

BAB 5 ANALISIS HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Pengolahan data dalam penelitian ini menggunakan *software* EViews 4. Notasi-notasi dalam regresi ini sebagai berikut: PDB riil 8 negara berkembang G-20 sebagai PDBR, uang kartal 8 negara berkembang G-20 sebagai M0, PDB riil Amerika Serikat sebagai PDBRAS, tingkat suku bunga Treasury bills Amerika Serikat sebagai TBR, dan cadangan devisa sebagai FXR.

5.1 PEMILIHAN METODE ESTIMASI

Untuk menentukan model mana yang paling sesuai dengan tujuan studi ini, maka digunakan tahapan pemilihan penggunaan Metode *Fixed Effect* (FEM) ataukah Metode *Random Effect* (REM) dalam meregresi data panel sesuai dengan rekomendasi Nachrowi & Hardius (2006). Pemilihan penggunaan satu diantara kedua metode tersebut dilakukan dengan menggunakan uji Hausman. Hasil lengkap pengujian Hausman dapat dilihat pada Lampiran A.

5.2 ANALISIS DETERMINAN INVESTASI ASING LANGSUNG

Berdasarkan hasil pengujian Hausman, tahap selanjutnya studi ini mengestimasi faktor-faktor yang diduga berpengaruh pada pertumbuhan FDI di 8 negara seperti telah dijelaskan di bagian pendahuluan studi ini.

Seperti telah dikemukakan dalam bagian sebelumnya, secara teoritis, determinan FDI dan arah hubungannya dapat diringkas dalam tabel berikut:

Tabel 5.1
Ekspektasi Arah Pengaruh Lima Variabel Makroekonomi terhadap Investasi Asing Langsung Negara Berkembang G-20
(Variabel Dependen : Pertumbuhan Investasi Asing Langsung)

Variabel Estimasi	Ekspektasi Arah	Penjelasan
Log PDBR	Positif	Artinya pertumbuhan ekonomi meningkat menyebabkan FDI meningkat di suatu negara

Log M0	Positif	Artinya pertumbuhan uang kartal meningkat menyebabkan FDI meningkat di suatu negara
Log PDBRAS	Negatif	Artinya pertumbuhan ekonomi Amerika Serikat meningkat menyebabkan FDI menurun ke 8 negara G-20
TBR	Positif	Artinya suku bunga T-bills Amerika Serikat meningkat menyebabkan FDI meningkat ke 8 negara G-20
Log FXR	Positif	Artinya pertumbuhan cadangan devisa meningkat menyebabkan FDI meningkat di suatu negara

Pada Tabel 5.2 berikut ini, ditampilkan hasil output pengaruh lima variabel makroekonomi terhadap pertumbuhan investasi asing langsung di 8 negara berkembang G-20.

Tabel 5.2
Hasil Regresi Investasi Asing Langsung

Dependent Variable: LOG(IAL?)
Method: Pooled Least Squares
Date: 07/19/09 Time: 09:37
Sample: 1998:1 2008:4
Included observations: 44
Number of cross-sections used: 8
Total panel (unbalanced) observations: 310

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG(PDBR?)	0.285551	0.161774	1.765120	0.0786
LOG(M0?)	0.125457	0.034126	3.676330	0.0003
LOG(PDBRAS?)	-0.169506	0.041902	-4.045319	0.0001
TBR?	7.89E-11	2.37E-11	3.328386	0.0010
LOG(FXR?)	0.090960	0.049897	1.822952	0.0693
Fixed Effects				
_1—C	6.656662			
_2—C	7.519106			
_3—C	7.221753			
_4—C	8.276954			
_5—C	6.614975			
_6—C	8.754079			
_7—C	7.912396			
_8—C	7.630347			
R-squared	0.497669	Mean dependent var	9.670680	
Adjusted R-squared	0.477372	S.D. dependent var	1.327297	

S.E. of regression	0.959542	Sum squared resid	273.4543
Log likelihood	-420.4281	F-statistic	24.52027
Durbin-Watson stat	1.880104	Prob(F-statistic)	0.000000

Sumber: Hasil olahan EViews 4

Dari hasil output pada Tabel 5.2 tersebut dapat dilihat bahwa semua variabel bebas yang diestimasi dalam model signifikan mempengaruhi investasi asing langsung di negara berkembang G-20.

Penjelasan dan analisis lebih lanjut tentang pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat dalam model determinan investasi asing langsung berdasarkan hasil regresi yang telah dilakukan akan dijelaskan berikut ini:

a) Pertumbuhan Ekonomi Negara Berkembang G-20

Variabel pertumbuhan ekonomi negara berkembang G-20 secara statistik signifikan mempengaruhi pertumbuhan investasi asing langsung di negara berkembang G-20, dan memiliki arah koefisien yang positif sesuai dengan hipotesis. Arah koefisien yang positif ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi pertumbuhan ekonomi negara berkembang G-20 akan menyebabkan pertumbuhan investasi asing langsung di negara berkembang G-20 tersebut juga semakin tinggi. Nilai koefisien pertumbuhan ekonomi sebesar 0,285551 menunjukkan bahwa peningkatan pertumbuhan ekonomi sebesar 1 satuan akan meningkatkan pertumbuhan investasi asing langsung di negara berkembang G-20 sebesar 0,2856 persen.

