

Pelaburan Langsung Asing, Pertumbuhan Ekonomi dan Kualiti Pembangunan Pasaran Saham – Analisis Panel

(Foreign Direct Investment, Economic Growth and Quality of Stock Market Development – Panel Analysis)

Nor Hakimah Haji Mohd. Nor
Kolej Universiti Islam Antarabangsa Selangor

Low Soo Wah
Abu Hassan Shaari Md Nor
Universiti Kebangsaan Malaysia

ABSTRAK

Kajian ini mengkaji tentang peranan kualiti pembangunan pasaran saham sebagai pemangkin kepada pelaburan langsung asing (FDI) dalam menggalakkan pertumbuhan ekonomi dengan menggunakan sampel 30 buah negara maju dan membangun sepanjang tempoh 1999 sehingga 2009, dengan menggunakan kaedah dinamik panel momen teritlak (GMM). Kualiti pembangunan pasaran saham dikaji melalui dua dimensi iaitu tahap kecairan pasaran dan kecekapan harga di mana masing-masing diukur oleh nisbah jumlah perolehan diskala oleh turun naik pulangan dan kesegerakan harga saham. Dapatan kajian menunjukkan bahawa negara yang mempunyai kualiti pembangunan pasaran saham yang tinggi yang diukur oleh tahap kecairan pasaran dan kecekapan harga yang tinggi mendapat lebih manfaat kesan pertumbuhan daripada FDI. Dalam konteks yang lebih luas, kajian ini mewujudkan satu bentuk keupayaan menyerap yang baru di mana pembangunan pasaran saham dari sudut kualiti mengandungi elemen penting dalam mempengaruhi kesan FDI ke atas pertumbuhan ekonomi. Tinjauan penyelidikan ini menyarankan kepentingan tumpuan perhatian kepada pembangunan pasaran saham dari sudut kualiti bagi membolehkan FDI bertindak sebagai pemacu penting dalam pertumbuhan ekonomi. Dapatan kajian menyumbang kepada pengembangan literatur dan pemahaman yang lebih jelas berkenaan hubungan FDI-pembangunan kewangan-pertumbuhan ekonomi.

Kata kunci: Pelaburan langsung asing; kualiti pembangunan pasaran saham; pertumbuhan ekonomi

ABSTRACT

This study examines the role of stock market development quality in enabling foreign direct investment to promote economic growth for a sample of thirty developed and emerging countries over the period from 1999 to 2009, using dynamic panel GMM estimator. The quality of stock market development is examined using two indicators of market liquidity and pricing efficiency, measured using volume turnover scaled by return volatility and stock price synchronicity respectively. The findings indicate that higher stock market development quality as reflected by higher levels of market liquidity and pricing efficiency are more able to benefit from the growth effects of FDI. In the greater context, this study establishes a new form of absorptive capacity by showing that the quality dimension of stock market development constitutes an important element in influencing the impact of FDI on economic growth. Insights from this study suggest that it is important to address the quality aspect of stock market development in enabling FDI to serve as an important driver of economic growth. The findings expand the existing literature and provide a clearer understanding of the FDI-financial development-growth nexus.

Keywords: Foreign direct investment; stock market development quality; economic growth

PENGENALAN

Pelaburan langsung asing atau diringkaskan sebagai FDI, telah berfungsi sebagai satu bentuk pemindahan modal antarabangsa yang utama di kalangan negara maju dan membangun (Froot 1993). Sejak dua dekad yang lalu, pelbagai negara telah mengambil inisiatif yang bersungguh-sungguh untuk menggalakkan ekonomi

mereka sebagai destinasi pelaburan langsung asing. UNCTAD (2010) telah melaporkan aliran FDI meningkat dengan ketara dalam ekonomi maju dan membangun yang menetapkan FDI sebagai pemacu utama untuk pembangunan ekonomi. FDI telah menjadi pembentukan modal pilihan dan dikenal pasti sebagai salah satu faktor yang paling penting yang menyumbang ke arah perkembangan ekonomi melalui pelbagai manfaat.



Alfaro et al. (2004, 2009) menonjolkan beberapa manfaat FDI yang boleh menggalakkan pertumbuhan ekonomi, sebagai contoh, limpahan pengetahuan pemindahan teknologi, pengenalan proses baru untuk pasaran domestik, pembelajaran dari segi pemerhatian, latihan tenaga kerja dan pengurusan.

Walaupun terdapat sebilangan besar literatur yang lepas menyiasat hubungan antara FDI dan pertumbuhan ekonomi, namun hasil kajian empirikal kajian tersebut adalah kabur dan tidak meyakinkan. Dari satu segi, terdapat kajian yang mendapati hubungan yang positif antara FDI dan pertumbuhan ekonomi (lihat untuk contoh, de Mello 1999; Yao Wei & 2007; Elsadig 2012). Sebaliknya, beberapa kajian yang lain telah menunjukkan bahawa hubungan FDI dan pertumbuhan ekonomi adalah negatif (lihat untuk contoh, Konings 2001; Elia et al. 2009; Doytch & Uctum 2011). Terdapat juga kajian yang mendapati tiada kesan ketara di antara FDI kepada pertumbuhan ekonomi (Beugelsdijk et al. 2008; Temiz & Gokmen 2014; Yalta 2013; antara lain).

Berikutan daripada rumusan kajian yang kabur dan tidak meyakinkan daripada hubungan FDI-pertumbuhan, literatur yang lepas juga telah mengenal pasti keupayaan menyerap yang memberi penjelasan kepada kekaburan dalam hubungan FDI dan pertumbuhan ekonomi negara. Secara khususnya, keupayaan menyerap digambarkan sebagai prasyarat yang membolehkan negara berjaya menggabungkan manfaat dan impak positif daripada limpahan FDI (Alfaro et al. 2009, Hermes & Lensink 2003). Menurut Crespo dan Fontoura (2007), kapasiti penyerapan oleh firma tempatan dan wilayah adalah prasyarat penting untuk menyerap manfaat daripada aliran masuk FDI. Negara yang mempunyai tahap pembangunan yang berbeza akan mendapat kesan FDI yang berbeza. Oleh itu, adalah dijangkakan bahawa manfaat daripada limpahan FDI boleh diserap sehingga tahap yang maksimum melalui tahap keupayaan menyerap yang lebih tinggi.

Literatur hubungan FDI-pertumbuhan ekonomi telah diperkembangkan dengan memperkenalkan pembangunan kewangan sebagai salah satu bentuk keupayaan menyerap. Pembangunan kewangan negara telah diiktiraf sebagai satu bentuk keupayaan menyerap kerana ia mempunyai potensi untuk merangsang pertumbuhan ekonomi dengan menyelesaikan pelbagai ketidaksempurnaan pasaran kewangan yang seterusnya membolehkan negara mendapat manfaat daripada aliran FDI. Levine (2005) menyediakan perbincangan terperinci mengenai lima fungsi utama bagi sistem kewangan: menghasilkan maklumat dan memperuntukkan modal; memantau firma dan melaksanakan tadbir urus korporat; membendung risiko; pengumpulan simpanan; dan memudahkan pertukaran, di mana kesemua fungsi tersebut adalah menyumbang kepada menggalakkan pertumbuhan ekonomi.

Secara kolektif, kajian-kajian empirikal yang baru yang menyiasat peranan pembangunan kewangan dalam

hubungan FDI-pertumbuhan ekonomi, menunjukkan pembangunan kewangan adalah penting untuk negara mendapatkan kesan pertumbuhan daripada FDI (lihat, untuk contoh Hermes & Lensink 2003; Lee & Chang 2009; Azman-Saini et al. 2010a; Choong 2012). Hermes dan Lensink (2003) mendapati bahawa pembangunan bank dan pasaran saham adalah prasyarat penting bagi limpahan FDI untuk direalisasikan secara positif. Lee dan Chang (2009) dan Azman-Saini et al. (2010a) juga mendapati bahawa kesan limpahan FDI ke atas pertumbuhan ekonomi memerlukan pasaran kewangan yang berfungsi dengan baik. Begitu juga, dalam satu kajian baru-baru ini, Choong (2012) juga mendapati bahawa pasaran kewangan domestik yang maju adalah prasyarat untuk FDI memberi kesan kepada pertumbuhan ekonomi secara positif.

