

Pengaruh Kepemilikan Investor Institusi Asing Terhadap Volatilitas Harga Saham di Indeks Kompas100

Muhamad Farhan^{1*}, Sung Suk Kim²

Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Pelita Harapan ^{1,2}
muhamadfarhan14@gmail.com, sungsuk.kim@uph.edu

*Corresponding Author

Diajukan : 21 Desember 2022

Disetujui : 28 Januari 2023

Dipublikasi : 1 April 2023

ABSTRACT

This study investigates the effect of foreign institutional investor ownership on stock price volatility in Indonesia with a sample of 207 companies included in the Kompas100 index between 2008 and 2021. This study observes the problem, namely how does foreign institutional investor ownership affect stock price volatility in the Kompas index 100. Quantitative research using panel data on return volatility uses daily data then annualized while for market capitalization, stock turnover, leverage, and market to book value uses data per year. By using the fixed effect model, the empirical results of this study show that foreign institutional investor ownership reduces share price volatility in Indonesia with control variables: market capitalization, turnover, leverage, and market to book. This research also observes that the average share ownership by foreign institutional investors has continued to decline since 2016 which reached 41.76% to 29.38% in 2021. In addition, we also document research results that the greater the market capitalization of a company, the the lower the volatility of the stock price and foreign investors increase stock trading turnover in Indonesia because it attracts the attention of domestic investors, especially individual investors. Foreign institutional investors also prefer to invest in companies with a market to book rating that have a premium. Globalization that occurs in the Indonesian stock market can be beneficial because foreign institutional investors can reduce the volatility of stock prices in Indonesia. In addition, stock trading turnover in Indonesia has also increased due to the presence of foreign institutional investors. Even though it can reduce share price volatility, the Indonesian government needs to limit investor ownership in state-owned companies because it is related to state sovereignty and the transfer of profits derived from the distribution of company cash dividends.

Keywords: *Ownership of Foreign Institutional Investors, Share Price Volatility*

PENDAHULUAN

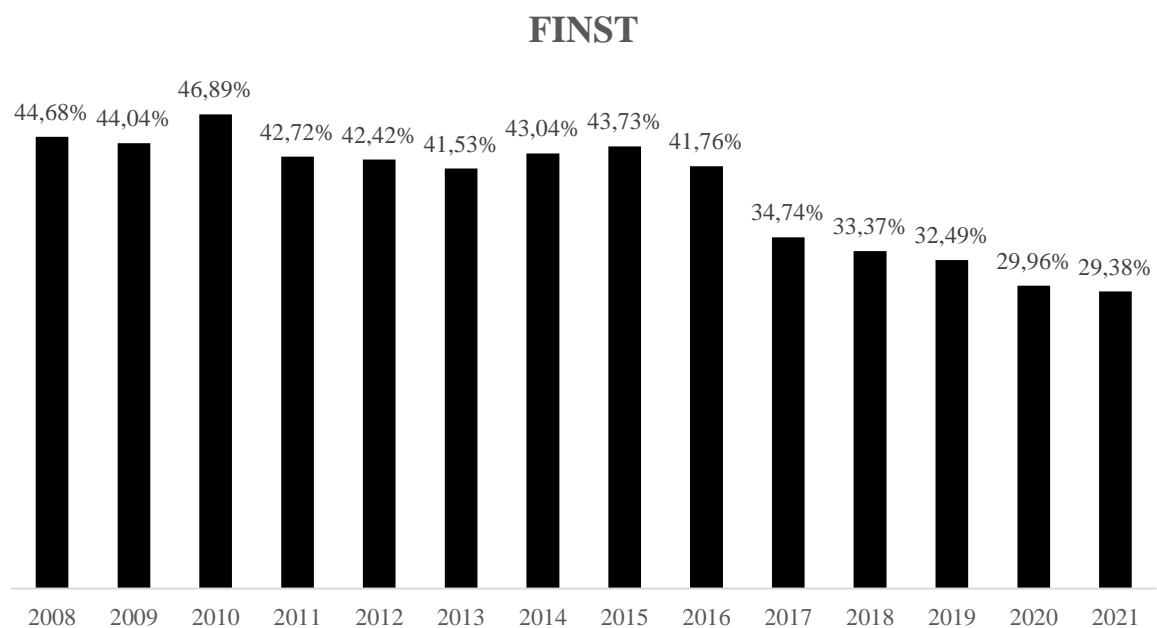
Era globalisasi dan keterbukaan ekonomi telah membuka ekonomi negara yang selama ini cenderung tertutup dan agak terputus dari dunia luar menjadi lebih liberal. Liberalisasi yang terjadi mengundang modal asing untuk masuk ke dalam suatu negara berkembang dan mempengaruhi perkembangan pasar modal lokal dan perekonomiannya. Masuknya modal asing ke dalam suatu negara menimbulkan pro dan kontra (Chen, Du, Li, & Ouyang, 2013). Bagi para pendukung liberalisasi pasar modal, investasi asing dapat menjadi sarana investasi jangka panjang bagi ekonomi domestik yang akan membawa modal serta pengetahuan tingkat lanjut, alternatif

