

MODEL PERILAKU *NET BUYING SELING* (NBS) UNTUK SAHAM HMSP SELAMA PERIODE AKUISISI DARI PHILIP MORRIS

Ignatius Roni Setyawan

Jurusan S1 Manajemen, Universitas Tarumanagara Jakarta
Email: ign.s@fe.untar.ac.id

Masuk: 12-04-2019, revisi: 12-09-2019, diterima untuk diterbitkan : 27-09-2019

ABSTRAK

Dalam akuisisi di perusahaan yang memiliki reputasi hebat di pasar riil dan pasar keuangan, maka analisis faktor dampak dari akuisisi tersebut bagi investor pasar modal adalah penting untuk dilakukan. Hal ini karena setelah akuisisi akan terjadi perubahan struktur bisnis dan pemilik yang akan mempengaruhi arah kebijakan perusahaan di pasar modal dan biasanya ini dinantikan oleh para investor. Seperti kasus go private Aqua pasca diambil alih Danone dan Semen Padang dan Tonasa oleh Cemex, maka akuisisi Philip Morris ke Sampoerna akan begitu dinantikan. Dengan begitu studi ini akan fokus pada variabel net buying selling yang menjadi ukuran langsung dalam proses akuisisi. Hal ini dikarenakan dalam akuisisi akan terjadi proses pembelian (penyerahan) dan penjualan (pelepasan) saham dari pemilik ke pihak pengakuisisinya. Studi ini masih bersifat awal dalam topik penelitian sejenis, karenanya akan memakai model peramalan ARIMA (teknik Box Jenkins). Berdasarkan analisis ekonometrika secara time series mulai dengan uji stasioneritas ternyata terbukti bahwa variabel net buying selling sudah stasioner tanpa differencing proses. Kedua hasil uji stasioneritas yakni uji korelogram membuktikan dari lag 1 - 28 tanda * atau spike dari net buying selling masih dalam batas garis Barlett untuk grafik ACF dan PACF. Sedangkan berdasarkan uji unit root ADF (random walk with drift and trend) terbukti nilai ADF-statistik sebesar -6.032041 masih lebih kecil dari nilai ADF-kritis ($\alpha=5\%$). Kemudian waktu melakukan uji identifikasi model mulai AR(1), MA(1), ARMA (1,1) yang akhirnya didapat model terbaik yakni ARMA (1,1). Model ARMA (1,1) selanjutnya dipakai sebagai model prediksi bagi para investor.

Kata Kunci: *Net Buying (Selling)*, HMSP, Philip Morris, Akuisisi, Investor Asing

ABSTRACT

*In an acquisition in a company that has a great reputation in the real market and financial market, it is important to analyze the impact factor of the acquisition on capital market investors. This is because after the acquisition there will be a change in the structure of the business and the owner which will influence the direction of the company's policy in the capital market and this is usually expected by investors. As with the case of going private Aqua after being taken over by Danone and Semen Padang and Tonasa by Cemex, the acquisition of Philip Morris to Sampoerna will be expected. That way this study will focus on net buying selling variables which are a direct measure of the acquisition process. This is because in the acquisition there will be a process of buying (handing in) and selling (releasing) shares from the owner to the acquirer. This study is still preliminary in the topic of similar research, therefore it will use the ARIMA forecasting model (Box Jenkins technique). Based on the time series analysis of econometrics starting with the stationarity test it turns out that the net buying selling variable is stationary without differencing processes. The two stationary test results, the corelogram test, prove that lag 1 - 28 sign * or spike of net buying selling is still within the limits of the Barlett line for ACF and PACF charts. While based on the ADF root unit test (random walk with drift and trend) the ADF-statistic value proved to be -6.032041 still smaller than the ADF-critical value ($\alpha = 5\%$). Then when testing the model identification starting from AR (1), MA (1) and ARMA (1,1) which finally the best model is obtained, namely ARMA (1,1). The ARMA model (1.1) is then used as a prediction model for investors.*

Keywords: *Net Buying (Selling)*, HMSP, Philip Morris, Acquisitions, Foreign Investors

