

FDI dan Pertumbuhan Pasar Modal: Studi Empiris di Asia Timur dan Tenggara 2009-2023

Ria Esana

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Sebelas Maret, Indonesia

E-mail: riaesana@staff.uns.ac.id

Article History:

Received: 01 November 2025

Revised: 10 November 2025

Accepted: 16 November 2025

Keywords: *Pertumbuhan Pasar Modal, FDI, Keterbukaan Perdagangan, Ukuran Pasar, Inflasi*

Penelitian ini menganalisis pengaruh Foreign Direct Investment (FDI) terhadap Pertumbuhan Pasar Modal di Asia Timur dan Tenggara periode 2009–2023 dengan mengontrol variabel Keterbukaan Perdagangan, Ukuran Pasar dan Inflasi. Dua horizon waktu digunakan, yakni periode berjalan (tahun t) dan periode berikutnya ($t+1$), untuk menangkap efek langsung dan tertunda (lag effect). Urgensi penelitian ini terletak pada peran strategis FDI terhadap pasar modal dan ketidakkonsistenan hasil penelitian sebelumnya. Analisis dilakukan dengan data panel sepuluh negara menggunakan metode Fixed Effect Model (FEM) dengan robust standard errors (White cross-section period cluster) melalui EViews 12. Hasil penelitian menunjukkan bahwa FDI berpengaruh negatif terhadap pertumbuhan pasar modal tidak signifikan pada tahun berjalan namun negatif signifikan pada tahun berikutnya. Hal ini menunjukkan adanya lag effect dan dominasi orientasi FDI di sektor riil non-publik. Sebaliknya, keterbukaan perdagangan berpengaruh positif signifikan pada kedua periode, ukuran pasar berpengaruh positif signifikan pada tahun berjalan, sedangkan inflasi secara konsisten berpengaruh negatif signifikan. Temuan ini menegaskan pentingnya stabilitas makroekonomi dan integrasi perdagangan dalam memperkuat pasar modal di Asia Timur dan Tenggara.

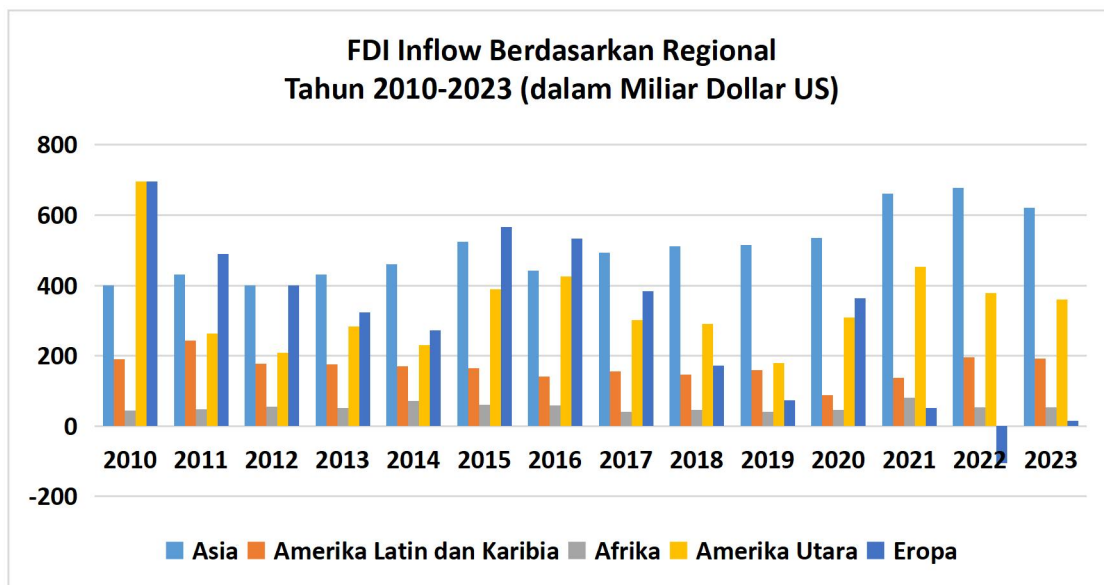
PENDAHULUAN

Pasar Modal merupakan tempat bertemunya investor sebagai pemilik dana dengan perusahaan/institusi atau Emiten yang memerlukan dana/modal. Pasar Modal memfasilitasi berbagai sarana dan prasarana kegiatan jual beli berbagai instrumen keuangan jangka panjang seperti saham, obligasi, Sukuk, Reksa Dana, instrumen derivatif maupun instrumen lainnya (Otoritas Jasa Keuangan, 2023). Dengan demikian pasar modal menawarkan berbagai peluang investasi untuk memperoleh tingkat pengembalian yang layak. Hal ini sejalan dengan pemaparan dari Shahbaz et al (2016) bahwa pasar modal menyediakan dana untuk proyek investasi jangka panjang sekaligus menarik para investor dengan menawarkan berbagai peluang investasi untuk

memperoleh tingkat pengembalian yang layak. Pasar saham yang sehat dan berkembang memainkan peran penting dalam merangsang aktivitas ekonomi serta meningkatkan pertumbuhan dan pembangunan.

Dalam konteks globalisasi, *Foreign Direct Investment* (FDI) menjadi salah satu faktor penting yang dapat mempengaruhi dinamika pasar modal. Peran FDI telah berkembang menjadi salah satu faktor utama dalam integrasi ekonomi internasional seiring globalisasi keuangan. FDI sebagai bentuk investasi jangka panjang yang dilakukan oleh perusahaan atau individu dari satu negara ke negara lain tidak hanya menambah kapasitas produksi dan basis modal namun juga dapat menjadi sarana transfer teknologi dan memperkuat tata kelola perusahaan (*corporate governance*). Di sisi lain, FDI menjadi salah satu penggerak utama dalam pembangunan ekonomi negara-negara. FDI tidak hanya berkontribusi pada sektor riil, tetapi FDI juga dipandang memiliki keterkaitan dengan pertumbuhan pasar modal. FDI berdampak pada pasar modal domestik melalui peningkatan kepercayaan investor yang mendorong likuiditas dan kapitalisasi pasar saham. Hal ini dikarenakan pasar modal berperan strategis dalam mendukung pertumbuhan ekonomi melalui fungsi intermediasi antara pemilik dana dan sektor produktif.

