

BAB 2

TINJAUAN LITERATUR

2.1 KONSEP DASAR INVESTASI

Jones (2004) mendefinisikan investasi sebagai dana komitmen untuk sebuah atau banyak aset yang akan dipegang di beberapa periode di masa mendatang. Pada praktiknya, mobilisasi arus modal antar negara dimanifestasikan dalam bentuk investasi asing langsung dan investasi portofolio. Investasi asing langsung merupakan suatu bentuk investasi yang ditanamkan dalam wujud *fixed productive assets* (Ahlquist, 2006) seperti perusahaan, pabrik, mesin, barang publik, alat-alat produksi, dan sebagainya. Sedangkan investasi portofolio adalah investasi pada barang abstrak dan diperdagangkan dalam pasar modal, misalnya aset keuangan seperti saham dan obligasi. Konsep investasi mengenal prinsip *risk-return trade off* dimana balas jasa yang tinggi dalam suatu aset akan ditawarkan seandainya kandungan risiko dalam aset tersebut juga tinggi.

2.1.1 Tinjauan Investasi dalam Neraca Pembayaran

Investasi dalam neraca pembayaran berada dalam kelompok neraca transaksi modal dan finansial (*capital and financial account*). Dalam buku “Neraca Pembayaran Indonesia dan Posisi Investasi Internasional Indonesia” (2008) dikemukakan bahwa transaksi finansial mencakup semua transaksi yang terkait dengan perubahan kepemilikan aset dan kewajiban finansial luar negeri suatu ekonomi dalam suatu periode.³⁷ Dalam neraca ini dicatat posisi investasi langsung, investasi portofolio, derivatif finansial, investasi lainnya, dan cadangan devisa. Investasi langsung merupakan suatu ‘anggota’ dari investasi internasional yang mencerminkan tujuan penduduk negara lain pada suatu perusahaan dalam negeri. *Benefit* yang diperoleh dari penanaman modal di perusahaan ini dapat dirasakan pada jangka panjang. Kontra dengan investasi langsung, investasi portofolio merupakan

³⁷ Triono Widodo. “Neraca Pembayaran Indonesia dan Posisi Investasi Internasional Indonesia”. Jakarta: Direktorat Statistik dan Ekonomi Moneter Bank Indonesia. 2008.

investasi yang ‘ditanamkan’ pada saham dan surat utang. Dalam buku tersebut juga dijelaskan perbedaan nyata antara dualisme investasi di atas, yakni bahwa investor portofolio cenderung lebih bersifat spekulatif dan tidak memiliki kemampuan untuk mempengaruhi pengambilan keputusan manajemen dalam perusahaan tersebut, dan hal ini secara eksplisit menggambarkan perbedaan investor portofolio dengan investor langsung.

2.1.2 Manfaat Investasi bagi Perekonomian

Arus investasi asing langsung dan investasi portofolio ke dalam negeri diketahui memiliki banyak dampak positif bagi perekonomian negara *host* (resipien investasi).

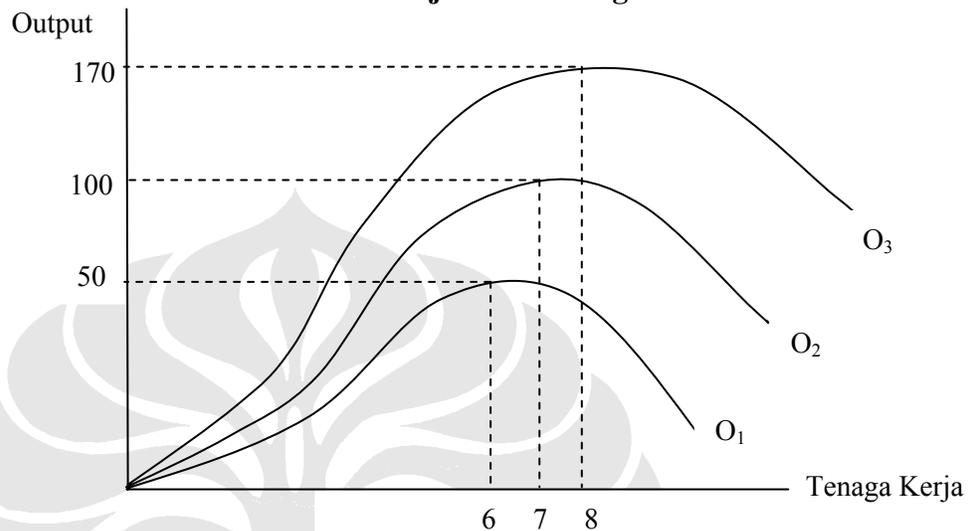
2.1.2.1 Manfaat Investasi Asing Langsung

Porsi FDI yang besar mengalir dari negara maju ke negara berkembang, khususnya beberapa negara-negara Asia (Mun, *et. al.*, 2009). Investasi dalam wujud FDI, dari beberapa literatur, ternyata membawa beberapa dampak positif bagi perekonomian negara *host*. Manfaat FDI yang dikemukakan oleh Uctum & Uctum (2005) adalah sebagai mesin penggerak pembangunan. Pembangunan identik dengan industrialisasi dimana sejatinya industrialisasi merupakan suatu proses substitusi tenaga manusia menjadi tenaga mesin dalam proses produksi. Uctum & Uctum selanjutnya mengemukakan bahwa FDI penting bagi tahapan lepas landas yang cepat dan kokoh bagi industrialisasi.

Mekanisme FDI dalam berkontribusi terhadap pertumbuhan ekonomi bertitik tolak dari peranannya sebagai saluran untuk mentransfer teknologi mutakhir dari negara industri ke negara berkembang (Lim, 2001). Todaro & Smith (2004) mengemukakan bahwa kemajuan teknologi (*technological progress*) merupakan sumber pertumbuhan ekonomi yang paling penting karena berkat kemajuan teknologi ini ditemukan cara baru atau perbaikan atas cara-cara lama dalam menangani pekerjaan-pekerjaan. Misalkan, apabila pada zaman dulu industri tekstil dimotori oleh tenaga para pekerja, kini industri tekstil digalakkan dengan menggunakan tenaga mesin yang dirasakan lebih efisien. Dampak dari industrialisasi adalah peningkatan

jumlah barang yang diproduksi (Sarwedi, 2002) dan dapat digambarkan pada kurva berikut ini.

Gambar 2.1
Efek Kemajuan Teknologi



Sumber: Pindyck & Rubinfeld (2001), "Microeconomics, 5th edition"

Pada gambar di atas, Pindyck & Rubinfeld (2001) menjelaskan bahwa penambahan output yang dihasilkan lebih besar dari tambahan tenaga kerja yang digunakan, sehingga dapat dikatakan bahwa produktivitas tenaga kerja meningkat bila ada kemajuan teknologi.

Benefit yang diperoleh bagi negara *host* dengan transfer teknologi menurut Campos & Kinoshita (2002) adalah berubahnya mekanisme produksi, disain produk, peningkatan aktivitas *Research & Development* perusahaan, meningkatkan kualitas output yang dihasilkan, dan dapat memperkuat produktivitas domestik (Titihewu & Raymond, 2008). Bagaimana mekanisme transfer teknologi dapat meningkatkan produktivitas domestik? Pertanyaan tersebut dijawab oleh Brenton & Di Mauro (1999) dalam Sarwedi (2002). Brenton & Di Mauro menemukan hubungan komplementer antara FDI dan ekspor. Disamping meningkatkan kualitas output yang diproduksi, penggunaan teknologi mutakhir dalam proses produksi dapat

meningkatkan kuantitas output. Beranjak dari meningkatnya kuantitas output yang diproduksi, perusahaan dapat mengeksport produk yang dihasilkan ke luar negeri.

Pindyck & Rubinfeld (2001) berusaha menganalisis dampak produktivitas terhadap standar kehidupan dalam kerangka sederhana. Dasar pemikiran Pindyck & Rubinfeld adalah bahwa nilai barang dan jasa agregat yang diproduksi dalam suatu ekonomi sama dengan pembayaran kepada semua faktor produksi, termasuk upah, sewa, dan keuntungan perusahaan. Bagi konsumen, penerimaan ini berupa upah, gaji, ataupun dividen. Sebagai hasilnya, konsumen agregat dapat menciptakan tingkat konsumsinya dalam jangka panjang hanya bila mereka dapat meningkatkan total produksi.

2.1.2.2 Manfaat Investasi Portofolio

Investasi portofolio merupakan suatu jenis penanaman investasi dalam bentuk aset abstrak, dimana yang ditransaksikan hanyalah saham ataupun surat utang. Grabel (1998) menyatakan bahwa investasi dalam wujud portofolio merupakan suatu alat yang efisien dalam mentransfer modal ke negara-negara yang membutuhkan. Manfaat investasi portofolio sebenarnya lebih dapat dirasakan dari segi pembiayaan perusahaan, seperti misalnya sebagai alat penginjeksi dana yang dibutuhkan dalam membantu pembiayaan perbaikan sektor korporasi negara (Freeman, 2000). Dana yang diinjeksi untuk perusahaan misalnya dalam bentuk *leverage buyout* dimana sebuah perusahaan 'membeli' sementara surat utang perusahaan lain yang *default* karena memiliki kapasitas utang yang terlalu banyak, tetapi kelak perusahaan yang hampir *collapse* tersebut dapat membeli kembali surat utangnya (Klein & Rosengren, 2002).

Investasi portofolio dapat meningkatkan tabungan domestik / *domestic saving* (Sen, 2007). Dari literatur, diketahui bahwa pada perekonomian sederhana, *investment* identik dengan *saving* ($I \equiv Y - C \equiv S$). Pentingnya pemerataan distribusi tabungan swasta atau rumah tangga ini bagi pemerintah adalah sebagai faktor pengeliminir beban ketergantungan kesejahteraan rumah tangga yang tak terduga (Harris, *et. al.*, 1999).