1. PENDAHULUAN

Latar Belakang

Sebagai salah satu perusahaan rokok kretek terbesar dan memiliki pengaruh kuat di pasar modal Indonesia, maka PT H.M. Sampoerna selalu menjadi daya tarik bagi investor asing. Sudah sejak lama banyak kelompok investor asing besar yang mencoba menguasai kepemilikan saham PT

H.M. Sampoerna mengingat potensi pasar dan ekonomi dari rokok kretek Sampoerna. Salah satu investor asing yang kuat yang sangat berambisi mengambil kepemilikan saham Sampoerna adalah Philip Morris. Yang menjadi motif dari Philip Morris ini adalah kekuatan rokok kretek dan akses pada bahan baku rokok seperti tembakau dan cengkeh serta tenaga kerja yang terampil dalam produk sigaret kretek tangan. Dengan mengambil alih saham PT HM Sampoerna (HMSP) maka Philip Morris (PM) akan memperoleh sinergi rokok kretek dan putih demi daya saing internasional.

Setelah sekian lama terhalang oleh konservatisme dari keluarga Sampoerna maka akhirnya pada tanggal 12 Maret 2005 ambisi akuisisi dari Philip Morris ini terwujud. Tulisan ini akan mencoba tidak membahas pada proses akuisisinya melainkan pada dampaknya di pasar modal. Karena akuisisi begitu akan ditunggu realisasinya oleh investor. Penulis hanya akan fokus pada variabel *net buying selling* oleh karena variabel ini akan menunjukkan apakah ada investor asing selain Philip Morris yang ikut memainkan peranan dalam akuisisi dengan mengambil peran di pasar modalnya. Dengan demikian tujuan dari studi penulis ini adalah untuk mengidentifikasi model perilaku pergerakan variabel *net buying selling* dari *foreign investor* untuk akuisisi saham HMSP per tanggal 12 Maret 2005. Sebagaimana dikutip dari Investor Daily, 15 Maret 2005 akuisisi Phillips Morris (PM) sebesar 40% dari saham HMSP (lihat keluarga Sampoerna) cukup menimbulkan pro dan kontra di kalangan pasar modal. MISI (Masyarakat Investor Seluruh Indonesia) cukup mendukung karena menilai akuisisi ini sebagai taktik Phillips Morris untuk mengembangkan bisnis rokok putih di Indonesia dan tidak melanggar aturan Bapepam IX H.1 tentang akuisisi perusahaan terbuka. Tetapi pengamat hukum pasar modal, Indra Savitri cukup skeptis dengan akuisisi tersebut karena prosesnya dilakukan pada saat hari bursa efek tidak beroperasi yakni Sabtu, 12 Maret 2005. Pro dan kontra juga dirasakan di kalangan intern HMSP sebab mereka takut terkena Pemutusan Hubungan Kerja (PHK). Karena secara teori keuangan, akuisisi oleh investor asing yang besar akan membawa dampak PHK karyawan lama. Melihat juga pada pengalaman akuisisi Cemex di Semen Padang dan Tonasa tahun 1998.

Lalu alasan diambilnya variabel *Net Buying Selling* dari investor asing adalah karena dalam beberapa riset seperti Frensidy (2006) dan Surjawan (2007) terindikasi bahwa *Net Buying Selling* dari investor asing terbukti begitu dominan dalam menggerakkan IHSG selama kurun waktu 2002-2006 dan sampai sekarang juga. Kalau *Net Buying Selling* ini terbukti signifikan secara agregat terhadap IHSG, maka variabel ini dapat diterapkan juga pada level individu saham. Berdasarkan penelusuran di www.idx.co.id, pada bagian **FL.txt** penulis berhasil menemukan data-data untuk *foreign sell* dan *foreign buy*. Karena variabel yang dibutuhkan adalah *net buying selling* maka penulis melakukan penselisihan antara *foreign sell* dan *foreign buy*. Jika *net buying selling* memberikan tanda positif maka berarti lebih banyak investor asing yang membeli saham dan berpotensi akan menaikkan harga saham. Sebaliknya jika *net buying selling* memberi tanda negatif maka berarti lebih banyak investor asing yang menjual saham dan akibatnya harga saham turun. Penelitian ini berharap memberikan kontribusi ilmiah penelitian di bidang keuangan internasional yakni mengenalkan variabel *net buying selling* khusus saham bukan hanya *net buying selling* agregat yang selama ini sudah dikenal. Sehingga karenanya variabel ini dapat menjadi variabel eksplanatori untuk menentukan efektivitas diversifikasi internasional para investor asing tersebut. Maka penelitian ini bermaksud mengkonfirmasi hasil studi determinan aliran modal asing Saidah (2006), Tambunan & Fauzie (2014), Dityadarma (2014) di Indonesia Bryne & Viess (2016) serta Vo (2018) untuk data luar negeri. Mereka ini hanya melakukan riset pada level aliran modal asing global saja, sedang penelitian ini berada di level data korporasi.

