

MSCI Downgrade to Frontier Market: Lessons for Indonesia from Three Countries

Muhammad Ananda Fakhri¹, Farianita Lestari², Berry Dhiyashavana³

Program Studi Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis,

Universitas Sumatera Utara

fakhri@usu.ac.id¹, farianita@usu.ac.id², berrydhiyashavana@usu.ac.id³

ABSTRACT

This study investigates the impact of MSCI reclassification from Emerging Market (EM) to Frontier Market (FM) on stock market return and capital flow dynamics, using a comparative approach across three historical cases: Jordan (November 2008), Argentina (May 2009), and Morocco (November 2013). The research employs two complementary methods: (1) an event study using daily stock index data from Investing.com, measuring cumulative abnormal returns (CAR) via the Market Model with MSCI World Index as benchmark, tested using the Brown-Warner BMP test; and (2) a before-after analysis using annual Balance of Payments data from the World Bank (indicator BN.KLT.PTXL.CD), tested using the Wilcoxon Signed-Rank Test. All statistical analyses were performed using RStudio 2024.09.2+398. Results show that Jordan experienced the most severe impact with CAR reaching -54.43% ($p < 0.01$) at ED [-20,+60] and -71.35% ($p < 0.01$) at ED [-60,+120], confirming the Price Pressure Hypothesis. Morocco exhibited limited short-term price impact due to an FM premium effect, but recorded a net foreign flow decline of USD -1.554 billion post-downgrade. Argentina showed anomalous positive CAR attributed to Global Financial Crisis recovery effects coinciding with the downgrade period. These findings serve as empirical benchmarks for Indonesia, which faces a MSCI rebalancing freeze since January 2026 and potential downgrade risk ahead of the May 2026 review.

Keywords: MSCI Reclassification; Emerging Market; Frontier Market; Event Study; Net Foreign Flow

ABSTRAK

Penelitian ini menganalisis dampak reklasifikasi MSCI dari Emerging Market (EM) ke Frontier Market (FM) terhadap return pasar saham dan dinamika arus modal, menggunakan pendekatan komparatif pada tiga kasus historis: Jordan (November 2008), Argentina (Mei 2009), dan Morocco (November 2013). Penelitian menggunakan dua metode: (1) event study berbasis data harga indeks harian dari Investing.com, mengukur cumulative abnormal return (CAR) melalui Market Model dengan MSCI World Index sebagai benchmark, diuji dengan Brown-Warner BMP test; dan (2) before-after analysis menggunakan data tahunan Balance of Payments dari World Bank (indikator BN.KLT.PTXL.CD), diuji dengan Wilcoxon Signed-Rank Test. Seluruh analisis statistik dilakukan menggunakan RStudio 2024.09.2+398. Hasil menunjukkan bahwa Jordan mengalami dampak paling parah dengan CAR mencapai -54,43% ($p < 0,01$) pada ED [-20,+60] dan -71,35% ($p < 0,01$) pada ED [-60,+120], mengkonfirmasi Price Pressure Hypothesis. Morocco menunjukkan dampak harga yang terbatas akibat FM premium effect, namun mengalami penurunan net foreign flow sebesar USD -1,554 miliar pasca-downgrade. Argentina menunjukkan CAR positif sebagai anomali yang disebabkan oleh efek pemulihan Global Financial Crisis yang bertepatan dengan periode downgrade. Temuan ini

menjadi benchmark empiris bagi Indonesia yang menghadapi pembekuan rebalancing MSCI sejak Januari 2026 dan risiko downgrade menjelang review Mei 2026.

Kata kunci: Reklasifikasi MSCI; Emerging Market; Frontier Market; Event Study; Net Foreign Flow

PENDAHULUAN

Indeks Morgan Stanley Capital International (MSCI) merupakan salah satu tolok ukur utama yang digunakan investor institusional global dalam mengalokasikan portofolio lintas negara. Klasifikasi MSCI terhadap status suatu pasar, yaitu Developed Market (DM), Emerging Market (EM), Frontier Market (FM), dan Standalone, memiliki implikasi langsung terhadap aliran dana kelolaan yang mengacu pada indeks tersebut, yang secara global diperkirakan mencapai lebih dari USD 14 triliun (MSCI, 2023).