Pertumbuhan ekonomi yang tinggi merupakan bukti nyata dari terciptanya *gain* akibat skala produksi ekonomis, sehingga pertumbuhan ekonomi yang tinggi dapat menarik investasi ke dalam negeri (Morrissey & Udomkerdmongkol, 2008). Pada negara dengan tingkat pertumbuhan ekonomi tinggi, maka distribusi pendapatan masyarakatnya juga akan semakin merata sehingga beranjak dari hal tersebut permintaan agregat juga ikut meningkat (Pindyck & Rubinfeld, 2001). Hal tersebut menandakan bahwa berinvestasi di negara berkembang G-20 dengan

tingkat pertumbuhan ekonomi tinggi menjadi menguntungkan karena ekspektasi profit yang diterima perusahaan juga ikut meningkat.

Hasil regresi ini serupa dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh De Vita & Kyaw (2008) terhadap determinan FDI di 32 negara berkembang.⁴⁹ De Vita & Kyaw berargumen bahwa tingkat pertumbuhan ekonomi yang tinggi di suatu negara akan merefleksikan prospek perekonomian yang baik di negara tersebut. Penelitian tersebut mengatakan bahwa apabila pertumbuhan ekonomi 32 negara berkembang meningkat sebesar 1 satuan, maka pertumbuhan investasi asing langsung akan meningkat sebesar 0,0229 persen.

b) Pertumbuhan Uang Kartal Negara Berkembang G-20

Variabel pertumbuhan uang kartal negara berkembang G-20 secara statistik signifikan mempengaruhi pertumbuhan investasi asing langsung di negara berkembang G-20, dan memiliki arah koefisien yang positif sesuai dengan hipotesis. Arah koefisien yang positif ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi pertumbuhan uang kartal negara berkembang G-20 akan menyebabkan pertumbuhan investasi asing langsung di negara berkembang G-20 tersebut juga semakin tinggi. Nilai koefisien pertumbuhan uang kartal sebesar 0,125457 menunjukkan bahwa peningkatan pertumbuhan uang kartal sebesar 1 satuan akan meningkatkan pertumbuhan investasi asing langsung di negara berkembang G-20 sebesar 0,1255 persen.

Hasil tersebut sesuai dengan teori yang sudah dikemukakan sebelumnya bahwa pertumbuhan uang kartal yang meningkat akibat kebijakan ekspansi moneter bank sentral, akan menyebabkan terjadinya penurunan tingkat suku bunga sehingga pada kelanjutannya akan menyebabkan peningkatan investasi asing langsung. Hasil regresi pertumbuhan uang kartal ini serupa dengan hasil penelitian De Vita & Kyaw (2008) yang menunjukkan bahwa peningkatan pertumbuhan jumlah uang beredar sebesar 1 satuan akan menyebabkan

⁴⁹ 32 berkembang yang diteliti De Vita & Kyaw adalah Argentina, Bangladesh, Barbados, Belize, Botswana, Brazil, Chile, China, Colombia, Costa Rica, Cyprus, Guatemala, India, Indonesia, Israel, Korea, Malaysia, Maroko, Nigeria, Pakistan, Panama, Filipina, Senegal, Seychelles, Singapura, Swaziland, Thailand, Togo, Tunisia, Turki, Uruguay, dan Venezuela.

peningkatan pertumbuhan investasi asing langsung ke 32 negara berkembang tersebut sebesar 0,0043 persen. Peningkatan jumlah uang beredar ini selanjutnya akan menyebabkan depresiasi mata uang.

Klein & Rosengren (1992) meneliti pengaruh nilai tukar dolar Amerika terhadap tingkat investasi asing langsung di Amerika, dan diperoleh hasil bahwa depresiasi nilai tukar memberi dampak positif terhadap tingkat investasi asing langsung dengan melihat transmisi keduanya melalui teori biaya produksi dan teori *imperfect capital market*. Depresiasi mata uang menyebabkan penurunan tingkat upah melemah akibat harga jual barang yang rendah sehingga upah yang rendah ini menjadi pemicu utama masuknya perusahaan asing yang justru ingin menekan biaya produksi.

Di sisi lain, teori *imperfect capital market* mengkomparasikan kesejahteraan relatif perusahaan suatu negara terhadap perusahaan di negara lain. Depresiasi mata uang akan menyebabkan penurunan kesejahteraan perusahaan akibat penurunan pendapatan perusahaan sehingga momen seperti ini dimanfaatkan oleh perusahaan asing untuk mengakuisisi perusahaan domestik. Hubungan depresiasi/apresiasi mata uang dan investasi asing langsung juga dikemukakan oleh Barrell & Pain (1996). Barrell & Pain mengemukakan bahwa upah yang rendah memiliki peran yang signifikan untuk menarik investasi asing langsung di negara berkembang. Argumen lain disampaikan oleh Benassy-Quere, *et. al.* (2001) bahwa apresiasi mata uang akan menyebabkan menurunnya daya saing karena terjadi peningkatan biaya modal dan upah sehingga tingkat kemakmuran investor asing dapat menurun.