2. METODE PENELITIAN

Jenis penelitian ini adalah kuantitatif eksploratif. Hal ini disebabkan penelitian ini membutuhkan data kuantitatif yakni *net buying selling* dari saham HMSP selama periode 25/1/2005 sampai 25/4/2005 secara harian. Data *net buying selling* khusus saham harus diambil dari selisih antara *foreign buy* dan *foreign sell* yakni pada FI.txt dari www.idx.co.id (untuk periode sekarang FI.txt sudah dipindahkan ke www.ksei.co.id dan harus meminta login khusus untuk kepentingan riset). Selain karena data *net buying selling* HMSP bersifat kuantitatif dan berskala rasio (sudah dalam satuan rupiah) maka penelitian ini akan mengesksesuksikan model peramalan *net buying selling* saham dengan metode ARIMA (*Autoregressive Integrated Moving Average*) yang baru pertama kali dipakai dalam penelitian sejenis. Prosedur peramalan (*forescasting*) sudah baku menurut teknik Box Jenkins yang meliputi: uji stasioneritas data dengan memakai korelogram; uji akar unit dengan *Augmented Dicky Fuller* (ADF) dan uji identifikasi model mulai dari AR, MA dan ARMA. Penentuan model terbaik dari F-hitung, Adj-R²; AIC, SIC dan melihat pada minimal ada satu bentuk AR atau MA yang signifikan pada level 5% pada hasil estimasi model AR, MA dan ARMA.

3. HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis dan Pembahasan Profil Data *Net Buying Selling* (NBS)

Tujuan dari analisis ini adalah untuk mengetahui sejauhmana pola stasioneritas dari data NBS ini sudah dapat tercapai atau belum. Berdasarkan literatur ekonometrik maka pola stasioneritas penting untuk menjamin akurasi prediksi model yang dibangun [Hermanto (2009)].

Tabel 1. Analisis Korelogram dari Data *Net Buying Selling* dan Hasil uji akar unit dengan ADF

Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
. * .	. * .	1	-0.110	-0.110	0.7663	0.381
. .	. .	2	0.027	0.015	0.8124	0.666
. .	. .	3	-0.034	-0.030	0.8867	0.829
. .	. * .	4	-0.055	-0.063	1.0894	0.896
. * .	. * .	5	0.195	0.186	3.6601	0.599
. .	. .	6	-0.048	-0.008	3.8215	0.701
. .	. * .	7	-0.053	-0.074	4.0165	0.778
. * .	. * .	8	-0.090	-0.094	4.5902	0.800
. .	. .	9	0.001	0.003	4.5902	0.868
. * .	. * .	10	-0.090	-0.136	5.1982	0.878
. .	. .	11	0.045	0.023	5.3507	0.913
. .	. .	12	-0.017	0.014	5.3721	0.944
. .	. .	13	0.027	0.052	5.4296	0.964
. .	. .	14	-0.026	-0.041	5.4852	0.978
. .	. .	15	-0.039	-0.013	5.6131	0.986
. * .	. ** .	16	-0.178	-0.230	8.2840	0.940
. .	. * .	17	-0.022	-0.082	8.3240	0.959
. * .	. .	18	0.075	0.043	8.8204	0.964
. .	. .	19	-0.003	0.026	8.8214	0.976
. .	. * .	20	-0.047	-0.076	9.0265	0.983
. * .	. .	21	-0.099	-0.025	9.9652	0.979
. * .	. .	22	0.075	0.064	10.510	0.981
. .	. .	23	0.049	0.003	10.751	0.986
. * .	. .	24	0.111	0.055	12.012	0.980
. .	. .	25	-0.056	-0.028	12.342	0.984
. .	. .	26	-0.004	-0.026	12.343	0.989
. * .	. * .	27	-0.110	-0.155	13.697	0.984
. .	. * .	28	-0.040	-0.080	13.881	0.988