pembiayaan, pengendalian risiko, peningkatan likuiditas, keterbukaan informasi serta tata kelola perusahaan yang lebih baik (Stiglitz, 1999; Bae, Chan, & Ng, 2004; Chen, Du, Li, & Ouyang, 2013; Thanatawee, 2021).

Bagi para kontra investasi asing, mereka berpendapat bahwa dengan masuknya investasi asing dapat menyebabkan kerentanan pasar domestik bagi pasar yang belum memiliki lembaga keuangan dan badan pengatur yang matang (Stiglitz, 1999; Chen, Du, Li, & Ouyang, 2013). Bae, Chan, & Ng (2004) berpendapat bahwa jika investor asing melakukan perdagangan lebih sering daripada investor lokal, aktivitas perdagangan spekulatif tersebut dapat menyebabkan volatilitas harga saham yang berlebihan dan dapat menjelaskan mengapa saham yang dapat diinvestasikan oleh investor asing lebih bergejolak daripada saham yang tidak dapat diinvestasikan.

Volatilitas harga saham yang tinggi merupakan salah satu ciri pasar saham di negara berkembang. Berbagai ketidakpastian ini disebabkan oleh krisis baik politik maupun keuangan. Dampak volatilitas harga saham yang lebih tinggi dan dampaknya terhadap investor di negara berkembang dapat dibuktikan pada saat krisis keuangan Asia pada tahun 1997 dan krisis keuangan global pada 2008 (Vo, 2015). Pada saat terjadi perang dagang antara Tiongkok-Amerika Serikat, sebagai dua negara adidaya pertikaian ini dapat menyebabkan meningkatnya volatilitas yang terjadi di pasar saham dan valuta asing pada tahun 2018 (Liu, 2020). Dan yang paling terbaru adalah dengan munculnya dan penyebaran COVID-19 di seluruh dunia yang menyebabkan ketidakpastian. Pada negara-negara berkembang keluarnya portofolio investasi asing dari pasar menyebabkan indeks bursa utama di dunia telah runtuh (Kartal, Depren, & Depren, 2020). Maret 2020 pasar saham AS hancur bersamaan dengan pasar saham di Eropa dan Asia. FTSE, indeks utama Inggris turun lebih dari 10% sehari setelah diumumkannya COVID-19 sebagai pandemi global. Pasar saham di Jepang juga anjlok lebih dari 20% dari posisi tertingginya pada Desember 2019 (Zhang, Hu, & Ji, 2020). Pasar saham Indonesia sendiri anjlok 17% pada Maret 2020.