Pada tanggal 27 Januari 2026, MSCI mengumumkan pembekuan sementara beberapa perubahan indeks terhadap saham-saham Indonesia, efektif segera termasuk untuk rebalancing Februari 2026. MSCI menetapkan tiga pembatasan: pembekuan seluruh kenaikan Foreign Inclusion Factor (FIF) dan jumlah saham, penghentian penambahan saham Indonesia ke MSCI Investable Market Indexes, serta penghentian migrasi saham dari segmen Small Cap ke Standard. Pembekuan ini dipicu oleh dua permasalahan utama yang disampaikan investor global, yaitu opasitas struktur kepemilikan saham dan kekhawatiran atas potensi perdagangan terkoordinasi yang merusak mekanisme pembentukan harga (MSCI, 2026). Secara spesifik, MSCI meminta tersedianya informasi kepemilikan saham yang lebih granular termasuk pemantauan konsentrasi kepemilikan di bawah ambang batas 5%, serta klasifikasi jenis investor yang lebih andal untuk mendukung penilaian free float dan investabilitas. Reaksi pasar terjadi langsung: Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) turun 7,35% pada hari pengumuman tanggal 28 Januari 2026 dan berlanjut turun 10% keesokan harinya hingga menyentuh 7.482, memicu tiga kali trading halt dalam dua hari.

Merespons tuntutan tersebut, otoritas pasar modal Indonesia mengambil tiga langkah konkret. BEI menurunkan ambang batas keterbukaan kepemilikan saham dari 5% menjadi 1% pada Maret 2026. OJK menetapkan kenaikan minimum free float dari 7,5% menjadi 15% untuk seluruh emiten tercatat. BEI juga mempublikasikan data free float secara komprehensif di situs resminya sejak 2 Januari 2026 dengan pembaruan bulanan. MSCI menyatakan akan mengevaluasi kembali status aksesibilitas pasar Indonesia pada Mei 2026, dengan risiko penurunan bobot dalam MSCI EM atau reklasifikasi ke Frontier Market apabila kemajuan yang berarti tidak tercapai (MSCI, 2026).

Secara historis, tercatat tiga negara yang secara resmi mengalami penurunan status dari EM ke FM: Jordan (November 2008), Argentina (Mei 2009), dan Morocco (November 2013). Masing-masing dipicu oleh masalah teknis pasar dan bukan oleh krisis ekonomi skala besar, sehingga memiliki kemiripan kontekstual dengan situasi Indonesia saat ini. Namun, belum terdapat studi komparatif multi-negara yang

mengkaji dampak ketiga kasus ini secara simultan sebagai kerangka proyeksi bagi pasar berkembang lainnya. Penelitian ini bertujuan untuk: (1) mengukur dampak downgrade MSCI EM ke FM terhadap cumulative abnormal return (CAR) pasar saham di Jordan, Argentina, dan Morocco; (2) menganalisis perubahan net foreign portfolio flow sebelum dan sesudah downgrade; serta (3) merumuskan implikasi empiris bagi Indonesia menjelang keputusan MSCI Mei 2026.

TINJAUAN LITERATUR

Market Segmentation Theory

Market Segmentation Theory (Bekaert et al., 2020; Raddatz et al., 2017) menyatakan bahwa pasar keuangan yang tersegmentasi dari pasar global menanggung cost of equity yang lebih tinggi akibat terbatasnya basis investor internasional. Reklasifikasi dari EM ke FM dapat diinterpretasikan sebagai proses re-segmentasi: investor institusional berbasis EM diwajibkan melikuidasi kepemilikan mereka (forced selling), sehingga mendorong penurunan harga saham dan kenaikan cost of equity secara permanen (Bekaert et al., 2020).