2.2 DETERMINAN INVESTASI ASING LANGSUNG

Berbagai studi empiris telah dilakukan untuk menemukan determinan-determinan investasi asing langsung dan investasi portofolio. Umumnya, para peneliti membagi determinan-determinan tersebut ke dalam dua kelompok, yaitu: faktor penarik (*pull factor*) dan faktor pendorong (*push factor*). Amaya & Rowland (2004) mendefinisikan faktor pendorong investasi sebagai faktor-faktor eksternal diluar negara resipien dan terjadi di negara-negara penyuplai modal -yaitu mayoritas negara industri-, seperti: (1) siklus bisnis, (2) pertumbuhan ekonomi, dan (3) tingkat suku bunga di negara maju. Di sisi lain, faktor penarik investasi mengacu kepada faktor-faktor internal dari dalam negara resipien, seperti: (1) ukuran pasar, (2) derajat keterbukaan negara, (3) likuiditas, (4) keuangan pemerintah, dan (5) vulnerabilitas. De Vita dan Kyaw (2008) meneliti determinan investasi asing langsung dan investasi portofolio di 32 negara berkembang (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). Model penelitian De Vita & Kyaw dibangun oleh hubungan antara PDB riil Amerika Serikat, tingkat suku bunga Treasury bills Amerika Serikat, PDB riil 32 negara berkembang, dan uang kartal 32 negara berkembang, terhadap investasi asing langsung dan investasi portofolio di 32 negara berkembang tersebut.

2.2.1 Hubungan PDB Riil dengan Investasi Asing Langsung

Dunning (1993) dalam Kudina & Jakubiak (2008) mengemukakan bahwa investor asing langsung memiliki tiga motivasi utama untuk berinvestasi dalam wujud FDI, yaitu: (1) *resource-seeking*, (2) *market-seeking*, dan (3) *efficiency-seeking*.

2.2.1.1 Motivasi untuk Berinvestasi FDI

Investor yang bersifat *resource-seeking* sebagaimana dikemukakan oleh Kudina & Jakubiak (2008) akan mencari ketersediaan sumber daya alam (seperti mineral, dan bahan mentah), tenaga kerja tidak terlatih atau semi terlatih, dan infrastruktur fisik (untuk mendapatkan bahan mentah yang berlokasi di luar negara

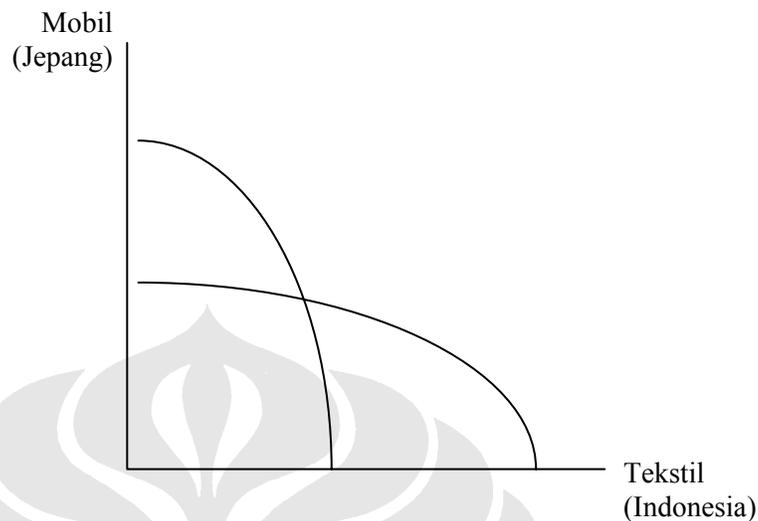
resipien investasi), dengan kata lain demi mendapatkan keuntungan dari produksi yang efisien dari segi pengeluaran di negara resipien.

Umumnya, kualitas pekerja-pekerja di negara berkembang berada di bawah negara-negara maju, dan negara berkembang memiliki tenaga kerja yang melimpah jumlahnya sehingga upah untuk tenaga kerja cenderung rendah. Hal ini bisa dikaitkan dengan model standar perdagangan internasional, yaitu model Heckscher-Ohlin (HO).

Model Heckscher-Ohlin dalam ilmu perdagangan internasional menggambarkan kondisi dua negara, dengan dua faktor *endowment* yang berbeda, dan memproduksi dua barang yang berbeda dengan teknologi yang berbeda (Krugman & Obstfeld, 2003). Argumen dari Arbache (2001) menyangkut model ini adalah bahwa negara berkembang seharusnya berspesialisasi pada produksi barang yang intensif pada *unskilled labor* yang kemudian dapat menyebabkan permintaan relatif terhadap faktor input ini tinggi sehingga pada kelanjutannya akan menurunkan tingkat upah. Argumen Arbache tersebut mutlak benar karena dalam model HO, sesuai dengan pendapat Krugman & Obstfeld, dijelaskan bahwa sebuah negara akan berspesialisasi pada produksi barang dimana negara tersebut memiliki faktor input yang melimpah. Salvatore (2004) selalu mencontohkan bahwa negara berkembang memiliki *abundant factor of labor*, sedangkan negara maju memiliki *abundant factor of capital*, dimana kemudian *return* dari *abundant factor* di negara tersebut menjadi rendah karena *over supply of production factor*.

Model HO dapat digambarkan sebagai berikut, dengan asumsi ada dua negara (berkembang dan maju), dengan dengan dua faktor *endowment* yang berbeda (tenaga kerja dan modal), dan memproduksi dua barang yang berbeda dengan teknologi yang berbeda (misalkan: mobil yang bersifat *capital intensive*; dan tekstil dan bersifat *labor intensive*). Pada Gambar 2.2 berikut ini digambarkan model HO dengan dua *production possibilities frontier* Jepang dan Indonesia.

Gambar 2.2
Model Heckscher-Ohlin, *Production Possibilities Frontier* Jepang-Indonesia



Untuk para investor yang berorientasi pada *market-seeking*, mereka akan tertarik oleh faktor-faktor di negara *host* (tujuan investasi) seperti ukuran pasar yang ditunjukkan dengan besar PDB negara resipien, pendapatan per kapita negara resipien, dan pertumbuhan pasar. Bagi perusahaan, pasar yang baru menyediakan kesempatan untuk menjadi kompetitif dan tumbuh di dalam industri demi meraih *economies of scale* dan *economies of scope*, dimana pasar yang baru tersebut dapat menyediakan faktor input dengan biaya yang rendah.³⁸ *Economies of scale* merupakan sasaran perusahaan sebab dengan mengeluarkan biaya produksi yang rendah, perusahaan dapat memproduksi output lebih banyak, sehingga penerimaan perusahaan kelak juga menjadi meningkat.

Kudina & Jakubiak memaparkan untuk motif *efficiency-seeking investment*, umumnya, merujuk kepada ketersediaan sumber daya sekaligus investasi yang *market-seeking* dimana sebuah perusahaan akan memperoleh *gain* dari aktivitas yang terdispersi secara geografis. Cara perusahaan memperoleh *gain* dari aktivitas yang terdispersi secara geografis, yaitu dari faktor-faktor *endowment*, budaya, sistem

³⁸ Investasi yang berorientasi pada *labor-seeking* biasanya dilakukan oleh perusahaan manufaktur dan perusahaan jasa dari negara yang memiliki tingkat upah tenaga kerja yang tinggi, yang kemudian membuat suatu cabang di negara yang memiliki tingkat upah tenaga kerja yang rendah untuk menyediakan *final products* (Kudina & Jakubiak, 2008).

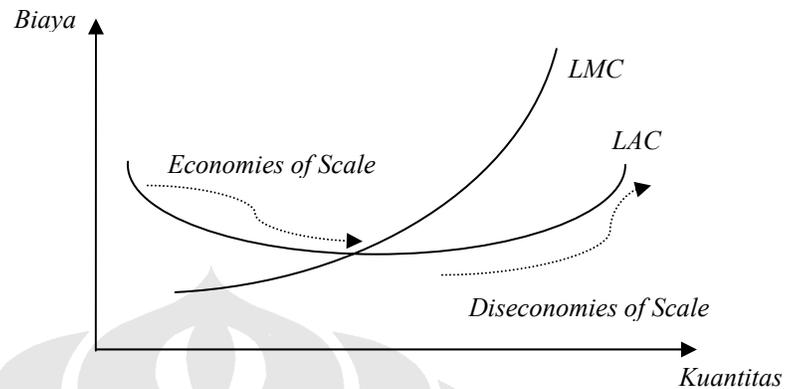
ekonomi dan kebijakan, dan struktur pasar yang berbeda, yang kemudian mengkonsentrasikan penjualan produk pada lokasi yang terbatas. Dengan struktur pasar yang berbeda sekaligus didistribusikannya produk pada pasar yang terbatas, akan menyebabkan peluang bermonopoli menjadi lebih besar sehingga perusahaan dapat menjual produk dengan harga tinggi.

2.2.1.2 Teori Perusahaan dan *Economies of Scale*

Teori perusahaan (*theory of the firm*) menjelaskan bagaimana perusahaan membuat keputusan produksi yang meminimumkan biaya dan bagaimana biaya tersebut bervariasi dengan output perusahaan tersebut (Pindyck & Rubinfeld, 2001). Teori ini mengasumsikan bahwa perusahaan akan memilih input dalam proses produksi yang kelak meminimumkan biaya produksi output. Dengan dasar teori inilah muncul harapan terciptanya *economies of scale*.

