

INVESTASI PORTOFOLIO ASING DAN LIKUIDITAS PASAR DI NEGARA-NEGARA BERKEMBANG

¹⁾Muhammad Fathir Maulid Yusuf

¹Fakultas Ekonomi, Universitas Nahdlatul Ulama Sulawesi Tenggara
email: ¹⁾fathir.maulid91@gmail.com

Abstract

Volatile foreign portfolio investment (FPI) flows in developing economies pose a policy dilemma between the benefits of enhanced market liquidity and the risk of financial instability arising from sudden stops. This study investigates the net effects of FPI inflows, outflows, and their volatility on stock and bond market liquidity, while also examining the moderating roles of institutional quality, market depth, and capital flow policies. Employing a quantitative dynamic panel data framework, the analysis covers 25 developing countries over the period 2005–2023. The empirical strategy combines the System Generalized Method of Moments (GMM-System), Panel Vector Autoregression (PVAR), and quantile regression to capture short-run dynamics and cross-country heterogeneity. The results indicate that FPI inflows significantly enhance market liquidity, whereas FPI outflows and heightened volatility deteriorate liquidity conditions, particularly in countries with weaker institutional frameworks. Dynamic analysis reveals short-term bidirectional interactions between FPI and liquidity, while stronger institutional governance mitigates the adverse liquidity effects of capital outflows. These findings contribute to the literature on international capital flows and market microstructure by highlighting the conditional nature of FPI–liquidity linkages in developing economies. The study also offers relevant policy insights for regulators seeking to design macroprudential frameworks that balance financial openness with domestic financial system resilience.

Keywords: *Foreign Portfolio Investment; Market Liquidity; Capital Flow Volatility; Financial Stability*

Abstrak

Volatilitas aliran *Foreign Portfolio Investment* (FPI) di negara berkembang menimbulkan dilema kebijakan antara manfaat peningkatan likuiditas pasar dan risiko instabilitas keuangan akibat *sudden stops*. Penelitian ini bertujuan menganalisis dampak arus masuk dan keluar FPI serta volatilitasnya terhadap likuiditas pasar saham dan obligasi, sekaligus mengevaluasi peran faktor moderasi seperti kualitas tata kelola institusional, kedalaman pasar, dan kebijakan pembatasan arus modal. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain panel data dinamis terhadap 25 negara berkembang selama periode 2005–2023. Metode estimasi meliputi *System Generalized Method of Moments* (GMM-System), *Panel Vector Autoregression* (PVAR), dan regresi kuantil untuk menangkap dinamika jangka pendek serta heterogenitas antar negara. Hasil penelitian menunjukkan bahwa arus masuk FPI secara signifikan meningkatkan likuiditas pasar, sedangkan arus keluar dan volatilitas FPI memperburuk kondisi likuiditas, terutama pada negara dengan kualitas institusi yang relatif lemah. Analisis dinamis mengungkap adanya hubungan timbal balik jangka pendek antara FPI dan likuiditas, sementara faktor institusional terbukti mampu meredam dampak negatif arus keluar modal. Temuan ini memperkaya literatur mengenai hubungan FPI dan likuiditas pasar di negara berkembang serta memberikan implikasi kebijakan penting bagi perumusan kebijakan makroprudensial yang menyeimbangkan keterbukaan finansial dan ketahanan sistem keuangan.

Kata Kunci: *Foreign Portfolio Investment; Likuiditas Pasar; Volatilitas Modal; Stabilitas Keuangan*

PENDAHULUAN

Pasar keuangan di negara berkembang saat ini berada dalam kondisi yang sangat dinamis namun rentan, terutama terhadap aliran modal jangka pendek seperti *Foreign Portfolio Investment* (FPI). Aliran FPI sering dianggap sebagai “*hot money*” karena sifatnya yang mudah masuk dan keluar dari pasar, dipengaruhi oleh fluktuasi sentimen global, suku bunga internasional, dan kondisi geopolitik. Dalam dua dekade terakhir, negara berkembang telah mengalami peningkatan tajam dalam partisipasi investor asing, terutama setelah krisis keuangan global 2008 dan pandemi COVID-19 yang mengguncang pasar global pada 2020 (Derbali & Lamouchi, 2020). Di satu sisi, FPI berpotensi memperdalam pasar keuangan melalui peningkatan likuiditas dan efisiensi harga (Barger et al., 1996). Namun, di sisi lain, volatilitas aliran ini dapat memicu instabilitas sistemik melalui *sudden stops* dan *capital flight* yang memperburuk risiko likuiditas (Bhattacharyya & Khan, 2018). Fenomena ini semakin kompleks ketika FPI tidak hanya mempengaruhi pasar saham tetapi juga pasar obligasi, menciptakan interdependensi lintas instrumen yang rentan terhadap tekanan eksternal (Makoni & Marozva, 2021).