Sejatinya, tingkat suku bunga tidak dapat secara langsung menjadi pertimbangan dalam meletakkan keputusan berinvestasi. Tingkat suku bunga tersebut juga harus ditunjang oleh iklim investasi yang baik di negara tujuan investasi karena faktor utama penentu keputusan berinvestasi adalah dengan melihat iklim investasi di negara tujuan (Kotov, 2008). Dollar, *et. al.* (2003) mengelompokkan iklim investasi dari berbagai dimensi seperti: (1) infrastruktur, (2) hambatan masuk dan keluar negara tujuan investasi, (3) *endowment* teknologi

dan keahlian, dan (4) pembayaran informal. Beranjak dari argumen-argumen di atas, dapat dikatakan bahwa tingkat suku bunga di negara berkembang G-20 telah ditunjang oleh iklim investasi yang baik.

c) Pertumbuhan Ekonomi Amerika Serikat

Variabel pertumbuhan ekonomi Amerika Serikat secara statistik signifikan mempengaruhi pertumbuhan investasi asing langsung di negara berkembang G-20, dan memiliki arah koefisien yang negatif sesuai dengan hipotesis. Arah koefisien yang negatif ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi pertumbuhan ekonomi Amerika Serikat akan menyebabkan pertumbuhan investasi asing langsung di negara berkembang G-20 menurun. Nilai koefisien pertumbuhan ekonomi AS sebesar $-0,169506$ menunjukkan bahwa peningkatan pertumbuhan ekonomi AS sebesar 1 satuan akan menurunkan pertumbuhan investasi asing langsung di negara berkembang G-20 sebesar 0,1695 persen.

Hasil tersebut sesuai dengan teori yang sudah dikemukakan sebelumnya bahwa pertumbuhan ekonomi yang tinggi merupakan bukti nyata dari terciptanya *gain* akibat skala produksi ekonomis, sehingga pertumbuhan ekonomi yang tinggi dapat menarik investasi ke dalam negeri. Tingkat pertumbuhan ekonomi Amerika Serikat yang tinggi mengisyaratkan bahwa distribusi pendapatan di AS telah merata sehingga daya beli masyarakatnya pun tinggi. Daya beli masyarakat yang meningkat akan menyebabkan peningkatan tingkat konsumsi, dengan asumsi tingkat tabungan konstan, akan terjadi peningkatan permintaan agregat. Hal tersebut menandakan bahwa berinvestasi di Amerika Serikat yang memiliki tingkat pertumbuhan ekonomi tinggi menjadi menguntungkan karena ekspektasi profit yang diterima perusahaan juga ikut meningkat.

Hasil regresi pertumbuhan ekonomi AS yang berpengaruh signifikan terhadap pertumbuhan FDI di negara berkembang ini serupa dengan hasil penelitian De Vita & Kyaw (2008). Penelitian tersebut mengatakan bahwa apabila pertumbuhan ekonomi Amerika Serikat meningkat sebesar 1 satuan, maka pertumbuhan investasi asing langsung di 32 negara berkembang yang menjadi objek penelitian akan menurun sebesar 0,0171 persen. De Vita & Kyaw

berargumen bahwa pertumbuhan ekonomi AS yang tinggi mencerminkan siklus bisnis AS yang sangat baik sehingga ekspektasi profit yang diterima perusahaan dengan berinvestasi di AS cenderung tinggi.

d) Tingkat Suku Bunga Treasury Bills Amerika Serikat

Variabel tingkat suku bunga Treasury bills Amerika Serikat secara statistik signifikan mempengaruhi pertumbuhan investasi asing langsung di negara berkembang G-20, dan memiliki arah koefisien yang positif sesuai dengan hipotesis. Arah koefisien yang positif ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi tingkat suku bunga T-bills AS maka pertumbuhan investasi asing langsung di negara berkembang G-20 akan meningkat.

Peningkatan suku bunga T-bills AS mengindikasikan bahwa telah terjadi peningkatan pada suku bunga acuan Federal Reserve. Peningkatan suku bunga merupakan biaya yang harus ditanggung perusahaan karena apabila perusahaan tersebut meminjam uang di bank dengan tujuan untuk mendirikan perusahaan, maka tingkat pengembalian utang yang harus dikeluarkan oleh perusahaan tersebut juga akan menjadi lebih besar. Dengan mengasumsikan bahwa tingkat suku bunga di Amerika Serikat merupakan substitusi sempurna dari tingkat suku bunga di negara berkembang G-20, maka dapat disimpulkan bahwa peningkatan suku bunga T-bills AS akan menyebabkan peningkatan pertumbuhan investasi asing langsung di negara berkembang G-20.