Konsep skala produksi ekonomis (*economies of scale*) mengacu kepada efisiensi dalam proses produksi. Mankiw (2002b) mendefinisikan konsep *economies of scale* sebagai kondisi dimana terjadi penurunan biaya total produksi rata-rata jangka panjang (LAC) pada saat kuantitas output yang diproduksi meningkat. Kontras dengan skala produksi ekonomis, skala produksi tidak ekonomis (*diseconomies of scale*) mengacu kepada inefisiensi produksi dimana setiap penambahan satu unit output yang berhasil diproduksi justru semakin ‘menggerogoti’ kas perusahaan, yaitu karena meningkatnya biaya produksi jangka panjang per unit. Kondisi *economies* dan *diseconomies of scale* terlihat pada Gambar 2.3 berikut ini:

Gambar 2.3
Skala Produksi Ekonomis dan Tidak Ekonomis



Sumber: Rahardja & Mandala (2002) "Pengantar Ilmu Ekonomi"

Rahardja & Mandala (2002) mengemukakan beberapa faktor penyebab terjadinya efisiensi dan inefisiensi jangka panjang dalam produksi, yaitu:

1) Teknologi produksi

Dalam buku "Pengantar Ilmu Ekonomi", Rahardja & Mandala menyatakan bahwa percepatan kemajuan teknologi dalam jangka panjang secara aktual akan mempercepat penurunan LAC. Perlu diperhatikan, meskipun percepatan teknologi dapat meningkatkan biaya rata-rata jangka panjang per unit, tetapi jika perusahaan tidak mampu beradaptasi dengan kemajuan teknologi, baik karena kendala manajemen maupun sumber daya manusia, bagaikan menciptakan bumerang dimana yang tercipta justru adalah inefisiensi produksi. Dapat dikatakan bahwa terdapat hubungan positif antara penggunaan teknologi produksi dengan baik dan benar dengan penciptaan skala produksi yang ekonomis.

2) Manajemen

Mengutip Rahardja & Mandala, peningkatan kemampuan manajemen memungkinkan teknologi yang sudah ada lebih diefisienkan penggunaannya sehingga dapat menurunkan LAC. Fenomena terjadinya inefisiensi akan terjadi jika kemampuan manajerial tidak mampu mengimbangi kemajuan teknologi. Dengan kata lain, kemampuan manajerial harus bersandingan dengan kemajuan

teknologi. Manfaat dari *concern* pada kemampuan manajerial misalnya bila dikaitkan dengan tujuan pemasaran produk. Rahardja & Mandala mencontohkan pada kasus sebuah industri yang memiliki skala tergolong sangat besar, maka manajemen yang kurang profesional akan menyebabkan inefisiensi.

3) Sumber daya manusia (SDM)

Isu yang lazim dikaitkan dengan SDM tak lain adalah jumlah dan mutu SDM. Inefisiensi akibat SDM, sebagaimana dikemukakan Rahardja & Mandala, dapat terjadi pada saat skala produksi diperluas, tetapi jumlah dan mutu SDM yang berkualitas tidak dapat disediakan dengan cepat. Ketidaktersediaan sumber daya manusia yang kompeten sebenarnya dapat mengganggu kinerja perusahaan, seperti misalnya ketidakmampuan dalam memanfaatkan teknologi.

2.2.1.3 Penelitian Empiris FDI dan Produktivitas

Dhakal, *et. al.* (2007) menyatakan bahwa,

*“The market size hypothesis suggests that investment will go primarily to markets large enough to support the scale economies needed for production.”*³⁹

Bila dijelaskan secara komprehensif, argumen di atas menjejawantahkan bahwa sasaran investasi adalah menciptakan skala produksi yang ekonomis. Dalam penelitiannya, Dhakal, *et. al.* menggunakan PDB riil Amerika Serikat sebagai determinan FDI di negara eks sosialis Timur dan Eropa Tengah, dimana Dhakal, *et. al.* menyatakan bahwa,

“Newly emerging economies' per capita income growth rates are usually high, and oftentimes they are expected to continue growing for some time. This attracts market seeking investors. For this reason, real GDP growth is usually expected to have a positive effect on FDI inflows.”

³⁹ *Market size hypothesis* yang dicetuskan oleh G. Stigler (1951) dalam Elberfeld (2002) menyatakan hubungan antara *market size* dan integrasi vertikal, dimana pada *infant industries*, perusahaan-perusahaan akan saling terintegrasi secara vertikal karena level produksi pada tiap tahapan terlalu kecil untuk bersaing dengan perusahaan yang terspesialisasi dan pasar tingkat menengah. Argumen yang mendasari pernyataan tersebut adalah bahwa perusahaan akan memperoleh keuntungan pada tiap tahapan produksi dengan mengacu kepada *increasing return to scale* sebagai respon terhadap pertumbuhan pasar.

Sesuai dengan argumen tersebut, dapat dijelaskan bahwa pertumbuhan ekonomi suatu negara yang bisa diwakili oleh tingkat pertumbuhan PDB riil negara tersebut dapat menjadi faktor penstimulus investasi. Pendapat Dhakal, *et. al.* tersebut didukung oleh penelitian Daniels & Quigley (1980) dalam Dhakal, *et. al.* dimana produk domestik bruto (PDB atau GDP) adalah variabel yang paling penting dalam menjelaskan *inflow* FDI diantara negara-negara Amerika Latin. Tingkat dan distribusi pendapatan per kapita menjadi determinan penting *economies of scale* dimana peningkatan pendapatan per kapita suatu negara akan menyebabkan peningkatan pada permintaan barang dan jasa yang pada kelanjutannya akan memperbaiki pola industrialisasi dan perdagangan internasional. Hal tersebut seperti yang diungkapkan oleh Ramezzana (2002),

“...*the level and the distribution of per capita income seem to have important implications for the structure of aggregate demand and thus for the pattern of industrialisation and international trade.*”

Pendapatan per kapita pada dasarnya mengukur kemampuan dari suatu negara untuk memperbesar outputnya dalam laju yang lebih cepat daripada tingkat pertumbuhan penduduk (Todaro & Smith, 2004). Todaro & Smith selanjutnya menjelaskan bahwa pendapatan per kapita akan menetes dengan sendirinya sehingga dapat menciptakan lapangan pekerjaan dan berbagai peluang ekonomi lain yang pada akhirnya akan menciptakan distribusi pendapatan yang merata, dan prinsip tersebut dikenal dengan “efek penetesan ke bawah” (*trickle down effect*).

Deichman (2001) dalam Janicki & Wunnava (2004) menyatakan bahwa FDI *inflow* akan terjadi apabila tiap negara memiliki kedekatan geografis, pertalian budaya, perbedaan ekonomi, dan *gap* informasi. Dengan mengharapkan terjadinya skala produksi ekonomis, perusahaan akan berinvestasi di luar negeri, dimana berinvestasi di negara yang memiliki tingkat pendapatan per kapita tinggi (yang juga merefleksikan besarnya tingkat produktivitas di negara tersebut), sinyal untuk mencapai skala produksi ekonomis dapat tercapai. Desai, *et. al.* (2004) mengemukakan teori aktivitas multinasional dimana terdapat keuntungan berkat

adanya integrasi pada tahapan produksi yang berbeda (integrasi vertikal). Jadi, negara-negara dengan tingkat pendapatan tinggi akan memperoleh keuntungan dengan berinvestasi di negara-negara yang memiliki pendapatan lebih rendah. Gastanaga, *et. al.* (1998); dan Neumayer & Spess (2005) dalam Morrissey & Udomkerdmongkol (2008) meneliti hubungan antara pertumbuhan PDB riil dengan FDI dan menyimpulkan bahwa sebuah pasar domestik yang besar (yang diukur dengan pertumbuhan PDB) akan mengizinkan eksploitasi *economies of scale*, yang akan menstimulus FDI.

2.2.2 Hubungan PDB Riil Amerika Serikat dengan Investasi Asing Langsung di Negara Berkembang G-20

Amerika Serikat (AS) tercatat sebagai negara paling unik karena merupakan investor investasi langsung di dunia sekaligus resipien investasi asing langsung terbesar di dunia (Jackson, 2007a).⁴⁰ Penyebab Amerika Serikat menjadi negara tujuan investasi asing langsung, menurut Jackson terkait beberapa faktor, seperti: tingkat pertumbuhan ekonomi AS, pemerintah AS menyediakan prosedur yang digunakan untuk mengatasi perselisihan dalam berinvestasi antara pemerintah dan investor, dan adanya transparansi penuh dalam mekanisme penyelesaian perselisihan.

Dengan mengasumsikan bahwa PDB riil AS merupakan substitusi dari PDB riil 8 negara berkembang G-20, menurut logika ekonomi sudah dapat dipastikan bahwa peningkatan PDB riil AS akan menurunkan tingkat investasi asing langsung di negara berkembang G-20. Bila dijalankan dengan mekanisme transmisi, titik tolak hubungan antara PDB riil AS dan tingkat investasi asing langsung di negara berkembang G-20 bermula dari tingginya tingkat produktivitas domestik di AS. Model Heckscher-Ohlin secara eksplisit menggambarkan bahwa negara industri memiliki *endowment* dari segi permodalan seperti alat-alat produksi yang canggih. Berbekal kecanggihan teknologi itulah produktivitas tenaga kerja dapat meningkat. Produktivitas tenaga kerja didefinisikan Pindyck & Rubinfeld (2001) sebagai

⁴⁰ Laporan Investasi Dunia oleh United Nation dalam Jackson (2007a) menunjukkan bahwa total investasi AS ke dunia adalah sebesar 29% di tahun 2005, dan besar investasi langsung ke Amerika pada tahun 2006 adalah US\$1,8 triliun.

produksi rata-rata dari tenaga kerja untuk seluruh industri atau ekonomi secara keseluruhan.

Produktivitas tenaga kerja yang tinggi, akibat skala produksi ekonomis, akan menyebabkan tingkat upah yang diterima rumah tangga juga meningkat. Dampak yang terjadi dari peningkatan upah ini adalah munculnya efek pendapatan (*income effect*), yang didefinisikan Pyndick & Rubinfeld sebagai perubahan tingkat konsumsi akibat terjadinya peningkatan daya beli, dengan asumsi harga relatif konstan. Jadi misalnya tingkat pendapatan seseorang meningkat sebanyak dua kali lipat, maka *budget line* konsumsinya akan meningkat sehingga hal ini menunjuk kepada peningkatan ganda kombinasi barang yang ia konsumsi.