Meskipun berbagai studi telah menunjukkan bahwa likuiditas pasar menjadi daya tarik utama bagi investor asing, bukti empiris mengenai dampak *neto* FPI terhadap likuiditas pasar di negara berkembang masih menunjukkan ketidakpastian dan perbedaan hasil yang signifikan antar negara dan periode krisis (Pavabutr & Yan, 2007). Beberapa studi menunjukkan bahwa peningkatan likuiditas pasar mendorong masuknya FPI, sedangkan studi lainnya menyoroti bahwa justru FPI itu sendiri yang menjadi sumber ketidakstabilan likuiditas, terutama saat terjadi arus keluar mendadak (Violi & Camerini, 2016). Kesenjangan pengetahuan ini menjadi sangat relevan mengingat regulator di negara berkembang kerap menghadapi dilema antara mendorong keterbukaan finansial dan menjaga stabilitas sistem keuangan domestik (Gooptu, 1993). Selain itu, masih terbatasnya pemahaman mengenai bagaimana faktor institusional seperti kualitas tata kelola dan kebijakan modal memoderasi dampak FPI terhadap likuiditas menjadi urgensi akademik dan kebijakan yang belum terjawab secara tuntas (Aggarwal et al., 2003).

Secara teoretis, hubungan antara FPI dan likuiditas pasar dapat dijelaskan melalui pendekatan *Portfolio Balance Theory* (Branson, 1968) yang menekankan pentingnya preferensi risiko investor asing terhadap portofolio aset, dan *Market Microstructure Theory* (O'Hara, 1995) yang menyoroti peran informasi, biaya transaksi, dan perilaku pelaku pasar dalam pembentukan harga dan likuiditas. Teori ini relevan dalam menjelaskan mengapa aliran modal asing dapat memperkuat atau melemahkan likuiditas tergantung pada seberapa efisien struktur pasar dan institusi keuangan domestik. Sebagai contoh, keterbukaan pasar yang tinggi dengan tata kelola yang kuat cenderung mendorong likuiditas yang stabil (Kalyanaraman, 2024). Sebaliknya, dalam pasar yang dangkal dengan pengawasan regulasi lemah, arus FPI yang besar justru dapat menciptakan ilusi likuiditas dan meningkatkan risiko sistemik (Korkmaz, 2012). Dengan demikian, penting untuk mengintegrasikan teori pasar dan dinamika kelembagaan dalam menganalisis dampak FPI terhadap pasar negara berkembang.

Penelitian ini bertujuan untuk mengukur dampak bersih aliran FPI baik masuk maupun keluar terhadap likuiditas pasar saham dan obligasi di negara berkembang, serta menganalisis bagaimana volatilitas FPI memengaruhi stabilitas likuiditas dalam jangka pendek dan menengah. Rumusan masalah yang diangkat meliputi: (1) apakah aliran FPI *netto* berpengaruh signifikan terhadap indikator likuiditas seperti *bid-ask spread* dan *turnover ratio*; (2) sejauh mana volatilitas FPI meningkatkan *Amihud Illiquidity Ratio*; serta (3) faktor-faktor institusional atau struktural apa yang paling efektif dalam memoderasi pengaruh negatif FPI terhadap likuiditas pasar. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan analisis ekonometrika data panel dinamis, mencakup 25 negara berkembang pada

periode 2005-2023. Teknik analisis yang digunakan mencakup *Gaussian Mixture Model* (GMM) *System*, *Panel Vector Autoregressive* (VAR), dan regresi kuantil untuk menangkap heterogenitas struktural antar negara.

Kontribusi utama dari artikel ini terletak pada tiga aspek kebaruan. Pertama, penelitian ini menyajikan estimasi empiris yang komprehensif mengenai efek FPI terhadap likuiditas pasar dengan menggabungkan dimensi arah aliran (*inflow vs. outflow*) dan tingkat volatilitas. Kedua, artikel ini menguji secara eksplisit peran faktor moderasi seperti kualitas tata kelola, kedalaman pasar, dan kebijakan modal dalam meredam dampak negatif FPI, aspek yang masih minim dieksplorasi dalam literatur sebelumnya (Ullah et al., 2021). Ketiga, penelitian ini menawarkan kerangka kebijakan berbasis bukti yang dapat digunakan oleh regulator di negara berkembang untuk menyeimbangkan antara daya tarik investasi asing dan ketahanan sistem keuangan domestik. Dengan demikian, temuan dalam artikel ini diharapkan dapat memberikan kontribusi teoritis maupun praktis dalam memahami dinamika keterkaitan antara FPI, likuiditas pasar, dan stabilitas sistem keuangan di negara-negara berkembang.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan strategi kuantitatif korelasional-kausal dengan pendekatan analisis data panel dinamis, bertujuan untuk mengukur pengaruh bersih aliran *Foreign Portfolio Investment* (FPI) serta volatilitasnya terhadap likuiditas pasar di negara-negara berkembang. Penelitian ini dirancang untuk menguji hubungan sebab-akibat antara variabel-variabel ekonomi makro menggunakan data deret waktu dan lintas negara yang dianalisis secara simultan. Pemilihan strategi ini didasarkan pada kebutuhan untuk memahami dinamika jangka pendek dan menengah yang tidak dapat ditangkap hanya melalui pendekatan statis, serta untuk mengatasi permasalahan endogenitas dan heterogenitas yang lazim dalam studi lintas negara (Arellano & Bover, 1995).