ADF Test Statistic	-6.032041	1% Critical Value*	-4.1219
		5% Critical Value	-3.4875
		10% Critical Value	-3.1718

Selanjutnya berdasarkan tabel 1 maka dapat disimpulkan bahwa Data NBS terkait sudah stasioner, hal ini karena pada grafik autokorelasi (ACF) dan grafik autokorelasi parsial (PACF) beberapa spike (yang direpresentasikan dengan tanda * kalau dalam tampilan format MS Word) masih berada di dalam garis Barlett (garis putus-putus). Indikasi yang lain adalah nilai probabilitas dari lag 1 - 28 yang ternyata jauh di atas $\alpha = 0.05$, lain halnya untuk kasus non stasioner yang memiliki nilai probabilitas dari lag 1 - 28 akan kurang dari $\alpha = 0.05$. Secara teori ekonometrika adalah logis kalau NBS sudah ada stasioner tanpa *differencing*. Hal itu karena NBS selisih *foreign buy* dan *foreign sell* terhadap saham HMSP. Dalam analisis uji akar unit (ADF) bagian bawah tabel 1, maka data NBS ini juga stasioner [lihat nilai ADF = -6.032041].

Analisis Pembentukan Model *Net Buying Selling* (NBS)

Model AR (1)

Melihat hasil akhir model NBS dengan AR (1) maka kita dapat menyaksikan bahwa determinan AR (1) tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap NBS_t . Sebagaimana diketahui bahwa AR (1) tidak lain adalah NBS_{t-1} . Dengan demikian kesimpulan dari tabel 2 adalah NBS saat ini tidak ada hubungannya dengan NBS kemarin dan sebelumnya untuk kasus pembelian saham HMSP oleh Philip Morris. Temuan ini tidak sejalan dengan Saidah (2006), Tambunan & Fauzie (2014), namun justru mendukung temuan Nugroho, et.al. (2014) tentang adanya fenomena pembalikan modal (*capital flight*). Dalam kasus akuisisi HMSP oleh Philip Morris dimungkinkan terjadi mengingat HMSP adalah saham LQ 45 dan sebagian investor HMSP yang asing juga merupakan pihak *stakeholder* yang memiliki kepentingan atas akuisisi tersebut.

Tabel 2. Analisis Model NBS dengan AR (1)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-94805.89	356892.8	-0.265642	0.7915
AR(1)	-0.110247	0.130650	-0.843837	0.4023
R-squared	0.012338	Mean dependent var		-100327.1
Adjusted R-squared	-0.004989	S.D. dependent var		3035593.
S.E. of regression	3043156.	Akaike info criterion		32.72800
Sum squared resid	5.28E+14	Schwarz criterion		32.79842
Log likelihood	-963.4760	F-statistic		0.712061
Durbin-Watson stat	1.972910	Prob(F-statistic)		0.402288

Model MA (1)

Seperti hasil pengujian dengan model AR (1) ternyata model prediksi atas NBS juga tidak efektif untuk MA (1) yang tidak lain adalah *error* dari NBS_{t-1} . Hasil ini kembali memperkuat Saidah (2006), Tambunan & Fauzie (2014) bahwa NBS saat ini tidak dipengaruhi oleh NBS sebelumnya. Selain itu kembali memperkuat Nugroho, et.al. (2014) tentang adanya *capital flight* dalam kasus investasi di negara berkembang baik *Foreign Direct Investment* dan *Portfolio Investment*. Dalam kasus akuisisi HMSP oleh Phillip Morris maka berlaku keduanya.