Price Pressure Hypothesis

Price Pressure Hypothesis (Burnham et al., 2018; Fernandes & Mergulhão, 2016) menjelaskan bahwa perubahan komposisi indeks menimbulkan tekanan harga akibat transaksi masif yang dipicu fund manager indeks. Dalam konteks downgrade, tekanan penjualan dari dana yang mengacu MSCI EM Index menciptakan downward price pressure signifikan pada periode transisi. Burnham et al. (2018) mengkonfirmasi bahwa harga pasar yang direklasifikasi dari indeks yang lebih banyak mengacu ke indeks yang lebih sedikit mengalami penurunan signifikan antara announcement dan effective date, namun sebagian besar berbalik dalam satu tahun.

Penelitian Terdahulu

Raddatz et al. (2017) secara sistematis mendokumentasikan bahwa perubahan bobot negara dalam indeks benchmark global memicu rebalancing serupa di antara dana yang mengacu indeks tersebut, menghasilkan pergerakan signifikan di pasar keuangan. Kashyap et al. (2021) membuktikan adanya 'benchmark inclusion subsidy', yaitu valuasi yang lebih tinggi bagi perusahaan yang masuk indeks dibandingkan yang keluar, yang secara implisit mengkonfirmasi adanya 'benchmark exclusion penalty' bagi negara yang keluar dari EM ke FM. Bena et al. (2017) membuktikan bahwa kepemilikan asing yang tinggi berkontribusi pada investasi jangka panjang perusahaan di pasar berkembang. Antonelli et al. (2022) menemukan bahwa inklusi China A-shares ke MSCI EM menghasilkan efek benchmark yang signifikan terhadap alokasi aset dan capital flow negara-negara lain dalam indeks yang sama.

Kebaruan penelitian ini terletak pada kombinasi tiga aspek yang belum pernah dilakukan secara bersamaan: (1) cakupan komparatif seluruh negara yang pernah mengalami reklasifikasi EM ke FM, (2) penggunaan metodologi ganda event

study dan before-after analysis, serta (3) proyeksi implikasi terhadap Indonesia sebagai kasus aktual tahun 2026.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan desain komparatif kuantitatif dengan dua metode yang disesuaikan dengan ketersediaan data masing-masing variabel dependen. Sampel dipilih secara purposive berdasarkan tiga kriteria: (1) reklasifikasi MSCI dari EM ke FM yang telah dikonfirmasi secara resmi (bukan ke Standalone); (2) tersedianya data indeks harian yang memadai selama estimation dan event window; dan (3) downgrade dipicu oleh faktor teknis pasar, bukan force majeure. Hanya Jordan, Argentina, dan Morocco yang memenuhi ketiga kriteria ini dari seluruh riwayat MSCI. Seluruh pengolahan data dan pengujian statistik dilakukan menggunakan RStudio versi 2024.09.2+398.

Metode 1: Event Study

Event study digunakan untuk mengukur dampak downgrade terhadap return pasar saham menggunakan data harga indeks harian dari Investing.com: ASE General Index (Jordan), MASI atau Moroccan All Shares Index (Morocco), dan S&P Merval (Argentina). Estimation window ditetapkan [-200, -61] dan tiga event window digunakan: [-5,+5], [-20,+60], dan [-60,+120] dari tanggal efektif downgrade. Abnormal Return dihitung dengan Market Model:

$$ARI_{i,t} = R_{i,t} - (\alpha_i + \beta_i \times R_{m,t})$$

Di mana $R_{i,t}$ adalah return aktual indeks negara i pada hari t , $R_{m,t}$ adalah return MSCI World Index sebagai benchmark, serta α_i dan β_i adalah parameter OLS dari estimation window. CAR dihitung dengan menjumlahkan AR sepanjang event window dan diuji signifikansinya menggunakan Brown-Warner BMP test.