Hasil regresi ini sama dengan penelitian terdahulu mengenai hubungan antara tingkat suku bunga obligasi pemerintah Amerika Serikat terhadap minat berinvestasi di negara berkembang pernah dilakukan oleh Amaya & Rowland (2004). Amaya & Rowland memperoleh kesimpulan bahwa peningkatan suku bunga obligasi pemerintah Amerika Serikat menyebabkan peningkatan investasi asing langsung di negara berkembang.

e) Pertumbuhan Cadangan Devisa Negara Berkembang G-20

Variabel pertumbuhan cadangan devisa negara berkembang G-20 secara statistik signifikan mempengaruhi pertumbuhan investasi asing langsung di

negara berkembang G-20, dan memiliki arah koefisien yang positif sesuai dengan hipotesis. Arah koefisien yang positif ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi pertumbuhan cadangan devisa negara berkembang G-20 maka pertumbuhan investasi asing langsung di negara berkembang G-20 akan meningkat. Nilai koefisien pertumbuhan cadangan devisa sebesar 0,090960 menunjukkan bahwa peningkatan pertumbuhan cadangan devisa negara berkembang G-20 sebesar 1 satuan akan meningkatkan pertumbuhan investasi asing langsung di negara berkembang G-20 tersebut sebesar 0,091 persen.

Pada prinsipnya, cadangan devisa digunakan untuk mempertahankan posisi nilai tukar. Nilai tukar yang stabil akan menciptakan lingkungan investasi yang 'pasti' sehingga tingkat kepastian profitabilitas dan biaya produksi menjadi lebih mudah untuk diprediksi (Servén, 2003). Polterovich & Popov (2002) menjabarkan hubungan antara cadangan devisa dan investasi sesuai dengan mekanisme berikut:

peningkatan cadangan devisa → devaluasi → penurunan harga relatif *non-tradable goods* → peningkatan investasi → peningkatan output

Akumulasi meningkatkan permintaan terhadap barang yang tidak diperdagangkan dan tenaga kerja pada jangka panjang. Selanjutnya undervaluasi mata uang menstimulus peningkatan ekspor yang kemudian dapat meningkatkan produktivitas ekonomi. Undervaluasi mata uang akan menstimulus FDI karena adanya peningkatan produktivitas ekonomi. Melemahnya harga komoditas yang tidak diperdagangkan tersebut menjadi sinyal bagi para investor asing untuk mendirikan perusahaan di dalam negeri, dengan tujuan menekan biaya produksi, sehingga merebaknya investasi domestik tersebut akan mendorong peningkatan output domestik. Hasil penelitian Elhiraika & Ndikumana (2007) di Afrika menunjukkan bahwa peningkatan cadangan devisa memberi korelasi positif terhadap perdagangan dan output nasional.

Ralhan (2006) menyatakan bahwa tingkat cadangan devisa domestik yang tinggi dapat menstimulus ekonomi sehingga meningkatkan kepercayaan

internasional terhadap perekonomian negara domestik, dengan begitu dapat menstimulus FDI. Ralhan meneliti hubungan antara pertumbuhan cadangan devisa Australia, India, Indonesia, Kolombia, Meksiko, Argentina, Brazil, dan Chile, terhadap pertumbuhan FDI di 8 negara tersebut dan diperoleh hasil bahwa pertumbuhan cadangan devisa di Australia, India, Indonesia, Kolombia, Meksiko, Argentina, Brazil, dan Chile, berpengaruh signifikan terhadap pertumbuhan FDI di 8 negara tersebut dan memberi korelasi positif.

Besar masing-masing intersep pada regresi investasi asing langsung merepresentasikan kondisi FDI masing-masing negara berkembang G-20 pada saat pertumbuhan ekonomi 8 negara G-20, pertumbuhan uang kartal, pertumbuhan cadangan devisa, pertumbuhan ekonomi Amerika Serikat, dan tingkat suku bunga T-bills Amerika Serikat bernilai nol. Perbedaan kondisi masing-masing di tiap negara ini disebabkan oleh keragaman kebijakan investasi tiap negara.

Di Indonesia, FDI bernilai USD 6,6567 miliar pada saat kelima variabel determinan FDI bernilai nol. Beberapa kebijakan investasi di Indonesia diantaranya adalah reformasi administrasi dan birokrasi yang bertujuan untuk meningkatkan efisiensi dan pemerintahan yang baik pada pelayanan publik.⁵⁰

Berbeda dengan di Indonesia, FDI di Argentina bernilai USD 7,5191 miliar pada saat kelima variabel determinan FDI bernilai nol. Di Argentina, diterapkan kebijakan pembebasan retensi ekspor bagi perusahaan pertambangan.⁵¹

Korea Selatan memiliki besaran FDI senilai USD 7,2218 miliar pada saat kelima variabel determinan FDI bernilai nol. Korea Selatan telah membuat persetujuan area perdagangan bebas (*Free Trade Area*) dengan Amerika Serikat dan Uni Eropa untuk meningkatkan pertumbuhan ekonomi, surplus produsen dan

⁵⁰ D. Supratikto. "Country note on Trade and Investment Policy Coordination Country: Indonesia". For ARTNet Consultative Meeting on Trade and Investment Policy Coordination 16-17 July 2007, Bangkok, Thailand.

