *Mutual Fund*
KURS	= Kurs
INT	= Interest Rate
λ	= Koefisien Kecepatan Penyesuaian
ε_1	= *Disturbance/errors*
t	= Periode waktu

5.Analisis Impluse Response

Impulse response melacak tingkat respon variabel dependen dalam VAR terhadap *shock* masing-masing variabel. Jadi untuk tiap variabel dari persamaan yang terpisah, satu unit *shock* diaplikasikan pada *error* dan pengaruh dalam sistem VAR sepanjang waktu akan dicatat. IRF merupakan suatu metode yang digunakan untuk menentukan respon suatu variabel endogen terhadap suatu *shock* tertentu karena sebenarnya *shock* variabel misalnya ke-i tidak hanya berpengaruh terhadap variabel ke-i itu saja tetapi ditransmisikan kepada semua variabel endogen lainnya melalui struktur dinamis atau struktur lag dalam VAR.

6. Variance Decomposition

Variance Decomposition (VD) atau disebut juga *Forecasting Error Decomposition of Variance* (FEVD) digunakan untuk menghitung dan menganalisis seberapa besar pengaruh acak guncangan (*shock*) dari variabel tertentu terhadap variabel endogen. Atau dengan kata lain VD merupakan metode yang dilakukan untuk melihat perubahan dalam suatu variabel yang ditunjukkan oleh perubahan *error variance* yang dipengaruhi oleh variabel-variabel lainnya. Melalui metode ini dapat dilihat kekuatan dan kelemahan masing-masing variabel dalam mempengaruhi variabel lainnya dalam kurun waktu yang panjang.

E. HASIL DAN PEMBAHASAN

Tabel 1 Hasil Estimasi Granger Causality

Hubungan	F-Statistic	Prob
Financial dengan Return LQ45	3.35544	0.0489
Return LQ45 dengan Financial Institution	0.19857	0.8210
Asuransi dengan Return LQ45	4.61371	0.0182
Return LQ45 dengan Asuransi	1.76124	0.1897
Mutual Fund dengan Return LQ45	2.81162	0.0465
Return LQ45 dengan Mutual Fund	1.71294	0.1981
Pension Fund dengan Return LQ45	3.81983	0.0337
Return LQ45 dengan Pension Fund	2.57629	0.0934
Asuransi dengan Financial Institution	5.72563	0.0080
Financial Institution dengan Asuransi	0.01411	0.9860

Sumber: Hasil pengolahan Eviews 8.0,2018

Berdasarkan hasil uji kausalitas granger yang telah dilakukan, diperoleh hasil bahwa tidak ada hubungan kausalitas dua arah antar variabel yang berarti tidak ada variabel yang saling mempengaruhi. Namun, jika dilihat hubungan antara return LQ45 dengan net investment institusi asing memiliki hubungan unindirectional causality, dimana return LQ45 mempengaruhi *net investment pension fund, net investment mutual fund, net investment financial institution, dan net investment asuransi* namun, tidak ada hubungan yang sebaliknya yang mempengaruhi. Sedangkan hubungan antara institusi asing *antara net investment financial institution* dengan *net investment asuransi* memiliki hubungan unindirectional causality, dimana *net investment financial institution* mempengaruhi *net investment asuransi*. Antara institusi lainya tidak memiliki pengaruh satu sama lain.

Tabel 2 Hasil Uji_Hubungan Kausalitas Granger

No	Keterangan
1	Undirectional causality dari Return LQ45 ke Pension Fund
2	Undirectional causality dari Return LQ45 ke Mutual Fund
3	Undirectional causality dari Return LQ45 ke Financial institution
4	Undirectional causality dari Return LQ45 ke Insurance
5	Undirectional causality dari Financial Institution ke Insurance

Sumber : Penulis, 2018

Tabel 3 Hasil Uji VECM

Variabel	Koefisien	T-Statistik	Keterangan
Jangka Panjang			
Pension Fund(-1)	1.140.927	[1.27040]	tidak signifikan
Mutual Fund(-1)	-0.645595	[-2.25373]	signifikan
Financial Institution (-1)	1.730.441	[4.75240]	signifikan
Asuransi (-1)	0.819360	[2.21372]	signifikan
C	-1.060.134		
Variabel	**Koefisien**	**T-Statistik**	**Keterangan**
Jangka Pendek			
Return LQ45	-150060	[-0.85121]	tidak signifikan
Pension Fund(-1)	-0.495543	[-0.70781]	tidak signifikan
Mutual Fund(-1)	0.036914	[0.07491]	tidak signifikan
Financial Institution (-1)	0.542144	[1.94979]	tidak signifikan
Asuransi (-1)	-100216	[-0.25001]	tidak signifikan

C	-1.058.124	[-2.89107]	tidak signifikan
Kurs	2.543.564	[2.87342]	Signifikan
Interest Rate	1.062.291	[0.89971]	tidak signifikan

Cointegration	**Koefisien**	**T-Statistik**
Return LQ45	-244797	[-1.58327]
D(Pension Fund)	-0.043447	[-1.04431]
D(Mutual Fund)	-0.084399	[-1.15652]
D(Financial Institution)	-0.007194	[-0.08085]
D(Asuransi)	-0.299199	[-3.10508]

Sumber: Hasil pengolahan Eviews 8.0,2018

Sehingga, persamaan dapat ditulis sebagai berikut :