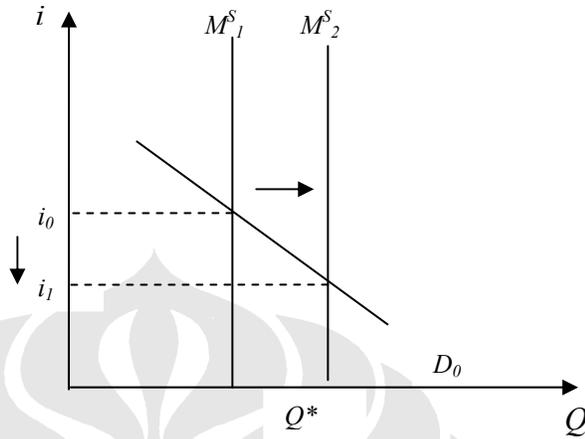
Bagi perusahaan, peningkatan daya beli masyarakat berarti terciptanya peluang meraih keuntungan yang lebih besar. Bila ditinjau dari keuntungan yang diperoleh perusahaan dimana profit adalah selisih total penerimaan dan biaya produksi ($\pi = TR - TC$), sedangkan total penerimaan didapat dengan cara mengalikan harga jual dengan unit output ($TR = P \cdot Q$), maka keuntungan perusahaan juga akan meningkat karena tingginya permintaan terhadap barang yang diproduksi. Sesuai dengan tujuan utama produksi yaitu meraih profit maksimum, maka dapat disimpulkan bahwa peningkatan PDB riil AS dapat menyebabkan penurunan tingkat investasi asing langsung ke negara berkembang G-20.

2.2.3 Hubungan M0 dengan Investasi Asing Langsung

Mishkin (2007) mensinonimkan istilah “M0” dengan “*currency*” (uang kartal) yang merupakan alat pembayaran yang sah (dalam wujud uang logam dan uang kertas) yang dikeluarkan oleh bank sentral suatu negara. Dalam berbagai literatur tidak pernah ditemui penjabaran kaitan langsung antara M0 dengan investasi asing langsung.

Kebijakan ekspansi moneter sejatinya dilakukan untuk meningkatkan peredaran uang di masyarakat. Dampak dari kebijakan ekspansi moneter ini adalah bergesernya kurva *money supply* (M^S) ke kanan. Kebijakan ekspansi moneter ini dapat digambarkan sebagai berikut:

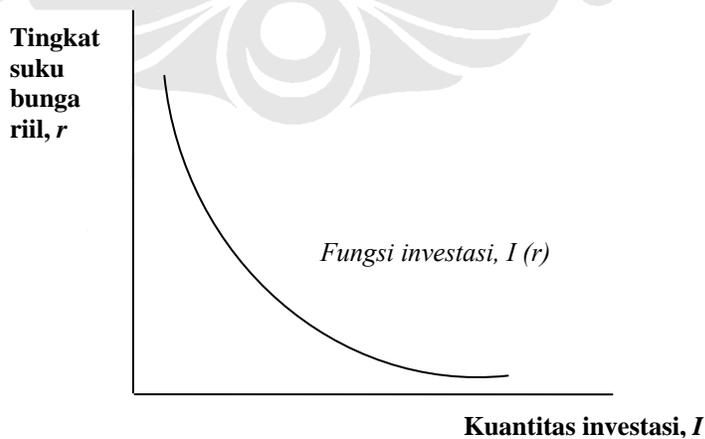
Gambar 2.4
Kebijakan Ekspansi Moneter



Sumber: Mishkin (2007)

Dari Gambar 2.4 di atas, penurunan suku bunga bank sentral dari i_0 ke i_1 terjadi sebagai respon dari meningkatnya peredaran uang dari M^S_1 ke M^S_2 . Umum dijumpai dalam literatur bahwa tingkat suku bunga memiliki korelasi negatif dengan minat berinvestasi. Hubungan antara investasi dan tingkat suku bunga dapat digambarkan dalam Gambar 2.5 berikut ini (Dornbusch, *et. al.*, 2004):

Gambar 2.5
Hubungan Tingkat Suku Bunga Riil dan Kuantitas Investasi



Dari gambar tersebut, terjadi korelasi negatif antara tingkat suku bunga riil (r) dengan kuantitas investasi (I) dimana kenaikan tingkat suku bunga merupakan disinsentif untuk berinvestasi karena *expected return* yang diperoleh dari peningkatan suku bunga akan mengungguli *expected return* yang kelak diperoleh dari berinvestasi. Disamping itu, kenaikan tingkat suku bunga riil berarti kenaikan pengembalian jumlah modal yang dipinjam oleh perusahaan untuk berinvestasi. Altinkemer (1995) berargumen bahwa pada saat investor ingin menanamkan modal ke luar negeri dalam wujud FDI, salah satu faktor yang harus dipertimbangkan adalah tingkat suku bunga yang diterapkan oleh bank sentral di negara tujuan investasi tersebut karena penurunan tingkat suku bunga luar negeri memiliki efek pada penurunan manfaat utang pada jenis utang yang memiliki *rate* mengambang.

2.2.3.1 Konsep Apresiasi dan Depresiasi Mata Uang

Mishkin (2007) dalam buku “The Economics of Money, Banking, and Financial Markets” mengemukakan konsep dasar mata uang sebagai berikut:

“Pada saat mata uang suatu negara terapresiasi (meningkat relatif terhadap mata uang lain), harga barang-barang negara tersebut di luar negeri akan menjadi lebih mahal dan harga barang-barang asing di dalam negara itu menjadi lebih murah. Sebaliknya, pada saat mata uang suatu negara terdepresiasi, harga barang-barang negara tersebut di luar negeri akan menjadi lebih murah dan harga barang-barang asing di negara itu menjadi lebih mahal.”

Pernyataan Mishkin tersebut terkait masalah daya saing (*competitiveness*) antar negara. Konsep “kompetitif” mengacu pada penjualan dua barang sejenis yang memiliki harga sama, tetapi barang yang satu memiliki kualitas yang lebih baik dari satu barang yang lain; atau, penjualan dua barang sejenis yang memiliki kualitas sama tetapi barang yang satu memiliki harga yang lebih rendah daripada satu barang yang lainnya.

Dalam Dornbusch, *et. al.* (2004) dijelaskan bahwa negara yang menganut sistem perekonomian terbuka berarti menjalankan kegiatan transaksi internasional.

Identitas fundamental pendapatan nasional di negara dengan perekonomian terbuka ini yaitu:

$$Y \equiv C + I + G + NX \quad (2.1)$$

dimana segala macam perubahan pada konsumsi nasional (C), investasi (I), pengeluaran pemerintah untuk pembelian barang dan jasa (G), dan selisih antara ekspor dan impor atau ekspor neto (NX), akan mempengaruhi tingkat pendapatan nasional (Y). Semakin kompetitif sebuah negara, menandakan bahwa permintaan terhadap barang-barang negara tersebut yang datang dari luar negeri juga semakin besar, sehingga ekspor akan mengalami peningkatan. Peningkatan ekspor ini akan mendorong peningkatan pendapatan nasional.

Pada saat jumlah uang beredar meningkat maka mata uang akan mengalami depresiasi. Depresiasi mata uang akan menyebabkan daya saing bertambah dan pada kelanjutannya akan menyebabkan peningkatan pendapatan nasional. Peningkatan pendapatan nasional akan mendorong peningkatan distribusi pendapatan ke masyarakat, yang berarti terjadi peningkatan daya beli masyarakat. Dapat disimpulkan bahwa peningkatan daya beli akan menyebabkan kenaikan tingkat konsumsi, dan atau tingkat tabungan dengan asumsi *ceteris paribus* sesuai dengan preferensi konsumen (Mankiw, 2002a). Hal ini bisa dijelaskan dari identitas tingkat konsumsi dan pendapatan nasional berikut:

$$Y \equiv C + S \quad (2.2)$$

Peningkatan konsumsi domestik, termasuk pada konsumsi terhadap barang-barang impor, berakibat pada tingginya jumlah uang beredar. Hasil yang terjadi adalah kenaikan tingkat inflasi akibat masuknya barang-barang impor. Peristiwa perubahan nilai tukar yang berdampak pada tingkat inflasi ini disebut sebagai *exchange rate pass through*. *Pass through effect* ini akan menyebabkan kenaikan tingkat inflasi akibat arus barang impor (Simorangkir & Suseno, 2004).

Klein & Rosengren (1992) meneliti hubungan antara *inward* FDI di Amerika Serikat dengan nilai tukar riil AS sejak tahun 1970 dimana dijelaskan bahwa mekanisme transmisi hubungan antara *inward* FDI dengan nilai tukar riil dapat

terlihat pada hubungan antara nilai tukar riil dengan biaya produksi relatif dan nilai tukar riil dengan kesejahteraan relatif. Penelitian Klein & Rosengren ini menjadi cikal bakal penelitian Morrissey & Udomkermongkol (2008) yang meneliti hubungan antara FDI dan nilai tukar di negara berkembang. Hubungan yang didapat Klein & Rosengren yaitu hubungan negatif antara nilai tukar dolar Amerika terhadap tingkat FDI.

Alur hubungan yang digambarkan oleh Klein & Rosengren untuk menjelaskan hubungan antara nilai tukar riil dengan FDI dimulai dari teori biaya produksi dan pasar modal yang tidak sempurna (*imperfect capital markets theory*). Teori biaya produksi berkaitan dengan upah tenaga kerja, dimana depresiasi mata uang akan menyebabkan penurunan tingkat upah tenaga kerja karena nilai jual barang melemah sehingga perusahaan tidak mampu membayar tenaga kerja dengan harga tinggi. Selanjutnya, rendahnya upah tenaga kerja domestik ini akan menstimulus para investor asing untuk berinvestasi dalam wujud FDI. Perusahaan asing yang memiliki motivasi untuk memperluas pangsa pasar di negara lain justru mengharapkan negara tujuan investasi menerapkan tingkat upah yang lebih rendah dari di negara asal investor asing tersebut karena rendahnya biaya input produksi dapat menekan biaya produksi perusahaan. Upah yang rendah memiliki peran yang signifikan untuk menarik FDI di negara berkembang (Barrell & Pain, 1996).