Kajian ini dilaksanakan berasaskan dua motivasi kajian. Pertama adalah merujuk kepada kajian lepas yang sedia ada setakat ini yang menyiasat peranan pembangunan kewangan dalam pertalian FDI-pertumbuhan hanya memberi tumpuan kepada pengukur pembangunan kewangan konvensional yang berasaskan pengukuran kuantitatif. Justeru, ia hanya memberikan sebahagian kefahaman sahaja berkenaan peranan pembangunan kewangan dalam menjelaskan hubungan antara FDI dan pertumbuhan ekonomi. Ini adalah kerana kebanyakan pengukuran kuantitatif adalah proksi untuk saiz pembangunan sektor kewangan dari segi jumlah kredit yang dikeluarkan dan oleh itu ia tidak merangkumi aspek kualiti pembangunan kewangan. Bukti anekdot kemelesetan Amerika Syarikat dan krisis hutang Eropah menunjukkan bahawa pasaran kewangan yang lebih maju tidak semestinya merupakan pasaran kewangan yang berkualiti tinggi. Motivasi kedua adalah walaupun beberapa kajian lepas yang sedia ada mengkaji aspek kualiti pembangunan kewangan kepada pertumbuhan ekonomi namun ia hanya tertumpu di peringkat firma sahaja. Oleh itu, kajian ini lebih menumpukan kepada peringkat cross-section dan mengesyorkan idea bahawa kekurangan kualiti pembangunan pasaran saham berpotensi menghadkan kebolehan sesebuah negara untuk mendapatkan manfaat daripada kesan FDI. Justeru, kajian ini memperkenalkan pengukur yang baru kepada pembangunan kewangan dari sudut kualiti pembangunan pasaran saham melalui dua dimensi iaitu dengan menggunakan tahap kecairan pasaran dan kecekapan harga di mana masing-masing diukur oleh nisbah jumlah perolehan diskala oleh turun naik pulangan dan kesegerakkan harga saham. Kajian ini mengkaji peranan kualiti perkembangan pasaran saham sebagai satu bentuk baru keupayaan menyerap dalam membolehkan negara untuk mendapat kesan pertumbuhan yang positif daripada FDI bagi sampel 30 negara daripada tahun 1999 hingga 2009. Hasil kajian ini dijangka menyumbang kepada pengembangan literatur dan pemahaman yang lebih jelas berkenaan hubungan FDI-pembangunan kewangan-pertumbuhan ekonomi. Di samping itu

ia dijangka memberi pandangan baru kepada dasar pengawalseliaan yang optimum bagi penggubal dasar untuk merancang dasar dan strategi yang bersesuaian dalam menarik lebih banyak aliran masuk FDI ke dalam negara. Perbincangan seterusnya adalah seperti berikut. Bahagian kedua meninjau kajian lepas dan bahagian ketiga membincangkan mengenai data dan metodologi. Bahagian keempat pula melaporkan dapatan empirikal, manakala bahagian terakhir menyediakan kesimpulan.

KAJIAN LEPAS

Sejak daripada tahun 80-an FDI telah menjadi medium yang paling penting dalam mengintegrasikan ekonomi dunia melalui tawaran pinjaman antarabangsa. Dalam tahun-tahun kebelakangan ini, aliran masuk FDI telah mengalami pembangunan yang pesat dan ini membawa kepada kejayaan ekonomi negara yang perlu diberi perhatian. Seperti yang dilaporkan oleh UNCTAD (2010), peningkatan pesat pelaburan langsung asing ini terbukti melalui jangkaan bahawa aliran masuk dunia akan meningkat kepada lebih daripada \$1.2 trilion pada tahun 2010, terus naik ke \$1.3-1.5 trilion pada tahun 2011, dan kemuncaknya pada \$1.6-2 trilion pada tahun 2012. Objektif utama aliran FDI dalam ekonomi adalah untuk mempercepatkan kadar pertumbuhan, di mana secara teori, FDI dijangka membawa kesan positif kepada pertumbuhan ekonomi negara. Namun, kajian empirikal yang telah dijalankan secara meluas tentang pertalian FDI-pertumbuhan, bagaimanapun telah menghasilkan keputusan yang bercanggah. De Mello (1999) menunjukkan bahawa aliran masuk FDI memberi kesan positif kepada pertumbuhan ekonomi melalui sampel 15 negara OECD dan 17 negara bukan OECD sepanjang tempoh tahun 1970 hingga 1990. Menggunakan data sektor bagi sekumpulan enam negara-negara OECD, Vu dan Noy (2009) mendapati bahawa FDI secara ketara memberi kesan positif kepada pertumbuhan ekonomi secara langsung dan melalui interaksi dengan pekerja. Dalam kajian mereka yang merangkumi 29 wilayah dan majlis perbandaran di China sepanjang tempoh tahun 1979 hingga 2003, Yao dan Wei (2007) menyimpulkan bahawa FDI adalah pemacu yang kuat dalam pertumbuhan ekonomi bagi negara-negara perindustrian baru. Walaubagaimanapun, banyak kajian lain yang mengkaji implikasi FDI ke atas pertumbuhan ekonomi sebaliknya mendapati bahawa FDI menyumbang secara negatif kepada ekonomi sesebuah negara. Kajian Görg dan Greenaway (2004) menyimpulkan bahawa kesan FDI ke atas pertumbuhan kebanyakannya negatif. Elia et al. (2009) mengkaji kesan FDI ke atas firma Itali sepanjang tempoh 1996-2006 dan mendapati bahawa aktiviti asing mempunyai kesan negatif ke atas permintaan bagi pekerja berkemahiran rendah dalam industri syarikat induk dan juga ke atas permintaan bagi pekerja berkemahiran tinggi pada situasi FDI di negara

berpendapatan tinggi. Kajian Doytch dan Uctum (2011) juga mendapati bahawa kesan daripada jumlah FDI kepada pertumbuhan menyeluruh ekonomi yang berasaskan perkhidmatan adalah negatif.

Terdapat juga beberapa kajian yang menunjukkan wujudnya hubungan yang tidak jelas di antara FDI dan pertumbuhan ekonomi. Beugelsdijk et al. (2008) melaporkan bahawa, kesan pertumbuhan positif daripada FDI wujud dengan ketara di negara-negara maju, namun tidak ada bukti kesan pertumbuhan yang ketara di negara-negara membangun. Carkovic dan Levine (2002) memeriksa semula hubungan di antara FDI dan pertumbuhan ekonomi sepanjang tempoh kajian dari tahun 1960 hingga 1995 dan mendapati bahawa FDI tidak memberi apa-apa kesan positif kepada pertumbuhan ekonomi. Manakala, Herzer (2008) juga mendapati tiada perkaitan yang jelas di antara FDI dan pertumbuhan ekonomi untuk 28 sampel negara-negara membangun.

Seterusnya, kajian lepas telah mengenalpasti bahawa kesan FDI ke atas pertumbuhan ekonomi ditentukan oleh ciri-ciri tempatan atau negara tuan rumah. Lebih khusus lagi, keupayaan menyerap telah diiktiraf oleh kajian lepas sebagai penjelasan utama bagi hasil dapatan yang tidak meyakinkan dan tidak jelas dalam pertalian FDI-pertumbuhan negara. Cohen dan Levinthal mentakrifkan kapasiti penyerapan sebagai "...an ability of a firm to recognize the value of new, external information, assimilate it and apply it to commercial ends" (1990: 128). Cohen dan Levintal (1990) juga menyimpulkan bahawa memandangkan keupayaan menyerap adalah tidak ketara, faedahnya adalah secara tidak langsung dan merupakan sebahagian daripada keupayaan inovatif firma. Oleh itu, kajian lepas banyak menumpukan perhatian kepada elemen keupayaan menyerap sebagai perantara utama dalam menyiasat kesan daripada pertalian FDI-pertumbuhan ekonomi. Secara kolektif, kajian lepas secara empirikal mendapati bahawa dengan keupayaan menyerap sebagai prasyarat yang ditentukan oleh pelbagai faktor, ia berupaya menyumbang kepada hubungan yang positif di antara FDI dan pertumbuhan ekonomi (Blomstrom et al. 1992; Borensztein et al. 1998; Branstetter 2006; Sinani & Meyer 2004). Blomstrom et al. (1992) mendapati tahap *threshold* pembangunan adalah diperlukan jika negara berusaha untuk menyerap teknologi baru dari pelaburan syarikat-syarikat asing termasuk pendidikan, kadar penyertaan tenaga buruh, aliran masuk pelaburan asing, struktur harga dan nisbah pelaburan tetap. Aliran masuk FDI di dapati kurang berkesan kepada negara-negara membangun yang miskin disebabkan tahap pembangunannya adalah rendah. Manakala Borensztein et al. (1998) mendapati tahap *threshold* modal insan (*human capital*) yang tertentu adalah faktor yang mempengaruhi kapasiti penyerapan negara di mana secara tidak langsung FDI berupaya menyumbang secara positif kepada pertumbuhan negara. Kajian oleh Sinani dan Meyer (2004) juga mendapati bahawa magnitud kesan limpahan FDI adalah bergantung