Dalam dua dekade terakhir, terjadi pergeseran signifikan dalam pola arus investasi global dari negara maju menuju kawasan berkembang, terutama Asia. Faktor utama perubahan ini adalah pertumbuhan ekonomi yang cepat, transformasi industri, dan integrasi pasar regional. Kawasan Asia kini menempati posisi dominan dalam ekonomi global, menyumbang lebih dari 40% dari total FDI global (UNCTAD, 2023) . Hal ini dapat dilihat dari data FDI *Inflow* berdasarkan regional tahun 2010 hingga 2023 berikut ini yang menunjukkan bahwa Asia merupakan salah satu kawasan penerima FDI dengan tren positif dalam dua dekade terakhir.



Gambar 1. FDI *Inflow* Berdasarkan Regional
 Sumber: Hasil Olahan Peneliti dari (UNCTAD, 2010-2023)

Kawasan Asia berperan dalam perekonomian global sebagai destinasi utama FDI. Hal dikarenakan Asia dengan mayoritas terdiri dari negara berkembang memiliki potensi dari segi populasi (bonus demografi), konsumsi domestik. Tingkat kompetisi pasar tenaga kerja dan pertumbuhan ekonomi. Disamping itu juga didorong oleh adanya integrasi ekonomi atau

perdagangan internasional kawasan melalui *ASEAN Economic Community (AEC)* sebagai dampak dari globalisasi. Al-Delawi (2023) menjelaskan bahwa hubungan antara FDI dan pertumbuhan pasar modal tidak selalu bersifat linear atau positif, khususnya di kawasan Asia yang memiliki struktur ekonomi dan tingkat liberalisasi keuangan yang beragam.

FDI dan pertumbuhan pasar modal telah dikaji oleh peneliti sebelumnya dengan temuan yang beragam dan belum konklusif. Secara empiris, hubungan antara kedua variabel tersebut telah dijelaskan oleh penelitian dari Adam & Tweneboah (2009); Zafar et al (2013); Musa & Ibrahim (2014); Raza & Jawaid (2014); Shahbaz et al (2016); Tsagkanos et al (2019); Samman & Jamil (2018); Abubakar & Danladi (2018); Oke & Akosile (2023); Olufemi et al (2022); Wang et al (2019); Tite et al (2022) dan Al-Delawi et al (2023). Dalam periode 2009-2023 merupakan masa pasca krisis global 2008 dan masa pandemi COVID-19 dimana menjadi titik balik globalisasi keuangan serta meningkatkan digitalisasi investasi. Bagi negara-negara di kawasan Asia, memahami hubungan antara FDI dan pertumbuhan pasar modal menjadi sangat penting. Hal ini sejalan dengan upaya regional untuk memperkuat *ASEAN Capital Market Integration* dan meningkatkan peran pasar modal dalam pembiayaan pembangunan jangka panjang. Seiring meningkatnya intensitas arus modal internasional, muncul pertanyaan mendasar antara sejauh mana FDI berperan dalam mendorong pertumbuhan pasar modal di kawasan tersebut atau apakah kontribusinya masih bersifat terbatas. Dalam konteks dinamika ekonomi global yang terus berubah, pertumbuhan pasar modal tidak hanya dipengaruhi oleh kondisi ekonomi pada periode berjalan, tetapi juga oleh ekspektasi dan respon investor terhadap prospek ekonomi di masa mendatang. Oleh karena itu, penelitian ini menggunakan variabel dependen pertumbuhan pasar modal $t+1$ dan tahun t untuk menangkap perubahan yang bersifat langsung maupun tertunda (*lag effect*) dari kebijakan ekonomi, fluktuasi makroekonomi, serta sentimen pasar. Pendekatan ini berdasarkan pertimbangan bahwa efek dari suatu kebijakan atau guncangan ekonomi, seperti krisis keuangan dan pandemi COVID-19, sering kali tidak tercermin sepenuhnya pada tahun terjadinya, melainkan berlanjut pada periode berikutnya. Dengan demikian, pengamatan terhadap dua horizon waktu ini diharapkan dapat memberikan gambaran yang lebih komprehensif mengenai pola kesinambungan dan stabilitas pertumbuhan pasar modal di tengah ketidakpastian ekonomi global.

Berdasarkan uraian tersebut, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis secara empiris pengaruh FDI terhadap pertumbuhan pasar modal di Asia Timur dan Tenggara selama periode 2009 hingga 2023. Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi teoretis dalam literatur serta implikasi praktis bagi pembuat kebijakan dan regulator pasar keuangan di kawasan tersebut.

Penelitian ini juga mengontrol sejumlah variabel makroekonomi untuk menghindari bias estimasi (*omitted variable bias*) dan memastikan bahwa pengaruh FDI yang terukur benar-benar mencerminkan dampak ekonominya, bukan akibat faktor eksternal lain.

LANDASAN TEORI

Investasi

Investasi artinya penanaman modal, yakni mencurahkan sejumlah uang untuk memulai suatu kegiatan usaha atau mendirikan sebuah perusahaan. Dana yang dicurahkan untuk investasi merupakan modal awal untuk pengadaan aktiva atau aset tetap, seperti tanah untuk tempat usaha, pendirian bangunan, pembelian mesin-mesin, pembelian peralatan dan perlengkapan kantor, perekrutan calon pekerja, serta pendidikan dan pelatihan karyawan. Disamping modal awal, juga terdapat modal kerja yakni dana yang digunakan untuk operasionalisasi rutin atau pelaksanaan

kegiatan usaha sehari-hari, contohnya yakni pengadaan bahan baku, pemeliharaan aset tetap, pengiklanan produk atau promosi, penggajian karyawan serta berbagai pembiayaan rutin lainnya. Wujud investasi dibedakan menjadi dua macam yakni investasi langsung dan investasi tak langsung. Investasi langsung adalah investasi yang pelaksanaan bisnisnya turut dijalankan sendiri oleh sang investor atau penanaman modal, sedangkan wujud investasi tak langsung adalah dengan membeli sekuritas (saham serta obligasi) di pasar modal (Dumairy, 2024).

Perdagangan Internasional

Salah satu dampak positif dari globalisasi adalah memberikan kemudahan perdagangan internasional atau melintasi batas-batas lintas negara. Hal ini sejalan dengan pemaparan dari Anindita dan Reed (2008) yang menyatakan bahwa perkembangan teknologi di dunia dan dalam bidang keuangan dunia serta adanya keterbukaan sistem perdagangan telah mendorong perdagangan internasional yang mempengaruhi peningkatan pendapatan negara di berbagai kawasan. Terdapat beberapa strategi yang dapat diterapkan oleh perusahaan untuk melakukan perdagangan internasional atau mencapai pasar internasional menurut Ferrell et al (2011) yakni investasi langsung, *franchise*, lisensi, *outsourcing*, *offshoring*, *joint venture* serta ekspor dan impor.