Penelitian ini akan membahas pengaruh kepemilikan saham oleh institusi asing terhadap volatilitas harga saham di Indonesia. Penelitian ini menjadi menarik karena pertama Indonesia merupakan negara dengan perekonomian terbesar di ASEAN. Kedua, berdasarkan penelitian ini, kepemilikan investor institusi asing terus menurun sejak tahun 2016. Gambar 1 menunjukkan fluktuasi kepemilikan saham oleh institusi asing di Kompas100 sejak tahun 2008. Ketiga, penelitian mengenai dampak kepemilikan asing terhadap volatilitas harga saham yang menggunakan data Kompas100 masih jarang meskipun peranan investor asing di pasar saham Indonesia sangat penting.



Gambar 1. Mean dari kepemilikan saham oleh institusi asing di Kompas100 antara tahun 2008 sampai 2021.

STUDI LITERATUR

Investor Asing Mengurangi Volatilitas Harga Saham

Hasil penelitian mengenai kepemilikan saham oleh asing terhadap volatilitas harga saham sangat beragam. Vo (2015) menyatakan bahwa kualitas informasi dapat ditingkatkan dengan adanya investor asing di bursa efek lokal, memberikan kontrol perusahaan yang lebih baik dan standar pelaporan, serta meningkatkan tata kelola perusahaan yang akan mengurangi biaya transaksi dan informasi. Hal ini pada gilirannya akan menghasilkan volatilitas yang lebih rendah. Li, Nguyen, Pham, & Wei (2011) juga menyatakan bahwa pemegang saham asing berperan besar dalam stabilisasi di pasar saham negara berkembang. Wang (2007) mengemukakan bahwa meskipun penjualan saham oleh asing hanya 15% di Indonesia dan 18% di Thailand dari volume perdagangan harian, namun memiliki pengaruh negatif pada volatilitas di kedua negara sebelum, selama dan setelah krisis keuangan Asia. Sedangkan Vo (2015) menemukan bahwa kepemilikan investor asing pada suatu perusahaan dapat menurunkan volatilitas di pasar saham Vietnam. Investor asing dianggap bermanfaat dan dapat meningkatkan perhatian investor asing terhadap pasar saham domestik. Li, Nguyen, Pham, & Wei (2011) menginvestigasi dampak volatilitas imbal hasil saham di 31 negara berkembang dan mendapatkan hasil penelitian yakni terdapat hubungan negatif antara kepemilikan investor asing besar dan volatilitas yang menunjukkan bahwa besarnya peran investor asing di pasar negara berkembang. Naufa, Lantara, & Lau (2019) mempelajari pengaruh kepemilikan asing terhadap volatilitas imbal hasil, volume perdagangan dan risiko membeli dan memegang saham dengan menggunakan data dari enam negara ASEAN yakni Indonesia, Singapura, Filipina, Malaysia, Thailand dan Vietnam dari 2007-2017. Hasil observasi ini adalah kepemilikan asing mengurangi volatilitas imbal hasil saham terutama selama periode dan setelah krisis. Penelitian terbaru yang dilakukan oleh Thanatawee (2021) yang mengkaji dampak kepemilikan asing terhadap volatilitas harga saham di Thailand. Hasil investigasi ini memperlihatkan bahwa dampak negatif bisa ditimbulkan dengan adanya kepemilikan asing serta signifikan terhadap volatilitas harga saham. .