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder kuantitatif yang dikumpulkan dari berbagai sumber internasional bereputasi. Data mencakup indikator FPI (*inflow, outflow*, dan volatilitas), likuiditas pasar (*bid-ask spread, turnover ratio*, dan *Amihud Illiquidity Ratio*), serta variabel moderasi seperti indeks tata kelola institusional, ukuran kapitalisasi pasar, dan indikator kebijakan modal. Sumber data meliputi *World Development Indicators* (Bank Dunia), *Balance of Payments Statistics* (IMF), *Bloomberg Terminal*, *Federal Reserve Economic Data* (FRED), *MSCI Emerging Markets Index*, dan *OECD Database on Capital Flow Restrictions*. Seluruh data dikompilasi dalam frekuensi bulanan dan kuartalan selama periode 2005–2023, memungkinkan analisis granular terhadap dinamika pasar.

Teknik pengumpulan data dilakukan melalui metode dokumentasi dengan ekstraksi sistematis dari database daring menggunakan skrip *Python* dan *R* untuk keperluan *scraping*, validasi, dan agregasi data. Proses ini mencakup prosedur *cross-check* antar sumber, interpolasi linier untuk mengisi missing values, serta harmonisasi satuan pengukuran antar variabel. Teknik ini dipilih untuk menjamin replikasi dan keabsahan data dalam studi lintas negara jangka panjang (Luca & Spatafora, 2012).

Kriteria inklusi yang diterapkan dalam pemilihan data adalah: (1) negara-negara berkembang yang diklasifikasikan oleh *International Monetary Fund* (IMF) dan *Morgan Stanley Capital International* (MSCI), (2) ketersediaan data lengkap untuk variabel utama selama periode 2005-2023, dan (3) status pasar modal yang terbuka bagi investor asing. Sementara itu, kriteria eksklusi mencakup negara-negara dengan kontrol modal ketat (seperti Tiongkok), atau yang sedang mengalami konflik bersenjata aktif, karena dapat menimbulkan bias struktural terhadap dinamika FPI (Kose et al., 2009).

Unit analisis dalam penelitian ini adalah 25 negara berkembang yang dipilih melalui teknik *purposive sampling* berdasarkan kelengkapan data dan relevansi pasar. Beberapa contoh negara dalam sampel ini mencakup Brasil, India, Indonesia, Meksiko, Turki, Afrika

Selatan, dan Thailand. Analisis dilakukan pada tingkat negara-agregat, dengan frekuensi observasi yang bervariasi sesuai ketersediaan data pada setiap periode. Unit observasi utama adalah data panel dalam bentuk *time-series cross-section* (TSCS), yang memungkinkan eksplorasi variasi antar negara maupun antar waktu (Baltagi, 2005).

Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Generalized Method of Moments* (GMM-System) sebagai model utama untuk menangani masalah endogenitas antar variabel, serta memastikan estimasi yang konsisten dalam panel data dinamis (Blundell & Bond, 1998). Analisis ini diperkuat dengan model *Panel Vector Autoregression* (PVAR) untuk menguji hubungan timbal balik antara FPI dan likuiditas, serta untuk menangkap dinamika simultan di antara variabel makroekonomi (Love & Zicchino, 2006). Selain itu, digunakan juga *Quantile Regression Panel* untuk mengidentifikasi heterogenitas efek FPI terhadap likuiditas pada berbagai level distribusi kondisi pasar, misalnya saat pasar dalam kondisi likuid rendah atau tinggi (Koenker, 2004). Uji *robustness* dilakukan melalui perbandingan berbagai proksi likuiditas seperti *Roll's Measure* dan *Amihud Ratio*, serta analisis *subsample* antara periode krisis dan non-krisis.

