

## ADAKAH PERAN PENTING PASAR DOMESTIK DALAM MENDORONG INVESTASI ASING?

Agung Nusantara<sup>1)</sup>, Agus Budi Santosa<sup>2)</sup>, Sri Nawatmi<sup>3)</sup>  
Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas STIKUBANK Semarang

### ABSTRAK

Arti penting investasi asing bagi negara Indonesia bukan lagi sebagai sebuah perdebatan, kepentingan mendorong investasi asing harus mempertimbangkan motif yang dimiliki investor. Motiv utama investor asing adalah mencari keuntungan maksimal dengan mempertimbangkan berbagai aspek. Aspek ekonomi yang menjadi perhatian utama investor asing adalah memanfaatkan sumber daya, efisiensi perekonomian, dan potensi pasar domestik. Penelitian ini akan fokus pada motif memanfaatkan potensi pasar domestik, yang oleh banyak kalangan, Indonesia dinilai memiliki potensi yang besar.

Dengan memanfaatkan kajian yang bersifat dinamis dan membedakan jenis investasi asing dalam dua kategori, Greenfield Investment (GI) dan Merger and Acquisition (MA) diperoleh kesimpulan bahwa secara umum perhatian investor asing terhadap potensi pasar domestik didukung oleh penelitian ini. Namun demikian jenis investasi asing yang berbeda memiliki perhatian pada variabel yang berbeda. Jenis investasi Greenfield Investment lebih memberi tekanan pada faktor fundamental perekonomian, yaitu ukuran pasar (GDP) sedangkan Merger and Acquisition lebih banyak memberi penekanan pada kapitalisasi pasar modal dan keterbukaan ekonomi.

Untuk itu, upaya memperkuat fondasi perekonomian melalui menjaga stabilitas pertumbuhan ekonomi, dan kebijakan perekonomian, baik melalui pasar modal maupun kebijakan perdagangan menjadi kunci kemampuan perekonomian domestik dalam menyerap potensi investasi asing.

**Kata Kunci:** Investasi Asing, Motiv Investor Asing, Potensi Pasar Domestik

### 1. PENDAHULUAN

Masalah utama negara sedang berkembang adalah belum tercukupinya kebutuhan investasi dari sumber domestik. Indonesia sangat membutuhkan investasi asing karena kemampuan domestik yang masih rendah dalam membiayai pembangunannya. Maka tidak mengherankan apabila investasi asing berperan penting dalam proses pembangunan ekonomi Indonesia sejak diterbitkannya UU No.1/ 1967 tentang Penanaman Modal Asing, yang sekaligus mengawali terbentuknya Badan Koordinasi Penanaman Modal (BKPM) tahun 1973.

Sebagai negara yang memiliki perekonomian terbuka, pasang surut perekonomian dunia akan mempengaruhi perekonomian domestik. Hal tersebut tergambar dalam perkembangan investasi asing di Indonesia, berdasarkan UU. No. 25/2007 tentang Penanaman Modal, dapat berwujud sepenuhnya investor asing maupun kombinasi investor asing dan domestik. Serapan investasi asing oleh perekonomian Indonesia cenderung meningkat, namun masih jauh dari gambaran potesialnya.

Masalah yang kedua adalah fluktuasi penyerapan investasi asing yang relatif tinggi, baik dari investasi langsung asing maupun *mode of entry*-nya *mergers & acquisitions* maupun *greenfield investment* (Nusantara, 2013). Secara umum FDI mengalami peningkatan sejak 2008 hingga 2016. Perkembangan modus *mergers & acquisitions* dan *greenfield investment* nampak lebih dinamis daripada FDI. Dinamika tersebut terlihat dari tingkat pertumbuhan yang fluktuatif yang terjadi pada modus *mergers & acquisitions*, dan *greenfield investment* (Nusantara, 2013).