D(RETURN_LQ45) = -0.244796*(RLQ45(-1) + 1.140926*PF(-1) - 0.645594*MF(-1) + 1.73044*FI(-1) + 0.81936*IS(-1) - 30.87037) -0.15006*D(RLQ45(-1)) - 0.495542*D(PF(-1)) + 0.0369143*D(MF1)) + 0.5421435*D(FI(-1)) - 0.10021*D(IS(-1)) -10.58124 + 2.54354*KURS+ 1.06229141482*INTEREST_RATE

Dari tabel 1 dapat diperoleh persamaan jangka pendek ECM sebagai berikut:

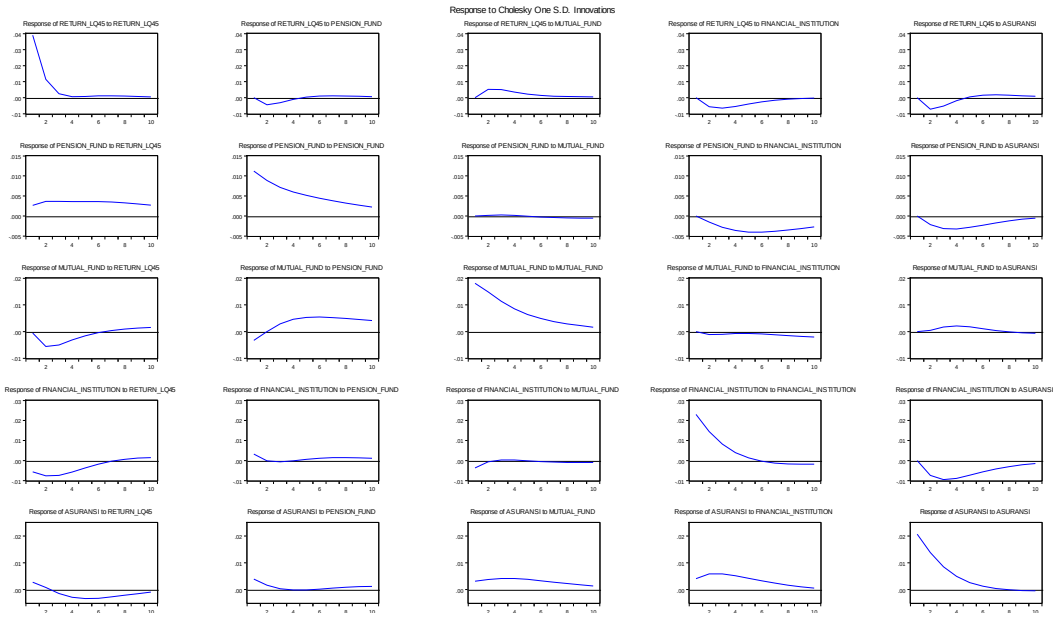
D(INF) = 0.011290 – 4.220223D(KD) + 22.40639*D(KK) + 4.533327D*(KURS) + 0.489513D(BR) – 4.622989D(PB) + 22.66317*D(UKL) – 33.21193 *D(UKI) – 0.656300(ECT)

Keterangan:

signifikan t stat > t-tabel pada tingkat kepercayaan 5% yaitu pada 2,04523 atau < -2,04523.

- Hasil estimasi persamaan jangka panjang :
  Net investment mutual fund memberikan pengaruh negatif terhadap return LQ45 sebesar -0.645595 yang mengartikan bahwa, jika terjadi kenaikan investasi yang dilakukan oleh mutual fund akan memberikan pengaruh negatif terhadap return LQ45 sebesar -0.645595. Pengaruh *net investment asuransi* sebesar 0.819360 yang mengartikan adanya investasi yang dilakukan oleh institusi asuransi akan menaikan tingkat return sebesar 0.819360. Begitu pula dengan variabel *net investment financial institution* juga memberikan pengaruh positif yang signifikan sebesar 1.730441, artinya adanya kenaikan investasi saham yang dilakukan oleh financial institution akan memberikan pengaruh berupa signifikan yaitu sebesar kenaikan pada return LQ45 sebesar 1.730441.
- Hasil estimasi persamaan jangka pendek :
  kurs yang berpengaruh signifikan mempengaruhi return sebesar 2.543.564, yang mengartikan adanya kenaikan tingkat kurs akan membuat return LQ45 naik sebesar 2.543.564. Variabel makro seperti tingkat suku bunga dalam periode penelitian ini tidak memberikan pengaruh yang signifikan, selain itu variabel investasi institusi asing juga tidak ada yang signifikan mempengaruhi return LQ45. Namun, pengaruh signifikan ditemukan pada *interest rate* berpengaruh terhadap *net investment mutual fund* sebesar -1.247281 yang mengartikan saat adanya kenaikan tingkat suku bunga akan membuat penurunan investasi yang dilakukan oleh *mutual fund*.