Di sisi lain, teori pasar modal yang tidak sempurna berkaitan dengan kesejahteraan relatif perusahaan suatu negara terhadap perusahaan di negara lain. Depresiasi mata uang akan menyebabkan penurunan kesejahteraan perusahaan akibat penurunan pendapatan perusahaan (karena harga jual barang menurun). Dengan begitu, momen seperti ini dimanfaatkan oleh perusahaan asing untuk mengakuisisi perusahaan domestik. Di lain pihak, apresiasi mata uang akan menyebabkan menurunnya daya saing karena terjadi peningkatan biaya modal dan upah, sehingga tingkat kemakmuran investor asing dapat menurun (Benassy-Quere, *et. al.*, 2001).

Morrissey & Udomkermongkol (2008) dengan didukung penelitian Klein & Rosengren (1992) menyatakan dengan tegas bahwa mata uang domestik yang menguat akan menyebabkan peningkatan FDI ke luar negeri,

“Stronger home currency increases outward FDI.”

Argumen lain dalam Morrissey & Udomkerdmongkol disampaikan oleh Cushman (1985, 1988), Campa (1993), Goldberg & Kolstad (1995), Blonigen (1997), dan Chakrabati & Scholnick (2002) yang menyatakan bahwa terdepresiasi mata uang akan menciptakan efek alokasi (*allocation effect*) dimana mata uang yang melemah terhadap mata uang asing akan menyebabkan para investor mampu membeli investasi lebih banyak. Jackson (2007b) mengambil kasus investasi langsung di Amerika dimana depresiasi euro terhadap dolar pada periode 1998—2000 menyebabkan investasi langsung meningkat; sedangkan pada saat euro terapresiasi terhadap dolar pada periode 2000—2003, investasi langsung menurun dengan tajam.

2.2.3.2 Iklim Investasi sebagai Determinan Terbaik Investasi Asing Langsung

Dalam menguji determinan FDI, ternyata tingkat suku bunga bukanlah faktor determinatif dan signifikan dalam menentukan besaran FDI (Kotov, 2008). Kotov menjelaskan bahwa iklim investasi yang sehat akan meningkatkan performa ekonomi dan keuangan perusahaan domestik sehingga berdampak positif terhadap FDI. Dengan meneliti FDI Jerman, Kotov menyebutkan beberapa indikator yang dapat digunakan untuk menilai iklim investasi, diantaranya yaitu tingkat inflasi yang tinggi, masalah infrastruktur, dan kuat lemahnya hukum. Iklim investasi yang buruk dapat meningkatkan pengeluaran tambahan, seperti argumen Hakkala, *et. al.* (2005) yang mengemukakan bahwa korupsi menambah pengeluaran ekstra perusahaan dalam bentuk uang suap, atau dalam prosedur birokratis. Untuk kasus Indonesia, Moccero (2008) menyatakan bahwa pengembangan infrastruktur di Indonesia, khususnya dalam bidang telekomunikasi dan transportasi, dapat meningkatkan FDI dalam lingkungan peningkatan persaingan. Seperti yang sudah diketahui bahwa perbaikan infrastruktur dapat memperbaiki akses dari produsen ke konsumen. Dollar, *et. al.* (2003) dalam meneliti investasi di China mengategorikan iklim investasi ke dalam elemen sebagai berikut: (1) infrastruktur, (2) hambatan masuk dan keluar domestik, (3) *endowment* teknologi dan keahlian, dan (4) pembayaran informal.

Hambatan masuk dan keluar domestik lebih ditekankan pada segi kompetisi antar perusahaan, dan diatur oleh pemerintah seperti praktik monopoli.

2.2.4 Hubungan Tingkat Suku Bunga Treasury Bills Amerika Serikat dengan Investasi Asing Langsung di Negara Berkembang G-20

Suku bunga ialah harga yang harus dibayar untuk meminjam uang selama periode waktu tertentu dan dinyatakan dalam persentase uang yang dipinjam (Notohamijoyo, 2004). Notohamijoyo juga mengemukakan bahwa apabila suku bunga turun, biaya investasi pun turun dan perusahaan akan meningkatkan investasinya dengan membeli barang-barang modal seperti mesin, peralatan, dan sebagainya.

Peningkatan suku bunga bank sentral sebagai suku bunga acuan secara otomatis akan meningkatkan suku bunga obligasi negara. Hubungan antara tingkat suku bunga dengan investasi merupakan suatu hubungan yang berbanding terbalik dimana peningkatan suku bunga merupakan suatu disinsentif dalam berinvestasi. Treasury bills Amerika Serikat merupakan instrumen pasar uang yang paling likuid karena ia yang paling aktif diperdagangkan (Mishkin, 2007). Dengan meninjau ulang hubungan negatif antara tingkat suku bunga dengan kuantitas investasi dan argumen Sikdar (2008) bahwa peningkatan suku bunga akan menurunkan tingkat investasi karena besarnya tingkat pengembalian utang yang harus dibayar perusahaan kepada bank, maka dapat disimpulkan bahwa peningkatan suku bunga Treasury bills AS akan meningkatkan investasi asing langsung ke negara berkembang G-20.

Akan tetapi, sesuai dengan argumen Kotov (2008), suku bunga bukanlah suatu faktor determinan terbaik dalam menjelaskan FDI. Iklim investasi justru menjadi prioritas dalam meletakkan keputusan berinvestasi. Iklim investasi yang sehat, dalam hal ini bisa terlihat dari kondisi makroekonomi suatu negara, dapat ditinjau dari segi: (1) infrastruktur, (2) hambatan masuk dan keluar domestik, (3) *endowment* teknologi dan keahlian, dan (4) pembayaran informal. Infrastruktur yang baik dapat menjadi sarana akses terbaik dalam menyalurkan barang dari produsen ke konsumen. Semakin banyak barang yang disalurkan, maka akan terjadi ekspansi

kesempatan dalam meraih profit bagi perusahaan. Hambatan masuk dan keluar pasar merupakan asumsi penting dalam pasar persaingan sempurna. Pada praktik nyata, terdapat banyak sekali hambatan dalam memasuki atau keluar industri, seperti misalnya regulasi pemerintah mengenai larangan monopoli bagi perusahaan swasta. *Endowment* teknologi dan keahlian merupakan determinan penting bagi efektivitas perusahaan karena semakin banyak tenaga kerja yang efektif (dalam hal ini mampu menjalankan teknologi produksi), maka produk yang dihasilkan dapat meningkat baik dalam segi kualitas maupun kuantitas. Pembayaran informal terkait masalah pemungutan liar bagi perusahaan, yang bisa datang dari birokrasi pemerintah yang terlalu panjang.

2.2.5 Hubungan Cadangan Devisa dengan Investasi Asing Langsung

Cadangan devisa adalah simpanan mata uang asing oleh bank sentral. Simpanan ini merupakan aset bank sentral yang tersimpan dalam beberapa mata uang cadangan (*reserve currency*) seperti dolar, euro, atau yen.⁴¹

Dalam menjalankan wewenang sebagai otoritas moneter, bank sentral menggunakan cadangan devisa 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). Hubungan antara cadangan devisa dan investasi digambarkan oleh Polterovich & Popov (2002) sesuai dengan mekanisme berikut:

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

Polterovich & Popov menjelaskan mekanisme tersebut melalui tiga poin berikut. Pertama, akumulasi cadangan devisa memiliki efek ekspansioner konvensional jangka pendek. Maksudnya harga relatif barang yang diperdagangkan meningkat sebagai respon peningkatan harga barang yang tidak diperdagangkan dan tingkat upah. Pada jangka panjang, efek ini memudar dan justru menyebabkan peningkatan permintaan terhadap barang yang tidak diperdagangkan dan tenaga kerja. Kedua,

⁴¹ www.wikipedia.org

undervaluasi mata uang menstimulus peningkatan ekspor yang kemudian dapat meningkatkan produktivitas ekonomi. Ketiga, undervaluasi mata uang 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.

2.3 DETERMINAN INVESTASI PORTOFOLIO

Portofolio adalah sekumpulan instrumen investasi jangka panjang yang diperjualbelikan dalam pasar modal dan tergolong ke dalam aset keuangan (Bodie, 2008). Sekuritas ini akan diperjualbelikan di pasar primer ataupun sekunder. Berinvestasi dalam suatu aset mengenal prinsip *risk-return trade off* dimana balas jasa yang tinggi dalam suatu aset akan ditawarkan seandainya risiko yang dikandung dalam aset tersebut juga tinggi.

2.3.1 Hubungan PDB Riil dengan Investasi Portofolio

Beberapa literatur menyebutkan bahwa hubungan antara tingkat produktivitas dengan permintaan terhadap aset merupakan suatu hubungan yang sulit untuk didefinisikan. Desroches & Francis (2007) mengatasi kesulitan empiris tersebut dengan melakukan pengujian korelasi antara tingkat produktivitas dengan *asset demand* melalui perilaku harga-harga saham, sesuai dengan argumen berikut ini,

“Although most firms are not listed on stock exchanges, particularly in small emerging economies, stock prices are generally known to reflect expected future profitability, and hence, the value that can be gained by the firm through

investment. Favourable stock market returns are therefore associated with stronger investment demand.”

Desroches & Francis menggunakan Tobin's *q theory of investment* sebagai *tools* untuk menjelaskan hubungan di atas. Alasan Desroches & Francis menggunakan *q theory of investment* adalah karena perubahan dalam *marginal product of capital* dapat ditangkap oleh perubahan pada *return* pasar saham. Selanjutnya, perubahan produktivitas akan mempengaruhi ekspektasi *profit* perusahaan dan permintaan terhadap investasi dapat dilihat melalui proksi produktivitas seperti tingkat output per jam.