Berdasarkan studi UNCTAD (2008), Indonesia menempati urutan ke 111 dari 141 negara untuk kinerja *Inward FDI Performance* dan urutan 89 untuk *Inward FDI Potential*. Dengan potensi dan kinerja tersebut Indonesia hanya mampu menyerap investasi langsung asing dunia sebesar 0,53% atau 19,85% dari investasi langsung asing dunia yang beredar di Asia Tenggara. Tahun 2009 belum memberikan perubahan yang berarti. Bahkan mengalami penurunan peringkat indeks *performance*, sekalipun ada peningkatan dari sisi indeks potensial. Sampai dengan data tahun 2010, yang masih tergambar dalam kemampuan perekonomian Indonesia menyerap investasi asing adalah masih rendahnya daya serap Indonesia bahkan jika dibandingkan dengan negara ASEAN, Indonesia berada di bawah Singapura, Thailand, Brunei, Malaysia, dan Vietnam. Berdasarkan gambaran investasi langsung asing yang disusun oleh UNCTAD, Indonesia berada pada posisi *Low FDI Performance* dan *Low FDI Potential*, artinya Indonesia dengan kondisi yang ada dinilai memiliki potensi yang rendah dan menunjukkan kinerja penyerapan investasi asing yang rendah.

Beberapa penelitian yang terkait dengan penyerapan investasi asing negara sedang berkembang juga menunjukkan berbagai hasil yang menarik. Penelitian yang dilakukan oleh Zebregs (1989) menunjukkan bahwa aliran modal asing memang cenderung mengalir dari negara kaya menuju negara miskin, sebagaimana yang dipahami oleh mashab neoklasik. Namun demikian, penyerapan di antara negara sedang berkembang tidak merata. Negara sedang berkembang dengan kategori pendapatan menengah menunjukkan tingkat penyerapan investasi asing yang lebih tinggi daripada kelompok pendapatan rendah.

Hasil yang agak berbeda ditunjukkan oleh Nunnenkamp (2004), yang mendukung bahwa investasi asing mengalir dari negara industri menuju negara sedang berkembang tanpa menunjukkan ke-tidak merataan kemampuan penyerapan di antara negara sedang berkembang. Namun, yang memiliki potensi untuk menimbulkan masalah adalah dampak investasi asing tersebut. Terdapat kecenderungan, investasi asing yang masuk ke negara sedang berkembang dengan tingkat pendapatan rendah merupakan investasi asing yang tidak sesuai dengan kondisi obyektif negara yang bersangkutan. Temuan mengenai aliran investasi asing dari negara industri ke negara sedang berkembang, menarik untuk dijadikan bahan kajian secara lebih mendalam untuk memahami perilaku investasi, terutama terkait dengan *cross-border investment*.

Investasi memiliki peran yang sangat penting dalam perekonomian. Secara ekonomi makro, investasi memiliki beberapa peran, yaitu: (1) investasi akan mendorong permintaan untuk barang modal yang berarti pula meningkatkan *domestic expenditure*; (2) peningkatan penggunaan barang modal (*installed capital*) akan meningkatkan kapasitas produksi; (3) investasi akan memodernisasi proses produksi dan mengarah pada efisiensi; (4) investasi akan meningkatkan produktivitas; (5) investasi akan meningkatkan nilai tambah produk melalui mekanisme inovasi dan memperbaiki produk yang sudah ada; (6) secara internasional, investasi akan menjembatani perekonomian negara berkembang dengan negara sedang berkembang melalui peningkatan aktivitas ekspor dan impor. Peran-peran itulah yang menyebabkan investasi memiliki posisi penting. Persoalan klasik di negara sedang berkembang adalah tidak memadainya kebutuhan investasi melalui tabungan domestik. Fenomena tersebut mengakibatkan munculnya eksekutif permintaan investasi. Untuk menurunkan eksekutif permintaan investasi tersebut maka investasi asing menjadi sumber pembiayaan yang penting.