Investor Asing Meningkatkan Volatilitas Harga Saham

Sejumlah penelitian menyatakan bahwa peran investor asing dapat meningkatkan volatilitas harga saham. Seperti pada penelitian Thanatawee (2019) yang mengkaji hubungan kepemilikan saham oleh institusi asing pada periode 2011 sampai 2015 di Stock Exchange of Thailand (SET). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusi asing dapat meningkatkan tingkat informasi asimetri antara investor asing dan lokal. Selain itu strategi investasi *buy-and-hold* yang diterapkan oleh investor institusional asing mengganggu likuiditas saham. Kemudian pada kajian Lai & Lou (2008) mempelajari dampak perdagangan investor asing terhadap volatilitas harga saham di pasar saham Taiwan dengan menggunakan data dari Januari 2000 – September 2006. Penelitian ini menemukan bahwa investor asing lebih memilih saham lokal dengan kapitalisasi pasar yang besar. Investor asing juga memiliki relasi positif dan meningkatkan volatilitas harga saham. Harga saham akan menjadi lebih fluktuatif ketika investor asing membeli atau menjual lebih banyak saham. Naufa & Lantara (2017) menginvestigasi korelasi antara kepemilikan saham oleh investor asing dan volatilitas saham di Bursa Efek Indonesia (BEI) 2011-2017. Hasil observasi ini memperlihatkan bahwa kepemilikan asing berpengaruh positif terhadap volatilitas imbal hasil saham. Mereka berpendapat bahwa kepemilikan saham asing yang lebih besar membawa banyak kerugian bagi saham di Indonesia. Vu, Phang & Dang (2020) yang meneliti tentang hubungan dampak struktur kepemilikan investor asing terhadap risiko sistemik terhadap perusahaan pada periode 2010 hingga 2017. Hasil penelitian ini mengungkapkan bahwa kepemilikan oleh investor asing meningkatkan volatilitas karena memiliki hubungan yang positif dengan risiko sistemik. Penelitian Chen, Du, Li, & Ouyang (2013) yang mengatakan bahwa modal yang diinvestasikan oleh institusi asing (baik keuangan maupun non-keuangan) meningkatkan volatilitas imbal hasil saham bahkan setelah mengendalikan perusahaan tersebut secara penuh di pasar saham China. Melalui argumentasi ini, kami berekspektasi bahwa investor institusi asing meningkatkan

volatilitas harga saham dan kami mengajukan hipotesis utama dalam jurnal ini adalah sebagai berikut:

H1: Kepemilikan saham oleh institusi asing dapat meningkatkan volatilitas harga saham di Indonesia.

METODE

Data

Data yang kami gunakan adalah indeks Kompas100, yang terdiri dari 100 saham emiten yang diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia. Kompas100 diluncurkan serta dikelola dengan perusahaan media Kompas Gramedia Group. Kompas100 memiliki kapitalisasi pasar sebesar 62,91% dari total Rp8.252,40 triliun kapitalisasi pasar Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) pada tahun 2021. Untuk informasi kepemilikan saham diperoleh dari Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI). Penelitian ini menggunakan data antara 2008 sampai 2021 dengan basis data tahunan. Kami membuat data panel dengan sampel 207 perusahaan. Untuk mengurangi efek *outlier*, kami melakukan winsorisasi terhadap seluruh variabel di atas dan di bawah 1%. Jumlah observasi sebanyak 207 melalui proses seleksi; merupakan perusahaan non finansial; termasuk dalam Kompas100 minimal satu kali; dan data tersedia selama periode penelitian.

Model Empiris

Berdasarkan Chen, Du, Li, & Ouyang (2013) untuk mengetahui korelasi antara kepemilikan institusi asing dan volatilitas imbal hasil saham, kami menerapkan regresi pada data panel, yaitu sebagai berikut:

$$Volatility_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Foreign_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Turnover_{i,t} + \beta_4 Leverage_{i,t} + \beta_5 MTB_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Dimana $Volatility_{i,t}$ adalah imbal hasil volatilitas, $Foreign_{i,t}$ adalah persentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh kepemilikan institusi asing, $Con_{i,t}$ adalah variabel kontrol yakni kapitalisasi pasar (Size), turnover, leverage, market to book value (MTB).