Foreign Direct Investment (FDI)

Foreign Direct Investment (FDI) dapat berwujud memberi modal kepada perusahaan, membeli aset fisik, mengakuisisi suatu perusahaan tetapi kontrol operasional tetap dilakukan oleh perusahaan induk (Shapiro, 2010). Tujuan perusahaan multinasional (MNC) melakukan investasi ke negara lain diantaranya adalah untuk mengurangi biaya, skala ekonomi, memperbanyak sumber produksi, mencari sumber daya, menjaga konsumen domestik.

Pasar Modal

Pasar modal adalah tempat bertemunya perusahaan (emiten) yang membutuhkan modal jangka panjang dengan investor yang memiliki dana untuk diinvestasikan. Pasar modal memfasilitasi aktivitas jual beli atau perdagangan instrumen keuangan jangka panjang seperti saham, obligasi, dan reksa dana. Dengan demikian bagi emiten pasar modal berfungsi sebagai sarana pendanaan bagi emiten sedangkan bagi masyarakat berfungsi sebagai sarana investasi. Hal ini sejalan dengan penjelasan dari Shahbaz et al (2016) bahwa pasar modal menyediakan dana untuk proyek investasi jangka panjang sekaligus menarik para investor dengan menawarkan berbagai peluang investasi untuk memperoleh tingkat pengembalian yang layak. Menurut Tite et al (2022), pasar modal menjadi sarana penting untuk menarik investasi dan menutup kesenjangan pembiayaan pembangunan.

Kajian Penelitian Terdahulu dan Perumusan Hipotesis

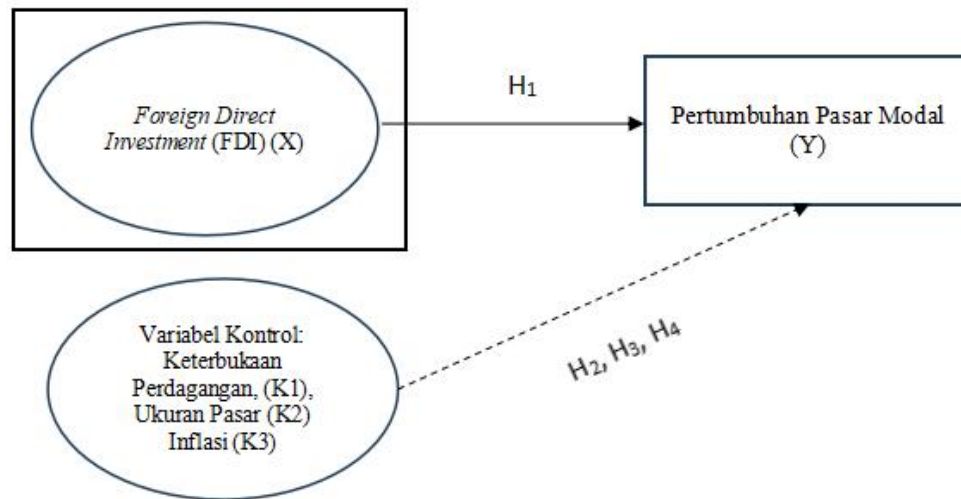
FDI berperan sebagai sumber pembiayaan eksternal yang mampu meningkatkan likuiditas pasar modal. Masuknya FDI tidak hanya menambah modal dalam negeri, tetapi juga membawa *spillover* teknologi, praktik tata kelola, dan kepercayaan investor. Dalam konteks pasar modal, peningkatan FDI mendorong pertumbuhan kapitalisasi pasar dan volume transaksi karena meningkatnya partisipasi investor asing. Penelitian yang menguji FDI terhadap pertumbuhan pasar modal telah dikaji oleh Adam & Tweneboah (2009); Zafar et al (2013); Musa & Ibrahim (2014); Raza & Jawaid (2014); Shahbaz et al (2016); Tsagkanos et al (2019); Samman & Jamil (2018); Abubakar & Danladi (2018); Oke & Akosile (2023); Olufemi et al (2022); Wang et al

(2019); Tite et al (2022) dan Al-Delawi et al (2023). Beberapa hasil studi diatas menyatakan bahwa FDI mendorong pertumbuhan pasar modal melalui peningkatan efisiensi dan keterbukaan finansial. Namun di sisi lain, beberapa penelitian diatas juga menekankan bahwa dampak FDI tidak selalu signifikan jika tidak diimbangi dengan kualitas institusi dan regulasi yang baik. Berikut perumusan hipotesis pertama H_1 : FDI berpengaruh positif terhadap Pertumbuhan Pasar Modal. Keterbukaan perdagangan menggambarkan sejauh mana perekonomian berinteraksi dengan perdagangan internasional melalui ekspor dan impor. Peningkatan keterbukaan perdagangan cenderung meningkatkan arus modal lintas negara, memperluas peluang investasi, dan memperkuat integrasi keuangan. Semakin terbuka suatu negara terhadap perdagangan, semakin tinggi pula daya tarik pasar modalnya bagi investor global. Berdasarkan uraian diatas maka perumusan hipotesis H_1 : FDI berpengaruh positif terhadap Pertumbuhan Pasar Modal.

Keterbukaan perdagangan menggambarkan sejauh mana perekonomian berinteraksi dengan perdagangan internasional seperti melalui ekspor dan impor. Peningkatan keterbukaan perdagangan cenderung meningkatkan arus modal lintas negara, memperluas peluang investasi, dan memperkuat integrasi keuangan. Semakin terbuka suatu negara terhadap perdagangan internasional atau lintas negara, maka semakin tinggi juga daya tarik pasar modalnya bagi investor global dan kemudian berdampak terhadap pasar modal. Secara empiris, hal ini telah dikaji oleh Shahbaz et al (2016) dan Samman & Jamil (2018) dengan hasil yang berlawanan antara berpengaruh negatif signifikan dengan tidak berpengaruh. Berdasarkan uraian diatas maka perumusan hipotesis H_2 : Keterbukaan Perdagangan berpengaruh positif terhadap Pertumbuhan Pasar Modal.

Ukuran pasar yang umumnya diproksikan dengan PDB menggambarkan potensi ekonomi suatu negara. Semakin besar ukuran pasar, semakin besar pula kapasitas pembiayaan dan aktivitas ekonomi yang dapat diakomodasi oleh pasar modal. Pasar dengan skala yang besar berpotensi menarik investor yang lebih banyak, beragam, dan permintaan instrumen keuangan yang tinggi. Hal ini telah dikaji sebelumnya oleh Samman & Jamil (2018) dengan hasil yang menunjukkan adanya pengaruh signifikan. Berdasarkan uraian diatas maka perumusan hipotesis H_3 : Ukuran Pasar berpengaruh positif terhadap Pertumbuhan Pasar Modal.