kepada ciri-ciri kemasukan FDI dan firma tempatan termasuk saiz firma, struktur pemilikan dan orientasi dagangan.

Kajian hubungan FDI-pertumbuhan ekonomi diperkembangkan dengan memperkenalkan pembangunan kewangan sebagai satu bentuk keupayaan menyerap di mana ia membantu memudahkan kesan pertumbuhan positif daripada limpahan FDI. Hermes dan Lensink (2003), Alfaro et al. (2010, 2004), Ang (2009), Lee dan Chang (2009) dan Azman-Saini et al. (2010a) secara empirikal mendapati bahawa tahap pembangunan kewangan menyumbang kepada hubungan FDI-pertumbuhan ekonomi di mana tahap pembangunan kewangan yang lebih tinggi mempengaruhi hubungan yang lebih kukuh di antara FDI dan pertumbuhan ekonomi. Kajian-kajian ini menyediakan bukti kukuh bahawa pembangunan kewangan yang berfungsi dengan baik akan menyebabkan hubungan FDI dan pertumbuhan ekonomi menjadi positif melalui keupayaan negara yang tinggi dalam merealisasikan kesan pertumbuhan yang positif daripada limpahan FDI.

Hermes dan Lensink (2003) menyimpulkan bahawa FDI menyumbang kepada pertumbuhan ekonomi secara positif hanya apabila sistem kewangan domestik mereka dipertingkatkan. Manakala Alfaro et al. (2004) menunjukkan bukti yang konsisten dengan Hermes dan Lensink (2003), di mana tahap pasaran kewangan tempatan adalah penting dalam merealisasikan kesan-kesan positif dalam hubungan FDI dan pertumbuhan ekonomi. Selaras dengan Alfaro et al. (2004), Alfaro et al. (2010) memperkembangkan kerja mereka dengan menyediakan bukti baru mengenai kepentingan pasaran yang maju dalam hubungan FDI-pertumbuhan. Penemuan oleh Alfaro et al. (2010) mendedahkan bahawa peningkatan dalam FDI memberi kesan kepada kadar pertumbuhan yang lebih tinggi di negara-negara maju dari segi kewangan berbanding dengan negara-negara yang lebih miskin. Kajian empirikal lain oleh Lee dan Chang (2009) dan Azman-Saini et al. (2010) juga secara konsisten mendapati hubungan positif di antara FDI dan pertumbuhan ekonomi dengan prasyarat bahawa pembangunan kewangan telah mencapai tahap tertentu. Satu kajian yang lebih terkini oleh Choong (2012) mendapat bukti baru berkenaan hubungan FDI-pertumbuhan negara yang mengesahkan sekali lagi pembangunan kewangan domestik sebagai prasyarat untuk merealisasikan kesan pertumbuhan positif FDI.

Dalam perbincangan yang berikutnya, dua motivasi disediakan untuk kajian ini. Pertama, kajian mengenai implikasi pembangunan kewangan ke atas pertalian FDI-pertumbuhan tidak ditangani dengan sewajarnya kerana kajian tersebut hanya memberi tumpuan pada pengukuran pembangunan kewangan konvensional yang bersifat kuantitatif. Oleh itu, kajian yang lepas hanya menyediakan sebahagian kefahaman sahaja tentang peranan pembangunan kewangan dalam pertalian FDI-pertumbuhan. Seperti yang dinyatakan oleh Beck et

al. (2010), memandangkan penunjuk kuantitatif telah digunakan secara meluas dalam penulisan, pengukuran ini hanyalah proksi untuk saiz pembangunan kewangan, dan semakin besar sektor kewangan tersebut tidak semestinya menggambarkannya sebagai lebih baik. Beck et al. (2010, 81-82) menyatakan,

‘... these size measures are only for the financial sector’s function of allocating savings to their best uses. The size indicators do not capture directly the efficiency with which financial institutions and markets undertake this role.’

Selain itu, bukti anekdot kemelesetan Amerika Syarikat dan krisis hutang Eropah menunjukkan bahawa pasaran kewangan yang maju tidak semestinya pasaran kewangan yang berkualiti tinggi. Dalam satu kajian, Ju dan Wei (2011) mengilustrasikan peranan sistem kewangan untuk menentukan corak pengeluaran dan perdagangan dan mendapati bahawa pengukur pembangunan kewangan yang konvensional seperti saiz pasaran kewangan yang berkaitan dengan KDNK tidak mengambil kira kualiti kewangan dan institusi secukupnya. Ini menunjukkan indikator kualiti pasaran saham adalah penting dalam mengukur pembangunan pasaran saham yang sebenar yang boleh mempengaruhi pelaburan langsung asing dalam memberi kesan kepada pertumbuhan ekonomi berbanding dengan pengukur secara kuantitatif. Motivasi kedua ialah, walaupun beberapa kajian telah mengaitkan aspek kualiti pembangunan kewangan kepada pertumbuhan ekonomi, namun ia adalah kajian di peringkat firma. Sebagai contoh, Jayaratne dan Strahan (1996) mendapati bahawa pertumbuhan ekonomi meningkat disebabkan oleh peningkatan dalam kualiti pinjaman bank dan bukan disebabkan oleh peningkatan dalam jumlah pinjaman. Kualiti pinjaman bank diprosikan oleh aktiviti pinjaman bank menggunakan jumlah pinjaman termasuk pinjaman komersial. Selain itu, dengan menggunakan anggaran titik agregat kecekapan keuntungan dan kos, Hasan et al. (2009) mendapati bahawa kualiti perbankan yang lebih tinggi adalah berkaitan dengan tahap pertumbuhan ekonomi yang lebih tinggi.

Justeru, kajian ini memperkembangkan literatur pertalian FDI-pembangunan kewangan- pertumbuhan negara dengan menggabungkan aspek kualiti pembangunan pasaran saham dalam menyiasat hubungan antara FDI dan pertumbuhan ekonomi. Dimensi pertama yang dicadangkan untuk menentukan kualiti pembangunan pasaran saham adalah tahap kecairan pasaran. Jin et al. (2011) menyatakan bahawa pembangunan kewangan yang berkualiti berfungsi sebagai tulang belakang kepada sistem kewangan negara yang maju. Menurut Daouk et al. (2006), jumlah dagangan sahaja tidak mencukupi untuk menguasai tahap kualiti pasaran kerana ia secara umumnya disertai dengan turun naik yang meningkat. Daouk et al. (2006) mendapati bahawa peningkatan dalam indeks tadbir urus pasaran modal mempunyai hubungan yang positif dengan pengukur kecairan pasaran

khususnya kepada peningkatan dalam jumlah dagangan dan kedalaman pasaran. Amihud (2002) juga mendapati bahawa kesan ketidakcairan pasaran lebih kuat untuk saham firma kecil daripada saham firma yang lebih besar. Dalam kata lain, kecairan pasaran yang lebih tinggi dikaitkan dengan kos urus niaga yang rendah, di mana penurunan kos penjana modal akan menggalakkan lebih banyak inovasi dalam sektor tersebut. Apabila pasaran lebih berdaya saing, ianya akan berfungsi dengan lebih cekap dan tahap kualiti sektor pasaran saham akan ditingkatkan dan membantu negara untuk merealisasikan kesan pertumbuhan positif daripada FDI. Berdasarkan perbincangan di atas, kajian ini merumuskan hipotesis berikut untuk mengkaji sama ada kualiti yang lebih tinggi daripada pembangunan pasaran saham diukur dengan tahap kecairan pasaran meningkatkan kesan pertumbuhan positif FDI dalam negara maju dan membangun.