⁵¹ Elizabeth Bastida, *et. al.* "Mining Investment and Policy Developments: Argentina, Chile, and Peru". Paper presented at the Annual Mining Seminar, University of Dundee, London. 2005

konsumen, dan penciptaan lapangan pekerjaan melalui peningkatan perdagangan dan investasi antar negara.⁵²

Di Meksiko, besaran FDI bernilai USD 8,2770 miliar pada saat kelima variabel determinan FDI bernilai nol. Sama seperti di negara-negara lain, Meksiko juga memiliki kebijakan khusus, yakni *The Credit Information Institutions Law* yang menetapkan aturan transparansi dalam hal peminjaman kredit.⁵³

Selanjutnya, FDI di Afrika Selatan bernilai USD 6,6150 miliar pada saat kelima variabel determinan FDI bernilai nol. Di Afrika Selatan, ada kebijakan *Broad-Based Black Economic Empowerment* (BBBEE) yang bertujuan untuk menstimulus pertumbuhan ekonomi, menciptakan lapangan pekerjaan, dan memberantas kemiskinan.⁵⁴

Sementara itu, FDI di Brazil bernilai USD 8,7541 miliar pada saat kelima variabel determinan FDI bernilai nol. Di Brazil, ada dua kebijakan pemerintah untuk menarik FDI, yaitu:⁵⁵

1. *Rules-based competition*, yaitu kebijakan untuk menerapkan *guideline* pada kebijakan ekonomi untuk menarik FDI.
2. *Incentives based competition*, yaitu kebijakan konsesi keuntungan pada perusahaan asing.

Di Rusia, besaran FDI pada saat kelima variabel determinan FDI bernilai nol adalah USD 7,9124 miliar. Pemerintah Rusia menetapkan kebijakan investasi energi yang menjamin *property right*, transparansi pajak dan prosedur, dan menjamin keefektivan kompetisi investasi.⁵⁶

Terakhir, besaran FDI di Turki pada saat kelima variabel determinan FDI bernilai nol adalah USD 7,6303 miliar. Pemerintah Turki memperkenalkan undang-

⁵² Ahn Choong Yong. "New Direction of Korea's Foreign Direct Investment Policy in the Multi-Track FTA Era: Inducement and Aftercare Services". OECD Global Forum VII on International Investment. 27—28 March, 2008.

⁵³ G-20. "Institution Building in the Financial Sector". 2005.

⁵⁴ "Pocket Guide to South Africa 2008/09 – Doing Business in South Africa".

⁵⁵ Centre for Competition, Investment & Economic Regulation. "Investment Policy in Brazil – Performance and Perceptions". 2003.

⁵⁶ Bolshaya Yakimanka. "Investment Policy Review of the Russian Federation, Strengthening the Policy Framework for Investment". OECD-Russia Expert Meeting on Russia's Investment Policy: Recent Trends and Spotlight on Energy. 2008.

undang FDI yang meliberalisasi investasi termasuk kebebasan untuk berinvestasi, kebebasan transfer profit antara bank dan institusi keuangan swasta, akuisisi *real estate*, penyelesaian perselisihan, dsb.⁵⁷

5.3 ANALISIS DETERMINAN INVESTASI PORTOFOLIO

Secara teoritis, determinan investasi portofolio dan arah hubungannya dapat diringkas dalam tabel berikut:

Tabel 5.3
Ekspektasi Arah Pengaruh Lima Variabel Makroekonomi Terhadap Investasi
Portofolio Negara Berkembang G-20
(Variabel Dependen : Pertumbuhan Investasi Portofolio)

Variabel Estimasi	Ekspektasi Arah	Penjelasan
Log PDBR	Positif	Artinya pertumbuhan ekonomi meningkat menyebabkan investasi portofolio meningkat di suatu negara
Log M0	Positif	Artinya pertumbuhan uang kartal meningkat menyebabkan investasi portofolio meningkat di suatu negara
Log PDBRAS	Negatif	Artinya pertumbuhan ekonomi Amerika Serikat meningkat menyebabkan investasi portofolio menurun ke 8 negara G-20
TBR	Negatif	Artinya suku bunga T-bills

⁵⁷ Turkish Industrialists's and Businessmen's Association. "Investment Environment and Foreign Direct Investments in Turkey". Working Paper prepared for Investors Advisory Council Meeting. 2004.

		Amerika Serikat meningkat menyebabkan investasi portofolio menurun ke 8 negara G-20
Log FXR	Positif	Artinya pertumbuhan cadangan devisa meningkat menyebabkan investasi portofolio meningkat di suatu negara

Dari Lampiran B.2 diketahui bahwa terdapat masalah heteroskedastisitas pada regresi investasi portofolio sehingga harus dilakukan *treatment* White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance. Dengan begitu, pada Tabel 5.4 berikut dapat dilihat bahwa variabel pertumbuhan ekonomi 8 negara G-20, pertumbuhan uang kartal 8 negara G-20, dan pertumbuhan ekonomi Amerika Serikat signifikan mempengaruhi investasi portofolio.