Metode 2: Before-After Analysis

Analisis capital flow menggunakan data tahunan Portfolio Investment, Net dari World Bank (indikator BN.KLT.PTXL.CD, BoP current US\$) yang mencakup tiga tahun sebelum dan tiga tahun sesudah event year per negara:

Tabel 1. Periode before-after analysis per negara

| Negara | Periode Before | Event Year | Periode After | Window |
|-----------|----------------|------------|---------------|---------|
| Jordan | 2005–2007 | 2008 | 2009–2011 | 3 tahun |
| Argentina | 2006–2008 | 2009 | 2010–2012 | 3 tahun |
| Morocco | 2010–2012 | 2013 | 2014–2016 | 3 tahun |

Perbedaan net foreign flow antara periode before dan after diuji menggunakan Wilcoxon Signed-Rank Test (non-parametrik), dipilih karena jumlah observasi per negara sangat kecil dan data BOP cenderung memiliki nilai ekstrem

yang mendistorsi hasil uji parametrik. Analisis ini berfungsi sebagai supporting evidence terhadap temuan event study.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Profil Komparatif Tiga Negara

Tabel 2. Profil komparatif dan parameter Market Model ketiga negara

| Dimensi | Jordan (2008) | Argentina (2009) | Morocco (2013) |
|-------------------------|---------------------------------|---------------------------|-----------------------------------|
| Pemicu downgrade | Likuiditas & ukuran pasar turun | Kontrol modal asing ketat | Likuiditas menurun bertahun-tahun |
| Kondisi makro | Stabil | Krisis fiskal (GFC 2008) | Stabil |
| Durasi konsultasi MSCI | ~12 bulan | ~12 bulan | ~24 bulan |
| α (Market Model) | 0.001454 | -0.000700 | -0.000521 |
| β (Market Model) | -0.0136 | 1.0419 | -0.0488 |

Ketiga negara memiliki karakteristik yang berbeda secara kontekstual. Jordan dan Morocco mengalami downgrade dalam kondisi makroekonomi yang relatif stabil, sehingga dampaknya dapat diatribusikan secara lebih bersih kepada efek reklasifikasi MSCI. Argentina merupakan kasus yang unik karena downgrade berlangsung di tengah pemulihan Global Financial Crisis 2008, yang tercermin dari nilai beta sebesar 1.0419 yang menunjukkan korelasi tinggi dengan pasar global. Morocco memiliki durasi konsultasi terpanjang, yaitu sekitar 24 bulan, yang memberikan waktu bagi pasar untuk mengantisipasi keputusan MSCI sebelum tanggal efektif.

Hasil Event Study: Cumulative Abnormal Return (CAR)

Tabel 3 menyajikan hasil CAR untuk ketiga negara pada enam kombinasi event window, yaitu tiga relatif terhadap Announcement Date (AD) dan tiga relatif terhadap Effective Date (ED). Signifikansi diuji menggunakan pendekatan Brown-Warner BMP test.

Tabel 3. Cumulative Abnormal Return (CAR)

| Anchor | Window | Jordan CAR | Argentina CAR | Morocco CAR | N obs |
|--------|------------|------------|---------------|-------------|-------|
| AD | [-5, +5] | -2.65% | +3.62% | -0.23% | 11 |
| AD | [-20, +60] | -27.29%*** | +31.05%** | -4.51% | 81 |

| Anchor | Window | Jordan CAR | Argentina CAR | Morocco CAR | N obs |
|--------|-------------|------------|---------------|-------------|-------|
| AD | [-60, +120] | -58.31%*** | +52.82%** | +14.86%* | 181 |
| ED | [-5, +5] | -6.64%* | +12.68%* | +1.72% | 11 |
| ED | [-20, +60] | -54.43%*** | +20.94% | +10.03%* | 81 |
| ED | [-60, +120] | -71.35%*** | +57.81%** | +20.43%** | 181 |

Hasil event study menunjukkan pola yang heterogen antar ketiga negara. Jordan mengalami CAR negatif yang sangat signifikan di hampir semua window, dengan nilai mencapai -54.43% ($p < 0.01$) pada ED [-20,+60] dan -71.35% ($p < 0.01$) pada ED [-60,+120]. Ini mengkonfirmasi H1 untuk Jordan secara kuat: downgrade MSCI memicu tekanan harga yang masif dan berkelanjutan, konsisten dengan prediksi Price Pressure Hypothesis dan Market Segmentation Theory. Nilai beta Jordan yang sangat rendah sebesar -0.0136 menunjukkan bahwa pasar Jordan relatif tidak berkorelasi dengan pasar global, sehingga CAR yang sangat negatif tersebut murni mencerminkan dampak downgrade.