Hubungan antara inflasi dan pertumbuhan pasar modal idealnya berlawanan arah, yakni inflasi berpengaruh negatif terhadap pasar modal. Hal ini dikarenakan inflasi dapat menciptakan ketidakpastian terhadap nilai riil investasi. Tingkat inflasi yang tinggi dapat menurunkan daya beli dan menurunkan *expected return* investor. Disamping itu, inflasi yang tidak stabil dapat meningkatkan suku bunga nominal yang kemudian dapat menurunkan valuasi saham sehingga akan mengalihkan investor untuk berinvestasi ke aset riil dibandingkan pasar modal. Hal ini telah dikaji oleh Shahbaz et al. (2015) dan Oke et al. (2023) yang menemukan hubungan negatif antara inflasi dan kinerja pasar modal, namun hasil berlawanan ditemukan oleh Musa dan Ibrahim (2014) serta Al-Delawi (2022). Berdasarkan uraian diatas maka perumusan hipotesis H_4 : Inflasi berpengaruh negatif terhadap Pertumbuhan Pasar Modal.



Gambar 2. Model Penelitian
 Sumber: Hasil Olahan Peneliti, 2025

METODE PENELITIAN

Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini berjenis penjelasan (*explanatory*) dengan pendekatan kuantitatif. Penelitian *explanatory* menurut Silalahi (2009) adalah penelitian yang menjelaskan hubungan antara dua atau lebih variabel. Penelitian ini menggunakan data sekunder dengan jenis data panel. Data panel adalah gabungan antara data *cross section* dan *time series*. Penelitian ini menggunakan data panel tahunan di Asia Timur dan Tenggara dengan periode dasar 2008–2023. Variabel independen penelitian ini menggunakan data *FDI net inflows (% of GDP)* dari World Bank (2025a) sebagai proksi dari FDI. Variabel dependen Pertumbuhan Pasar Modal menggunakan data *Ln Market Capitalization of listed domestic companies (% of GDP)* dari World Bank (2025b). Variabel kontrol Keterbukaan Perdagangan menggunakan data *Ln Trade (% of GDP)* dari (World Bank, 2025c), Ukuran Pasar menggunakan data *Ln GDP per capita (current US\$)* dari World Bank (2025d) dan Inflasi menggunakan data *consumer prices (annual %)* dari World Bank (2025e).

Populasi dan Sampel

Teknik pengumpulan data penelitian ini dilakukan dengan dokumentasi. Populasi penelitian ini adalah negara di Asia Timur dan Tenggara dalam rentang waktu 2010-2023. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling* dengan kriteria yakni negara di kawasan tersebut yang memiliki data terkait seluruh variabel selama periode penelitian sehingga sampel dari penelitian ini terdiri dari 10 negara yakni China, Filipina, Hongkong, Indonesia, Jepang, Korea Selatan, Malaysia, Singapura, Thailand dan Vietnam.

Pemilihan periode penelitian tahun 2009–2023 dengan mempertimbangkan kesesuaian antara rancangan model analisis dengan ketersediaan data. Apabila periode diperpanjang hingga 2024, beberapa negara maju di Asia seperti Singapura, Jepang, dan Korea Selatan tidak dapat dimasukkan dalam sampel dikarenakan data tahun tersebut belum terpublikasikan. Oleh karena itu, pembatasan hingga tahun 2023 dipilih agar hasil analisis tetap reliabel dan representatif antara negara maju dan berkembang di Asia Timur dan Tenggara. Pemilihan periode tersebut

didasarkan pada penggunaan variabel dependen berupa pertumbuhan pasar modal tahun t dan tahun $t+1$, sehingga tahun 2008 digunakan sebagai dasar perhitungan awal (*lag year*) untuk memperoleh nilai pertumbuhan pada tahun berikutnya. Dengan demikian, rentang waktu 2009–2023 merepresentasikan periode observasi yang relevan, konsisten, serta memiliki kelengkapan data yang memadai untuk analisis empiris. Pemilihan dua periode waktu tersebut dimaksudkan agar analisis tidak hanya merefleksikan dampak langsung pada tahun berjalan, tetapi juga efek tertunda (*lag effect*) atau jeda waktu satu tahun yang sering muncul dalam respon pasar terhadap kebijakan ekonomi dan perubahan kondisi makro. Dengan pendekatan ini diharapkan dapat menangkap pengaruh dinamis dari faktor-faktor ekonomi terhadap perkembangan pasar modal dan dapat memberikan gambaran yang lebih komprehensif mengenai keberlanjutan pertumbuhan pasar modal antarperiode.

Teknik Analisis Data

Analisis data penelitian menggunakan *Software EViews 12* untuk analisis estimasi model data panel, regresi data panel dan uji asumsi klasik.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Statistik Deskriptif

Tabel 1. Uji Statistik Deskriptif

Variabel Dependen Pertumbuhan Pasar Modal tahun t					
Variabel	N	Min	Maks	Mean	Std. Deviasi
FDI	150	-0,860	58,520	7,410	11,474
Pertumbuhan Pasar Modal	150	2,520	7,480	4,612	0,988
Keterbukaan Perdagangan	150	3,190	6,090	4,620	0,820
Ukuran Pasar	150	7,060	11,410	9,331	1,164
Inflasi	150	-1,610	23,120	2,888	3,014
Variabel Dependen Pertumbuhan Pasar Modal $t+1$					
Variabel	N	Min	Maks	Mean	Std. Deviasi
FDI	150	-0,860	58,520	7,429	11,497
Pertumbuhan Pasar Modal	150	2,710	7,480	4,654	0,969
Keterbukaan Perdagangan	150	3,190	6,090	4,620	0,823
Ukuran Pasar	150	7,060	11,410	9,314	1,169
Inflasi	150	-1,610	23,120	2,828	3,055

Sumber: Hasil Data Olahan EViews 12, 2025

Berdasarkan tabel diatas dengan perbedaan yang tidak terlalu signifikan, memperlihatkan bahwa data variabel FDI dan Inflasi memiliki nilai standar deviasi yang relatif besar dibandingkan variabel lainnya. Selisih (rentang nilai) antara nilai maksimum dan minimum kedua variabel tersebut yang juga cukup besar. Kedua hal tersebut ini menggambarkan bahwa variabel FDI dan Inflasi cukup heterogen atau bervariasi antar negara di Asia Timur dan Tenggara serta

antarperiode tahun. Heterogenitas dalam data panel penelitian ini mempertegas urgensi penggunaan metode *robust standard errors* dalam estimasi. Berlawanan dengan hal tersebut, variabel keterbukaan perdagangan merupakan variabel yang paling homogen diantara variabel lainnya dikarenakan memiliki nilai standar deviasi yang paling kecil.