Tabel 5.4
Hasil Regresi Investasi Portofolio dengan White Test

Dependent Variable: LOG(IP?)
Method: Pooled Least Squares
Date: 07/19/09 Time: 11:35
Sample(adjusted): 1998:1 2008:3
Included observations: 43 after adjusting endpoints
Number of cross-sections used: 8
Total panel (unbalanced) observations: 214
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG(PDBR?)	0.381333	0.228337	1.670045	0.0965
LOG(M0?)	1.301676	0.315786	4.122017	0.0001
LOG(PDBRAS?)	-3.201054	1.746491	-1.832848	0.0683
TBR?	-5.13E-12	2.99E-11	-0.171289	0.8642
LOG(FXR?)	0.123303	0.195072	0.632089	0.5280
Fixed Effects				
_1—C	38.40937			
_2—C	38.40833			
_3—C	38.82725			

_4—C	37.48972		
_5—C	39.43484		
_6—C	37.86864		
_7—C	36.67625		
_8—C	42.43443		
R-squared	0.376081	Mean dependent var	14.44769
Adjusted R-squared	0.338832	S.D. dependent var	1.258992
S.E. of regression	1.023714	Sum squared resid	210.6461
Log likelihood	-301.9626	F-statistic	10.09645
Durbin-Watson stat	1.879334	Prob(F-statistic)	0.000000

Sumber: Hasil olahan EViews 4

Penjelasan dan analisis lebih lanjut tentang pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat dalam model determinan investasi portofolio berdasarkan hasil regresi yang telah dilakukan akan dijelaskan berikut ini:

a) Pertumbuhan Ekonomi Negara Berkembang G-20

Variabel pertumbuhan ekonomi negara berkembang G-20 secara statistik signifikan mempengaruhi pertumbuhan investasi portofolio di negara berkembang G-20, dan memiliki arah koefisien yang positif sesuai dengan hipotesis. Arah koefisien yang positif ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi pertumbuhan ekonomi negara berkembang G-20 akan menyebabkan pertumbuhan investasi portofolio di negara berkembang G-20 tersebut juga semakin tinggi. Nilai koefisien pertumbuhan ekonomi sebesar 0,381333 menunjukkan bahwa peningkatan pertumbuhan ekonomi sebesar 1 satuan akan meningkatkan pertumbuhan investasi portofolio di negara berkembang G-20 sebesar 0,3813 persen.

Hubungan tingkat produktivitas perusahaan dan permintaan terhadap aset dapat diamati melalui perilaku harga-harga saham yang direfleksikan dengan besarnya rasio q . Rasio q yang terus meningkat menunjukkan bahwa nilai pasar perusahaan akan semakin besar karena semakin tinggi *marginal product of capital* menandakan bahwa tingkat output yang dihasilkan akibat adanya tambahan modal juga semakin meningkat. Tingkat produktivitas yang tinggi akan meningkatkan *value* perusahaan dan dengan begitu akan meningkatkan saham perusahaan (Jansen & Stokman, 2004). Memegang aset yang produktif

akan menyebabkan investor memiliki ekspektasi profit yang juga besar. Beranjak dari argumen tersebut, dapat disimpulkan bahwa peningkatan tingkat pertumbuhan ekonomi negara berkembang G-20 akan menyebabkan pertumbuhan tingkat investasi portofolio di negara berkembang tersebut juga meningkat.

Hasil regresi ini serupa dengan penelitian De Vita & Kyaw (2008). Penelitian tersebut mengatakan bahwa apabila pertumbuhan ekonomi 32 negara berkembang meningkat sebesar 1 satuan, maka pertumbuhan investasi portofolio akan meningkat sebesar 0,0278 persen.

b) Pertumbuhan Uang Kartal Negara Berkembang G-20

Variabel pertumbuhan uang kartal negara berkembang G-20 secara statistik signifikan mempengaruhi pertumbuhan investasi portofolio di negara berkembang G-20, dan memiliki arah koefisien yang positif sesuai dengan hipotesis. Arah koefisien yang positif ini mengindikasikan bahwa semakin semakin tinggi pertumbuhan uang kartal negara berkembang G-20 akan menyebabkan pertumbuhan investasi portofolio di negara berkembang G-20 tersebut juga semakin tinggi. Nilai koefisien pertumbuhan uang kartal sebesar 1,301676 menunjukkan bahwa peningkatan pertumbuhan uang kartal sebesar 1 satuan akan meningkatkan pertumbuhan investasi portofolio di negara berkembang G-20 sebesar 1,3017 persen.

Permintaan terhadap uang kartal pada awalnya dipicu oleh keinginan untuk bertransaksi, berjaga-jaga, dan berspekulasi. Permintaan terhadap uang kartal yang semakin tinggi akan memicu peningkatan inflasi domestik yang dapat mempengaruhi tingkat harga. Peningkatan jumlah uang beredar tersebut akan memicu kenaikan tingkat inflasi sehingga pada fase ini nilai tukar akan mengalami depresiasi.

Pada konsep *purchasing power parity*, peningkatan tingkat harga domestik mengindikasikan bahwa mata uang negara tersebut mengalami depresiasi, sedangkan mata uang asing tandingannya mengalami apresiasi. Pada saat tingkat harga domestik mengalami kenaikan, bank sentral akan bergerak untuk

meningkatkan suku bunga demi meredam inflasi. Pada saat tingkat suku bunga meningkat, maka permintaan terhadap portofolio juga ikut meningkat.