Gambar 3 Hasil Uji Impulse Response



Sumber: Hasil pengolahan Eviews 8.0 (2018)

Pembahasan :

1. **Return LQ45 :** Pada hasil pengujian IRF dapat disimpulkan bahwa ketika terjadi shock antara variabel return LQ45 sendiri dan investasi institusi asing pada awal periode hanya direspon oleh variabel itu sendiri, sedangkan shocks yang terjadi pada investasi institusi asing baru berpengaruh pada return LQ45 setelah periode kedua. Respon positif yang menaikan nilai return LQ45 hanya pada shocks net investment mutual fund sedangkan shocks variabel lain mendapatkan respon negatif yang dapat mengurangi nilai dari return LQ45. Hasil IRF tersebut menyimpulkan bahwa return LQ45 tidak terlalu dipengaruhi oleh variabel lain selain shock dari variabel itu sendiri
2. **Net Investment Pension Fund :** Dapat dilihat dari hasil uji IRF yang dilakuka dapat disimpulkan pada awal periode direspon return LQ45 secara positif begitu pula dengan variabel net investment pension fund sendiri. Respon pada variabel lain baru terlihat saat periode kedua. Pengaruh shock paling besar berasal dari return LQ45 yang mengartikan bahwa adanya transaksi yang dilakukan oleh pension fund dengan melihat bagaimana return yang didapatkan oleh indeks LQ45
3. **Net Investment Mutual Fund :** Berdasarkan uji IRF yang telah dilakukan dapat disimpulkan bahwa adanya shocks yang terjadi pada variabel lain direspon oleh mutual fund secara fluktuatif hanya sampai periode 5 saja. Shocks dari pension fund paling besar direspon oleh mutual fund yang berarti ada hubungan keterkaitan antara investasi yang dilakukan oleh kedua institusi tersebut
4. **Net Investment Financial Institution :**Dapat dilihat dari hasil uji IRF yang dilakukan pada financial institution terhadap shocks pada tiap variabel responya paling besar diantara yang lain karena respon yang diberikan yaitu sampai pada periode ke 6 dan ke 7. Hal tersebut menandakan bahwa investasi yang dilakukan oleh financial institution cenderung dipengaruhi oleh aktivitas investasi institusi lain dan seberapa besar return yang didapatkan oleh LQ45
5. **Net Investment Asuransi :** Dapat dilihat dari hasil uji IRF yang dilakukan untuk melihat bagaimana respon yang diberikan oleh net investment asuransi pada awal periode langsung memberikan respon terhadap adanya shock pada tiap variabel. Dimana hal tersebut mengartikan bahwa investasi yag dilakukan oleh asuransi cenderung dipengaruhi oleh investasi institusi lain dan seberapa besar return yang diberikan oleh LQ45

Tabel 4 Hasil Uji FEDV

RETURN LQ45:

Period	S.E.	RETURN_LQ45	PENSION FUND	MUTUAL FUND	FINANCIAL INSTITUTION	ASURANSI
1	0.039016	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.042270	92.63908	1.123639	1.520597	1.811910	2.904773
3	0.043573	87.50359	1.572463	2.757075	4.003059	4.163813
4	0.044117	85.37909	1.585769	3.328111	5.470737	4.236289
5	0.044362	84.47211	1.576801	3.539587	6.210032	4.201470
6	0.044512	83.96694	1.619637	3.611089	6.509325	4.293010
7	0.044616	83.64901	1.678246	3.637563	6.607978	4.427204
8	0.044683	83.45458	1.726956	3.651934	6.633266	4.533260
9	0.044722	83.34154	1.761020	3.663457	6.636885	4.597100
10	0.044744	83.27710	1.783850	3.673714	6.635770	4.629565

PENSION FUND:

Period	S.E.	RETURN_LQ45	PENSION FUND	MUTUAL FUND	FINANCIAL INSTITUTION	ASURANSI
1	0.011524	5.378013	94.62199	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.015213	8.764094	88.20575	0.012029	1.010230	2.007900
3	0.017723	10.73388	81.32078	0.025568	3.271920	4.647850
4	0.019670	12.08368	75.30887	0.024589	6.077803	6.505063
5	0.021225	13.25055	70.53681	0.022178	8.792204	7.398261
6	0.022464	14.36073	66.87615	0.033166	11.09066	7.639293
7	0.023435	15.40145	64.09664	0.060241	12.88896	7.552717
8	0.024180	16.32771	61.99995	0.097676	14.22736	7.347313
9	0.024736	17.10756	60.43442	0.137999	15.19042	7.129600
10	0.025141	17.73216	59.28281	0.175588	15.86600	6.943436

MUTUAL FUND:

Period	S.E.	RETURN_LQ45	PENSION_FUND	MUTUAL FUND	FINANCIAL INSTITUTION	ASURANSI
1	0.018349	0.085284	3.211434	96.70328	0.000000	0.000000
2	0.024273	5.282740	1.835308	92.63610	0.209912	0.035943
3	0.027469	7.437974	2.523661	89.34012	0.297449	0.400792
4	0.029374	7.680065	4.643346	86.49154	0.326254	0.858799
5	0.030632	7.320867	7.282910	83.91874	0.354850	1.122638
6	0.031531	6.925149	9.853037	81.62368	0.416575	1.181557
7	0.032217	6.647587	12.09830	79.56579	0.539803	1.148516
8	0.032771	6.502885	13.95235	77.69093	0.742360	1.111481
9	0.033237	6.472414	15.43091	75.97239	1.022749	1.101536
10	0.033640	6.532386	16.57929	74.41144	1.361576	1.115311

FINANCIAL INSTITUTION:

Period	S.E.	RETURN_LQ45	PENSION FUND	MUTUAL FUND	FINANCIAL INSTITUTION	ASURANSI
1	0.024225	5.570397	1.788038	2.354352	90.28721	0.000000
2	0.030206	10.06848	1.151194	1.566340	81.16694	6.047051
3	0.033558	13.06703	0.976075	1.277811	71.77504	12.90404
4	0.035418	14.37401	0.878590	1.153481	65.69525	17.89867
5	0.036381	14.63295	0.856292	1.094094	62.38731	21.02936

6	0.036881	14.46515	0.923553	1.083925	60.71512	22.81225
7	0.037175	14.24478	1.048666	1.113282	59.86986	23.72341
8	0.037380	14.11813	1.186033	1.166219	59.41138	24.11824
9	0.037541	14.09777	1.303967	1.226831	59.13487	24.23656
10	0.037668	14.14681	1.390259	1.284147	58.95317	24.22562

ASURANSI:

Period	S.E.	RETURN_LQ45	PENSION FUND	MUTUAL FUND	FINANCIAL INSTITUTION	ASURANSI
1	0.021841	1.527871	3.113158	2.034706	3.465386	89.85888
2	0.026835	1.094677	2.433123	3.265235	7.020759	86.18621
3	0.029091	1.194251	2.080061	4.801792	10.03835	81.88555
4	0.030371	2.018195	1.912816	6.259458	12.09861	77.71092
5	0.031196	3.119539	1.815285	7.418462	13.29748	74.34923
6	0.031733	4.089576	1.756508	8.248335	13.90916	71.99642
7	0.032070	4.767367	1.744210	8.806822	14.17397	70.50763
8	0.032271	5.164056	1.785058	9.166455	14.25268	69.63175
9	0.032389	5.356790	1.873486	9.387988	14.24317	69.13856
10	0.032461	5.427117	1.995126	9.516547	14.20222	68.85899

Sumber : Penulis,2018

Dari hasil *variance decomposite* dapat terlihat kontribusi Return LQ45 paling besar didominasi oleh dirinya sendiri, nilai kontribusi dari investasi asing terbesar dari financial institution sedangkan kontribusi paling kecil dari Return LQ45 pada varians pension fund dibandingkan dengan institusi lainya. Jika dilihat dari nilai kontribusi Return LQ45 pada varians Financial Institution dan Asuransi cukup besar yaitu 48,82% dan 20,32%. Mutual fund nilai kontribusi paling besar berasal dari shock variabelnya sendiri sedangkan variabel return LQ45 memberikan kontribusi rata rata sebesar 2,25%.

Hubungan Keterkaitan antara Net Foreign Institution terhadap Return LQ45

Secara umum, berdasarkan hasil pengujian *Vector Error Corection Model (VECM)*, dapat digunakan untuk melihat apakah ada keterkaitan antar return indeks LQ45 dengan investasi asing yang dilakukan oleh institusi asing yang dibagi menjadi 4 kategori yaitu *pension fund, mutual fund, financial institution, dan asuransi dan* variabel *kurs* serta *interest rate* sebagai variabel eskogen penelitian.Dari hasil pengujian *granger causality* mendapatkan hasil bahwa adanya hubungan keterkaitan searah dari return LQ45 ke pada institusi asing *pension fund, mutual fund, financial institution, dan asuransi* namun tidak sebaliknya, artinya bahwa ada pengaruh antara return yang dihasilkan oleh indeks LQ45 terhadap investasi yang dilakukan oleh asing dimana hal tersebut sesuai dengan teori *positive feedback trader* yang mengatakan bahwa investasi yang dilakukan oleh asing cenderung melihat seberapa besar return yang dihasilkan oleh suatu pasar saham. Jika dilihat dari rata-rata tahunan selama periode 2010-2016, *return* saham di Indonesia juga tertinggi di Asean, yakni sebesar 17,79%. Jika dilihat potensi *return* di pasar saham di Indonesia pada masa yang akan datang nanti akan menghasilkan return yang cukup tinggi. Faktor pendukungnya adalah pertumbuhan ekonomi yang semakin tinggi dan stabil, profitabilitas emiten di Bursa Efek Indonesia yang semakin besar, serta indikator ekonomi makro yang kokoh dan terjaga di level yang aman. Hal tersebut sesuai dengan teori *positif feedback trader* dimana para investor asing dalam menanamkan investasinya didalam suatu pasar modal melihat seberapa besar return yang dapat dihasilkan dari pasar modal tersebut karena dapat digunakan sebagai ekspektasi return yang akan di dapatkan dimasa yang akan dating nanti. Namun, tidak sesuai dengan teori *price pressure* karena adanya investasi yang dilakukan oleh asing ternyata tidak berdampak pada return yang dihasilkan oleh Indeks LQ45. Sedangkan jika dilihat hubungan antara institusi hanya *financial institution* saja yang memberikan pengaruh pada institusi asuransi, yang berarti ada *hearding behaviour* antara institusi.