Argentina menunjukkan CAR positif dan signifikan, sebuah anomali yang dapat dijelaskan oleh konteks makroekonomi. Downgrade Argentina terjadi pada Februari–Mei 2009, tepat di tengah fase pemulihan Global Financial Crisis (GFC) 2008. Nilai beta Argentina sebesar 1.0419 mengindikasikan korelasi tinggi dengan pasar global, sehingga rebound pasar global mendominasi efek downgrade. Dengan demikian, hasil Argentina tidak menolak hipotesis secara teoritis, melainkan menunjukkan bahwa pengaruh kondisi makro global dapat mengalahkan efek downgrade ketika keduanya bertepatan.

Morocco menunjukkan CAR yang tidak signifikan pada window jangka pendek namun positif dan signifikan pada window panjang. Temuan ini konsisten dengan fenomena 'FM premium effect': ketika downgrade ke FM terjadi, bobot Morocco dalam MSCI Frontier Index meningkat drastis dari 0.01% menjadi sekitar 4%, menarik arus masuk dari fund manager frontier yang menggantikan keluarnya dana EM. Beta Morocco yang sangat rendah (-0.0488) juga menunjukkan bahwa pasar Morocco bergerak relatif independen dari dinamika pasar global.

Hasil Before-After Analysis: Net Foreign Flow

Tabel 4. Hasil Before-After Analysis Net Foreign Flow (Miliar USD)

| Negara | Before Mean (B USD) | After Mean (B USD) | Perubahan (B USD) | W-stat | p-value | Arah |
|-----------|---------------------|--------------------|-------------------|--------|---------|------------------|
| Jordan | -0.372 | -0.126 | +0.246 | 2.0 | 0.750 | Inflow meningkat |
| Argentina | -2.276 | -1.085 | +1.191 | 3.0 | 1.000 | Inflow meningkat |

| Negara | Before Mean (B USD) | After Mean (B USD) | Perubahan (B USD) | W-stat | p-value | Arah |
|---------|---------------------|--------------------|-------------------|--------|---------|-------------------|
| Morocco | +0.043 | -1.511 | -1.554 | 1.0 | 0.500 | Outflow meningkat |

Morocco merupakan satu-satunya negara yang mengalami penurunan net foreign flow secara konsisten pasca-downgrade, dengan perubahan sebesar -1.554 miliar USD. Ini menandakan bahwa keluarnya dana EM tidak sepenuhnya tergantikan oleh dana FM dalam jangka pendek, meskipun harga saham Morocco justru menguat. Hal ini mengindikasikan bahwa dampak pada volume modal berjalan lebih lambat dibandingkan dampak pada harga. Hasil Wilcoxon tidak signifikan secara statistik untuk semua negara ($p > 0.05$), konsisten dengan keterbatasan sampel $n=3$, sehingga interpretasi difokuskan pada arah dan magnitude perubahan sebagai supporting evidence.

Implikasi untuk Indonesia

Ketiga negara memiliki karakteristik pemicu yang berbeda. Jordan dan Morocco didowngrade karena penurunan likuiditas pasar secara organik, sementara Argentina didowngrade akibat pemberlakuan kontrol modal asing oleh pemerintah Cristina Fernandez de Kirchner pada 2009 (MSCI, 2009). Indonesia menghadapi situasi yang berbeda dari ketiganya, yaitu pembekuan rebalancing oleh MSCI sejak Januari 2026 akibat permasalahan transparansi kepemilikan saham dan kekhawatiran atas potensi trading terkoordinasi. Dari sisi respons otoritas, Jordan merespons secara terbatas, Argentina hampir tidak merespons, Morocco merespons aktif melalui reformasi Casablanca Stock Exchange, dan BEI saat ini merespons aktif dengan tiga rencana aksi konkret. Tabel 5 menyajikan perbandingan kuantitatif ketiga negara dengan Indonesia berdasarkan data yang diperoleh dari analisis event study.