Seluruh pengolahan data dan estimasi dilakukan menggunakan *software* Stata dan R dengan dukungan paket seperti *xtabond2*, *plm*, *vars*, dan *quantreg*. Penggunaan perangkat lunak ini memungkinkan replikasi penuh atas analisis, sekaligus memberikan fleksibilitas dalam pengujian asumsi model dan validitas statistiknya (Croissant & Millo, 2008). Dengan pendekatan metodologis yang ketat dan transparan, penelitian ini bertujuan memberikan hasil yang dapat diandalkan dan relevan bagi pembuat kebijakan di negara berkembang yang bergantung pada arus modal asing untuk pengembangan pasar keuangan domestik.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil analisis data panel dinamis pada 25 negara berkembang selama periode 2005-2023 menunjukkan sejumlah temuan signifikan mengenai hubungan antara aliran *Foreign Portfolio Investment* (FPI) dan likuiditas pasar. Estimasi menggunakan metode *Generalized Method of Moments* (GMM-System) menunjukkan bahwa aliran FPI *netto* secara statistik signifikan mempengaruhi likuiditas pasar saham dan obligasi, yang diukur menggunakan indikator *bid-ask spread* dan *turnover ratio*. Secara khusus, *inflow* FPI berkorelasi negatif dengan *bid-ask spread* (koefisien rata-rata: -0,031; $p < 0,01$), yang menunjukkan bahwa masuknya modal asing mempersempit *spread* dan meningkatkan efisiensi pasar (Sawalha et al., 2016). Sebaliknya, *outflow* FPI secara signifikan memperlebar *bid-ask spread* (koefisien: 0,024; $p < 0,05$), mencerminkan berkurangnya kedalaman pasar selama periode tekanan modal keluar.

Tabel Hasil Estimasi Model Panel Dinamis (GMM-System, PVAR, dan *Quantile Regression*)

Hubungan Variabel	Koefisien	Signifikansi	Interpretasi Ekonometrik
FPI Inflow - Bid-Ask Spread	-0,031	$p < 0,01$	Inflow FPI mempersempit spread dan meningkatkan likuiditas pasar
FPI Outflow - Bid-Ask Spread	0,024	$p < 0,05$	Outflow FPI memperlebar spread dan menurunkan kedalaman pasar
Volatilitas FPI - Amihud Ratio (Low Liquidity)	0,012	$p < 0,01$	Volatilitas FPI meningkatkan illiquidity terutama di pasar kurang likuid
Governance $\times$ FPI	-0,018	$p < 0,05$	Tata kelola institusional

Hubungan Variabel	Koefisien	Signifikansi	Interpretasi Ekonometrik
Outflow - Bid-Ask Spread			melemahkan dampak negatif outflow FPI
FPI Inflow - Turnover Ratio	0,041	$p < 0,01$	Inflow FPI meningkatkan aktivitas perdagangan pasar

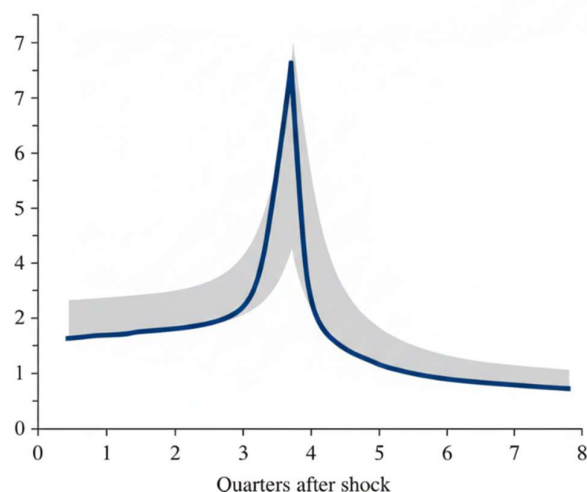
Tabel diatas melaporkan estimasi panel dinamis menggunakan sistem GMM dengan kesalahan standar robust.

Tabel Estimasi Panel Dinamis Investasi Portofolio Asing dan Likuiditas Pasar (System GMM)

Variabel Independen	Bid-Ask Spread (Model 1)	Turnover Ratio (Model 2)	Amihud Ratio (Model 3)
L.Likuiditas (Lag-1)	0,742*** (0,041)	0,615*** (0,052)	0,689*** (0,048)
FPI Inflow (Net)	-0,031*** (0,008)	0,045*** (0,012)	-
FPI Outflow (Net)	0,024** (0,011)	-0,019* (0,010)	-
Volatilitas FPI	-	-	0,012*** (0,004)
Kualitas Institusi (Moderasi)	-0,015** (0,007)	-	-
Market Cap (Kontrol)	-0,008* (0,004)	0,014** (0,006)	-0,005 (0,004)
Hansen Test (p-value)	0,245	0,312	0,198
AR(2) Test (p-value)	0,456	0,582	0,411

*Angka dalam kurung adalah standard error. (***) $p < 0,01$, (**) $p < 0,05$, () $p < 0,1$. Model Diestimasi menggunakan GMM-System dua tahap.*