Hasil granger causality ini juga mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh (Vo, 2017, Samarakoon, 2009, Ülkü and İkizlerli, 2012, Ülkü and Weber, 2013, Wang and Haizhi

Wang, 2014, Adaoglu and Turan Katircioglu, 2013, Chandra, 2012) bahwa investor asing adalah positif feedback trader di dalam pasar modal domestic. Selanjutnya penelitian yang dilakukan oleh French and Vishwakarma (2013), (Nyang`oro, 2013) juga mendapatkan hasil bahwa tidak dapat membuktikan teori price pressure dari adanya investasi yang dilakukan ileh investor asing, dimana sesuai dengan hasil dari penelitian ini.Saat institusi asing tersebut dibagi menjadi 4 kategori yaitu institusi asing *mutual fund, pension fund, dan asuransi* dapat terlihat bahwa adanya perbedaan behavior dalam bertransaksi saham karena perbedaan tipe dan tujuan tiap institusi. Didapatkan hasil dari perubahan yang terjadi pada *return* LQ45 direspon oleh tiap institusi asing secara berbeda yang dapat dijelaskan sebagai berikut

Hubungan Keterkaitan antara *Net Invesment Pension Fund* terhadap *Return* LQ45 Dapat terlihat dari hasil VECM bahwa hanya variable *net investment pension fund* saja yang tidak memberikan pengaruh kepada variable return LQ45, sedangkan variable investasi institusi asing yang lainnya memberikan pengaruh yang signifikan terhadap return LQ45. Hasil penelitian tersebut sejalan dengan French and Vishwakarma (2013) yang meneliti dampak dari adanya *foreign flows* pada bursa efek Filipina menggunakan metode VAR mendapatkan hasil bahwa tidak memilki pengaruh yang cukup kuat pada return pasar. Jika dilihat dari hasil variance decomposite pada varians return LQ45 shock yang terjadi pada *pension fund* memberikan kontribusi yang paling kecil diantara investasi institusi asing lainya dimana hal tersebut mengartikan bahwa adanya perubahan pada transaksi investasi yang dilakukan oleh *pension fund* memberikan pengaruh yang kecil begitu pula jika dilihat dari hasil IRF pengaruhnya hanya sampai dengan period ke 4 sampai dengan periode ke 5 sudah mengalami kestabilan atas adanya shock pada *return* LQ45. Adanya perbedaan pergerakan antara investor institusi asing tersebut dikarenakan perbedaan tujuan dan kewajiban tiap institusi. *Pension fund* merupakan badan hukum yang didirikan dengan tujuan untuk mengupayakan kesinambungan penghasilan bagi nasabah pada saat nasabah mencapai masa purnakarya atau pensiun. *Pension fund* harus senantiasa menjaga keseimbangan jatuh tempo antara investasi dan kewajiban (asset liabilities matching). Upaya ini perlu dilakukan agar baik dalam jangka pendek, menengah, dan panjang, dana Pensiun dapat memenuhi kewajiban pembayaran manfaat kepada Peserta. Pada umumnya, pengelolaan dana pensiun merupakan pengelolaan investasi jangka panjang, dimana investasinya memerlukan waktu minimal 10 tahun. Dana pensiun cenderung menginvestasikan dananya dalam bentuk deposito berjangka karena dapat menjaga nilai pokok dari dana yang di investasikan oleh nasabah berbeda dengan menginvestasikan dana dalam bentuk saham karena, ada kemungkinan nilai pokok dari investasi saham tersebut akan berkurang. Adanya fluktuasi dari tingkat suku bunga hanya akan berpengaruh terhadap pendapatan bunga yang diterima bukan pada nilai pokok uang yang di investasikan. Pada intinya, dana pensiun sendiri lebih mengutamakan investasi yang berkesinambungan dengan imbalan hasil yang pasti karena sesuai dengan tujuan dana pensiun yaitu memberikan jaminan terhadap manfaat pensiun bagi para nasabahnya dimasa yang akan datang nanti. Oleh karena itu, dalam penelitian ini investasi yang dilakukan oleh institusi *pension fund* tidak memberikan pengaruh yang signifikan terhadap *return* LQ45 karena prinsip investasi yang dilakukan oleh dana pensiun cenderung konservatif.

Hubungan Keterkaitan antara *Net Invesment Mutual Fund* terhadap *Return* LQ45

Berbeda lagi dengan manajer investasi yang ada pada *mutual fund* yang lebih sering mengevaluasi portofolionya dibandingkan dengan dan lainya karena, institusi *mutual fund* sendiri merupakan salah satu institusi dimana tujuanny adalah untuk mengelola berbagai jenis investasi dimana didalamnya terdapat berbagai macam instrumen pasar keuanga jangka panjang/jangka pendek disesuaikan dengan kebutuhan nasabah. Dana yang diambil oleh nasabah mutual fund dapat keluar masuk tanpa adanya pemberitahuan pada pihak mutual fund oleh karena itu, *mutual fund* membutuhkan pendanaan yang sifatnya likuid sehingga cenderung untuk berinvestasi di dalam pasar saham (Setiantp, 2016). Jika dilihat dari besarnya nilai transaksi investasi asing ke Indonesia paling besar berasal dari mutual fund dibandingkan dengan institusi asing lainya. Selain itu pergerakan transaksi investasi asing mutual fund memiliki pergerakan yang cukup fluktuatif dibandingkan dengan insitusi lainya yang mengartikan bahwa investasi portofolio saham yang dilakukan oleh mutual fund cenderung dalam jangka waktu pendek.

Dapat terlihat bahwa net investment mutual fund memberikan pengaruh negative signifikan dimana hal tersebut tidak sesuai dengan teori *positif feedback trader* hal tersebut mengindikasikan bahwa perilaku institusi reksadana justru melakukan pembelian saham saat return yang dihasilkan oleh pasar cenderung memberikan return yang rendah dan melakukan aksi

jual saat return yang dihasilkan tinggi bahwa adanya investasi asing malah menghasilkan negative feedback trader. Hal tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Chiang et al. (2012) bahwa investor asing tidak melakukan overreact saat adanya penurunan/kenaikan return dalam pasar Taiwan jadi, tidak berdampak pada ketidakstabilan pasar modal di Taiwan. Hal tersebut menunjukan bahwa investor cenderung mengikuti strategi momentum dimana hasil penelitian yang serupa juga di temukan di dalam pasar modal korea oleh (Bae et al., 2011).