Tabel 5. Perbandingan kuantitatif ketiga negara studi kasus

| Dimensi | Jordan (2008) | Argentina (2009) | Morocco (2013) |
|--------------------------------|---------------|------------------|----------------|
| MSCI World return (event year) | -42.1% | +27.0% | +24.1% |
| β Market Model | -0.0136 | 1.0419 | -0.0488 |
| Kemiripan dengan Indonesia | Tinggi | Rendah | Sangat Tinggi |

Nilai beta dan return MSCI World secara bersama-sama menjelaskan konteks pasar global pada saat downgrade masing-masing negara terjadi. Jordan mengalami

downgrade di tengah MSCI World yang anjlok -42.1% akibat GFC 2008, namun beta Jordan yang sangat rendah (-0.0136) menunjukkan pasar Jordan bergerak independen dari tekanan global tersebut. Dengan demikian, CAR negatif Jordan yang sangat signifikan dapat diatribusikan secara bersih sebagai dampak downgrade, bukan pengaruh kondisi global.

Argentina adalah kasus yang berbeda. MSCI World sedang rebound kuat +27.0% pada tahun event, dan beta Argentina sebesar 1.0419 mengkonfirmasi bahwa pasar Argentina bergerak hampir proporsional dengan pasar global. Kombinasi inilah yang mendorong CAR Argentina ke zona positif, sehingga hasil Argentina tidak dapat diinterpretasikan sebagai dampak murni downgrade. Morocco berada di posisi paling bersih: MSCI World positif +24.1% namun beta Morocco mendekati nol (-0.0488), artinya pasar Morocco bergerak independen dari kondisi global dan CAR-nya yang moderat mencerminkan efek downgrade yang sesungguhnya dalam kondisi pasar yang kondusif.

Morocco menjadi benchmark paling relevan bagi Indonesia karena tiga kesamaan kontekstual yang didukung data. Pertama, beta keduanya mendekati nol yang menunjukkan pasar bergerak secara domestik dan independen dari gejolak global. Kedua, otoritas pasar modal kedua negara merespons secara aktif dengan reformasi konkret. Ketiga, pemicu downgrade keduanya bersifat teknis dan struktural. Jordan menjadi referensi skenario terburuk karena kesamaan faktor pemicunya. Argentina tidak relevan sebagai benchmark utama karena beta-nya yang tinggi menunjukkan kondisi pasar yang sangat dipengaruhi dinamika global pada periodenya.

Berdasarkan pola Morocco, jika downgrade terjadi, dampak harga jangka pendek mungkin terbatas karena adanya FM premium effect. Namun demikian, net foreign outflow berpotensi lebih besar dibandingkan Morocco mengingat bobot Indonesia dalam MSCI EM jauh lebih signifikan. Jika mengacu pada skenario Jordan, risiko tekanan harga yang lebih dalam dengan CAR hingga -71% juga tidak dapat diabaikan. Implementasi tiga rencana aksi BEI sebelum review MSCI Mei 2026 menjadi faktor penentu untuk menghindari skenario downgrade beserta dampak pasarnya.

KESIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini mengkaji dampak downgrade MSCI dari Emerging Market ke Frontier Market pada Jordan (2008), Argentina (2009), dan Morocco (2013) menggunakan event study dan before-after analysis. Temuan utama menunjukkan bahwa dampak downgrade bersifat heterogen, sangat dipengaruhi oleh kondisi makroekonomi dan karakteristik pasar masing-masing negara.