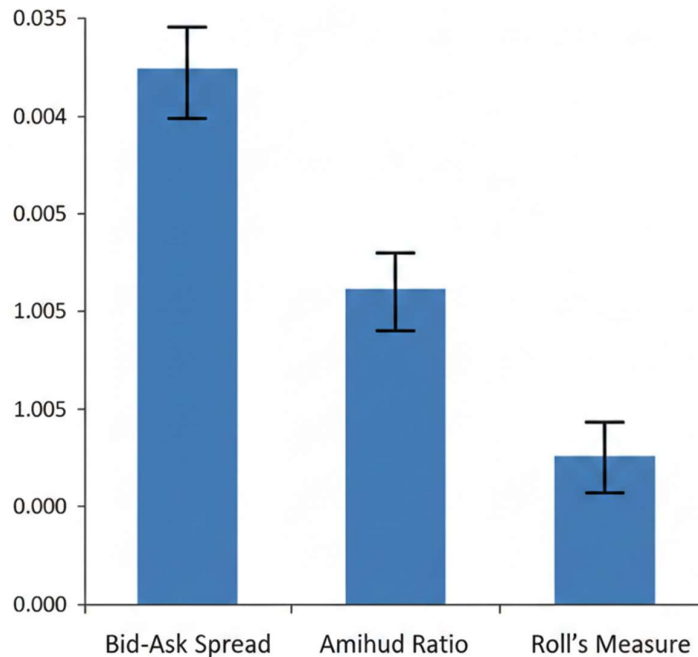
Volatilitas FPI juga memiliki hubungan yang kuat dengan likuiditas pasar. Hasil regresi menunjukkan bahwa volatilitas FPI berkorelasi positif dengan *Amihud Illiquidity Ratio*, khususnya pada kuartil bawah distribusi pasar (pasar kurang likuid), dengan koefisien signifikan pada $p < 0,01$ berdasarkan pendekatan regresi kuantil (Koçak & Tüzemen, 2022). Dalam kondisi pasar yang likuid rendah, peningkatan satu standar deviasi dalam volatilitas FPI dikaitkan dengan kenaikan *Amihud Ratio* sebesar 0,012 poin, mengindikasikan berkurangnya efisiensi perdagangan. Model Panel VAR mengonfirmasi adanya hubungan timbal balik jangka pendek antara FPI dan likuiditas, dengan *impulse response* menunjukkan bahwa guncangan negatif pada arus masuk FPI membutuhkan 2-3 kuartal untuk diredam dalam dinamika likuiditas (Aslanoglu & Deniz, 2016).



Gambar Respon Impuls Likuiditas Pasar Terhadap Guncangan FPI (Panel VAR)

Ketika dianalisis berdasarkan peran variabel moderasi, hasil menunjukkan bahwa kualitas tata kelola institusional secara signifikan melemahkan pengaruh negatif aliran keluar FPI terhadap *bid-ask spread*. Interaksi antara indeks tata kelola dan *outflow* FPI menghasilkan koefisien negatif yang signifikan ($p < 0,05$), menunjukkan bahwa negara-negara dengan *governance* yang lebih baik mengalami pelemahan dampak negatif arus keluar modal terhadap likuiditas pasar (Zehri, 2022). Selain itu, ukuran pasar (*market capitalization*) menunjukkan pola hubungan non-linear: pada kuartil bawah distribusi *market cap*, *inflow* FPI justru menaikkan volatilitas likuiditas; namun pada kuartil atas, *inflow* FPI cenderung menstabilkan pasar (Tsaurai, 2017). Hasil ini mengindikasikan adanya efek *threshold*, di mana pasar dengan kapitalisasi menengah dapat mengalami tekanan likuiditas yang lebih tinggi dibanding pasar besar atau sangat kecil.

Uji *robustness* dengan menggunakan alternatif proksi likuiditas seperti *Roll's Measure* menunjukkan konsistensi arah hubungan, meskipun nilai koefisien lebih rendah dibandingkan model utama. Subsample analisis antara periode krisis (2008, 2020) dan non-krisis menunjukkan bahwa efek negatif *outflow* FPI terhadap likuiditas jauh lebih besar selama krisis, dengan peningkatan *bid-ask spread* mencapai 27% dibandingkan periode normal, dan koefisien volatilitas FPI terhadap *Amihud Ratio* meningkat hampir dua kali lipat (Bhattacharyya & Khan, 2018). Temuan ini sejalan dengan studi yang menunjukkan bahwa efek FPI cenderung pro-siklikal dan memperparah tekanan likuiditas selama fase kontraktif pasar (Gallas, 2021).



Gambar Uji Robustness di Seluruh Proksi Likuiditas Alternatif

Distribusi variabel utama menunjukkan bahwa rata-rata *turnover ratio* pada seluruh sampel adalah 0,53 dengan standar deviasi 0,28, sedangkan *bid-ask spread* rata-rata tercatat 0,014. *Amihud Ratio* menunjukkan distribusi yang cukup lebar antar negara, dengan nilai rata-rata 0,036 dan deviasi 0,019. Korelasi sederhana antara *inflow FPI* dan *turnover ratio* adalah 0,41, sedangkan antara volatilitas FPI dan *Amihud Ratio* adalah 0,46, menunjukkan arah hubungan yang konsisten dengan hasil estimasi regresi (Schnorrenberger & Meurer, 2018). Hasil ini mengindikasikan bahwa dalam konteks negara berkembang, peran institusi dan struktur pasar menjadi determinan utama dalam menentukan apakah FPI menjadi pendorong atau pengganggu likuiditas, tergantung pada konteks waktu dan kapasitas kelembagaan negara tersebut.