Hubungan Keterkaitan antara *Net Finacial Institution Invesment* terhadap *Return* LQ45

Investor institusi asing cenderung memiliki kemampuan analisis yang lebih baik dibandingka dengan investor lokal karena teknologi yang dimiliki lebih maju dibandingkan investor domestik. Lebih dominanya investasi yang dilakukan oleh institusi asing di dalam instrumen efek dimana nilai transaksi yang dilakukan oleh investor institusi asing bisa mencapai miliaran hingga triliunan rupiah yang mengartikan memiliki pernanan yang cukup besar dalam menggerakan harga saham dan memiliki pengaruh pada return pasar yang pada penelitian ini menggunakan return dari indeks LQ45. Hasil tersebut mendukung penelitian yang dilakukan oleh Sias, Starks, dan Titman (2001) yang menyatakan bahwa adanya investasi portofolio yang dilakukan oleh asing memberika dampak pada return yang dihasilkan oleh pasar *(price pressure).*Sama halnya dengan financial institution yang biasanya berbentuk perbankan dimana fungsinya adalah sebagai lembaga intermediasi antara pihak yang membutuhkan dana dan kelebihan dana. Sumber profit perbankan yang utama didapatkan dari bunga kredit yang disalurkan kepada masyarakat dari hasil dana yang telah dihimpun dalam bentuk tabungan/deposito. Jika ada kelebihan dana dalam institusi perbankan tersebut maka akan dikelola oleh manajer investsi perbankan dalam bentuk investasi lainya yang menguntungkan seperti saham. Di dalam perbankan dana nasabah dapat masuk/keluar dana sewaktu waktu oleh karena itu perbankan disini harus selalu likuid oleh karena itu, cenderung menanamkan dana dalam bentuk saham karena mudah dicairkan.

Dari hasil VECM dapat terlihat bahwa memberikan pengaruh signifikan positif dimana sesuai dengan teori dan hasil penelitian ini mendukung penelitian lain yang dilakukan oleh Nyang`oro (2013), Adaoglu and Turan Katircioglu (2013), Wang and Haizhi Wang (2014) dan Chandra (2012) bahwa adanya *positive feedback trader* yang dilakukan oleh investor asing. Jika dilihat dari nilai kontribusi pada return LQ45 financial institution memberikan kontribusi yang paling besar dibandingkan dengan institusi lain yang mana mengartikan bahwa antara financial institution dengan return LQ45 memiliki hubungan yang paling kuat.

Hubungan Keterkaitan antara *Net Invesment Insurance* terhadap *Return* LQ45

Dapat terlihat dari hasil VECM bahwa mendapatkan hasil signifikan dan positif dimana hal tersebut sesuai dengan teori *positif feedback trader.* Sedangkan dari hasil FEDV dapat terlihat adanya shocks pada return LQ45 memberikan kontribusi yang cukup besar pada varians pension fund, sedangkan financial institution juga memberikan nilai kontribusi yang besar dimana mengindikasikan dalam melakukan investasi di dalam pasar saham institusi asuransi cenderung melihat bagaimana pergerakan investasi yang dilakukan oleh financial institution. Institusi asuransi dalam melakukan investasi ada sebagian dana yang dialokasikan pada deposito perbankan oleh karena itu antara kedua institusi tersebut memiliki hubungan keterkaitan yang cukup erat. Jika dilihat secara keseluruhan dapat disimpulkan bahwa adanya hubungan keterkaitan satu sama lain antara return indeks LQ45 dengan investasi yang dilakukan oleh investor Hasil penelitian ini mendukung penelitian lain yang dilakukan oleh Adaoglu and Turan Katircioglu (2013), Wang and Haizhi Wang (2014) dan Chandra (2012) bahwa adanya *positive feedback trader* yang dilakukan oleh investor asing. Oleh karena itu, adanya perbedaan pergerakan investasi yang dilakukan oleh investor asing terutama yang institusi dikarenakan perbedaan tujuan dan kewajiban tiap institus i.

Pengaruh Variabel Makro Terhadap Return LQ45 dan Net Foreign Institution Investment

Hubungan keterkaitan antara variabel makro dengan return LQ45 dalam periode penelitian ternyata memiliki pengaruh yang signifikan yaitu pada variabel tingkat kurs rupiah terhadap dollar justru memberikan pengaruh signifikan dan positif pada return indeks LQ45. Dalam periode penelitian, saat terdepresiasinya nilai rupiah terhadap dollar ternyata tidak membuat nilai return LQ45 menjadi melemah menunjukan bahwa kondisi emiten yang terdaftar