Hasil Estimasi Model Data Panel

Tabel 2. Hasil Estimasi Model Data Panel

Jenis Pengujian	Pertumbuhan Pasar Modal tahun t		Pertumbuhan Pasar Modal t+1	
	Nilai Probabilitas	Model	Nilai Probabilitas	Model
Uji Chow	0,0000 < 0,05	Fixed Effect Model	0,0000 < 0,05	Fixed Effect Model
Uji Hausman	0,0006 < 0,05	Fixed Effect Model	0,0006 < 0,05	Fixed Effect Model

Sumber: Hasil Data Olahan EViews 12, 2025

Tabel diatas memperlihatkan bahwa *Fixed Effect Model* (FEM) merupakan model data panel yang paling sesuai dalam penelitian ini. Penggunaan model tersebut memberikan estimasi yang efisien dan konsisten untuk data panel penelitian ini.

Hasil Uji Asumsi Klasik

Mengacu pada *Central Limit Theorem* bahwa data terdistribusi normal apabila sampel data lebih dari 30 ($n > 30$), maka data dalam penelitian ini telah memenuhi asumsi normalitas dikarenakan menggunakan data sebanyak 150 pada skema pertumbuhan pasar modal t+1 dan sebanyak 160 pada skema skema pertumbuhan pasar modal tahun t. Hasil uji korelasi antar variabel independen menunjukkan tidak ada nilai yang lebih dari 0,8 sehingga menunjukkan tidak terjadi muktikolinearitas dalam data penelitian ini. Penelitian ini menerapkan *robust standard errors* dengan *White cross-section period cluster* untuk mengatasi potensi heteroskedastisitas dan autokorelasi yang umum muncul pada data panel FEM sehingga hasil estimasi lebih valid dan reliabel secara statistik.

Hasil Estimasi FEM dengan Robust SE

Tabel 3. Hasil Uji Signifikansi Parsial (Uji t) pada FEM dengan Robust SE

Variabel Dependen Pertumbuhan Pasar Modal tahun t				
Variabel	Koefisien	Std.Error	t-Statistik	Probabilitas
Konstanta	-0,423	0,994	-0,426	0,676
FDI	-0,006	0,004	-1,390	0,185
Keterbukaan Perdagangan	0,541	0,233	2,321	0,035
Ukuran Pasar	0,293	0,130	2,259	0,039
Inflasi	-0,054	0,008	-6,722	0,000
Variabel Dependen Pertumbuhan Pasar Modal t+1				
Variabel	Koefisien	Std.Error	t-Statistik	Probabilitas
Konstanta	0,428	1,492	0,287	0,778
FDI	-0,017	0,005	-3,660	0,003

Keterbukaan Perdagangan	0,578	0,178	3,250	0,006
Ukuran Pasar	0,188	0,126	1,500	0,156
Inflasi	-0,025	0,010	-2,563	0,023

Sumber: Hasil Data Olahan EViews 12, 2025

Estimasi FEM pada penelitian ini dilakukan dengan menggunakan robust SE (White cross-section period cluster) untuk mengatasi potensi heteroskedastisitas dan autokorelasi pada uji asumsi klasik. Potensi heteroskedastisitas dan autokorelasi tersebut dapat menjadikan nilai standar error menjadi bias sehingga mengurangi validitas uji signifikansi. Dengan menerapkan robust SE, koefisien estimasi tetap konsisten, sementara standar error menjadi lebih reliabel untuk uji signifikansi parameter meskipun asumsi klasik tidak terpenuhi. Penggunaan robust SE White cross-section period cluster ini sejalan dengan yang disampaikan oleh Baltagi (2005) bahwa White-type robust variance-covariance matrix dapat digunakan untuk mengoreksi adanya heteroskedastisitas maupun serial correlation (autokorelasi) dalam model panel, termasuk *fixed effects* dan *random effects* model. Berdasarkan tabel 3 di atas menunjukkan bahwa:

1. Pengaruh FDI terhadap Pertumbuhan Pasar Modal

Tahun t (Periode Berjalan)

Variabel FDI memiliki koefisien sebesar -0,006 dengan nilai probabilitas 0,167 ($> 0,05$). Hal ini memperlihatkan bahwa FDI berpengaruh tidak signifikan dengan arah negatif terhadap Pertumbuhan Pasar Modal tahun t. Dengan demikian FDI tidak menjadi faktor penentu Pertumbuhan Pasar Modal tahun t dalam konteks kawasan ini.

Tahun t+1

Variabel FDI memiliki koefisien sebesar -0,017 dengan nilai probabilitas 0,0026 ($< 0,05$). Hal ini memperlihatkan bahwa FDI berpengaruh signifikan dengan arah negatif terhadap Pertumbuhan Pasar Modal t+1. Setiap kenaikan satu unit FDI akan menurunkan Pertumbuhan Pasar Modal satu tahun berikutnya sebesar 0,017.

2. Pengaruh Keterbukaan Perdagangan terhadap Pertumbuhan Pasar Modal

Tahun t (Periode Berjalan)

Variabel Keterbukaan Perdagangan memiliki koefisien 0,505 dengan nilai probabilitas 0,035 ($< 0,05$). Hal ini memperlihatkan bahwa keterbukaan perdagangan berpengaruh signifikan dengan arah positif terhadap Pertumbuhan Pasar Modal tahun t. Dengan demikian, setiap kenaikan satu unit keterbukaan perdagangan akan menaikkan Pertumbuhan Pasar Modal tahun t dalam konteks kawasan ini sebesar 0,505.

Tahun t+1

Variabel Keterbukaan Perdagangan memiliki koefisien 0,578 dengan nilai probabilitas 0,0058 ($< 0,05$). Hal ini memperlihatkan bahwa keterbukaan perdagangan berpengaruh signifikan dengan arah positif terhadap Pertumbuhan Pasar Modal t+1. Dengan demikian, keterbukaan perdagangan menjadi salah satu faktor penentu Pertumbuhan Pasar Modal t+1 dalam konteks kawasan ini.