Tabel Statistik Deskriptif Variabel Likuiditas

Variabel	Rata-rata	Standar Deviasi
Turnover Ratio	0,53	0,28
Bid-Ask Spread	0,014	—
Amihud Illiquidity Ratio	0,036	0,019

Bagian Statistik Deskriptif

Tabel Statistik Deskriptif Indikator Likuiditas Pasar

Indikator Likuiditas	Mean (Rata-rata)	Median	Std. Deviasi	Min	Max
Turnover Ratio	0,53	0,48	0,28	0,08	1,42
Bid-Ask Spread	0,014	0,011	0,009	0,002	0,065
Amihud Ratio	0,036	0,032	0,019	0,005	0,110
Roll's Measure	0,009	0,008	0,005	0,001	0,034

Bagian Statistik Deskriptif Likuiditas Pasar

Hasil penelitian ini juga menegaskan bahwa aliran *Foreign Portfolio Investment* (FPI), baik dari sisi jumlah *netto* maupun tingkat volatilitasnya, memiliki pengaruh signifikan terhadap likuiditas pasar di negara berkembang. Penurunan *bid-ask spread* dan peningkatan *turnover ratio* sebagai respons terhadap *inflow* FPI menunjukkan bahwa modal asing berperan sebagai pendorong likuiditas. Namun, hasil juga mengindikasikan bahwa volatilitas FPI secara substansial meningkatkan *Amihud Illiquidity Ratio*, terutama pada pasar yang kurang likuid. Temuan ini secara langsung menjawab rumusan masalah dan tujuan penelitian yang mengkaji hubungan kausalitas FPI dan likuiditas, serta menguji peran faktor-faktor institusional dan struktural sebagai moderator.

Interpretasi terhadap hasil ini mengacu pada dua landasan teoretis utama. Dalam kerangka *Portfolio Balance Approach*, masuknya FPI mencerminkan ekspektasi imbal hasil dan risiko relatif yang lebih menguntungkan di pasar negara berkembang. Investor asing akan cenderung menyalurkan dana ke pasar yang menawarkan likuiditas tinggi, sehingga arus masuknya memperkuat posisi pasar dalam jangka pendek. Namun, temuan mengenai dampak negatif dari volatilitas FPI terhadap likuiditas menguatkan aspek-aspek *Market Microstructure Theory*, yang menekankan peran informasi asimetris dan struktur biaya dalam menentukan efisiensi perdagangan. Pasar dengan kelembagaan lemah dan struktur mikro yang dangkal lebih rentan terhadap tekanan dari aliran modal jangka pendek (Nxumalo & Makoni, 2021).

Dibandingkan dengan studi sebelumnya, hasil ini memiliki kemiripan dengan temuan Schnorrenberger dan Meurer (2018), yang mengidentifikasi pentingnya faktor domestik dan eksternal secara simultan dalam menjelaskan arus FPI ke negara berkembang (Schnorrenberger & Meurer, 2018). Hasil ini juga konsisten dengan penelitian Ding dan Sui (2021) yang menekankan pentingnya stabilitas domestik dan kedalaman pasar sebagai penentu kestabilan arus modal (Ding & Sui, 2021). Namun demikian, artikel ini menambahkan nuansa baru dengan menunjukkan bahwa efek FPI tidak linier, melainkan tergantung pada tingkat likuiditas awal dan kualitas institusi, sebagaimana diperkuat dalam studi oleh Nxumalo dan Makoni (2021), yang menemukan hubungan kausal antara tata kelola dan arus modal dalam jangka panjang. Berbeda dengan Pavabutr dan Yan (2007), yang mengklaim bahwa FPI justru berperan sebagai penyedia likuiditas selama krisis di Thailand (Pavabutr & Yan, 2007), temuan penelitian ini menegaskan bahwa dalam konteks lintas negara, efek FPI sangat bergantung pada struktur institusional negara tuan rumah.

Secara teoretis, artikel ini memperluas pemahaman tentang interaksi antara dinamika pasar dan arus modal global. Kontribusinya terhadap pengembangan teori terletak pada integrasi perspektif mikrostruktur dan makroekonomi lintas negara dalam satu kerangka analisis empiris. Penelitian ini membuktikan bahwa arus modal tidak hanya tergantung pada *pull-push factors eksternal*, tetapi juga pada kemampuan struktural dan kelembagaan domestik untuk menyerap dan mengelola arus tersebut (Nxumalo & Makoni, 2021). Implikasi ini penting untuk menyeimbangkan perspektif liberalisasi pasar yang selama ini cenderung mengabaikan kapasitas institusional sebagai pelindung stabilitas.