Hasil regresi ini serupa dengan penelitian De Vita & Kyaw (2008). Penelitian tersebut mengatakan bahwa apabila pertumbuhan uang kartal 32 negara berkembang meningkat sebesar 1 satuan, maka pertumbuhan investasi portofolio akan meningkat sebesar 0,0797 persen.

c) Pertumbuhan Ekonomi Amerika Serikat

Variabel pertumbuhan ekonomi Amerika Serikat secara statistik signifikan mempengaruhi pertumbuhan investasi portofolio di negara berkembang G-20, dan memiliki arah koefisien yang negatif sesuai dengan hipotesis. Arah koefisien yang negatif ini mengindikasikan bahwa semakin semakin tinggi pertumbuhan ekonomi Amerika Serikat akan menyebabkan pertumbuhan investasi portofolio di negara berkembang G-20 menurun. Nilai koefisien pertumbuhan ekonomi AS sebesar -3,201054 menunjukkan bahwa peningkatan pertumbuhan ekonomi AS sebesar 1 satuan akan menyebabkan penurunan pertumbuhan investasi portofolio di negara berkembang G-20 sebesar 3,2011 persen.

Seperti yang sudah dijelaskan dalam tinjauan literatur, harga saham dapat mencerminkan tingkat produktivitas perusahaan. Hubungan tingkat produktivitas perusahaan dengan harga saham dapat digambarkan dengan teori investasi q . Dengan meningkatnya rasio q , sudah dapat dipastikan bahwa produktivitas perusahaan meningkat. Rasio q yang tinggi mengindikasikan bahwa harga aset relatif perusahaan lebih besar daripada biaya untuk memproduksi aset tersebut. Fundamental mikro perusahaan yang sudah baik akan menjadi penopang bagi struktur makroekonomi negara sehingga dengan mengasumsikan bahwa tingkat pertumbuhan ekonomi AS merupakan substitusi sempurna dari tingkat pertumbuhan ekonomi negara berkembang G-20, dapat disimpulkan bahwa pertumbuhan ekonomi AS yang lebih besar dari pertumbuhan ekonomi negara berkembang G-20 akan mengurangi ketersediaan investasi portofolio di negara berkembang G-20.

d) Tingkat Suku Bunga Treasury Bills Amerika Serikat

Variabel tingkat suku bunga T-bills AS secara statistik tidak signifikan mempengaruhi pertumbuhan investasi portofolio di negara berkembang G-20.

Bila melihat hubungan antara tingkat suku bunga (sebagai *return* dari aset) terhadap permintaan aset, akan didapatkan hubungan positif, maksudnya peningkatan suku bunga suatu aset akan menyebabkan permintaan terhadap aset tersebut juga ikut meningkat karena peningkatan *yield* aset akan menyebabkan tingkat kemakmuran investor juga meningkat.

Akan tetapi, pada hasil regresi ini diperoleh hasil bahwa T-bills AS tidak signifikan mempengaruhi pertumbuhan investasi portofolio di negara berkembang G-20. Kemungkinan besar hal ini terjadi karena beberapa faktor yang disebutkan oleh Forbes (2008), yakni: (1) orang asing yang berinvestasi di AS lebih memilih aset dengan tingkat volatilitas lebih rendah dibandingkan memilih tingkat ekspektasi balas jasa yang lebih rendah; dan (2) disamping memperoleh keuntungan dari sisi kelikuidan dan keefisienan T-bills, orang asing akan lebih memilih untuk berinvestasi di AS dengan alasan kokohnya *corporate governance* di AS yang kelak dapat meningkatkan ekspektasi balas jasa dari berinvestasi. *Corporate governance* tersebut dapat dinilai dari dimensi kontrol terhadap korupsi dan ketegasan hukum. Hasil penelitian Forbes menunjukkan bahwa negara dengan tingkat *corporate governance* tinggi akan cenderung berinvestasi lebih banyak di Amerika Serikat. Argumen pendukung disampaikan oleh Jackson (2007a) bahwa pemerintah AS menyediakan prosedur yang digunakan untuk mengatasi perselisihan dalam berinvestasi antara pemerintah dan investor, dan adanya transparansi penuh dalam mekanisme penyelesaian perselisihan. Hal terpenting yang menyebabkan T-bills AS tidak signifikan mempengaruhi investasi portofolio di negara berkembang G-20 adalah karena T-bills AS merupakan instrumen keuangan yang paling likuid.

Argumen Forbes tersebut menegaskan bahwa meskipun negara berkembang menawarkan tingkat suku bunga yang lebih tinggi daripada di Amerika Serikat, para investor belum tentu langsung memutuskan untuk berinvestasi di negara

berkembang dengan kondisi makroekonomi yang tidak terlalu stabil dan ditopang oleh *good governance* seperti AS.

e) **Pertumbuhan Cadangan Devisa Negara Berkembang G-20**

Variabel pertumbuhan cadangan devisa negara berkembang G-20 secara statistik tidak signifikan mempengaruhi pertumbuhan investasi portofolio di negara berkembang G-20.