3. Pengaruh Ukuran Pasar terhadap Pertumbuhan Pasar Modal

Tahun t (Periode Berjalan)

Variabel Ukuran Pasar memiliki koefisien 0,140 dengan nilai probabilitas 0,039 ($< 0,05$). Hal ini memperlihatkan bahwa ukuran pasar berpengaruh positif signifikan terhadap Pertumbuhan Pasar Modal tahun t. Dengan demikian setiap kenaikan satu unit ukuran pasar akan meningkatkan Pertumbuhan Pasar Modal tahun t sebesar 0,140 dalam konteks kawasan ini.

Tahun t+1

Variabel Ukuran Pasar memiliki koefisien 0,150 dengan nilai probabilitas 0,156 ($> 0,05$). Hal ini memperlihatkan bahwa ukuran pasar berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap Pertumbuhan Pasar Modal t+1. Dengan demikian ukuran pasar tidak menjadi faktor penentu Pertumbuhan Pasar Modal t+1 dalam konteks kawasan ini.

4. Pengaruh Inflasi terhadap Pertumbuhan Pasar Modal

Tahun t (Periode Berjalan)

Variabel Inflasi memiliki koefisien -0,054 dengan probabilitas 0,000 ($< 0,05$). Hal ini memperlihatkan bahwa inflasi berpengaruh signifikan dengan arah negatif terhadap Pertumbuhan Pasar Modal tahun t. Dengan demikian setiap peningkatan satu unit tingkat inflasi akan menurunkan Pertumbuhan Pasar Modal tahun t sebesar 0,054.

Tahun t+1

Variabel Inflasi memiliki koefisien -0,025 dengan probabilitas 0,023 ($< 0,05$). Hal ini memperlihatkan bahwa inflasi berpengaruh signifikan dengan arah negatif terhadap Pertumbuhan Pasar Modal t+1. Dengan demikian setiap peningkatan satu unit tingkat inflasi akan menurunkan Pertumbuhan Pasar Modal t+1 sebesar 0,025.

Tabel 4. Hasil Uji Signifikansi Simultan (Uji F) dan Koefisien Determinasi (R^2)

	Pertumbuhan Pasar Modal tahun t	Pertumbuhan Pasar Modal t+1
R-squared	0,947	0,956
Adjusted R-squared	0,942	0,952
S.E. of regression	0,238	0,213
F-statistic	199,85	227,49
Prob (F-statistic)	0,0000	0,0000

Sumber: Hasil Data Olahan EViews 12, 2025

Tabel 4 diatas memperlihatkan nilai probabilitas F-statistic sebesar 0,0000 ($< 0,05$) sehingga variabel independen FDI, keterbukaan perdagangan, ukuran pasar dan inflasi secara bersama-sama (simultan) berpengaruh signifikan terhadap Pertumbuhan Pasar Modal t+1 dan Pertumbuhan Pasar Modal tahun t. Nilai R-squared diatas menunjukkan bahwa variasi Pertumbuhan Pasar Modal t+1 dan Pertumbuhan Pasar Modal tahun t dapat dijelaskan oleh variabel FDI, keterbukaan perdagangan, ukuran pasar dan inflasi sebesar 95,6% dan 94,7% sementara sisanya 86,91% yakni sebesar 4,4% dan 5,3% dijelaskan oleh faktor lain di luar model penelitian ini. Nilai Adjusted R-squared menunjukkan bahwa setelah koreksi terhadap jumlah variabel dan observasi tidak terjadi biasa akibat variabel berlebih dikarenakan model masih menjelaskan 95,2% dan 94,2%. Nilai R-squared yang mendekati satu dan F statistic yang signifikan mengindikasikan mampu menjelaskan dinamika pasar modal dengan cukup baik. Dengan demikian kedua model penelitian ini menunjukkan *goodness of fit* yang tinggi dan validitas statistik yang cukup kuat, Dimana *lagged* (t+1) dan tahun t menunjukkan sedikit lebih kuat dalam menjelaskan variasi pertumbuhan pasar modal dengan selisih yang sangat kecil dibandingkan model tahun t.

Pembahasan

1. Pengaruh FDI terhadap Pertumbuhan Pasar Modal

Tahun t (Periode Berjalan)

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa FDI berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap pertumbuhan pasar modal pada tahun yang sama. Hal ini menandakan bahwa

arus investasi asing langsung belum mampu memberikan dampak langsung terhadap aktivitas pasar modal dalam jangka pendek. Kemungkinan besar hal ini dikarenakan mayoritas FDI di Asia Timur dan Tenggara masih berorientasi pada sektor riil, seperti infrastruktur, energi, dan manufaktur, yang manfaat ekonominya baru terasa setelah beberapa tahun. Dengan demikian proyek-proyek dari FDI tersebut tidak segera tercermin dalam peningkatan kapitalisasi pasar atau likuiditas saham. Selain itu, arus FDI dapat menimbulkan *short-term adjustment shock* terhadap nilai tukar dan struktur modal perusahaan, yang sementara waktu justru menekan harga saham. Temuan ini sejalan dengan hasil penelitian Wang et al (2019), Zafar et al (2013), Tsagkanos et al (2019), Musa & Ibrahim (2014), Abubakar & Danladi (2018), serta Tite et al (2022) yang menunjukkan pengaruh negatif dan tidak signifikan dari FDI terhadap pasar modal dalam jangka pendek. Namun, hasil ini berbeda dengan penelitian Al-Delawi et al (2023), Adam & Tweneboah (2009), Olufemi et al (2022), dan Samman & Jamil (2018) yang menemukan hubungan positif, terutama dalam jangka panjang.

Tahun t+1

Pada periode satu tahun berikutnya (t+1), FDI berpengaruh negatif signifikan terhadap pertumbuhan pasar modal. Temuan ini menandakan adanya efek tertunda (*lag effect*) dari aliran FDI terhadap pasar modal. Hal ini mengindikasikan bahwa peningkatan FDI pada tahun berjalan justru menekan pertumbuhan pasar modal di periode setelahnya. Peningkatan investasi asing besar-besaran pada sektor tertentu dapat menyebabkan apresiasi nilai tukar dan kenaikan biaya modal, yang dapat mengurangi daya saing ekspor dan laba perusahaan publik. Disamping itu ada kemungkinan bahwa sebagian besar FDI di Asia Timur dan Tenggara bersifat *enclave-oriented*, yakni terkonsentrasi di sektor non-publik (BUMN, proyek pemerintah, dan investasi langsung perusahaan asing), sehingga tidak berkontribusi langsung terhadap aktivitas di bursa efek. Hasil ini memperkuat pandangan bahwa dalam konteks kawasan Asia Timur dan Tenggara modern, FDI tidak selalu menjadi katalis bagi pertumbuhan pasar modal. Fenomena ini juga diidentifikasi oleh Raza & Jawaid (2014) serta Oke & Akosile (2023), di mana FDI dapat memberikan dampak negatif jangka pendek tetapi positif dalam jangka panjang setelah sektor riil mengalami ekspansi.