Random Effects Model

$$NPL_{it} = \alpha + \beta_1 SIZE + \beta_2 CAR + \beta_3 ROE + \beta_4 GROWTH + \beta_5 INEFF + \beta_6 OC + \beta_7 DIV + \beta_8 GDP + \beta_9 INF + \beta_{10} DEBT + \beta_{11} UNEM + \beta_{12} CR3 + Year\ Indicators + \mu_i + \varepsilon_{it}$$

Variabel

Variabel Dependen

Penelitian ini menggunakan variabel dependen volatilitas imbal hasil harga saham yakni RV (*Return Volatility*). Dalam penelitian ini menggunakan standard deviasi dari saham untuk mengukur volatilitas imbal hasil saham secara tahunan dan konsisten dengan penelitian (Bae, Chan, & Ng, 2004; Li, Nguyen, Pham, & Wei, 2011; Chen, Du, Li, & Ouyang, 2013). Logaritma kuadrat imbal hasil harian dihitung sebagai berikut:

$$VL_i = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n \ln (return_{i,t}^2) \quad (2)$$

Dimana $return_{i,t}$ adalah imbal hasil saham harian dan n adalah jumlah hari perdagangan dalam 1 tahun.

Penjelasan Variabel

FINST merupakan kepemilikan total saham institusi asing di satu perusahaan. FINST merupakan variabel independen utama termasuk asuransi asing, perusahaan asing, dana pensiun

asing, bank asing, reksa dana asing, perusahaan efek asing, yayasan asing serta asing lainnya. Data kepemilikan institusi asing diperoleh dari KSEI (Kustodian Sentral Efek Indonesia).

Variabel Kontrol

Pengkajian kali ini menggunakan variabel kontrol yang terdiri dari struktur kepemilikan proporsional oleh kapitalisasi pasar (Size), turnover, leverage, market to book value (MTB). Size atau kapitalisasi pasar merupakan ukuran perusahaan yang terdaftar, semakin besar maka semakin rendah volatilitas imbal hasilnya (Bae, Chan, & Ng, 2004; Li, Nguyen, Pham, & Wei, 2011; Chen, Du, Li, & Ouyang, 2013). Ukuran perusahaan dihitung dari kapitalisasi pasar saham pada setiap akhir tahun fiskal. Turnover merupakan metrik yang mengukur tingkat perputaran saham dalam satu waktu. Semakin tinggi turnover maka semakin tinggi pula volatilitas imbal hasil (Li, Nguyen, Pham, & Wei, 2011; Chen, Du, Li, & Ouyang, 2013). Jurnal ini menggunakan rata-rata harian jumlah saham yang ditransaksikan dalam satu tahun dibagi dengan jumlah saham yang beredar di publik. Leverage dihitung dengan membagi total nilai buku ekuitas dibagi dengan kewajiban jangka panjang pada setiap akhir tahun fiskal. Market to Book Value (MTB) dihitung dengan membagi nilai buku per saham dibagi dengan harga saham perusahaan pada setiap akhir tahun fiskal. Data kapitalisasi pasar, turnover, leverage, market to book value diperoleh dari S&P Capital IQ.

HASIL

Statistik Deskriptif

Deskriptif statistik yang ditunjukkan pada tabel 1 menunjukkan bahwa *mean* dari RV adalah 0,03 dengan maksimal 0,083, dengan rata-rata kepemilikan saham institusi asing (FINST) 38,74%. Level ini jauh lebih tinggi dari Thailand yakni 13,90% dan Vietnam 13,61% yang terdokumentasi dalam penelitian Thanatawee (2021) dan Vu, Phan, & Dang (2020). Informasi lain yang bisa didapatkan dari data sampel yakni rata-rata ukuran perusahaan (Size) adalah 15,01 (logaritma dari kapitalisasi pasar); tingkat utang perusahaan (Leverage) 51,30%; market to book 2,39; dan turnover 0,00.