Kepemilikan cadangan devisa dalam jumlah yang besar sejatinya dapat menciptakan sentimen positif para investor. Elhiraika & Ndikumana (2007) mengemukakan bahwa perlambatan akumulasi cadangan devisa identik dengan *low-yield foreign assets* sehingga dengan begitu akan membuat banyak negara *prefer* untuk berinvestasi di negara yang menawarkan *yield* aset yang lebih tinggi. Elhiraika & Ndikumana selanjutnya menghubungkan cadangan devisa dengan investasi asing melalui tingkat inflasi. Peningkatan cadangan devisa akan membuat tingkat inflasi meningkat. Apabila tingkat inflasi meningkat, maka bank sentral akan bergerak untuk menahan laju inflasi dengan cara menaikkan tingkat suku bunga. Peningkatan suku bunga inilah yang kelak menjadi stimulus dalam memegang aset domestik.

Penelitian ini memberikan hasil yang serupa dengan penelitian Bleaney, *et. al.* (1999). Dalam meneliti 9 negara berkembang pada tahun 1980—1996, diperoleh hasil regresi bahwa cadangan devisa tidak berpengaruh signifikan terhadap investasi portofolio di 9 negara tersebut.⁵⁸ Hal ini kemungkinan besar terjadi karena perekonomian negara berkembang masih belum kokoh.

Investasi portofolio sering disebut sebagai “*hot money*” karena investasi tersebut dapat “dilarikan” secara mendadak apabila terdapat guncangan dalam perekonomian. Sedangkan perekonomian negara berkembang tergolong rawan karena dalam beberapa kasus justru dipengaruhi oleh faktor *push* yaitu rendahnya tingkat suku bunga internasional, dan arus modal ke negara berkembang

⁵⁸ 9 negara berkembang yang diteliti adalah Argentina, Brazil, Chile, Meksiko, Filipina, Malaysia, Thailand, Indonesia, dan Korea.

sebenarnya tergantung pada performa ekonomi negara maju (Fernandez-Arias, 1994).

Besar masing-masing intersep pada regresi investasi portofolio merepresentasikan kondisi investasi portofolio masing-masing negara berkembang G-20 pada saat pertumbuhan ekonomi 8 negara G-20, pertumbuhan uang kartal, pertumbuhan cadangan devisa, pertumbuhan ekonomi Amerika Serikat, dan tingkat suku bunga T-bills Amerika Serikat bernilai nol. Perbedaan kondisi masing-masing di tiap negara ini disebabkan oleh nilai tukar tiap negara yang berbeda-beda. Secara umum, dapat dikatakan bahwa kondisi investasi portofolio di tiap negara berkembang G-20 hampir sama satu sama lain.

Di Indonesia, investasi portofolio bernilai USD 38,4094 miliar pada saat kelima variabel determinan investasi portofolio bernilai nol. Bila dirata-rata, nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika pada periode 1998-2008 adalah Rp 9.267,2 per 1 dolar Amerika.

Tak jauh berbeda dengan di Indonesia, investasi portofolio di Argentina bernilai USD 38,4083 miliar pada saat kelima variabel determinan investasi portofolio bernilai nol. Bila dirata-rata, nilai tukar peso terhadap dolar Amerika pada periode 1998-2008 adalah 2,3 peso per 1 dolar Amerika.

Korea Selatan memiliki besaran investasi portofolio senilai USD 38,8273 miliar pada saat kelima variabel determinan investasi portofolio bernilai nol. Bila dirata-rata, nilai tukar won terhadap dolar Amerika pada periode 1998-2008 adalah 1.142,8 won per 1 dolar Amerika.

Di Meksiko, besaran investasi portofolio bernilai USD 37,4897 miliar pada saat kelima variabel determinan investasi portofolio bernilai nol. Bila dirata-rata, nilai tukar peso terhadap dolar Amerika pada periode 1998-2008 adalah 10,4 peso per 1 dolar Amerika.

Selanjutnya, investasi portofolio di Afrika Selatan bernilai USD 39,4348 miliar pada saat kelima variabel determinan investasi portofolio bernilai nol. Bila dirata-

rata, nilai tukar peso terhadap dolar Amerika pada periode 1998-2008 adalah 7,3 rand per 1 dolar Amerika.

Sementara itu, investasi portofolio di Brazil bernilai USD 37,8686 miliar pada saat kelima variabel determinan investasi portofolio bernilai nol. Bila dirata-rata, nilai tukar reais terhadap dolar Amerika pada periode 1998-2008 adalah 2,2 reais per 1 dolar Amerika.

Di Rusia, besaran investasi portofolio pada saat kelima variabel determinan investasi portofolio bernilai nol adalah USD 36,6763 miliar. Bila dirata-rata, nilai tukar ruble terhadap dolar Amerika pada periode 1998-2008 adalah 26,5 ruble per 1 dolar Amerika.

Terakhir, besaran investasi portofolio di Turki pada saat kelima variabel determinan investasi portofolio bernilai nol adalah USD 42,4344 miliar. Bila dirata-rata, nilai tukar lira terhadap dolar Amerika pada periode 1998-2008 adalah 1,1 lira per 1 dolar Amerika.