Penelitian tentang investasi langsung asing banyak didominasi oleh pengambilan sampel secara panel. Data panel, dan data *cross-section*, dalam penelitian investasi langsung asing memiliki persoalan seputar heterogenitas kondisi di negara sampel terkait dengan variabel yang digunakan, baik dari sisi *host country* maupun *home-country*. Keberagaman tersebut mempersulit usaha untuk melakukan komparasi antar perusahaan-industri-institusi negara sehingga memungkinkan munculnya inkonsistensi hasil (Slangen dan Hennart, 2007). Beberapa penelitian yang berupaya mengungkapkan masalah investasi asing dalam bentuk *Foreign Direct Investment* dilakukan oleh Faeth (2005), Mah dan Yoon (2010), Wadhwa dan Reddy (2011), dan Kurihara (2012). Investasi langsung asing dilihat dalam perspektif ekonomi makro dikaitkan dengan variabel GDP, pertumbuhan ekonomi, kesempatan kerja, tingkat bunga dan inflasi. Hasil kajian Faeth (2005) mengemukakan bahwa variabel GDP, kesempatan kerja, dan tingkat bunga tidak dapat menjelaskan investasi langsung asing di Australia, sedangkan variabel inflasi justru berpengaruh positif terhadap investasi langsung asing, berbeda dengan teori yang mendasarinya.

Kajian serupa tentang investasi langsung asing namun melalui pengukuran *Mergers & acquisitions* yang dilakukan oleh Calderon, Loayza, dan Servén (2004), Nakamura (2005), di Giovanni (2005), Kamaly (2010), Višić dan Škrabić (2010). Juga menunjukkan berbagai perbedaan dan inkonsistensi. Calderón, Loayza, dan Servén (2004) menyimpulkan bahwa tidak terdapat keterkaitan antara *Mergers & acquisitions* dan investasi langsung asing terkait dengan faktor ekonomi makro yang diduga mempengaruhinya. Sedangkan Nakamura (2005), di Giovanni (2005), Kamaly (2010) menghasilkan kesimpulan bahwa kapitalisasi pasar modal tidak mempengaruhi pergerakan *mergers & acquisitions*.

Berbagai penelitian tentang investasi asing memiliki kecenderungan mengarah ke *Foreign Direct Investment* (FDI). Secara faktual, UNCTAD mendefinisikan investasi asing bukan hanya dalam bentuk investasi langsung asing tetapi juga *greenfield investment* dan *mergers & acquisitions* yang dimungkinkan memiliki sifat berbeda. Di samping itu, UNCTAD juga telah mengidentifikasi motivasi ekonomi investor menjadi tiga macam, yaitu *resource-seeking*, *efficiency-seeking*, dan *market-seeking*. Dengan demikian, setiap penelitian yang tidak membagi modus investasinya dan tidak mempertimbangkan motivasi ekonominya maka dimungkinkan untuk memperoleh kesimpulan yang beragam.

Berdasarkan permasalahan tersebut maka penelitian ini berupaya untuk menjawab pertanyaan tentang model teoritik yang memiliki kemampuan untuk mengidentifikasi pengaruh variabel ekonomi terhadap investasi langsung asing, baik modus *greenfield investment* maupun *mergers & acquisitions*, dengan mempertimbangkan motivasi ekonomi yang melatar belakangi pengambilan keputusan investor asing, khususnya motivasi *market seeking*.

## 2. METODE PENELITIAN

Penelitian ini membahas mengenai investasi langsung asing, dalam dua modus, yaitu: *mergers & acquisition* dan *greenfield investment*. Globalisasi menimbulkan peningkatan intensitas aliran investasi langsung asing dunia, sehingga dinamika investasi langsung asing menjadi semakin nyata. Bagi perekonomian Indonesia yang relatif terbuka, investasi langsung asing memiliki peran penting. Di sisi lain, aliran investasi langsung asing bersifat dinamis, yang terlihat dari fluktuasi serta adanya aliran dua arah, aliran masuk dan aliran keluar dalam perekonomian. Berdasarkan fakta tersebut kajian mengenai investasi langsung asing memerlukan sudut pandang yang bersifat dinamis.

Penelitian ini menggunakan serangkaian prosedur ekonometrika untuk mengestimasi dinamika peran variabel bebas terhadap variabel tak bebas investasi langsung asing, serta untuk mengetahui respon variabel

investasi langsung asing terhadap *external shock*. Prosedur ekonometrika yang akan digunakan untuk menjawab permasalahan penelitian ini adalah:

1. Pengujian sifat stasioner data *runtun waktu* untuk memastikan bahwa variabel yang teramati memiliki sifat stasioner.
2. Pengujian kointegrasi bisa dianggap sebagai pengujian awal untuk menghindari situasi *spurious regression*. Di samping itu, persamaan yang terbentuk pada pengujian kointegrasi dapat dianggap sebagai gambaran hubungan jangka panjang antar variabel bebas dan variabel tak bebasnya (Green, 2000: hal.790) dan mengindikasikan proses penyesuaian yang dinamis (Wang, 2009: hal. 59)
3. Estimasi model *Vector Autoregressive* (VAR) jenis *Vector Error Correction* (VEC). Model VAR untuk jenis VEC adalah jenis yang restriktif dengan menentukan variabel endogen dan eksogennya terlebih dahulu berdasarkan teori. VECM merupakan salah satu turunan dari VAR yang memiliki ciri adanya unsur *error correction* pada model. Alasan dari adanya unsur *error correction* dalam model adalah untuk mengukur gerakan menjauhi titik keseimbangan jangka panjang. Dengan kata lain, model VECM dapat dijadikan petunjuk bagi model jangka pendek.

Jika  $Y_t$  terkointegrasi pada derajat satu,  $I(1)$ , dan variabel memiliki potensi untuk terkointegrasi, maka bentuk pertama dari VAR menjadi tidak efektif (Lütkepohl, 2007: hal. 11). Akan lebih bermanfaat apabila menggunakan VECM yang diperoleh dari model dasar VAR. Secara umum VECM dapat diturunkan dari persamaan VAR sederhana:

$$Y_t = b_0 + b_1X_t + b_2X_{t-1} + \mu Y_{t-1} + e_t; 0 < \mu < 1 \tag{1}$$

Jika kedua ruas persamaan dikurangi dengan  $Y_{t-1}$ , maka:

$$\Delta Y_t = b_0 + b_1\Delta X_t + (b_1 + b_2)X_{t-1} - \theta Y_{t-1} + \varepsilon_t; \tag{2}$$

Keterangan:  $\theta = 1 - \mu$  selanjutnya bisa diparameterisasi menjadi:

$$\Delta Y_t = b_0 + b_1\Delta X_t - \theta(Y_{t-1} - \beta_1 X_{t-1}) + \varepsilon_t; \tag{3}$$

Keterangan:  $\beta_1 = (b_1 + b_2)/\theta$ ; selanjutnya dapat diubah kembali menjadi:

$$\Delta Y_t = b_1\Delta X_t - \theta(Y_{t-1} - \beta_0 - \beta_1 X_{t-1}) + \varepsilon_t; \tag{4}$$

Keterangan:  $\beta_0 = b_0/\theta$

Persamaan (4) dapat diinterpretasi secara lebih sederhana, yaitu:  $\theta$  merupakan parameter penyesuaian,  $\beta_1$  merupakan elastisitas jangka panjang dari variabel  $Y$  terhadap  $X$ ,  $b_1$  merupakan reaksi segera dari  $Y$  terhadap perubahan  $X$  yang dapat dianggap sebagai elastisitas jangka pendek. Secara umum rumusnya adalah sebagai berikut:

$$d(Y)_t = \alpha + \sum_{i=1}^3 \beta_i X_{i,t-1} + \sum_{i=1}^3; j=1^n \gamma_i d(X_{i,t-j}) + ec_t \tag{5}$$

Keterangan:

\* MS modus GI dan MA:  $Y_t = GI$ ;  $X_{1t} = CAP_t$ ;  $X_{2t} = DC_t$ ;  $X_{3t} = GDPC_t$ ;  $X_{4t} = OPN_t$ ;  $ec_t =$  error correction;  $t-j =$  lag  $j$

### 3. HASIL DAN PEMBAHASAN

#### 3.1. Pengujian Akar-Akar Unit dan Kointegrasi

Berdasarkan teorema Engle dan Granger (1987), sepasang variabel dikatakan ter-kointegrasi jika terdapat beberapa kombinasi linier yang menghasilkan *stationary trend*  $I(0)$ . Sedangkan serangkaian variabel non-stasioner yang ter-kointegrasi memiliki kemungkinan menyimpang dalam jangka pendek namun harus tetap mengarah pada posisi ekuilibrium jangka panjang melalui mekanisme koreksi kesalahan (*error correction mechanism*).