Tabel 3. Analisis Model NBS dengan MA (1)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-58684.50	348454.3	-0.168414	0.8668
MA(1)	-0.114129	3.487011	-0.032730	0.9740
R-squared	0.012375	Mean dependent var		-52005.00
Adjusted R-squared	-0.004654	S.D. dependent var		3032943.
S.E. of regression	3039992.	Akaike info criterion		32.72537
Sum squared resid	5.36E+14	Schwarz criterion		32.79518
Log likelihood	-979.7612	F-statistic		0.726714
Durbin-Watson stat	1.976200	Prob(F-statistic)		0.397457

Model ARMA (1,1)

Saat melakukan analisis dengan model ARMA (1,1) yang tidal lain adalah manifestasi dari teknik peramalan Box & Jenkis maka diperoleh hasil yang positif yakni NBS_t dipengaruhi oleh NBS_{t-1} melalui representasi variabel AR (1). Hasil ini tidak mendukung Saidah (2006), Tambunan & Fauzie (2014) dan Nugroho (2014) namun justru mendukung Indawan (2013), Dityadarma (2014), Bryne & Fiess (2016) dan Vo (2018). Inti hasil studi mereka adalah untuk melakukan analisis prediksi NBS seperti pada tabel 4 maka sangat direkomendasikan model ARMA (1,1). Hanya melihat hasil tabel 4 ini maka determinannya adalah AR (1) bukan MA (1).

Tabel 4. Analisis Model NBS dengan ARMA (1,1)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-186966.9	267474.0	-0.699009	0.4874
AR(1)	0.526195	0.255290	2.061161	0.0439
MA(1)	-0.685207	2.643741	-0.259181	0.7964
R-squared	0.106511	Mean dependent var		-100327.1
Adjusted R-squared	0.074600	S.D. dependent var		3035593.
S.E. of regression	2920170.	Akaike info criterion		32.66169
Sum squared resid	4.78E+14	Schwarz criterion		32.76733
Log likelihood	-960.5199	F-statistic		3.337814
Durbin-Watson stat	2.055678	Prob(F-statistic)		0.042707

Setelah memperoleh hasil pada tabel 4 di atas maka di bawah ini kita dapat melakukan spesifikasi model yang tujuannya adalah menjabarkan tabel *estmation command*, *estimation equation* dan model akhir persamaan yang dijalankan dengan software EVIEWS. Prosedur spesifikasi ini sudah sesuai dengan Frensidy (2006), Surjawan (2007) dan Hermanto (2009).

Tabel 5. Spesifikasi Model NBS dengan ARMA (1,1)

Estimation Command:

=====
 LS NET_BUY_SELL01 C AR(1) MA(1)

Estimation Equation:

=====
 NET_BUY_SELL01 = C(1) + [AR(1)=C(2),MA(1)=C(3),BACKCAST=2]

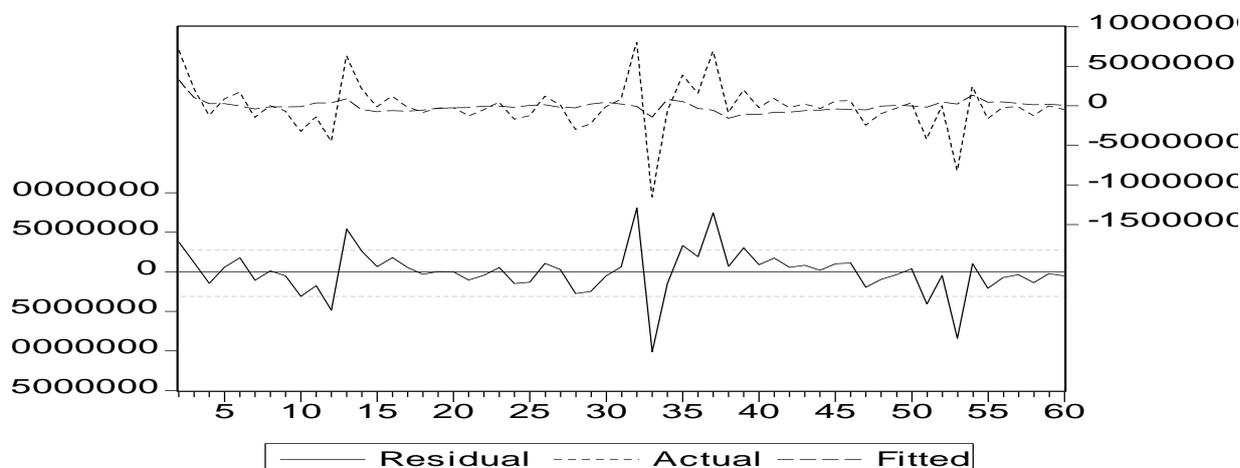
Substituted Coefficients:

=====
 NET_BUY_SELL01 = -186966.87 + [AR(1)=0.5261945128,MA(1)=-0.6852071533,BACKCAST=2]

Analisis Perbandingan Hasil Prediksi dan Nilai Aktual *Net Buying Selling*

Bagian akhir dari analisis ini adalah membuat perbandingan hasil prediksi dan nilai aktual dari NBS. Dan jika dilihat dari grafik 1, maka volatilitas dari NBS ini menunjukkan adanya nilai aktual NBS. Nilai aktual NBS yang naik dan turun memang mengindikasikan adanya dinamika keluar masuknya aliran modal asing di Indonesia. Khususnya pada kasus akuisisi HMSP oleh Phillip Morris maka terindikasi bahwa para investor asing memanfaatkan benar situasi sebelum dan setelah akuisisi dengan melakukan strategi *entry* dan *exit* secara efektif. Begitu mendekati hari H pengumuman akuisisi oleh pihak otoritas bursa, maka mereka akan melakukan aksi *entry* yakni melakukan akumulasi pembelian dan begitu setelah proses akuisisi ini berlangsung dan jika mereka kecewa maka mereka akan melakukan aksi *exit*. Nampak pada gambar 1 periode 30 yakni setelah bulan April setelah akuisisi 12 Maret 2005 mereka melakukan akumulasi penjualan. Meskipun yang menariknya adalah setelah periode 30 hari itu mereka masuk kembali ke HMSP.

Gambar 1. Hasil Perbandingan NBS Aktual dan NBS *Predicted* dari ARMA (1,1).



Gambar 1 di atas juga menggambarkan hasil model prediksi dengan ARMA (1,1) untuk NBS yang hasilnya ada di bagian atas yang gambarnya adalah putus-putus berbentuk garisnya hampir datar. Pola yang datar ini menunjukkan adanya titik *mean reverting* dari gerakan data NBS aktual yang mengindikasikan adanya intervensi dari pihak otoritas bursa bekerjasama dengan otoritas moneter untuk mencegah makin meningkatnya *capital flight* dalam kasus akuisisi HMSP. Mengingat naiknya *capital flight* ini berpotensi menurunkan IHSG saat itu oleh karena HMSP adalah salah satu saham LQ 45 terbaik bersama ASII, TLKM, UNVR dan INDF.

Secara teori model ARMA(1,1) dari hasil studi ini dapat dijabarkan sebagai berikut:

$$NET_BUY_SELL01_t = (1-\rho_1)\delta + \rho_1 NET_BUY_SELL01_{t-1} + \delta_t + \Phi \delta_{t-1}$$

Secara keseluruhan variabel penentu NBS ini adalah ρ_1 yakni AR (1) merujuk tabel 4. Nilai yang diperoleh untuk ρ_1 sebesar 0.526195 dengan nilai t-hitung 2.061 (signifikan pada level 5%).

4. KESIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan analisis ekonometrika *time series* mulai dengan uji stasioneritas ternyata terbukti bahwa variabel *net buying selling* sudah stasioner tanpa *differencing process*. Kedua hasil uji stasioneritas yakni uji korelogram membuktikan dari lag 1 - 28 tanda * atau *spike* dari *net buying selling* masih dalam batas garis Barlett untuk grafik ACF dan PACF. Sedangkan berdasarkan uji *unit root ADF (random walk with drift and trend)* terbukti nilai ADF-statistik sebesar -6.032041 masih lebih kecil dari nilai ADF-kritis ($\alpha=5\%$). Kemudian pada waktu melakukan uji identifikasi model mulai dari AR(1), MA(1), ARMA (1,1) akhirnya penulis mendapat model terbaik yakni ARMA (1,1) dengan dasar signifikannya variabel AR (1) selain nilai F-hitung, Adj-R², AIC, SIC yang lebih baik. Dengan begitu model peramalannya untuk NBS kasus akuisisi HMSP oleh Phillip Morris adalah ARMA (1,1).