H1: Kualiti pembangunan pasaran saham yang lebih tinggi, diukur oleh kecairan pasaran yang lebih tinggi melalui nisbah jumlah perolehan diskala oleh turun naik pulangan yang lebih tinggi, meningkatkan keupayaan negara untuk memberi manfaat kepada kesan pertumbuhan FDI yang lebih tinggi.

Dimensi kualiti kedua yang dicadangkan untuk menentukan kualiti pembangunan pasaran saham adalah kecekapan harga diukur dengan kesegerakkan harga saham. Morck et al. (2000) mendapati bahawa terdapat kesegerakkan harga saham yang lebih tinggi di negara-negara yang berpendapatan rendah daripada negara berpendapatan tinggi. Di samping itu, De Nicolo et al. (2008) yang mengikuti Morck et al. (2000), juga mengaplikasikan kesegerakkan saham harga sebagai salah satu ukuran untuk membina indeks kualiti tadbir urus korporat di mana ia juga digunakan oleh Daouk et al. (2006) untuk mengukur prestasi pasaran dari segi kecekapan harga. De Nicolo et al. (2008) mendapati kesan-kesan ekonomi yang ketara ke atas saham kesegerakkan harga serta kesan positif dan signifikan yang tidak seimbang ke atas pertumbuhan industri bergantung kewangan bagi indeks saham harga kesegerakkan serta melicinkan pendapatan. Sementara itu Daouk et al. (2006) mendapati bahawa peningkatan dalam urus tadbir pasaran modal adalah berkaitan dengan penurunan dalam kesegerakkan harga saham. Jin dan Myers (2006) pula mendapati pergerakan harga adalah lebih tinggi dalam sistem kewangan yang kurang maju dan kesegerakkan harga saham mempunyai hubungan positif dengan kekurangan ketelusan pasaran. Kesimpulannya, kesegerakkan harga saham tinggi mencerminkan kecekapan harga yang rendah kerana kekurangan ketelusan dalam pasaran yang secara tidak langsung meningkatkan tahap maklumat yang tidak simetri di pasaran. Ini menunjukkan bahawa sektor pasaran saham tidak boleh berfungsi dengan cekap, dan

akibatnya ia akan mengurangkan keupayaan pelabur untuk membuat keputusan yang lebih baik dan seterusnya menghadkan aliran modal yang produktif. Ini secara tidak langsung membawa kepada tahap kualiti yang lebih rendah daripada sektor pasaran saham dan mengurangkan keupayaan sesebuah negara untuk merealisasikan kesan pertumbuhan positif FDI. Berdasarkan perbincangan di atas, kajian ini merumuskan hipotesis berikut untuk mengkaji sama ada kualiti yang lebih tinggi daripada pembangunan pasaran saham diukur dengan kecekapan harga meningkatkan kesan pertumbuhan positif FDI dalam negara maju dan membangun.

H2: Kualiti pembangunan pasaran saham yang lebih tinggi, diukur oleh kecekapan harga yang lebih tinggi melalui kesegerakkan harga saham yang lebih rendah, meningkatkan keupayaan negara untuk memberi manfaat kepada kesan pertumbuhan FDI yang lebih tinggi.

DATA DAN METODOLOGI

Kajian ini menggunakan kaedah momen teritlak (GMM) untuk mengkaji peranan kualiti pembangunan pasaran saham dalam hubungan FDI dan pertumbuhan ekonomi dengan menggunakan sampel 30 buah negara maju dan membangun sepanjang tempoh 1999 sehingga 2009. Sampel kajian adalah seperti di Lampiran A.

Kualiti pembangunan pasaran saham diukur oleh tahap kecairan pasaran dan kecekapan harga di mana masing-masing diukur oleh nisbah jumlah perolehan diskala oleh turun naik pulangan dan kesegerakkan harga saham. Fang et al. (2009) mendapati bahawa kecairan memberi kesan yang positif kepada prestasi dan keuntungan operasi. Manakala Tsoukas (2011) mendapati tahap pembangunan kewangan negara yang diukur dengan saiz dan kecairan memainkan peranan penting untuk kesinambungan firma. Penunjuk kepada nisbah jumlah perolehan diskala oleh turun naik pulangan merujuk kepada kecairan pasaran atau kedalaman pasaran seperti yang diaplikasikan oleh Daouk et al. (2006) di mana penunjuk ini digunakan untuk mengukur prestasi pasaran. Menurut Daouk et al. penunjuk tersebut boleh diukur sebagai "...the ratio of trading volume to the standard deviation of daily returns computed each month" (2006: 569). Dalam kajian ini, nisbah jumlah perolehan diskala oleh turun naik pulangan digunakan sebagai proksi kualiti pembangunan pasaran saham. Daouk et al. (2006) menyatakan pengukur dari segi kualiti pasaran adalah lebih baik berbanding melalui jumlah dagangan memandangkan peningkatan dalam jumlah dagangan tidak bermakna terdapatnya peningkatan dalam kecairan pasaran. Oleh itu, peningkatan dalam nisbah jumlah perolehan diskala oleh turun naik pulangan menunjukkan peningkatan kecairan pasaran yang sebenar. Kecairan pasaran yang lebih tinggi dikaitkan dengan kos transaksi

yang lebih rendah. Secara umumnya, apabila kos yang ditanggung oleh pelabur tidak terlalu tinggi, urus niaga atau pelaburan mereka akan ditingkatkan di mana secara tidak langsung akan menyuntik lebih banyak maklumat berguna ke dalam pasaran saham. Apabila pasaran saham menjadi lebih berdaya saing, aliran modal akan disalurkan kepada penggunaan yang paling produktif. Ini menunjukkan bahawa pasaran saham berfungsi dengan lebih cekap dan dengan itu meningkatkan kualiti pembangunan pasaran saham, seterusnya meningkatkan pertumbuhan ekonomi.

Manakala kesegerakkan harga saham pula digunakan untuk mengukur kecekapan harga sebagai salah satu dimensi kualiti pasaran saham. Penunjuk ini adalah dicadangkan oleh Morck et al. (2000), yang mengukur pergerakan harga saham dalam kajian prestasi pasaran saham, dan mendapati bahawa berlaku kesegerakkan harga yang lebih tinggi dalam ekonomi membangun berbanding ekonomi maju. Ini mencadangkan bahawa sebuah negara dengan pasaran kewangan yang kurang maju akan mengalami kesegerakkan harga saham yang lebih tinggi. Daouk et al. (2006) yang mengikuti Morck et al. (2000), mengaplikasikan kesegerakkan harga untuk mengukur prestasi pasaran dari segi kecekapan harga. Dalam kajian itu, Daouk et al. (2006) mendapati bahawa hubungan kesegerakkan harga saham dengan tadbir urus pasaran modal adalah negatif. De Nicolo et al. yang juga mengikuti Morck et al. (2000), mentakrifkan penunjuk kesegerakkan harga sebagai "...the average goodness-of-fit (R^2) of regressions of each company's stock return on country-average return in each year" (2008: 202). Di samping itu, Jin dan Myers (2006) telah menemui dua penemuan lain di mana R^2 adalah lebih tinggi dalam sistem kewangan yang kurang maju dan hubungan kesegerakkan harga saham dengan kekurangan ketelusan adalah positif. Justeru, kajian lepas menunjukkan bahawa kesegerakkan harga saham yang tinggi mencerminkan kecekapan harga yang rendah kerana kekurangan ketelusan dalam pasaran. Ini secara tidak langsung meningkatkan tahap maklumat yang tidak simetri dan geseran pasaran di mana akan menjejaskan inovasi dan mengurangkan keupayaan pelabur untuk membuat keputusan yang lebih baik, menghalang aliran modal yang produktif dan seterusnya akan memberi kesan kepada kecekapan pasaran saham secara keseluruhan. Ini secara tidak langsung mencerminkan tahap kualiti rendah pembangunan pasaran saham kerana pasaran dengan tahap yang rendah kecekapan harga gagal berfungsi dengan cekap dan dalam masa, melambatkan pertumbuhan ekonomi.