2.3.1.1 Teori Investasi *q* (*The q Theory of Investment*)

Teori investasi *q* pertama kali dicetuskan oleh James Tobin. Dornbusch, *et. al.* (2004) mendefinisikan teori investasi *q* atau yang acapkali disebut sebagai Tobin's *q* sebagai *tools* dalam mengestimasi nilai pasar saham yang merupakan refleksi dari aset-aset perusahaan relatif terhadap biaya untuk memproduksi aset-aset tersebut. Dalam buku “Macroeconomics” karangan Dornbusch, *et. al.*, “*q*” dinyatakan sebagai rasio nilai pasar perusahaan terhadap penggantian pengeluaran modal. Apabila rasio *q* bernilai tinggi, maka perusahaan akan berkehendak untuk memproduksi aset lebih banyak. Hal ini disebabkan oleh pembelanjaan investasi seperti pembelian peralatan baru menjadi menurun karena harga peralatan baru atau pembukaan cabang perusahaan baru menjadi murah (Mishkin, 2007). Dengan begitu akar investasi meningkat dengan pesat. Dornbusch, *et. al.* juga mengemukakan bahwa apabila nilai *q* lebih besar dari 1, maka perusahaan seharusnya menambah modal fisik karena setiap harga mesin-mesin baru, perusahaan dapat menjual saham sebesar *q* per unit uang, dan mengantongi profit sebesar *q* - 1. Nilai *q* yang lebih besar dari 1 menunjukkan bahwa investasi mengalir dengan deras, selanjutnya Dornbusch, *et. al.* berargumen bahwa peningkatan investasi berarti peningkatan produktivitas ekonomi.⁴² Desroches & Francis menyatakan bahwa produktivitas yang tinggi akan

⁴² Argumen Dornbusch tersebut sesuai dengan *Accelerator Model* yang mengungkapkan bahwa pengeluaran investasi proporsional terhadap perubahan tingkat output. $I = \alpha (\Delta Y)$.

menyebabkan kenaikan permintaan terhadap aset karena dengan memegang aset yang produktif berarti investor telah bersiap untuk meraih ekspektasi profit perusahaan yang tergolong 'menjanjikan'. Dalam Titiharuw & Raymond (2008) dinyatakan bahwa pertumbuhan sektor korporasi (fundamental mikro) dapat mendorong harga saham. Dengan begitu, dapat disimpulkan bahwa harga saham yang tinggi menandakan pertumbuhan fundamental mikro dalam negeri juga baik.

2.3.2 Hubungan PDB Riil Amerika Serikat dengan Investasi Portofolio di Negara Berkembang G-20

Sebagai negara dengan perekonomian raksasa, segala macam aktivitas ekonomi AS sudah barang tentu menjadi *benchmark* perekonomian dunia. Perekonomian AS laksana kiblat bagi perekonomian dunia karena segala macam syok yang terjadi di AS akan berdampak pada perekonomian negara-negara lain.

Selanjutnya, semakin tinggi tingkat PDB riil AS yang mengindikasikan bahwa fundamental mikro tiap perusahaan di AS sangatlah baik, sehingga menyebabkan tingkat produktivitas agregat di AS pun menjadi tinggi. Produktivitas yang tinggi merefleksikan terciptanya skala produksi ekonomis. Jansen & Stokman (2004) menjelaskan bahwa tingkat produktivitas AS yang tinggi akan membuat nilai saham AS pun menjadi tinggi (sesuai dengan teori investasi q) sehingga otomatis *yield* yang ditawarkan juga menjadi tinggi, karena terkait dengan siklus bisnis yang baik di AS. Dengan begitu permintaan terhadap investasi portofolio di AS akan tinggi.

2.3.3 Hubungan M0 dengan Investasi Portofolio

Untuk menjelaskan hubungan antara uang kartal dengan investasi portofolio dapat digunakan rangkaian teori berikut yang dijelaskan oleh Krugman & Obstfeld (2003).

2.3.3.1 Teori Keseimbangan Pasar Uang (*Money Market Equilibrium*)

Konsep dasar keseimbangan pasar uang merupakan refleksi dari salah satu teori Keynes yaitu *Theory of Liquidity Preference* (Craighead, 2007). Teori ini sebenarnya mengilustrasikan dilema individu pada saat dihadapkan oleh dua aset: uang atau obligasi. Konsep dasar teori Keynes tersebut mengacu pada pendeskripsian

tiga motif mengapa masyarakat lebih condong untuk memegang uang tunai. Tiga motif tersebut yaitu: motif transaksi (*transaction motive*), motif berjaga-jaga (*precautionary motive*), dan motif spekulasi (*speculative motive*). Craighead menjelaskan definisi dari masing-masing motif sebagai berikut:

1) Motif transaksi

Motif transaksi akan muncul apabila individu ingin mengkonsumsi suatu barang atau jasa. Dalam kasus kehidupan sehari-hari misalnya apabila kita ingin berbelanja, pasti kita akan sangat memerlukan uang tunai.

2) Motif berjaga-jaga

Motif berjaga-jaga akan muncul pada saat seorang individu ingin menyimpan uang karena mengantisipasi akan terjadinya keperluan yang tidak terduga di masa mendatang. Misalkan, seorang ibu yang menyimpan uang karena waspada suatu saat anaknya mungkin terserang penyakit dan butuh berobat ke dokter.

3) Motif spekulasi

Motif spekulasi dijelaskan oleh Craighead sebagai bentuk keinginan individu meraih keuntungan dari memegang uang tunai akibat adanya ekspektasi penurunan nilai obligasi di masa mendatang. Jadi, pada motif jenis ini terdapat kegiatan spekulasi dimana masyarakat berekspektasi bahwa tingkat suku bunga di masa depan akan meningkat, sehingga akan lebih menguntungkan bila memegang uang tunai daripada memiliki obligasi.

Selanjutnya Craighead memformulasikan permintaan terhadap uang dalam persamaan berikut ini:

$$\left(\frac{M}{P}\right)^d = L(Y, r) \quad (2.3)$$

dimana $\left(\frac{M}{P}\right)$ mendenotasikan *real money holdings*. Pendapatan nasional (Y) memiliki korelasi positif yang erat dengan motif transaksi dan motif berjaga-jaga, sedangkan tingkat suku bunga (r) memiliki korelasi positif yang erat dengan motif spekulasi. Dari formula di atas, dapat kita tarik kesimpulan bahwa peningkatan

pendapatan nasional dan tingkat suku bunga akan meningkatkan permintaan terhadap uang. Peningkatan jumlah permintaan terhadap uang dapat meningkatkan tingkat harga (inflasi).

2.3.3.2 Teori Dalil Satu Harga (*The Law of One Price*)

Law of one price menyatakan bahwa tingkat harga-harga umum barang yang sejenis akan sama di setiap negara apabila dikonversikan dalam mata uang lokal dari masing-masing negara (Simorangkir & Suseno, 2004). Selanjutnya Simorangkir & Suseno menyatakan bahwa konsep tersebut sering diistilahkan sebagai *absolute purchasing power parity* (PPP) yang dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$P = S \cdot P^* \quad (2.4)$$

dimana: P = tingkat harga domestik

S = nilai tukar mata uang asing terhadap mata uang lokal

P^* = tingkat harga di luar negeri

Mishkin (2007) menambahkan bahwa pada *law of one price* ini biaya transportasi dan hambatan dalam perdagangan (seperti tarif, kuota, standarisasi produk, dll) sangat rendah.

2.3.3.3 Teori Paritas Daya Beli (*Purchasing Power Parity / PPP*)

Teori *purchasing power parity* (PPP) menyatakan bahwa nilai tukar antara dua mata uang akan menyesuaikan diri dengan perubahan refleksi dalam tingkat harga diantara dua negara (Mishkin, 2007). Salvatore (2004) menyatakan bahwa,

“Relative purchasing power-parity theory postulates that the change in the exchange rate over a period of time should be proportional to the relative change in the price levels in the two nations over the same time period.”

Teori PPP menekankan dimensi tingkat harga pada dua mata uang dimana peningkatan tingkat harga domestik mengindikasikan bahwa mata uang negara tersebut mengalami depresiasi, sedangkan mata uang asing tandingannya mengalami

apresiasi. Selanjutnya Dornbusch, *et. al.* mengungkapkan bahwa daya beli relatif antara dua mata uang diukur oleh *real exchange rate* yang didefinisikan sebagai rasio harga luar negeri dengan harga domestik, yang diukur dalam mata uang yang sama. Teori PPP dapat dideskripsikan melalui identitas berikut:

$$R = \frac{e \cdot P_f}{P} \quad (2.5)$$

dimana: P = tingkat harga domestik
 P_f = nilai tukar mata uang asing terhadap mata uang lokal
 e = harga mata uang domestik terhadap mata uang asing

Argumentasi Dornbusch, *et. al.* menyatakan bahwa jika nilai tukar riil sama dengan 1, maka dua mata uang dimaksud berada pada kondisi *purchasing power parity*. Selanjutnya, ia mengemukakan bahwa jika R meningkat diatas 1, berarti harga barang-barang di luar negeri lebih mahal daripada di dalam negeri. Produk domestik dapat dikatakan kompetitif karena permintaan relatif terhadap produk lokal mengalami peningkatan.