2. Pengaruh Keterbukaan Perdagangan terhadap Pertumbuhan Pasar Modal

Tahun t (Periode Berjalan)

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa keterbukaan perdagangan terbukti berpengaruh positif signifikan terhadap pertumbuhan pasar modal pada tahun berjalan. Hal ini menunjukkan bahwa semakin terbuka suatu negara terhadap perdagangan internasional, semakin tinggi pula arus modal masuk dan kepercayaan investor terhadap perekonomian domestik. Perdagangan lintas batas memperluas peluang bisnis, meningkatkan efisiensi perusahaan, dan memperkuat integrasi keuangan antarnegara. Dengan demikian, liberalisasi perdagangan berperan penting dalam memperdalam pasar modal dan menarik partisipasi investor asing. Temuan ini konsisten dengan Samman & Jamil (2018), meskipun arah hubungan dalam penelitian tersebut berbeda dalam jangka panjang, serta bertentangan dengan Shahbaz et al (2016) yang menemukan pengaruh negatif.

Tahun t+1

Dalam jangka waktu satu tahun berikutnya, keterbukaan perdagangan tetap menunjukkan pengaruh positif signifikan terhadap pertumbuhan pasar modal. Hal ini menandakan bahwa manfaat liberalisasi perdagangan bersifat berkelanjutan dan menimbulkan efek

pengganda (*multiplier effect*). Arus ekspor-impor yang tinggi dapat memperkuat prospek laba perusahaan publik sehingga meningkatkan kepercayaan investor terhadap fundamental ekonomi suatu negara.

3. Pengaruh Ukuran Pasar terhadap Pertumbuhan Pasar Modal

Tahun t (Periode Berjalan)

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa ukuran pasar memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap pertumbuhan pasar modal pada tahun berjalan. Hasil ini menegaskan bahwa semakin besar perekonomian domestik, semakin besar pula kapasitas pasar modal untuk tumbuh. Ekonomi yang besar dapat meningkatkan tabungan masyarakat, memperluas basis investor, sehingga akan mendorong lebih banyak perusahaan untuk *go public*. Temuan ini sejalan dengan Samman & Jamil (2018) yang menemukan hubungan signifikan positif antara ukuran pasar dan pertumbuhan pasar modal.

Tahun $t+1$

Pada periode berikutnya ($t+1$), pengaruh ukuran pasar tetap positif namun tidak signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa ekspansi ekonomi pada tahun berjalan belum langsung berpengaruh pada pasar modal tahun berikutnya. Dampak dari peningkatan PDB membuka waktu jeda untuk terdistribusi dalam bentuk aktivitas keuangan dan investasi di bursa efek. Hal ini menggambarkan bahwa efek pertumbuhan ekonomi terhadap pasar modal bersifat bertahap.

4. Pengaruh Inflasi terhadap Pertumbuhan Pasar Modal

Tahun t (Periode Berjalan)

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa inflasi terbukti berpengaruh negatif signifikan terhadap pertumbuhan pasar modal pada tahun yang sama. Stabilitas harga menjadi salah satu faktor kunci bagi kinerja pasar modal. Hal ini dikarenakan inflasi yang tinggi dapat menurunkan daya beli dan mengurangi nilai riil keuntungan investasi. Karena hal tersebut, investor cenderung akan beralih ke aset yang lebih aman ketika tekanan inflasi meningkat. Temuan ini sejalan dengan Shahbaz et al (2016) dan Oke & Akosile (2023) yang menemukan hubungan negatif antara inflasi dan kinerja pasar modal, namun bertolak belakang dengan Musa & Ibrahim (2014) serta Al-Delawi et al (2023) yang menemukan hubungan tidak signifikan.

Tahun $t+1$

Inflasi juga menunjukkan pengaruh negatif signifikan terhadap pertumbuhan pasar modal pada periode berikutnya ($t+1$). Artinya, Hal ini menandakan bahwa tekanan harga di tahun berjalan memiliki efek lanjutan yang dapat mengurangi minat investasi dan likuiditas pasar modal di tahun berikutnya. Kondisi ini menegaskan pentingnya stabilitas makroekonomi dan kebijakan moneter yang konsisten untuk menjaga daya tarik pasar modal di Asia Timur dan Tenggara.

KESIMPULAN

Penelitian ini menganalisis pengaruh FDI terhadap pertumbuhan pasar modal di Asia Timur dan Tenggara periode 2009-2023 dengan mempertimbangkan dua horizon waktu yakni periode berjalan (*tahun t*) dan periode berikutnya (*tahun $t+1$*). Hasil empiris menunjukkan adanya perbedaan arah dan kekuatan pengaruh antarvariabel, baik dalam jangka pendek maupun jangka menengah. Penelitian ini menegaskan bahwa dinamika pasar modal di Asia Timur dan Tenggara dipengaruhi oleh kombinasi faktor eksternal dan domestik, yaitu investasi asing langsung, keterbukaan perdagangan, ukuran pasar, dan inflasi. Investasi asing langsung dan

inflasi memiliki pengaruh yang nyata terhadap perkembangan pasar modal, dengan efek yang cenderung muncul setelah jeda waktu tertentu. Keterbukaan perdagangan berperan penting dalam memperkuat aktivitas keuangan lintas negara, sementara ukuran pasar menunjukkan pengaruh yang lebih besar pada periode awal dibandingkan jangka panjang. Temuan ini menggambarkan bahwa keseimbangan antara arus investasi, stabilitas makroekonomi, dan kebijakan perdagangan yang terarah menjadi kunci bagi terciptanya pasar modal yang kuat dan berkelanjutan di Asia Timur dan Tenggara.