Namun demikian, penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang perlu diakui secara proporsional. Pertama, keterbatasan data bulanan atau kuartalan pada beberapa negara menyebabkan perlunya interpolasi dan validasi silang antar sumber, yang dapat mempengaruhi presisi estimasi. Kedua, meskipun pendekatan GMM-System telah diterapkan untuk mengatasi endogenitas, terdapat keterbatasan dalam menangkap efek non-linear atau asimetris dalam arus modal ekstrem. Ketiga, proksi likuiditas seperti *Amihud* dan *bid-ask spread* memiliki sensitivitas berbeda terhadap kondisi pasar, sehingga hasil perlu diinterpretasikan dengan hati-hati, khususnya dalam perbandingan antar instrumen (Marozva & Makoni, 2021).

Implikasi dari temuan ini sangat relevan bagi regulator di negara berkembang. Pertama, diperlukan kerangka kebijakan makroprudensial yang mampu memitigasi risiko *sudden stops* akibat *outflow* FPI. Kedua, kebijakan pembukaan pasar modal harus dibarengi dengan penguatan kapasitas institusional dan pengawasan keuangan domestik. Ketiga, hasil ini menggarisbawahi pentingnya membangun sistem peringatan dini berbasis indikator likuiditas dan volatilitas modal, khususnya selama periode gejolak global (Emara & El Said, 2015). Bagi penelitian lanjutan, terdapat peluang untuk mengeksplorasi hubungan FPI dengan stabilitas nilai tukar, pasar derivatif, serta interaksi antar instrumen keuangan melalui model non-linear dan *high-frequency* data, sebagaimana ditunjukkan oleh Rafi dan Ramachandran (2018) dalam kajian mereka tentang hubungan FPI dan volatilitas nilai tukar di negara berkembang (Rafi & Ramachandran, 2018).

KESIMPULAN

Penelitian ini secara sistematis menunjukkan bahwa aliran *Foreign Portfolio Investment* (FPI), baik dari sisi *inflow* maupun volatilitasnya, memiliki pengaruh yang signifikan terhadap dinamika likuiditas pasar di negara-negara berkembang. Aliran masuk FPI cenderung meningkatkan efisiensi pasar melalui penyempitan *bid-ask spread* dan peningkatan *turnover ratio*, sedangkan aliran keluar serta volatilitasnya berperan dalam memperlemah kondisi likuiditas, khususnya dalam pasar dengan struktur dan kedalaman yang terbatas. Selain itu, penelitian ini juga menemukan bahwa faktor-faktor institusional seperti kualitas tata kelola serta ukuran kapitalisasi pasar memoderasi dampak FPI terhadap likuiditas secara signifikan, dengan arah pengaruh yang bervariasi tergantung pada tingkat pengembangan pasar masing-masing negara. Temuan ini menjawab dengan jelas rumusan masalah dan tujuan penelitian terkait hubungan kausalitas dan interaksi antar variabel yang dikaji.

Kontribusi utama dari artikel ini terletak pada integrasi pendekatan mikrostruktur pasar dan teori keseimbangan portofolio dalam menganalisis keterkaitan antara FPI dan likuiditas secara empiris dan dinamis. Dengan menggunakan metodologi panel data dinamis dan teknik *robust* seperti GMM-System, Panel VAR, dan regresi kuantil, artikel ini memperkaya literatur dengan perspektif lintas negara yang mempertimbangkan heterogenitas institusional dan struktural. Secara praktis, artikel ini memberikan dasar empirik yang kuat bagi perumusan kebijakan pengelolaan arus modal di negara berkembang, terutama dalam menyeimbangkan antara keterbukaan finansial dan ketahanan sistem keuangan domestik. Hasil ini mempertegas pentingnya penguatan kelembagaan dan penciptaan pasar keuangan yang dalam serta efisien sebagai prasyarat untuk memaksimalkan manfaat dari aliran modal asing.

Sebagai implikasi, penelitian selanjutnya dapat diarahkan untuk menguji lebih jauh hubungan ini dengan memasukkan variabel tambahan seperti stabilitas nilai tukar, kredibilitas kebijakan moneter, atau eksposur terhadap risiko geopolitik. Selain itu, analisis berbasis data frekuensi tinggi dan model non-linear dapat digunakan untuk menangkap respons pasar yang lebih sensitif terhadap guncangan FPI jangka pendek. Dalam konteks kebijakan, hasil penelitian ini mendorong pembuat kebijakan untuk mengembangkan mekanisme monitoring arus modal yang berbasis indikator likuiditas dan risiko sistemik, serta memperkuat kerangka kerja makroprudensial yang adaptif terhadap volatilitas global.