Kaedah dinamik panel momen teritlak (GMM) Arellano Bond (1991) digunakan dalam kajian ini untuk mengkaji peranan kualiti pembangunan pasaran saham dalam hubungan FDI dan pertumbuhan ekonomi. Kajian ini menggunakan GMM *difference* memandangkan saiz *cross-section* adalah tidak begitu besar. Kaedah penganggar ini juga digunakan adalah kerana kelebihanannya dapat

mengawal kesan negara tertentu (*country-specific effects*) bila mana *dummies* negara tertentu tidak dapat digunakan disebabkan persamaan regresi yang berstruktur dinamik. Di samping itu penganggar ini juga berupaya mengawal *simultaneity bias* yang disebabkan oleh kebarangkalian bahawa beberapa pembolehubah berkemungkinan adalah *endogenous*. Dalam usaha untuk mengawal *simultaneity bias*, Arellano dan Bond (1991) mencadangkan bahawa lat aras (*lagged levels*) pembolehubah bersandar dan *regressors* akan di ambil kira sebagai instrumen. Kajian empirikal adalah mengikut pendekatan Azman-Saini et al. (2010b). Model empirikal ditulis seperti berikut:

$$GDP_{i,t} = \alpha GDP_{i,t-1} + \beta_1 FDI_{i,t-1} + \beta_2 KPPS_{i,t} + \beta' X_{i,t} + \eta_i + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$GDP_{i,t} - GDP_{i,t-1} = \alpha(GDP_{i,t-1} - GDP_{i,t-2}) + \beta_1(FDI_{i,t-1} - FDI_{i,t-2}) + \beta_2(KPPS_{i,t} - KPPS_{i,t-1}) + \beta'(X_{i,t} - X_{i,t-1}) + (\varepsilon_{i,t} - \varepsilon_{i,t-1}) \quad (2)$$

Berikut adalah syarat momen bagi GMM – *Difference*:

$$E[GDP_{i,t-s} \cdot (\varepsilon_{i,t} - \varepsilon_{i,t-1})] = 0 \text{ for } s \geq 2; \quad t = 3, \dots, T \quad (3)$$

$$E[FDI_{i,t-1-s} \cdot (\varepsilon_{i,t} - \varepsilon_{i,t-1})] = 0 \text{ for } s \geq 2; \quad t = 3, \dots, T \quad (4)$$

$$E[KPPS_{i,t-s} \cdot (\varepsilon_{i,t} - \varepsilon_{i,t-1})] = 0 \text{ for } s \geq 2; \quad t = 3, \dots, T \quad (5)$$

$$E[X_{i,t-s} \cdot (\varepsilon_{i,t} - \varepsilon_{i,t-1})] = 0 \text{ for } s \geq 2; \quad t = 3, \dots, T \quad (6)$$

Persamaan (1) boleh dikembangkan dengan memasukkan kesan interaksi seperti persamaan (7)

$$GDP_{i,t} = \alpha GDP_{i,t-1} + \beta_1 FDI_{i,t-1} + \beta_2 KPPS_{i,t} + \beta_3 (FDI \times KPPS)_{i,t} + \beta' X_{i,t} + \eta_i + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

$$t = 1, \dots, T, i = 1, \dots, N$$

Pembolehubah bersandar GDP adalah logaritma KDNK benar per kapita (*constant* 2000 dolar Amerika Syarikat). Pembolehubah bebas adalah seperti berikut. FDI adalah aliran masuk bersih pelaburan langsung asing sebagai peratusan daripada KDNK, lat satu tempoh. Kajian ini menggunakan FDI dengan lat satu tempoh adalah untuk mengesan dengan lebih baik limpahan FDI keatas pertumbuhan ekonomi di mana kesan tersebut hanya ketara selepas lat masa (*time lag*). Plot selera bagi KDNK benar per kapita dan FDI bagi negara-negara yang disampel dipaparkan dalam lampiran 2. Dapat disimpulkan daripada plot selera tersebut bahawa hubungan antara KDNK per kapita dengan FDI adalah positif.

Pembolehubah bebas seterusnya adalah $KPPS$, mewakili kualiti pembangunan pasaran saham yang diproksi oleh dua dimensi kualiti; tahap kecairan pasaran yang diukur oleh nisbah jumlah perolehan diskala oleh turun naik pulangan, dan kecekapan harga yang diukur oleh kesegerakkan harga. $FDI \times KPPS$ adalah

terma interaksi (*interaction term*) diantara pelaburan langsung asing dan kualiti pembangunan pasaran saham. X adalah vektor pembolehubah kawalan yang memberi kesan kepada pertumbuhan ekonomi yang merangkumi keterbukaan kewangan (FO) iaitu *Chinn Ito-Index* atau *KAOPEN*, modal insan (HC) iaitu tahun persekolahan menengah secara purata (Barro & Lee 2012), penggunaan kerajaan (GC) iaitu penggunaan muktamad perbelanjaan umum kerajaan sebagai peratusan daripada KDNK, inflasi (INF) iaitu inflasi, deflator KDNK pada peratusan tahunan, dan pelaburan domestik (DI) iaitu pembentukan modal tetap kasar, peratusan daripada KDNK, η_i adalah kesan negara secara individu yang tidak diperhatikan, $\varepsilon_{i,t}$ adalah sebutan ralat, i adalah indeks negara dan t ialah indeks masa. Sumber-sumber data untuk FDI, pertumbuhan KDNK, dan pembolehubah kawalan seperti penggunaan kerajaan, inflasi, dan pelaburan domestik adalah dari pangkalan data *World Development Indicators* (*WDI*). Nisbah jumlah perolehan diskala oleh turun naik pulangan untuk petunjuk kecairan pasaran dan kesegerakkan harga untuk petunjuk kecekapan harga adalah daripada *Datastream* dan laman web *MSCI Index Performance*; data modal insan adalah dari laman web Barro-Lee; dan data keterbukaan kewangan (*KAOPEN*) diperoleh dari laman web Chinn-Ito.

Enam model digunakan dalam menganalisis peranan kualiti pembangunan pasaran saham dalam hubungan FDI-pertumbuhan ekonomi. Model 1, 2, 4 dan 5 adalah spesifikasi asas dan model 3 dan 6 adalah spesifikasi yang berkembang di mana terma interaksi ditambah iaitu FDI berinteraksi dengan penunjuk kualiti pembangunan pasaran saham. Untuk memastikan bahawa terma

interaksi itu tidak proksi untuk sama ada FDI sendiri atau kualiti pembangunan pasaran saham, kedua-dua indikator tersebut secara individu juga dimasukkan dalam model 3 dan 6. Selain itu, kajian ini menggunakan FDI dengan satu tempoh lag untuk mengesan dengan lebih baik limpahan FDI ke atas pertumbuhan ekonomi kerana kesan tersebut hanya ketara selepas lag satu tempoh masa.