dalam indeks LQ45 memiliki kinerja tahunan yang cukup baik sehingga dapat menjaga stabilitas harga saham, selain itu faktor investor domestik yang mulai mendominasi bursa saham disini mulai memberikan pernanan dimana dapat menahan laju penurunan indeks LQ45 akibat aksi jual yang dilakukan oleh investor asing terutama oleh institusi.Penelitian terdahulu juga menyatakan bahwa nilai tukar memiliki hubungan positif terhadap indeks harga saha (Daggash and Abraham, 2017, Ozcan, 2012, Amadasu, 2012). Namun, tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Purnomo (2013) 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. Adanya pertumbuhan investasi portofolio oleh asing sangat bergantung pada kebijakan moneter, dimana kebijakan moneter tersebut ditransmisikan melalui nilai tukar melalui pasar barang dan pasar aset. Kenaikan dan penurunan nilai rupiah terhadap dolar dapat menyebabkan perubahan permintaan dan penawaran di pasar valuta asing sehingga dapat mempengaruhi aliran investasi portofolio asing yang masuk ke Indonesia. (Bapepam-LK, 2008). Oleh karena itu, 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, pada periode penelitian kurs tidak memberikan pengaruh yang signifikan dalam investasi asing yang diakukan oleh institusi, hal tersebut bisa jadi dikarenakan kemampuan investor dalam manajemen resiko sudah baik yaitu dengan cara melakukan hedging (lindung nilai) sehingga resiko mata uang hampir ditiadakan hasil tersebut mendukung hasil penelitian (Zaretta, 2013). Untuk variabel makro tingkat suku bunga deposito pada periode penelitian tidak memiliki hubungan keterkaitan dengan retrun LQ45 dikarenakan adanya perubahan pada tingkat suku bunga tidak terlalu besar. Lain halnya dengan pengaruh tingkat suku bunga deposito terhadap investasi yang dilakukan oleh mutual fund ternyata memberikan dampak negatif yang berarti saat tingkat suku bunga mengalami kenaikan investasi saham yang dilakukan oleh mutual fund akan mengalami penurunan karena biasanya investor akan lebih tertarik untuk menanamkan dananya dalam bentuk deposito ditambah lagi resiko yang diberikan cenderung lebih kecil dibandingkan dengan investasi bentuk portofolio saham. Hal tersebut mendukung penelitian penelitan Insukindro dan Aliyudanto (2014) bahwa suku bunga domestik memberikan pengaruh yang dominan terhadap investasi portofolio dalam bentuk saham. Perubahan suku bunga domestik akan memberikan dampak negatif terhadap investasi portofolio asing modal ekuitas, dikarenakan meningkatnya suku bunga akan membuat investor lebih memilih obligasi atau deposito dengan tingkat return yang lebih tinggi dan risiko yang rendah.

F. PENUTUP

Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan pada bab sebelumnya mengenai keterkaitan antara return Indeks LQ45 dan investasi asing yang dilakukan oleh institusi asing, maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut

1. Adanya kegiatan investasi institusi asing yaitu investasi *pension fund, mutual fund, financial institution,* dan *insurance*serta return LQ45 antara satu dengan yang lain memiliki hubunga saling keterkaitan. Return LQ45 memberikan pengaruh terhadap *net foreign investment* dimana hal tersebut sesuai dengan hipotesis positive feedback trader. Saat institusi asing tersebut dibagi menjadi 4 kategori yaitu institusi asing *mutual fund, pension fund, dan asuransi* dapat terlihat bahwa adanya perbedaan behavior dalam bertransaksi saham karena perbedaan tipe dan tujuan tiap institusi.
2. Hubungan keterkaitan antara *net investment pension fund* dengan *return* LQ45 dapat terlihat tidak memiliki pengaruh besar dikarenakan tujuan institusi pension *fund* yang cenderung berinvestasi dengan return yang berkesinambungan dengan imbal hasil yang pasti. Prinsip investasi yang dilakukan oleh dana pension adalah konservatif dan lebih cenderung berinvestasi pada deposito/obligasi sehinga proporsi investasi saham sendiri lebih kecil sehingga adanya investasi yang dilakukan oleh *pension fund* tidak berdampak besar pada return pasar yang ditujukan oleh LQ45 dan sebaliknya.

3. Hubungan keterkaitan antara *net investment mutual fund* dengan *return* LQ45 memiliki keterkaitan, namun saat melakukan investasi di dalam pasar saham institusi reksadana memiliki perilaku yang berbeda apabila dibanding investor institusi lainya cenderung masuk dalam pasar saat *return* rendah dan melakukan jual saat return saham tinggi perilaku tersebut mengikuti strategi *market rebalancing* dimana tidak sesuai dengan teori *positive feedback trader*.
4. Hubungan keterkaitan antara net investment financial institution dengan return LQ45 sejalan dengan teori positif feedback trader dimana besarnya return yang dihasilkan mempengaruhi investasi yang dilakukan oleh financial institution dan sebaliknya adanya investasi yang dilakukan memberikan dampak pada pergerakan pasar domestik yang dilihat dari return LQ45
5. Hubungan keterkaitan antara net investment insurance dengan return LQ45 adalah memiliki keterkaitan yang cukup kuat dan sesuai dengan teori positif feedback trader dimana besarnya return yang dihasilkan LQ45 mempengaruhi besarnya investasi yang dilakukan oleh investor institusi asuransi asing.
6. Variable eksogen dalam penelitian yaitu kurs memberikan pengaruh dimana adanya kenaikan dalam tingkat kurs akan menaikan pula return yang dihasilkan oleh LQ45 menandakan bahwa keadaan makro ekonomi memang memberikan pengaruh yang besar pada pasar modal. Tingkat kurs akan memberikan pengaruh pada pertimbangan investor asing apakah akan masuk atau keluar dari pasar modal oleh karena itu kurs merupakan salah jenis resiko yang diperhatikan oleh investor asing. Sedangkan, tingkat suku bunga deposito tidak berpengaruh karena dalam periode penelitian perubahan dari tingkat suku bunga deposito tidak signifikan perubahanya.