Jordan mengalami CAR yang sangat negatif dan signifikan, mencapai -54.43% ($p < 0.01$) pada window ED [-20,+60] dan -71.35% ($p < 0.01$) pada ED [-60,+120], sehingga mengkonfirmasi Price Pressure Hypothesis dan Market Segmentation Theory. Morocco menunjukkan dampak harga yang terbatas bahkan cenderung positif jangka panjang akibat FM premium effect, namun mengalami net foreign

outflow sebesar -1.554 miliar USD. Argentina merupakan kasus anomali karena downgrade bertepatan dengan pemulihan GFC 2008, sehingga efek pasar global mendominasi efek downgrade.

Bagi Indonesia, Morocco menjadi benchmark paling relevan secara kontekstual sementara Jordan menjadi worst-case reference. Mengingat basis investor asing Indonesia jauh lebih besar dari Morocco, potensi net foreign outflow apabila downgrade terjadi diperkirakan lebih substansial. OJK perlu mempercepat regulasi keterbukaan kepemilikan saham di atas 1% dan BEI perlu mengimplementasikan free float minimum 15% sebelum review MSCI Mei 2026 sebagai faktor penentu tunggal untuk menghindari skenario downgrade. Penelitian selanjutnya disarankan menambahkan analisis volatilitas GARCH dan menggunakan data kepemilikan asing berbasis register investor untuk memperkuat bukti empiris.

DAFTAR PUSTAKA

- Antonelli, S., Corneli, F., Ferriani, F., & Gazzani, A. (2022). Benchmark effects from the inclusion of Chinese A-shares in the MSCI EM index. *Economics Letters*, 216, 110555.
- Bekaert, G., Harvey, C. R., Kiguel, A., & Wang, X. (2020). Globalization and asset returns. *Annual Review of Financial Economics*, 12, 221–271.
- Bena, J., Ferreira, M. A., Matos, P., & Pires, P. (2017). Are foreign investors locusts? The long-term effects of foreign institutional ownership. *Journal of Financial Economics*, 126(1), 122–146.
- Burnham, T. C., Gakidis, H., & Wurgler, J. (2018). Investing in the presence of massive flows: The case of MSCI country reclassifications. *Financial Analysts Journal*, 74(4), 78–93.
- Fernandes, M., & Mergulhão, J. (2016). Anticipatory effects in the FTSE 100 index revisions. *Journal of Empirical Finance*, 37, 79–90.
- Kashyap, A. K., Kovrijnykh, N., Li, J., & Pavlova, A. (2021). The benchmark inclusion subsidy. *Journal of Financial Economics*, 142(2), 756–774.
- MSCI. (2008). MSCI Annual Market Classification Review 2008: Jordan reclassified to Frontier Markets. MSCI Market Classification Announcement.
- MSCI. (2009). MSCI Annual Market Classification Review 2009: Argentina reclassified to Frontier Markets. MSCI Market Classification Announcement.
- MSCI. (2013). MSCI Annual Market Classification Review 2013: Morocco reclassified to Frontier Markets from Emerging Markets. MSCI Market Classification Announcement.
- MSCI. (2026, January). MSCI announces temporary freeze of rebalancing for Indonesia equity securities. MSCI Market Announcement.
- Raddatz, C., Schmukler, S. L., & Williams, T. (2017). International asset allocations and capital flows: The benchmark effect. *Journal of International Economics*, 108, 413–430.

Al-Kharaj: Jurnal Ekonomi, Keuangan & Bisnis Syariah

Vol 8 No 4 (2026) 2376 – 2385 P-ISSN 2656-2871 E-ISSN 2656-4351

DOI: 10.47467/alkharaj.v8i4.11882

Wang, Y., & Zhang, B. (2024). Does benchmark-driven investment amplify the impact of the global financial cycle on emerging markets? *Pacific-Basin Finance Journal*, 89, 102601.

World Bank. (2024). Portfolio investment, net (BoP, current US\$) [Data set]. World Bank Open Data. <https://data.worldbank.org/indicator/BN.KLT.PTXL.CD>