DAPATAN KAJIAN

Kajian ini telah menyediakan analisis deskriptif bagi semua pembolehubah di mana secara terperinci dipaparkan dalam lampiran 3. Secara amnya, kesemua pembolehubah (kecuali FDI dan KPPS) yang digunakan dalam kajian adalah bertaburan normal, dengan nilai kepencongan dan kurtosis hampir 0 dan 3, masing-masing. Jadual 1 membentangkan keputusan pada nisbah jumlah perolehan diskala oleh turun naik pulangan sebagai proksi untuk kualiti pembangunan pasaran saham dari dimensi kecairan pasaran. Model 2 dan 5 melaporkan keputusan Persamaan (1) di mana pembolehubah diperkenalkan secara berasingan dalam model. Model 3 dan 6 melaporkan keputusan Persamaan (7) yang menyasiat peranan kualiti pembangunan pasaran saham dalam pertalian FDI-pertumbuhan menggunakan terma interaksi di mana FDI berinteraksi dengan penunjuk kualiti pembangunan pasaran saham. Seperti yang ditunjukkan, koefisien pembolehubah kawalan iaitu penggunaan kerajaan, modal insan dan inflasi sangat signifikan dalam semua model. Koefisien keterbukaan kewangan adalah positif dalam semua

JADUAL 1. Keputusan Kaedah Momen Teritlak (GMM); Kualiti Pembangunan Pasaran Saham, Dimensi Kecairan Pasaran – Proksi: Nisbah Jumlah Perolehan diskala oleh Turun Naik Pulangan

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
$\ln GDP_{it-1}$	0.849***	0.857***	0.857***	0.843***	0.882***	0.857***
GC	-0.019***	-0.022***	-0.020***	-0.020***	-0.023***	-0.021***
HC	0.030***	0.035***	0.026***	0.034***	0.024***	0.027***
INF	-0.001***	-0.001**	-0.001***	-0.001***	-0.001**	-0.001***
FO	0.009***	0.010**	0.009**	0.011***	0.010	0.009**
DI				-0.0002	0.0003	0.001
KPPS	0.010***	0.006**	0.008***	0.009***	0.009***	0.008***
FDI_{it-1}		-0.001***	-0.001		-0.0002	-0.001
$FDI \times KPPS$			0.001***			0.001**
Ujian $AR(2)$ (nilai- p)	(0.776)	(0.986)	(0.909)	(0.858)	(0.899)	(0.886)
J -test (nilai- p)	(0.204)	(0.134)	(0.157)	(0.129)	(0.122)	(0.126)
Jumlah Pemerhatian	270	270	270	270	270	270

Nota: Pembolehubah bersandar adalah logaritma KDNK sebenar per kapita atau $\ln GDP$. GC adalah penggunaan kerajaan; HC adalah modal insan; INF adalah inflasi; FO adalah keterbukaan kewangan; DI adalah pelaburan domestik; FDI adalah pelaburan langsung asing; KPPS adalah kualiti pembangunan pasaran saham yang diproksi oleh penunjuk kecairan pasaran iaitu nisbah jumlah perolehan diskala oleh turun naik pulangan. Angka dalam kurungan adalah t -statistics. ***, ** dan * masing-masing merujuk kepada aras signifikan 1%, 5% dan 10%.

model kecuali model 5. Walau bagaimanapun koefisien pelaburan domestik (*DI*) adalah tidak signifikan dalam model 4 hingga 6. Koefisien yang tidak signifikan bagi pelaburan domestik adalah berkemungkinan disebabkan sampel adalah terdiri daripada gabungan negara maju dan membangun, di mana pelaburan domestik bukan merupakan penyumbang utama kepada pertumbuhan bagi negara membangun.

Koefisien kecairan pasaran, diukur oleh jumlah perolehan diskala oleh turun naik pulangan adalah sangat berkaitan dengan pertumbuhan ekonomi di mana koefisien tersebut didapati positif dan signifikan pada aras 1% pada semua model kecuali model 2 yang signifikan pada aras 5%. Ini menunjukkan bahawa peningkatan kecairan pasaran melalui jumlah perolehan diskala oleh turun naik pulangan berkaitan dengan peningkatan dalam pertumbuhan ekonomi. Kecairan pasaran yang lebih tinggi mencadangkan kos transaksi di pasaran yang lebih rendah. Pasaran dengan kos urusniaga yang rendah akan menarik lebih ramai peserta pasaran yang mengambil peluang untuk mendapatkan modal. Ini seterusnya menggalakkan aktiviti pelaburan dan pengeluaran idea-idea inovatif, dan akhirnya menyumbang secara positif kepada pertumbuhan ekonomi.

Seperti yang dilaporkan, kaitan FDI dengan pertumbuhan adalah negatif dan signifikan seperti yang ditunjukkan oleh koefisien yang negatif dan signifikan pada aras 1% dalam model 2. Walau bagaimanapun, koefisien terma interaksi FDI dan kualiti pembangunan pasaran saham ($FDI \times KPPS$) didapati positif dan signifikan pada aras 1% dalam model 3 dan pada aras 5% dalam model 6. Keputusan ini membayangkan bahawa kecairan

pasaran menyumbang kepada hubungan pertumbuhan ekonomi dengan FDI. Dalam erti kata lain, walaupun FDI dengan sendirinya menyumbang secara negatif kepada pertumbuhan ekonomi, namun melalui interaksi antara FDI dengan kecairan pasaran, hubungannya dengan pertumbuhan ekonomi bertukar menjadi positif. Keputusan menunjukkan bahawa kualiti pembangunan pasaran saham dari dimensi kecairan pasaran boleh bertindak sebagai satu bentuk keupayaan menyerap yang membolehkan negara untuk merealisasikan pertumbuhan positif FDI. Dapatan ini menyokong hipotesis 1 bahawa kualiti pembangunan pasaran saham yang lebih tinggi, diukur oleh kecairan pasaran melalui jumlah perolehan diskala oleh turun naik pulangan, meningkatkan keupayaan negara untuk memberi manfaat kepada kesan pertumbuhan FDI yang lebih tinggi. Model 3 dan 6 telah lulus kedua-dua ujian spesifikasi iaitu ujian $AR(2)$ dan J -test, di mana ia menunjukkan bahawa model yang digunakan adalah baik dan disahkan instrumennya.

Jadual 2 menunjukkan keputusan kecekapan harga yang diukur oleh kesegerakkan harga saham sebagai proksi bagi pembangunan pasaran saham. Model 2 dan 5 melaporkan keputusan Persamaan (1) di mana pembolehubah diperkenalkan secara berasingan dalam model regresi. Model 3 dan 6 melaporkan keputusan Persamaan (7) yang menyiasat peranan kualiti pembangunan pasaran saham dalam hubungan FDI-pertumbuhan ekonomi menggunakan terma interaksi di mana FDI berinteraksi dengan penunjuk kualiti pembangunan pasaran saham. Koefisien pembolehubah kawalan iaitu penggunaan kerajaan dan modal insan adalah signifikan dalam semua model. Koefisien inflasi

JADUAL 2. Keputusan Kaedah Momen Teritlak (GMM); Kualiti Pembangunan Pasaran Saham, Dimensi Kecekapan Harga – Proksi: Kesegerakkan Harga

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
$\ln GDP_{it-1}$	0.885***	0.893***	0.870***	0.982***	0.922***	0.897***
GC	-0.022***	-0.023***	-0.019***	-0.029***	-0.021***	-0.023***
HC	0.036***	0.034***	0.036***	0.045*	0.026***	0.032***
INF	-0.001***	-0.001**	-0.001***	-0.0004	-0.001***	-0.001**
FO	0.009**	0.009**	0.008*	-0.010	0.005	0.009**
DI				0.001	-0.001	0.0004
KPPS	-0.021**	-0.024**	-0.026***	-0.088**	-0.019	-0.030**
FDI_{it-1}		-0.001***	-0.001***		-0.001	-0.001**
$FDI_{it-1} \times KPPS$			0.001**			0.001*
Ujian $AR(2)$ (nilai- p)	(0.905)	(0.866)	(0.917)	(0.790)	(0.990)	(0.803)
J -test (nilai- p)	(0.200)	(0.174)	(0.106)	(0.000)	(0.021)	(0.123)
Jumlah Pemerhatian	270	270	270	270	270	270

Nota: Pembolehubah bersandar adalah logaritma KDNK sebenar per kapita atau $\ln GDP$. GC adalah penggunaan kerajaan; HC adalah modal insan; INF adalah inflasi; FO adalah keterbukaan kewangan; DI adalah pelaburan domestik; FDI adalah pelaburan langsung asing; KPPS adalah kualiti pembangunan pasaran saham yang diproksi oleh penunjuk kecekapan harga iaitu kesegerakkan harga. Angka dalam kurungan adalah t -statistics. ***, ** dan * masing-masing merujuk kepada aras signifikan 1%, 5% dan 10%.

adalah signifikan dalam semua model kecuali model 4 dan keterbukaan kewangan adalah signifikan dalam model 1 hingga 3, dan 6. Walau bagaimanapun koefisien pelaburan domestik adalah tidak signifikan dalam model 4 hingga 6.