Saran

1. Bagi Pemerintah

   Dengan ditemukanya hubungan keterkaitan antara investasi yang dilakukan oleh asing terutama institusi asing tentunya diperlukan adanya undang undang pengawasan untuk mengatur bagaimana investasi asing di dalam suatu pasar modal agar tidak menimbulkan dampak negatif pada Bursa Efek Indonesia atas adanya transaksi yang dilakukan oleh investor institusi asing dalam jangka waktu yang singkat. Perlunya strategi pemerintah untuk menarik investor domestik untuk menanamkan modalnya kedalam pasar saham agar fundamental dari pasar saham Indonesia tidak mudah terpengaruh oleh sentimen dari transaksi investor asing terutama institusi.

2. Bagi Peneliti Selanjutnya

   Penelitian ini dapat dikembangkan menjadi dengan menggunaan variabel waktu yang lebih lama,. Penelitian ini dapat dilanjutkan dengan menggunakan nilai net buy dan net sell secara terpisah untuk melihat perilaku investor institusi asing secara keseluruhan. Penelitian ini dapat dikembangkan dengan menambahkan investor institusi domestik sehingga dapat dibandingkan perilaku investor institusi asing dengan investor institusi domestik.

DAFTAR PUSTAKA

Adaoglu, C. & Turan Katircioglu, S. 2013. Foreign Investor Flows And “Blue Chip” Stock Returns. *International Journal Of Emerging Markets,* 8.

Amadasu, D. 2012. Interest Rate, Inflation Rate And Exchange Rate Influenceon The Nigerian Stock Market Index. *International Journal Of Arts And Humanitiesbahir Dar, Ethiopia*

Anayochukwu, D. O. B. 2012. The Impact Of Stock Market Returns On Foreign Portofolio Investment In Nigeria. *Journal Of Business And Management,* 2.

Bae, S. C., Min, J. H. & Jung, S. 2011. Trading Behavior, Performance, And Stock Preference Of Foreigners, Local Institutions, And Individual Investors: Evidence From The Korean Stock Market*. *Asia-Pacific Journal Of Financial Studies,* 40**.**

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.

Bara Zaretta, 2013. Pengaruh Investasi Asing Terhadap Return Pasar Dengan Vector Autoregression (Var): Studi Pada Bursa Efek Indonesia, Periode Januari 2008 – Desember 2013.

Chandra, A. 2012. Cause And Effect Between Fii Trading Behaviour And Stock Market Returns. *Journal Of Indian Business Research,* 4.

Che, L. 2018. Investor Types And Stock Return Volatility. *Journal Of Empirical Finance,* 47**.**

Chiang, S.-J., Tsai, L.-J., Shu, P.-G. & Chen, S.-L. 2012. The Trading Behavior Of Foreign, Domestic Institutional, And Domestic Individual Investors: Evidence From The Taiwan Stock Market. *Pacific-Basin Finance Journal,* 20**.**

Chuang, W.-I. & Susmel, R. 2011. Who Is The More Overconfident Trader? Individual Vs. Institutional Investors. *Journal Of Banking & Finance,* 35**.**

Daggash, J. & Abraham, T. W. 2017. Effect Of Exchange Rate Returns On Equity Prices: Evidence From South Africa And Nigeria. *International Journal Of Economics And Finance,* 9**.**

French, J. J. & Vishwakarma, V. K. 2013. Volatility And Foreign Equity Flows: Evidence From The Philippines. *Studies In Economics And Finance,* 30**.**

Li, W., Rhee, G. & Wang, S. S. 2017. Differences In Herding: Individual Vs. Institutional Investors. *Pacific-Basin Finance Journal,* 45**.**

Nyang`Oro, O. 2013. Foreign Portofolio Flows And Stock Market Performance In Kenya : Case Study Of Nairobi Securities Exchange.

Ozcan, A. 2012. The Relationship Between Macroeconomic Variables And Ise Industry Index. *International Journal Of Economics And Financial Issues*.

Samarakoon, L. P. 2009. The Relation Between Trades Of Domestic And Foreign Investors And Stock Returns In Sri Lanka. *Journal Of International Financial Markets, Institutions And Money,* 19**.**

Ülkü, N. & Ikizlerli, D. 2012. The Interaction Between Foreigners' Trading And Emerging Stock Returns: Evidence From Turkey. *Emerging Markets Review,* 13**.**

Ülkü, N. & Weber, E. 2013. Identifying The Interaction Between Stock Market Returns And Trading Flows Of Investor Types: Looking Into The Day Using Daily Data. *Journal Of Banking & Finance,* 37.

Vo, X. V. 2017. Trading Of Foreign Investors And Stock Returns In An Emerging Market - Evidence From Vietnam. *International Review Of Financial Analysis,* 52**.**

Vuolteenaho, R. B. C. P. A. G. T. 2002. Who Underreacts To Cash-Flow News Evidence

Wang, P. & Haizhi Wang, D. 2014. Foreign Institutional Investor Trading In Chinese A-Share Markets. *Managerial Finance*, 40**.**