Tabel 1. Deskripsi Statistik

Variables	Obs.	Mean	Min	Max	Std. dev.
RV	1,253	0.030	0.000	0.083	0.011
FINST	1,253	0.387	0.000	1.000	0.271
Size	2,558	15.008	8.622	20.126	1.843
Turnover	2,540	0.002	0.000	0.067	0.004
Leverage	2,825	0.513	0.000	5.913	0.873
MTB	2,836	2.397	0.000	26.815	3.903

Korelasi Antar Variabel

Tabel 3 menunjukkan korelasi antar variabel. Data di atas menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh institusi asing memiliki korelasi negatif dengan volatilitas harga saham. Hasil observasi menunjukkan bahwa investor institusi asing mengurangi volatilitas harga saham di pasar saham Indonesia. Demikian juga dengan Size dan RV mengungkapkan perusahaan dengan kapitalisasi pasar yang besar memiliki volatilitas harga saham yang rendah. Observasi juga menunjukkan emiten yang memiliki kapitalisasi pasar yang besar lebih dipilih oleh investor institusi asing. Selain itu Leverage memiliki hubungan positif terhadap volatilitas harga saham. Semakin besar tingkat utang suatu perusahaan maka semakin besar pula volatilitas harga sahamnya.

Sementara itu, MTB dan RV memiliki korelasi negatif dimana semakin besar market to book maka semakin rendah volatilitas harga saham. Investigasi yang dilakukan juga memperlihatkan turnover saham memiliki interaksi yang positif dengan volatilitas harga saham. Turnover saham yang semakin tinggi maka juga meningkatkan pula volatilitas harga saham.

Tabel 2. Korelasi Antar Variabel

Variables	RV	FINST	Size	Turnover	Leverage	MTB
RV	1.000					
FINST	-0.085	1.000				
Size	-0.171	0.372	1.000			
Turnover	0.213	-0.150	-0.147	1.000		
Leverage	0.040	0.000	-0.137	0.042	1.000	
MTB	-0.055	0.145	0.435	-0.066	0.065	1.000

Pengaruh Kepemilikan Saham oleh Institusi Asing Terhadap Volatilitas Harga Saham

Tabel 4 menyajikan hasil regresi pengaruh kepemilikan saham oleh institusi asing terhadap volatilitas harga saham dengan RV. Hasil pengujian asumsi melalui Chow test dan Hausman test menunjukkan bahwa model yang harus digunakan adalah *fixed effect*, namun kami menggunakan ketiga model untuk membandingkan lalu mengambil kesimpulan berdasarkan *fixed effect* (FE). Hasil penelitian memperlihatkan kepemilikan institusi asing (FINST) berkorelasi negatif tetapi nir signifikan terhadap volatilitas harga saham (RV). Hasil investigasi ini juga sejalan menggunakan penelitian berdasarkan Naufa, Lantara, & Lau (2019) yang membahas tentang pengaruh kepemilikan investor asing terhadap volatilitas harga saham, volume dan risiko saham berdasarkan negara ASEAN yang memperlihatkan bahwa kepemilikan investor asing berkorelasi negatif dan nir signifikan terhadap volatilitas harga saham di Indonesia. Sedangkan penelitian berdasarkan Naufa & Lantara (2017) yang juga menggunakan sampel data saham Indonesia yakni dari Indeks LQ45 dengan periode penelitian 2011-2017, menyampaikan bahwa kepemilikan investor asing berpengaruh positif tetapi nir signifikan.

Dengan demikian hipotesis H1 ditolak. Hal ini mengungkapkan bahwa meningkatnya kepemilikan institusi asing dapat menurunkan volatilitas harga saham. Selain itu adanya hubungan negatif dan signifikan antara kapitalisasi pasar (Size) dan volatilitas harga saham (RV), yang menunjukkan bahwa perusahaan dengan kapitalisasi saham yang besar memiliki volatilitas harga yang rendah. Temuan ini juga mengungkapkan turnover saham berhubungan positif dan signifikan dengan volatilitas harga saham. Turnover suatu saham yang tinggi maka akan meningkatkan pula volatilitas harga sahamnya. Sementara itu Leverage memiliki hubungan yang positif dengan kepemilikan asing. Semakin tinggi tingkat utang maka semakin banyak kepemilikan asing di suatu saham. Dan yang terakhir adalah MTB (market to book) yang berhubungan positif dengan volatilitas harga saham dimana investor asing banyak berinvestasi pada perusahaan dengan valuasi yang premium.