Secara keseluruhan, hasil penelitian ini mengungkapkan bahwa stabilitas makroekonomi dan integrasi ekonomi eksternal berperan lebih besar terhadap pertumbuhan pasar modal dibandingkan dengan arus investasi asing langsung. Meskipun FDI berkontribusi terhadap sektor riil, dampaknya terhadap sektor keuangan memerlukan waktu dan kebijakan penghubung yang tepat agar manfaatnya dapat dirasakan di pasar modal domestik. Oleh karena itu, kebijakan FDI di Asia Timur dan Tenggara perlu diarahkan tidak hanya pada sektor riil, tetapi juga pada pengembangan sektor keuangan agar mampu memperkuat pasar modal dan mendukung pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan. Penelitian selanjutnya disarankan untuk memperluas model dengan memasukkan variabel struktural dan kelembagaan, seperti kualitas tata kelola pemerintahan (*governance index*), efisiensi pasar keuangan, serta tingkat keterbukaan investasi (*investment freedom*) agar dapat memberikan pemahaman yang lebih menyeluruh.

DAFTAR REFERENSI

- Adam, A. M., & Tweneboah, G. (2009). *Foreign Direct Investment and Stock market Development: Ghana's Evidence*.
- Al Samman, H., & Ahsan Jamil, S. (2018). SOCIAL SCIENCES & HUMANITIES The Impact of Foreign Direct Investment (FDI) on Stock Market Development in GCC countries. *Pertanika J. Soc. Sci. & Hum*, 26(3), 2085–2100.
- Al-Delawi, A. S., Shah, S. S. H., Harjan, S. A., Karim, F., Mehran, M., & Ahmad, S. (2023). The impact of foreign direct investment on stock market growth: Evidence from Pakistan. *International Journal of Management and Sustainability*, 12(3), 313–322. <https://doi.org/10.18488/11.v12i3.3426>
- Anindita, R. & R. M. (2008). *Bisnis dan Perdagangan Internasional*. Penerbit Andi.
- Baltagi, B. H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data Third edition*.
- Dumairy, D. (2024). *Matematika Terapan untuk Bisnis dan Ekonomi* (3rd ed.). Erlangga.
- Ferrell, et al. (2011). *Business Changing a World* (Eight). New York: McGraw-Hill.
- Ilu Abubakar, M., & Danladi, Y. U. (2018). Foreign Direct Investment and Stock Market Development in Nigeria: Evidence from ARDL Bound Test Approach to Cointegration. *IOSR Journal of Economics and Finance*, 9(1), 79–85. <https://doi.org/10.9790/5933-0901027985>
- Musa, S. U., & Ibrahim, M. (2014). Stock Market Development, Foreign Direct Investment and Macroeconomic Stability: Evidence from Nigeria. In *Research Journal of Finance and Accounting* www.iiste.org ISSN (Vol. 5, Issue 18). <https://www.researchgate.net/publication/319967827>
- Oghogho Gina, O. (2022). *Foreign Direct Investments and Capital Market Development in Nigeria*. www.ijaar.org
- Oke, M. O., & Akosile, T. D. &. (2023). IMPACT OF FOREIGN DIRECT INVESTMENT ON CAPITAL MARKET CAPITALIZATION IN NIGERIA. In *Nigerian Journal of Banking and Financial Issues (NJBFI)* (Vol. 9, Issue 1).

- Otoritas Jasa Keuangan. (2023). *BUKU SAKU PASAR MODAL. Departemen Pengaturan dan Pengembangan Pasar Modal, Direktorat Analisis Informasi Pasar Modal. Jakarta: OJK.*
- Raza, S. A., & Jawaid, S. T. (2014). Foreign capital inflows, economic growth and stock market capitalization in Asian countries: An ARDL bound testing approach. *Quality and Quantity*, 48(1), 375–385. <https://doi.org/10.1007/s11135-012-9774-4>
- Shahbaz, M., Rehman, I. U., & Afza, T. (2016). Macroeconomic determinants of stock market capitalization in an emerging market: fresh evidence from cointegration with unknown structural breaks. *Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economies*, 9(1), 75–99. <https://doi.org/10.1080/17520843.2015.1053820>
- Shapiro, C. A. (2010). *Multinational Financial Management* (Ninth). New Jersey: Wiley.
- Silalahi, U. (2009). *Metode Penelitian Sosial*. Refika Aditama.
- Tite, O., Ogundipe, O. M., Ogundipe, A. A., & Akinde, M. (2022). Analysis of foreign capital inflows and stock market performance in Nigeria. *Investment Management and Financial Innovations*, 19(4), 51–64. [https://doi.org/10.21511/imfi.19\(4\).2022.05](https://doi.org/10.21511/imfi.19(4).2022.05)
- Tsagkanos, A., Siriopoulos, C., & Vartholomatos, K. (2019). Foreign direct investment and stock market development: Evidence from a “new” emerging market. *Journal of Economic Studies*, 46(1), 55–70. <https://doi.org/10.1108/JES-06-2017-0154>
- UNCTAD. (2023). *World Investment Report 2023: Investment and Sustainable Energy*.
- UNCTAD. (2021). *World Investment Report 2023: Investing in Sustainable Recovery*.
- UNCTAD. (2019). *World Investment Report 2023: Special Economic Zones*.
- UNCTAD. (2017). *World Investment Report 2023: Investment and The Digital Economy*.
- UNCTAD. (2016). *World Investment Report 2023: Investor Nationality: Policy Challenges*.
- UNCTAD. (2015). *World Investment Report 2023: Reforming International Investment Governance*.
- UNCTAD. (2014). *World Investment Report 2023: Investing in The SDGs: An Action Plan*.
- UNCTAD. (2013). *World Investment Report 2023: Global Value Chains: Investment and Trade for Development*.
- Wang, X., Garti, E., & Chibsah, R. (2019). *International Journal of Economics, Commerce and Management United Kingdom THE IMPACT OF FOREIGN DIRECT INVESTMENT ON STOCK MARKET DEVELOPMENT: EVIDENCE FROM GHANA*. <http://ijecm.co.uk/>
- World Bank. (2025a). *Foreign Direct Investment, Net Inflow (% of GDP)*. World Bank Group. <https://data.worldbank.org/indicator/BX.KLT.DINV.WD.GD.ZS>
- World Bank. (2025b). *GDP per Capita (Current US\$)*. World Bank Group. <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.CD>
- World Bank. (2025c). *Inflation, Consumer Prices (Annual %)*. World Bank Group. <https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG>
- World Bank. (2025d). *Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP)*.
- World Bank. (2025e). *Trade (% of GDP)*. World Bank Group. <https://data.worldbank.org/indicator/NE.TRD.GNFS.ZS>
- Zafar, H., Qureshi, T. M., & Abbas, Z. (2013). Does foreign direct investment influence development of stock market of host country? Evidence from Pakistan. *African Journal of Business Management*, 7(9), 678–687. <https://doi.org/10.5897/AJBM11.1050>