Koefisien kesegerakkan harga saham adalah negatif dan signifikan pada aras 1% dalam model 3 dan pada aras 5% dalam model 1, 2, 4, dan 6. Keputusan ini membayangkan bahawa hubungan kecekapan harga pasaran saham adalah negatif dan signifikan dengan pertumbuhan ekonomi. Koefisien FDI adalah negatif dan signifikan pada aras 1% dalam model 2 dan 3, dan pada nilai 5% dalam model 6. Menariknya, koefisien interaksi FDI dan kualiti pembangunan pasaran saham yang diproksi oleh kesegerakkan harga saham ($FDI \times KPPS$) didapati signifikan pada aras 5% dalam model 3 dan pada aras 10% dalam model 6. Kedua-dua model tersebut telah lulus kedua-dua ujian $AR2$ dan J -test, yang model yang digunakan adalah baik dan instrumennya telah disahkan. Keputusan ini menunjukkan bahawa kecekapan harga memainkan peranan yang penting dalam mempengaruhi kesan pertumbuhan FDI.

FDI secara sendiri menyumbang secara negatif kepada pertumbuhan ekonomi. Walaubagaimanapun interaksinya dengan penunjuk kecekapan harga bertukar menjadi positif dalam hubungannya dengan pertumbuhan ekonomi. Ini menunjukkan bahawa kualiti pembangunan pasaran saham dari dimensi kecekapan harga boleh bertindak sebagai satu bentuk keupayaan menyerap yang membolehkan sesebuah negara merealisasikan kesan pertumbuhan positif FDI. Dapatan ini menyokong hipotesis 2 di mana kualiti pembangunan pasaran saham yang lebih tinggi, diukur oleh kecekapan harga yang lebih tinggi melalui keserakkan harga saham yang lebih rendah, meningkatkan keupayaan negara untuk memberi manfaat kepada kesan pertumbuhan FDI yang lebih tinggi.

KESIMPULAN

Kajian ini membentangkan bukti baru untuk peranan kualiti pembangunan pasaran saham dalam hubungan FDI dan pertumbuhan ekonomi dengan menggunakan data panel 30 buah negara maju dan membangun sepanjang tempoh 1999 sehingga 2009, dengan menggunakan kaedah momen teritlak (GMM). Kualiti pembangunan pasaran saham dikaji melalui dua dimensi iaitu tahap kecairan pasaran dan kecekapan harga di mana masing-masing diukur oleh nisbah jumlah perolehan diskala oleh turun naik pulangan dan kesegerakkan harga saham. Secara kesimpulannya, dapatan kajian menunjukkan bahawa FDI dengan sendirinya adalah negatif dan signifikan dengan pertumbuhan ekonomi, menunjukkan aliran masuk FDI yang lebih tinggi menyebabkan pertumbuhan ekonomi yang perlahan. Dapatan ini adalah selari dengan dapatan Konings (2001), Elia et al. (2009) dan Doytch dan

Uctum (2011). Menariknya, apabila FDI diinteraksi dengan pengukur kualiti pembangunan pasaran saham, kesannya adalah positif dan signifikan ke atas pertumbuhan ekonomi. Keputusan terma interaksi ini mencadangkan bahawa kualiti pembangunan pasaran saham adalah pra-syarat yang penting bagi FDI untuk mengeluarkan kesan positif kepada pertumbuhan ekonomi. Dapatan ini adalah selaras dengan hasil kajian terdahulu bahawa kesan FDI kepada pertumbuhan adalah bergantung kepada kapasiti penyerapan negara penerima (lihat contoh, Hermes & Lensink 2003; Alfaro et al 2004; Azman-Saini et al 2010a; Choong 2012; antara lain). Justeru, dapatan kajian ini menekankan bahawa sebagai tambahan kepada dimensi kuantitatif yang kini ditumpukan dalam pembangunan kewangan, dimensi kualiti pembangunan kewangan juga merupakan elemen penting dalam hubungan FDI-pertumbuhan ekonomi. Kesimpulannya, hasil kajian menunjukkan bahawa kualiti pembangunan pasaran saham berfungsi sebagai satu bentuk keupayaan menyerap yang baru dikenalpasti yang perlu diberi pertimbangan dalam menilai kesan FDI ke atas pertumbuhan ekonomi negara. Dari sudut yang lain, hasil kajian ini menyumbang kepada dasar dan strategi negara-negara ini untuk menarik lebih banyak aliran masuk FDI di mana ia perlu dilaksanakan selari dengan peningkatan dalam kualiti pembangunan kewangan. Pembuat dasar perlu mewujudkan dasar yang lebih telus dan merangkumi strategi yang efisien untuk menarik aliran masuk FDI. Pada masa yang sama, dengan tumpuan diberikan kepada usaha peningkatan kualiti pasaran saham dengan membantu peningkatan kecairan pasaran dan kecekapan harga, ia memberi faedah yang lebih besar kepada pertumbuhan negara, di mana pelaburan masuk akan disalurkan kepada penggunaan yang lebih produktif.

RUJUKAN

- Alfaro, L., Chanda, A., Kalemli-Ozcan, S. & Sayek, S. 2004. FDI and economic growth: the role of local financial markets. *Journal of International Economics* 64: 89-112.
- Alfaro, L., Kalemli-Ozcan, S. & Sayek, S. 2009. FDI, productivity and financial development. *The World Economy* 32(1): 111-135.
- Alfaro, L., Chanda, A., Kalemli-Ozcan, S. & Sayek, S. 2010. Does foreign direct investment promote growth? Exploring the role of financial markets on linkages. *Journal of Development Economics* 91: 242-256.
- Amihud, Y. 2002. Illiquidity and stock returns: Cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets* 5:31-56.
- Ang, J. B. 2009. Financial development and the FDI-growth nexus: The Malaysian experience. *Applied Economics* 41: 1595-1601.
- Azman-Saini, W. N. W., Law, S. H. & Abdul Halim, A. 2010a. FDI and economic growth: New evidence of the role of financial markets. *Economics Letters* 210: 211-213.
- Azman-Saini, W. N. W., Ahmad Zubaidi, B. & Law, S. H. 2010b. Foreign direct investment, economic freedom