Secara keseluruhan hasil penelitian ini berdasarkan FE pada tabel 4 yang memperlihatkan bahwa adanya pengaruh negatif dari kepemilikan institusi asing terhadap volatilitas harga saham. Temuan ini menunjukkan bahwa kehadiran investor institusi asing dibutuhkan oleh Indonesia karena dapat menurunkan volatilitas harga saham dan dapat menstabilkan harga. Penemuan ini mengkonfirmasi bahwa adanya hubungan negatif antara kepemilikan investor asing terhadap volatilitas harga saham dan konsisten dengan penelitian sebelumnya seperti Wang (2007), Li, Nguyen, Pham, & Wei (2011), Vo (2015), dan Thanatawee (2021).

Tabel 3. Pengaruh Kepemilikan Institusi Asing Pada Volatilitas Harga Saham

	Pooled OLS	FE	RE	Driscoll-Kraay Standard Errors
Constant	0.051***	0.074***	0.052***	0.074***
	-0.004	-0.008	-0.004	-0.023
FINST	0.000	-0.003	0.000	-0.003
	-0.001	-0.002	-0.002	-0.002
Size	-0.002***	-0.003***	-0.002***	-0.003*
	0.000	-0.001	0.000	-0.002
Turnover	0.983***	1.238***	1.020***	1.238***
	-0.103	-0.121	-0.105	-0.201
Leverage	0.000	-0.001**	0.000	-0.001**
	0.000	0.000	0.000	0.000
MTB	0.000	0.000**	0.000	0.000*
	0.000	0.000	0.000	0.000
Observations	2,388	2,388	2,388	2,388
Number of Firm	207	207	207	207
R-squared	0.066	0.060	0.056	0.060

Untuk memeriksa, mengkonfirmasi ulang serta memitigasi masalah endogenitas hasil dari analisis regresi maka dilakukan *robustness Driscoll-Kraay standard errors*. Hasil dari penelitian ini adalah kepemilikan institusi asing memiliki hubungan negatif dengan volatilitas harga saham. Setelah dilakukan *robustness Driscoll-Kraay standard errors*, hasilnya tetap sama.

Berdasarkan penelitian ini, globalisasi yang terjadi di pasar saham Indonesia dapat menguntungkan karena investor institusi asing dapat menurunkan volatilitas harga saham di Indonesia. Selain itu turnover perdagangan saham di Indonesia juga meningkat berkat kehadiran investor institusi asing. Meskipun dapat menurunkan volatilitas harga saham, pemerintah Indonesia membatasi kepemilikan investor di perusahaan BUMN karena terkait dengan kedaulatan negara serta transfer keuntungan yang diperoleh dari pembagian dividen tunai perusahaan. Kami menyadari bahwa investigasi ini memiliki kelemahan yakni penelitian ini hanya menggunakan 207 emiten dan perusahaan terbuka dengan kapitalisasi saham terbesar di Indonesia berasal dari sektor finansial khususnya perbankan. Selain itu penelitian ini hanya terbatas pada periode 2008 sampai 2021. Kami juga hanya membatasi variabel kontrol yakni hanya kapitalisasi pasar, turnover, leverage, serta market to book. Untuk penelitian selanjutnya dapat menambah jumlah perusahaan serta variabel kontrol lain serta memperpanjang observasi penelitian yang lebih panjang.