2.3.3.4 Teori Paritas Suku Bunga (*Interest Rate Parity / IRP*)

Perfect capital mobility menggarisbawahi terciptanya kondisi dimana aset-aset dari tiap negara bersifat substitusi sempurna sehingga bila balas jasa aset domestik lebih tinggi dari balas jasa aset negara lain, maka para investor hanya menginginkan untuk memegang aset domestik (Mishkin, 2007). Argumen Mishkin tersebut mengacu pada kondisi saat terjadi *interest rate parity*, kepemilikan antara aset domestik dan aset asing akan bernilai sama di mata para investor karena ekspektasi balas jasa kedua aset tersebut juga bernilai sama. Kondisi *interest rate parity* dituliskan Mishkin sebagai berikut:

$$\frac{E_{D/F}^e - E_{D/F}}{E_{D/F}} = i^D - i^F \quad (2.6)$$

dimana: i^D = tingkat suku bunga domestik
 i^F = tingkat suku bunga luar negeri

$$\frac{E_{D/F}^e - E_{D/F}}{E_{D/F}} = \text{ekspektasi depresiasi mata uang domestik}$$

$$E_{D/F} = \text{nilai tukar } spot$$

Identitas di sebelah kanan menyatakan selisih antara tingkat suku bunga domestik dengan suku bunga luar negeri. Seandainya suku bunga domestik lebih besar dari suku bunga luar negeri ($i^D > i^F$), maka investor akan menerima keuntungan bila menyimpan aset domestik. Dengan demikian, akan banyak investor berusaha untuk mengalihkan portofolio asetnya ke dalam mata uang domestik, sehingga akan terjadi *capital inflow* (Suendra, 2005). Sebaliknya apabila tingkat suku bunga asing lebih besar dari suku bunga domestik ($i^D < i^F$), maka akan tercipta peluang yang sangat ‘menjanjikan’ dalam memegang aset asing. Hal tersebut akan mengakibatkan terjadinya *capital outflow*. Pada praktiknya, *capital inflow* akan menyebabkan mata uang domestik mengalami apresiasi, sedangkan *capital outflow* akan menyebabkan mata uang domestik mengalami depresiasi.

2.3.4 Hubungan Tingkat Suku Bunga Treasury Bills Amerika Serikat dengan Investasi Portofolio di Negara Berkembang G-20

Dalam Mishkin (2007), disebutkan beberapa faktor penentu permintaan terhadap suatu aset. Diantaranya adalah:

1. Kemakmuran (*wealth*), yaitu total sumber daya yang dimiliki oleh individu, termasuk semua aset. Permintaan terhadap aset berhubungan positif dengan kemakmuran seseorang. Jadi, semakin makmur seseorang, permintaan terhadap aset dengan tujuan diversifikasi risiko akan semakin tinggi.
2. Balas jasa ekspektasi (*expected return*), yaitu balas jasa investasi pada periode mendatang relatif terhadap aset-aset alternatif lainnya. Balas jasa ekspektasi ini merupakan tingkat suku bunga di masa mendatang. Semakin tinggi suku bunga suatu aset, kemakmuran investor juga akan semakin besar. Bila tingkat suku bunga di masa mendatang lebih tinggi dari tingkat suku bunga saat ini, maka

permintaan terhadap aset di masa sekarang akan berkurang, sebaliknya, di masa mendatang permintaan terhadap aset akan menjadi besar.

3. Risiko (*risk*), yaitu derajat ketidakpastian nilai balas jasa pada suatu aset relatif terhadap aset-aset alternatif lainnya. Permintaan terhadap aset berhubungan negatif dengan risiko yang menyertai balas jasa aset relatif terhadap aset-aset alternatif lainnya. Risiko menjadi faktor disinsentif untuk berinvestasi karena risiko ini dapat menyebabkan penurunan nilai aset.
4. Likuiditas (*liquidity*), yaitu kemudahan dan kecepatan suatu aset dapat dikonversi menjadi kas relatif terhadap aset-aset alternatif lainnya. Permintaan terhadap aset berhubungan positif dengan likuiditas aset tersebut. Aset yang likuid atau aset yang mudah dikonversi menjadi kas / uang tunai dapat menjadi penstimulus untuk berinvestasi karena memegang uang tunai merupakan salah satu preferensi individu untuk berjaga-jaga, bertransaksi, ataupun berspekulasi.⁴³

Calvo, *et. al.* (1993) dalam Chow (2008) mengatakan bahwa meningkatnya aliran modal ke Asia beberapa tahun belakangan disebabkan oleh rendahnya tingkat suku bunga di negara maju, sedangkan para investor mencari investasi yang menghasilkan *yield* tinggi. Grabel (1998) mengemukakan bahwa net investasi portofolio *inflows* ke negara berkembang sebesar \$800 juta pada 1987, membumbung tinggi ke \$7,2 miliar pada 1991, dan \$45,7 miliar pada 1996. Investor portofolio Amerika Serikat membeberkan suatu alasan terkait dengan peristiwa ini, yaitu karena para investor ini menghadapi penurunan kesempatan berinvestasi di AS karena adanya penurunan suku bunga AS. Dalam salah satu kasus Indonesia, Goeltom (2008) mengemukakan bahwa Bank Indonesia berusaha ‘menyerap’ investasi portofolio dari luar negeri dengan cara memperbesar selisih tingkat suku bunga nasional dengan tingkat suku bunga negara-negara lain. Dalam kasus Amerika Latin, Altinkemer (1995) mencontohkan terjadinya *capital inflow* besar-besaran ke Amerika Latin pada tahun 1991—1992 karena adanya penurunan dramatis suku bunga AS.

⁴³ Teori *liquidity preference* dikemukakan oleh John Maynard Keynes, dimana pada teori ini diungkapkan beberapa alasan individu untuk memegang uang. Ketiga alasan dimaksud yaitu motif transaksi, motif berjaga-jaga, dan motif spekulasi.

Altinkemer berargumen bahwa faktor-faktor domestik seperti ekspektasi stabilitas yang lebih baik dengan disertai tingkat suku bunga yang menarik akan mempengaruhi permintaan terhadap investasi portofolio di dalam negeri. Grenville (2008) berargumen bahwa *capital inflow* seharusnya tidak hanya didongkrak oleh peningkatan suku bunga yang struktural, tetapi juga harus disertai dengan prospek *gain* dari nilai tukar (seperti misalnya di Jepang, dimana nilai tukar terapresiasi dari 360 yen/dolar menjadi 100 yen/dolar pada tahun 1970-an). *Gain* dari nilai tukar ini dicontohkan Grenville sebagai refleksi dari *economies of scale*.

Abe (2006) mengemukakan bahwa hubungan antara tingkat suku bunga Treasury bills AS dengan permintaan terhadap aset di Jepang memiliki *bandwagon effect*. Penurunan imbal hasil Treasury bills AS akan meningkatkan permintaan aset di Jepang karena para investor menganut strategi umpan balik (*feed back strategies*) dimana mereka akan membeli aset pada saat harganya tinggi, dan menjual aset tersebut pada saat harganya jatuh.

2.3.5 Hubungan Cadangan Devisa dengan Investasi Portofolio

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. Lin & Wang (2006) menghubungkan tingkat inflasi dan cadangan devisa melalui mekanisme peningkatan cadangan devisa (atau depresiasi mata uang domestik) yang kemudian membuat ekspor meningkat. Dampak dari ekspansi ekspor ini adalah peningkatan pendapatan nasional yang kemudian mendorong peningkatan permintaan agregat. Peningkatan permintaan agregat ini kemudian meningkatkan jumlah uang beredar yang kemudian meningkatkan inflasi. 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. Hasil penelitian Lin & Wang di lima negara Asia (Korea, Jepang, Taiwan, Singapura, dan Hong Kong) menunjukkan bahwa cadangan devisa signifikan mempengaruhi tingkat inflasi di lima negara tersebut.

Pada praktiknya, mekanisme hubungan antara cadangan devisa dengan harga saham hanya akan berhasil apabila aktivitas ekonomi ditunjang oleh informasi sempurna dari level mikro maupun makro (Bhattacharya & Mukherjee, 2006). Pada level mikro, para investor dapat memperoleh profit yang lebih tinggi daripada rata-rata harga saham. Sedangkan pada level makro, informasi yang sempurna akan memperlulus penyaluran dana kepada sektor-sektor yang produktif.

2.4 G-20

2.4.1 Sejarah G-20

Awal mula didirikannya Group of Twenty atau G-20 adalah pada tanggal 25 September 1999 (Mbeki, 2007). Sejarahnya adalah pada tanggal tersebut berlangsung pertemuan menteri-menteri keuangan negara-negara G-7 dimana para menteri tersebut beranggapan mengenai kurang efektifnya pertemuan itu bila tidak melibatkan kekuatan-kekuatan ekonomi lain agar keputusan-keputusan yang mereka buat memiliki pengaruh yang lebih besar dan mendengarkan kepentingan-kepentingan yang barangkali tidak tercakup dalam kelompok kecil itu.⁴⁴ G-20 merupakan kombinasi dari negara maju dan negara berkembang yang terdiri dari: Amerika Serikat, Jerman, Jepang, Italia, Perancis, Inggris, Kanada, Indonesia, Australia, Argentina, Brazil, Korea Selatan, Afrika Selatan, Meksiko, Turki, Rusia, China, India, Arab Saudi, dan Uni Eropa (sebagai proksi dari Belanda, Polandia, dan Spanyol). Wikipedia menulis bahwa G-20 ini merupakan suatu bentuk keterbukaan negara maju terhadap negara berkembang mengenai kebijakan-kebijakan yang mengarah pada stabilitas keuangan internasional dan mencari upaya-upaya pemecahan masalah yang tidak dapat diatasi oleh satu negara tertentu saja.

⁴⁴ www.wikipedia.org

Presiden Mbeki menjelaskan bahwa G-20 memiliki suatu *Reform Agenda* yang mentranslasikan kesepakatan negara-negara G-20 untuk menjunjung tinggi pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan dan menciptakan pemerintahan yang baik di masing-masing negara anggota, misalnya: (a) mempermudah akses dana bagi area yang memiliki keterbatasan infrastruktur telekomunikasi dan energi, (b) meliberalisasi pelayanan publik, dan (c) menyediakan dana untuk menstimulus inisiatif berinovasi dalam sektor pendidikan, perbaikan pelayanan publik, dan telekomunikasi (G-20, 2008).