- and economic growth: International evidence. *Economic Modelling* 27: 1079-1089.
- Barro, R.J., and J.-W Lee. 2012. A new data set of educational attainment in the world, 1950–2010, *Journal of Development Economics*. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jdeveco.2012.10.001>
- Beck, T., Demircuc-Kunt, A. & Levine, R. 2010. Financial institutions and markets across countries and over time: the updated financial development and structure database. *The World Bank Economic Review* 24(1): 77-92.
- Beugelsdijk, S., Smeets, R. & Zwinkels, R. 2008. The impact of horizontal and vertical FDI on host's country economic growth. *International Business Review* 17: 452-472.
- Blomstrom, M., Lipsey, R. E. & Zejan, M. 1992. What explains developing country growth? National Bureau of Economic Research Working Paper No. 4132. Cambridge.
- Borensztein, E., De Gregorio, J. D. & Lee, J.-W. 1998. How does foreign direct investment affect economic growth? *Journal of International Economics* 45: 115-135.
- Branstetter, L. 2006. Is foreign direct investment is channel of knowledge spillovers? Evidence from Japan's FDI in the United States. *Journal of International Economics* 68: 325-344.
- Carkovic, M. & Levine, R. 2002. Does foreign direct investment accelerate economic growth? University of Minnesota Department of Finance Working Paper.
- Choong, C. K. 2012. Does the domestic financial development enhance the linkages between foreign direct investment and economic growth? *Empirical Economics* 42: 819-834.
- Cohen, W. M. & Levinthal, D. A. 1990. Absorptive capacity: a new perspective on learning and innovation. *Administrative Science Quarterly* 35(1): 128-152.
- Crespo, N. & Fontoura, M. P. 2007. Determinant factors of FDI spillovers – what do we really know? *World Development* 35(3): 410-425.
- Daouk, H., Lee, C.M.C. & Ng, D. 2006. Capital market governance: how do security laws affect market performance? *Journal of Corporate Finance* 12: 560-593.
- De Mello, Jr., L. R. 1999. Foreign direct investment-led growth: evidence from time series and panel data. *Oxford Economic Papers* 51: 133-151.
- De Nicoló, G., Laeven, L. & Ueda, K. 2008. Corporate Governance Quality: trends and real effects. *Journal Financial Intermediation* 17: 198-228.
- Doytch, N. & Uctum, M. 2011. Does the worldwide shift of FDI from manufacturing to services accelerate economic growth? A GMM estimation study. *Journal of International Money and Finance* 30: 410-427.
- Elia, S., Mariotti, I. & Piscitello, L. 2009. The impact of outward FDI on the home country's labor demand and skill composition. *International Business Review* 18: 357-372.
- Elsadig, M. A. 2012. Are the FDI inflow spillover effects on Malaysia's economic growth input driven? *Economic Modelling* 29: 1498-1504.
- Fang, V. W., Noe, T. H. & Tice, S. 2009. Stock market liquidity and firm value. *Journal of Financial Economics* 94: 150-169.
- Froot, K. A. 1993. *Foreign Direct Investment*. Chicago: National Bureau of Economic Research, University of Chicago Press.
- Görg, H. & Greenaway, D. 2004. Much ado about nothing? Do domestic firms really benefit from foreign direct investment? *The World Bank Research Observer* 19(2): 171-197.
- Hasan, I., Koetter, M. & Wedow, M. 2009. Regional growth and finance in Europe: is there a quality effect of bank efficiency? *Journal of Banking & Finance* 33: 1446-1453.
- Hermes, N. & Lensink, R. 2003. Foreign direct investment, financial development and economic growth. *The Journal of Development Studies* 40(1): 142-163.
- Herzer, D., Klasen, S. & Nowak-Lehmann, D. F. 2008. In search of FDI-led growth in developing countries: the way forward. *Economic Modelling* 25: 793-810.
- Jayarathne, J. & Strahan, P. E. 1996. The finance-growth nexus evidence from bank deregulation. *The Quarterly Journal of Economics* 111(3): 639-670.
- Jin, L. & Myers, S. C. 2006. R^2 around the world: new theory and new tests. *Journal of Financial Economics* 79: 257-292.
- Jin, J. Y., Kanagaretnam, K. & Lobo, G. J. 2011. Ability of accounting and audit quality variables to predict bank failure during the financial crisis. *Journal of Banking and Finance* 35:2811-2819.
- Ju, J. & Wei, Shang-Jin. 2011. When is quality of financial system a source of comparative advantage? *Journal of International Economics* 84: 178-187.
- Konings, J. 2001. The effects of foreign direct investment on domestic firms: evidence from firm-level panel data in emerging economies. *Economics of Transition* 9(3): 619-633.
- Lee, Chien-Chiang & Chang, Chun-Ping. 2009. FDI, financial development and economic growth: international evidence. *Journal of Applied Economics* 12(2): 249-271.
- Levine, R. 2005. Finance and growth: theory & evidence. In *Handbook of economic Growth*, edited by Aghion, P. & Durlaff, S. Elsevier Science. The Netherlands.
- Morck, R., Yeung, B. & Yu, W. 2000. The information content of stock markets: why do emerging markets have synchronous stock price movements? *Journal of Financial Economics* 58: 215-260.
- Temiz, D. & Gokmen, A. 2014. FDI inflow as an international business operation by MNCs and economic growth: an empirical study on Turkey. *International Business Review* 23(1): 145-154.
- Tsoukas, S. 2011. Firm survival and financial development: evidence from a panel emerging Asian economies. *Journal of Banking & Finance* 35: 1736-1752.
- Sinani, E. & Meyer, K. E. 2004. Spillovers of technology transfer from FDI: the case of Estonia. *Journal of Comparative Economics* 32: 445-466.
- UNCTAD. 2010. *World Investment Report 2010. Investing in a Low-Carbon Economy*. New York and Geneva: United Nations.
- Yalta, A. Y. 2013. Revisiting the FDI-led growth hypothesis: the case of China. *Economic Modelling* 31: 335-343.
- Yao, S. & Wei, K. 2007. Economic growth in the presence of FDI: the perspective of newly industrializing economies. *Journal of Comparative Economics* 35: 211-234.

Nor Hakimah Haji Mohd Nor
Fakulti Pengurusan dan Muamalah
Kolej Universiti Islam Antarabangsa Selangor
norhakimah@kuis.edu.my

Low Soo Wah
Graduate School of Business
Universiti Kebangsaan Malaysia
swlow@ukm.edu.my

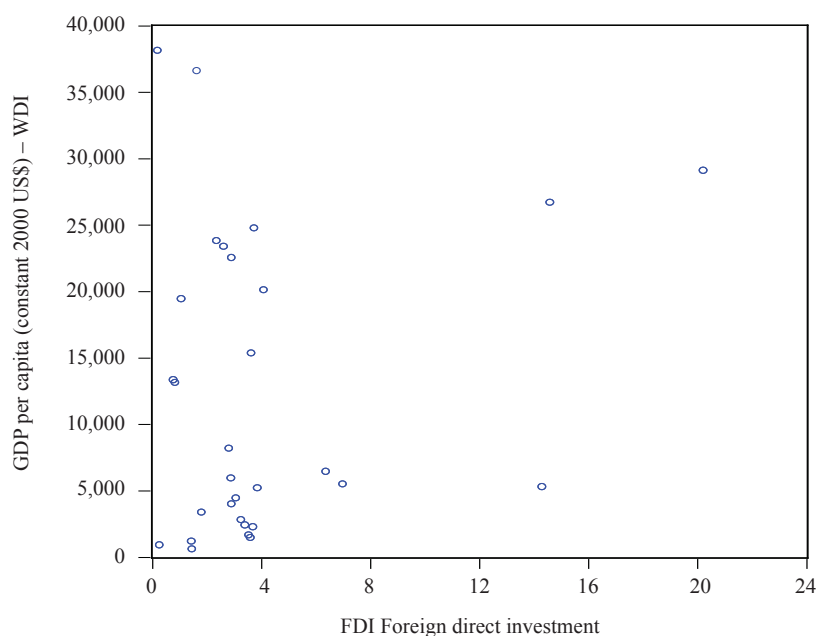
Abu Hassan Shaari Md Nor
Fakulti Ekonomi dan Pengurusan
Universiti Kebangsaan Malaysia
ahassan@ukm.edu.my

LAMPIRAN

LAMPIRAN 1. Senarai Nama Negara Dalam Sampel Kajian

1	Argentina	11	Germany	21	Malaysia
2	Australia	12	Greece	22	Mexico
3	Brazil	13	Hong Kong	23	Peru
4	Canada	14	Hungary	24	Philippines
5	Chile	15	India	25	Poland
6	China	16	Indonesia	26	Singapore
7	Colombia	17	Israel	27	South Africa
8	Czech Republic	18	Italy	28	Spain
9	Egypt, Arab Rep.	19	Japan	29	Thailand
10	France	20	Korea, Rep.	30	United States

LAMPIRAN 2. Plot Selerak



LAMPIRAN 3. Diskriptif Statistik

Pemboleuhbah	Purata	Median	Maksimum	Minimum	Sisihan Piawai	Kepencongan	Kurtosis
GDP	12242.11	6170.329	38101.30	571.8783	11361.18	0.797411	2.408868
FDI	4.162491	3.011864	20.23253	0.210735	4.502954	2.327797	7.838207
KPPS	9.74E+08	6.78E+08	4.49E+09	12365307	1.18E+09	1.775719	5.498560
GC	15.74239	16.08637	26.21264	7.894039	4.701646	0.245912	2.154028
HC	3.205191	3.032727	6.45772	1.287455	1.276766	0.505156	2.752955
INF	4.156666	3.312313	12.26827	-1.79222	3.279929	0.612565	2.987458
FO	1.157016	1.635883	2.477618	-1.14817	1.332819	-0.448131	1.643863
DI	3.611618	3.339922	11.99253	-2.15652	3.163055	0.835600	4.168335