KESIMPULAN

Penelitian ini dapat disimpulkan bahwa kepemilikan asing menurunkan volatilitas harga saham. Saham finansial dikeluarkan dari penelitian ini karena memiliki rasio keuangan yang berbeda dengan perusahaan pada umumnya sehingga bisa menyebabkan bias. Selain itu semakin besar kapitalisasi pasar suatu perusahaan maka semakin rendah volatilitas harga sahamnya dan investor asing meningkatkan turnover perdagangan saham di Indonesia karena menarik perhatian investor domestik khususnya investor individu. Investor institusi asing juga lebih memilih untuk berinvestasi pada perusahaan dengan market to book yang memiliki valuasi premium.

REFERENSI

- Bae, K.-H., Chan, K., & Ng, A. (2004). Investibility Andreturn Volatility. *Journal of Financial Economics*, 71, 239-263. Diambil kembali dari <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00154>
- Chen, Z., Du, J., Li, D., & Ouyang, R. (2013). Does Foreign Institutional Ownership Increase Return Volatility? Evidence from China. *Journal of Banking & Finance*, 660-669. Diambil kembali dari <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.10.006>
- Kartal, M. T., Depren, Ö., & Depren, S. K. (2020). The Determinants of Main Stock Exchange Index Changes in Emerging Countries: Evidence from Turkey in COVID-19 Pandemic Age. *Quantitative Finance and Economics*, 526-541. Diambil kembali dari <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3659154>
- Lai, C.-J., & Lou, K.-R. (2008). Foreigner Investors and Stock Volatility: Evidence from Taiwan. *Information and Management Sciences*, 19(2), 315-328.
- Li, D., Nguyen, Q. N., Pham, P. K., & Wei, S. X. (2011). Large Foreign Ownership and Firm-Level Stock Return Volatility in Emerging Markets. *Journal Of Financial And Quantitative Analysis*, 45 No. 4, 1127-1155. doi:10.1017/S0022109011000202
- Liu, K. (2020). The effects of the China–US Trade War During 2018–2019 on the Chinese Economy: an Initial Assessment. *Economic and Political Studies*, 1-20. Diambil kembali dari <https://doi.org/10.1080/20954816.2020.1757569>
- Naufa, A. M., & Lantara, I. W. (2017). Foreign Ownership, Return Volatility, Trading Volume, and Risk of Stocks in Indonesia. *The International Journal of Banking and Finance*, 13(2), 119-141.
- Naufa, A. M., Lantara, I. W., & Lau, W.-Y. (2019). The Impact of Foreign Ownership on Return Volatility, Volume, and Stock Risks: Evidence from ASEAN Countries. *Economic Analysis and Policy*, 64, 221-235.
- Stiglitz, J. E. (1999). Reforming the Global Economic Architecture: Lessons From Recent Crises. *The Journal of Finance*, 1508-1521.
- Thanatawee, Y. (2019). Foreign Institutional Ownership and Liquidity: Evidence from Thailand. *ABAC Journal*, 39(4), 34-49.
- Thanatawee, Y. (2021). The Impact of Foreign Ownership on Stock Price Volatility: Evidence from Thailand. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(1), 7-14. Diambil kembali dari <https://doi.org/10.13106/JAFEB.2021.VOL8.NO1.007>
- Vo, X. V. (2015). Foreign ownership and stock return volatility - Evidence from Vietnam. *Journal of Multinational Financial Management*, 1-23. Diambil kembali dari <http://dx.doi.org/doi:10.1016/j.mulfin.2015.03.004>
- Vu, V. T., Phan, N. T., & Dang, H. N. (2020). Impacts of Ownership Structure on Systemic Risk of Listed Companies in Vietnam. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(2), 107-117. doi:10.13106/jafeb.2020.vol7.no2.107

- Wang, J. (2007). Foreign Equity Trading and Emerging Market Volatility: Evidence from Indonesia and Thailand. *Journal of Development Economics*, 84, 798-811. Diambil kembali dari <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2006.05.001>
- Zhang, D., Hu, M., & Ji, Q. (2020). Financial Markets Under the Global Pandemic of COVID-19. *Finance Research Letters*, 1-6. Diambil kembali dari <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101528>