2.4.2 Perkembangan Investasi di Negara Berkembang G-20

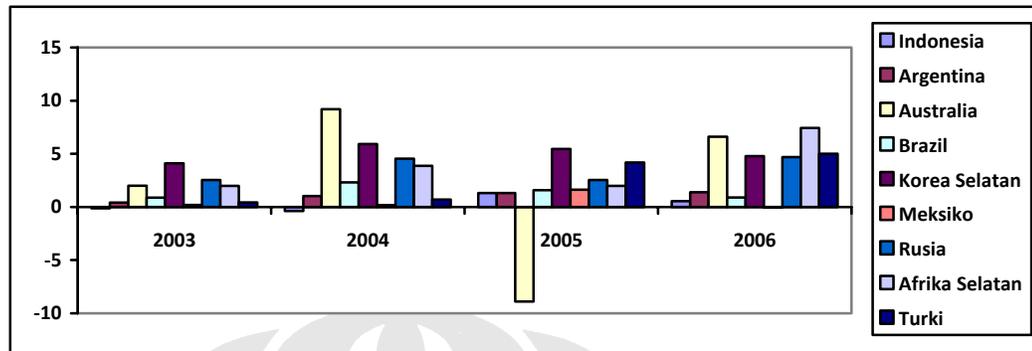
Para ekonom berpendapat bahwa negara berkembang dengan skala ekonomi yang tergolong kecil sangat mengandalkan aliran modal dari luar negeri sebagai soko guru perekonomian.

Secara kolektif, G-20 yang secara sistematis terdiri dari negara maju dan negara berkembang secara kasar merepresentasikan 85 persen GDP global dan dua per tiga populasi dunia sehingga kondisi investasi dunia dapat tercermin dari besaran investasi negara-negara G-20.⁴⁵

Pada gambar-gambar berikut ini disajikan data *net private capital flows* ke sembilan negara G-20 pada periode 2003—2006, sesuai dengan data IFS. Dari kedua gambar di bawah ini, dapat disimpulkan bahwa investasi di delapan negara berkembang G-20 masih terbilang menarik karena pergerakan selalu menunjukkan posisi surplus.

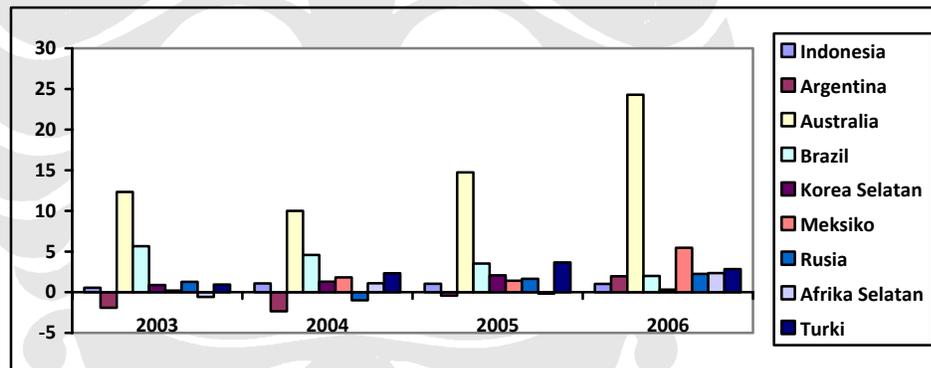
⁴⁵ President Mbeki. "The Group of Twenty: A History". 2007.

Gambar 2.6
Net Flow Investasi Asing Langsung Negara Berkembang G-20
(dalam miliar USD)



Sumber: Data IFS, telah diolah kembali

Gambar 2.7
Net Flow Investasi Portofolio Negara Berkembang G-20
(dalam miliar USD)



Sumber: Data IFS, telah diolah kembali

2.5 PENELITIAN TERDAHULU

Penelitian mengenai determinan investasi asing langsung dan investasi portofolio di 32 negara berkembang pernah dilakukan oleh De Vita & Kyaw pada tahun 2008 dengan menggunakan data tahunan pada kurun 1990 sampai 2004. 32 negara berkembang yang diteliti oleh 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. Adapun model yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$y_{qi,t} = \alpha_i + \sum_{j=1}^N \sum_{t=1}^T \beta_j x_{ji,t} + \sum_{f=1}^N \sum_{t=1}^T \beta_f x_{fi,t} + \varepsilon_{i,t}$$

dimana $y_{qi,t}$ adalah *capital flow* jenis q yang diterima oleh negara berkembang i pada saat t (dimana q mengacu pada *flow* FDI atau investasi portofolio), α_i adalah *country specific effect*, $x_{ji,t}$ adalah vektor variabel domestik j pada saat t dalam negara berkembang i (dimana j mengacu pada PDB riil negara berkembang, dan uang kartal negara berkembang), $x_{fi,t}$ adalah vektor variabel eksternal f pada saat t di negara berkembang i (dimana f mengacu pada PDB riil Amerika Serikat, dan tingkat suku bunga Treasury bills Amerika Serikat), dan $\varepsilon_{i,t}$ adalah *error term*. Tiap negara berkembang i (dimana $i = 1, 2, \dots, N$) diobservasi pada periode $t = 1, 2, \dots, T$.

Dengan menggunakan analisis kointegrasi panel, hasil penelitian De Vita & Kyaw adalah sebagai berikut:

Tabel 2.1
Determinan FDI dan FPI 32 Negara Berkembang

Variabel Independen \ Variabel Dependen	Investasi Asing Langsung	Investasi Portofolio
PDBR	0,0229 (2,94)***	0,0278 (2,26)**
M0	0,0043 (3,22)***	0,0797 (2,91)**
RGDP	-0,0171 (-1,79)*	-0,0061 (-0,45)
TBR	0,0051 (1,58)	0,0089 (1,83)*

Keterangan: * signifikan pada α 10%, ** signifikan pada α 5%, *** signifikan pada α 1%.

Secara garis besar, sesuai dengan hasil estimasi di atas, dapat dijelaskan hubungan antara produk domestik bruto riil negara berkembang, uang kartal negara berkembang, produk domestik bruto riil Amerika Serikat, dan tingkat suku bunga

Treasury bills Amerika Serikat terhadap investasi asing langsung di negara berkembang kira-kira sebagai berikut:

- 1) Produk domestik bruto riil negara berkembang ternyata memberi pengaruh signifikan pada α 1% terhadap investasi asing langsung di negara berkembang itu sendiri, dan memberi korelasi positif.
- 2) Uang kartal negara berkembang ternyata memberi pengaruh signifikan pada α 1% terhadap investasi asing langsung di negara berkembang itu sendiri, dan memberi korelasi positif. Korelasi positif ini merupakan *wrong sign* / salah tanda karena hipotesis awal mengharapkan tanda hubungan yang muncul adalah tanda negatif.
- 3) Produk domestik bruto riil Amerika Serikat ternyata memberi pengaruh signifikan pada α 10% terhadap investasi asing langsung di negara berkembang, dan memberi korelasi negatif.
- 4) Tingkat suku bunga Treasury bills Amerika Serikat ternyata tidak berpengaruh signifikan terhadap investasi asing langsung di negara berkembang, dan memberi korelasi positif.

Sesuai dengan hasil estimasi di atas, dapat dijelaskan hubungan antara produk domestik bruto riil negara berkembang, uang kartal negara berkembang, produk domestik bruto riil Amerika Serikat, dan tingkat suku bunga Treasury bills Amerika Serikat terhadap investasi portofolio di negara berkembang kira-kira sebagai berikut:

- 1) Produk domestik bruto riil negara berkembang ternyata memberi pengaruh signifikan pada α 5% terhadap investasi portofolio di negara berkembang itu sendiri, dan memberi korelasi positif.
- 2) Uang kartal negara berkembang ternyata memberi pengaruh signifikan pada α 5% terhadap investasi portofolio di negara berkembang itu sendiri, dan memberi korelasi positif.
- 3) Produk domestik bruto riil Amerika Serikat ternyata tidak berpengaruh signifikan terhadap investasi portofolio di negara berkembang, dan memberi korelasi negatif.

- 4) Tingkat suku bunga Treasury bills Amerika Serikat ternyata berpengaruh signifikan terhadap investasi portofolio di negara berkembang pada α 10%, dan memberi korelasi positif.

Landasan teoritis di balik penggunaan variabel-variabel dalam penelitian De Vita & Kyaw mengenai penggunaan PDB riil sebagai determinan FDI dan investasi portofolio tersebut adalah karena PDB riil dapat merefleksikan prospek perekonomian. *Gain* yang tercipta dari efisiensi produksi (*economies of scale*) tercermin dari PDB riil yang besar, sehingga PDB riil yang besar dapat menarik investasi ke dalam negeri. Amaya & Rowland (2004) meneliti determinan FDI dan investasi portofolio di Asia dan Amerika Latin menggunakan PDB riil Amerika Serikat untuk merepresentasikan efek siklus bisnis eksternal (*external business cycle effect*). Amaya & Rowland juga menggunakan tingkat suku bunga T-bills Amerika sebagai variabel pendorong investasi karena penurunan tingkat suku bunga T-bills AS menyebabkan peningkatan kelayakan aset domestik yang tingkat suku bunganya tidak mengalami perubahan, dengan asumsi *ceteris paribus*. Penelitian De Vita & Kyaw ternyata menghasilkan “*wrong sign*” pada hasil estimasi pengaruh M0 terhadap dualisme investasi di 32 negara berkembang. Keyakinan apriori M0 akan memberi dampak negatif karena peningkatan uang beredar akan menyebabkan penurunan tingkat suku bunga riil, sehingga menjadi faktor disinsentif bagi investasi.

Garibaldi, *et.al.* (2001) menjelaskan bahwa investasi di negara-negara dengan perekonomian yang belum kokoh dipengaruhi oleh stabilitas makroekonomi, tingkat reformasi ekonomi, liberalisasi perdagangan, *endowment* sumber daya alam, dan hambatan langsung dalam investasi.