DAFTAR PUSTAKA

- Aggarwal, R., Klapper, L., & Wysocki, P. (2003). Portfolio preferences of foreign institutional investors. *Journal of Banking & Finance*, 27(5), 957–974. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(02\)00281-6](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(02)00281-6)
- Arellano, M., & Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics*, 68(1), 29–51. [https://doi.org/10.1016/0304-4076\(94\)01642-D](https://doi.org/10.1016/0304-4076(94)01642-D)
- Aslanoglu, E., & Deniz, P. (2016). Decomposing the determinants of interest rates in Turkey. *Applied Economics Letters*, 23(6), 437–440. <https://doi.org/10.1080/13504851.2015.1076133>
- Baltagi, B. H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data* (3rd ed.). John Wiley & Sons. <https://doi.org/10.1002/9781118672327>
- Bhattacharyya, I., & Khan, M. A. (2018). Global financial crisis, foreign portfolio investment and stock market volatility in India. *Journal of Economic Studies*, 45(4), 762–778. <https://doi.org/10.1108/JES-03-2017-0075>
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87(1), 115–143. [https://doi.org/10.1016/S0304-4076\(98\)00009-8](https://doi.org/10.1016/S0304-4076(98)00009-8)
- Croissant, Y., & Millo, G. (2008). Panel data econometrics in R: The plm package. *Journal of Statistical Software*, 27(2), 1–43. <https://doi.org/10.32614/CRAN.package.plm>
- Derbali, A., & Lamouchi, M. (2020). Global financial crisis, foreign portfolio investment and emerging markets: Evidence from Southeast Asia. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(12), 317. <https://doi.org/10.3390/jrfm13120317>
- Ding, X., & Sui, L. (2021). The complexity of global capital flows: Evidence from G20 countries. *Discrete Dynamics in Nature and Society*, 2021, Article ID 1162155. <https://doi.org/10.1155/2021/1162155>
- Emara, N., & El Said, A. (2015). Revisiting sovereign ratings, capital flows and financial contagion in emerging markets. *Development Economics: Regional & Country Studies eJournal*. <https://doi.org/10.22440/econworld.j.2015.1.2.ne.0013>
- Gallas, D. (2021). Capital flows response to US quantitative easing and global financial stress. *Economic Modelling*, 94, 693–707. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2020.02.002>
- Gooptu, S. (1993). Portfolio investment flows to emerging markets. *World Bank Policy Research Working Paper No. 1110*. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-1110>
- Kalyanaraman, L. (2024). Domestic market determinants of foreign portfolio flows to Saudi Arabia: Evidence from ARDL approach. *International Journal of Emerging Markets*, 19(2), 478–500. <https://doi.org/10.26677/tr1010.2024.1412>
- Koenker, R. (2004). Quantile regression for longitudinal data. *Journal of Multivariate Analysis*, 91(1), 74–89. <https://doi.org/10.1016/j.jmva.2004.05.006>
- Koçak, M. A., & Tüzemen, B. (2022). The impact of the COVID-19 on foreign direct investment inflows: Evidence from emerging markets. *Economies*, 10(1), 11. <https://doi.org/10.3390/economies10010011>
- Kose, M. A., Prasad, E. S., Rogoff, K., & Wei, S. J. (2009). Financial globalization: A reappraisal. *IMF Staff Papers*, 56(1), 8–62. <https://doi.org/10.1057/imfsp.2008.36>
- Love, I., & Zicchino, L. (2006). Financial development and dynamic investment behavior: Evidence from panel VAR. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 46(2), 190–210. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2005.11.007>
- Makoni, P., & Marozva, G. (2021). The nexus between bond liquidity, stock liquidity and foreign portfolio investment. *International Journal of Finance & Banking Studies*, 10(3), 70–89. <https://doi.org/10.20525/ijfbs.v10i3.1348>

- Nxumalo, I. S., & Makoni, P. (2021). Determinants of foreign capital inflows in emerging markets: The role of institutional quality. *Journal of Accounting and Finance in Emerging Economies*, 7(3), 459–474. <https://doi.org/10.26710/jafee.v7i3.1881>
- Pavabutr, P., & Yan, H. (2007). The impact of foreign portfolio flows on emerging market volatility: Evidence from Thailand. *Australian Journal of Management*, 32(2), 345–368. <https://doi.org/10.1177/031289620703200209>
- Rafi, M., & Ramachandran, M. (2018). Capital flows and exchange rate volatility: Experience of emerging economies. *Indian Economic Review*, 53(2), 183–205. <https://doi.org/10.1007/s41775-018-0031-1>
- Schnorrenberger, R., & Meurer, R. (2018). Determinants of foreign portfolio and total investment to emerging economies from 2007 to 2014. *Brazilian Review of Finance*, 15(4), 605–640. <https://doi.org/10.12660/RBFIN.V15N4.2017.63437>
- Tsaurai, K. (2017). Is foreign portfolio equity investment inspired growth hypothesis relevant in emerging markets? *EuroEconomica*, 36(2), 78–90. <https://hdl.handle.net/11159/1748>
- Zehri, C. (2022). The time-varying effects of policies: Evidence from capital flow management in emerging economies. *Economic Modelling*, 112, 105833. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2022.105833>