Penelitian ini memiliki keterbatasan karena hanya berfokus pada peramalan model data *net buying selling* HMSP yang dihubungkan dengan akuisisi PT H.M. Sampoerna oleh Philip Morris. Memang dari penelitian ini sudah diperoleh model ARMA (1,1) untuk *net buying selling*; hanya saja model ini belum cukup menggambarkan apakah ada eksekusi dari akuisisi Philip Morris ke Sampoerna mengingat karakter investornya bisa jadi berbeda walaupun secara global mereka ini investor langsung dan tidak langsung dapat saling berhubungan melalui broker besar

Merryl Lynch, Nomura, J.P. Morgan, McKinsey dan lainnya. Untuk mengatasi keterbatasan ini maka dapat dibangun model empirik (kemungkinan *multinomial logit*) yang lebih kuat yakni dengan menambahkan variabel prosentase kepemilikan saham HMSP setelah akuisisi dengan lebih mendeteksi profil investor baik individu dan institusi yang terbukti melakukan pembelian dan penjualan saham HMSP ini selama periode akuisisi ini berlangsung. Kesulitan akses data profil investor nantinya karena harus login khusus ke KSEI bukan menjadi halangan mengingat begitu besar arti variabel *net buying selling* individu saham yang akan menjadi penentu *net buying selling* agregat dan patut diwaspadai perilaku investor asing yang senantiasa oportunistis.

REFERENSI

- Bryne, J.P. & N. Fiess (2016), International Capital Flow to the Emerging Market: National and Global Determinant, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 61, pp. 82-100.
- Dityadarma, T. (2014), Determinan yang Mempengaruhi *Foreign Equity Trading*, *Karya Tugas Akhir*, Departemen Akuntansi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Gadjah Mada, Diunduh dari <http://etd.repository.ugm.ac.id/>
- Frensidy, B. (2006), Pengaruh *Net Foreign Fund Flow* dan Perubahan Kurs Terhadap Pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan Di Bursa Efek Jakarta, *Proposal Riset untuk tugas Seminar on Behavioral Finance*, Program Doktor Kekhususan Ilmu Manajemen Keuangan FE-UI, hal. 1-11.
- Hermanto, B. (2009), Permodelan *Mean Process* dan Diagnosanya, *Materi Kuliah Financial Econometric*, PPIM FE-UI, hal. 1-30.
- Indawan, F., S. Fitriani, M.I. Permata & I. Karlina (2013), Capital Flows in Indonesia: The Behavior, The Role and Its Optimality Uses for Economy, *Bulletin of Monetary, Economics and Banking*, Vol 15. No.3, *January*, pp. 24-54.
- Nugroho, M.N, Ibrahim, T. Winarno & M. I. Permata (2014), Dampak Pembalikan Modal dan *Threshold Defisit Neraca Berjalan* terhadap Nilai Tukar Rupiah, *Economy, Bulletin of Monetary, Economics and Banking*, Vol. 16. No.3, *January*, pp. 249-276.
- Surjawan, A.G.(2007), Kajian Kointegrasi Nilai Investasi Investor Asing dan Domestik dengan LQ45, O/N JIBOR dan Nilai Tukar Dollar Amerika Serikat Terhadap Rupiah, *Ringkasan Disertasi* Program Doktor Kekhususan Ilmu Manajemen Keuangan FE-UI, hal. 1 – 77.
- Saidah, N. (2006), *Capital Inflow: Faktor-Faktor yang Mempengaruhi dan Pengaruhnya Terhadap Perumbuhan Ekonomi Di Indonesia*, *Karya Tugas Akhir* Departemen Ilmu Ekonomi, Fakultas Ekonomi dan Manajemen, IPB, hal. 1-170.
- Tambunan, K.F. & S. Fauzie (2014), Pengaruh *Capital Inflow* dan *Capital Outflow* di Indonesia Terhadap Nilai Tukar Rupiah, *Ekonomi dan Keuangan*, Vol.2. No.5, hal. 296-310.
- Vo, X.V. (2018), Determinants of Capital Flows to Emerging Economies: Evidence from Vietnam, *Financial Research Letters*, Vol. 27, December, pp. 23-27.