Untuk itu, langkah awal mencapai model koreksi kesalahan adalah dengan melalui pengujian derajat stasionaritas. Tabel 1. menunjukkan bahwa variabel GI stasioner pada derajat nol,  $I(0)$ , sedangkan variabel MAC, CAP, OPN stasioner pada derajat satu ( $I(1)$ ). Namun demikian, untuk variabel DC dan GDPC memiliki stasionaritas pada derajat yang lebih rendah. Artinya, kedua variabel tersebut, DC dan GDPC memerlukan diferensiasi lebih dari sekali untuk mencapai sifat stasioner. Namun demikian, secara umum dapat dikatakan semua variabel memiliki sifat stasioner dan memenuhi syarat untuk digunakan dalam analisis dinamis (Wickens dan Bruschi, 1988) sekalipun bukan merupakan hasil model dinamis yang terbaik karena ada ganjalan dari variabel DC dan GDPC (Hassler dan Walters, 2005).

Tabel 1: Rekapitulasi Hasil Uji Akar-Akar Unit

VAR	I(0)		I(1)		I(2)	
	Konstanta	Konstanta & Tren Linier	Konstanta	Konstanta & Tren Linier	Konstanta	Konstanta & Tren Linier
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin Test Statistic (LM Stat)						
H0: Variabel memiliki sifat stasioner						
GI	0.370**	0.102	0.082	0.074	-	-
MAC	0.633**	0.041	0.115	0.056	-	-
CAP	0.563**	0.081	0.086	-	-	-
DC	0.717**	0.216*	0.725**	0.100	0.202	0.141**

GDPC	0.731**	0.247*	0.327	0.131***	0.115	0.114
OPN	0.442***	0.098	0.100	0.101	-	-

Keterangan:

- \*) signifikan taraf 1%
- \*\*\*) signifikan taraf 5%
- \*\*\*\*) signifikan taraf 10%

*Granger Representation Theorem* (1987) menyatakan bahwa jika dua atau lebih variabel yang stasionar maka dimungkinkan terdapat kombinasi linier yang stasionar. Kombinasi linier yang stasionar disebut dengan persamaan kointegrasi, yang mengarah pada implikasi ekuilibrium jangka panjang. Pencapaian ekuilibrium jangka panjang melalui teori kointegrasi ini dicapai dengan mengestimasi hubungan jangka panjang dengan menggunakan variabel yang non-stasionar atau yang tidak stasionar pada derajat nol. Dengan demikian, kointegrasi menjadi tahap penting, setelah uji akar-akar unit, untuk mengidentifikasi arti penting informasi dalam ekuilibrium jangka panjang (Baltagi, 2008:hal. 366-367). Implikasi dari *Granger Representation Theorem* adalah proses otoregresi yang terkointegrasi dapat diurai menjadi empat komponen, yaitu: *random walk*, proses stasionar, sifat deterministik, dan ketergantungannya pada nilai awal (Hansen, 2005). Keempat komponen kointegrasi ini dapat tertangkap oleh metode kointegrasi Johansen, yang akan dipilih untuk pengujian penelitian ini.

Penentuan lag untuk setiap persamaan kointegrasi didasarkan atas *VEC Stability Condition Check*, yang memberikan gambaran tentang lag yang mampu menghasilkan stabilitas terbaik pada persamaan. Khusus untuk persamaan MS-GI, penentuan lag tidak didasarkan atas *VEC Stability Condition Check*, mengingat jumlah observasi yang tidak mencukupi Tabel 2 menunjukkan hasil pengujian kointegrasi Johansen terhadap dua motivasi yang diduga melekat pada investasi langsung asing modus *greenfield investment* (GI) dan *mergers & acquisitions* (MAC).

Tabel 2: Hasil Pengujian Kointegrasi Johansen untuk MS (signifikansi 5% terhadap *trace statistic*)

	None	None	Linier	Linier	Quadratic
	No Intercept	Intercept	Intercept	Intercept	Intercept
	No Trend	No Trend	No Trend	Trend	Trend
Market-Seeking -Modus GI: GI CAP DC GDPC OPN (Lag 1)					
	2	2	1	1	1
Market-Seeking -Modus MAC: GI CAP DC GDPC OPN (Lag 4)					
	3	4	5	3	2

Tabel 2 menunjukkan bahwa dari ke-lima asumsi yang ada dalam metode kointegrasi Johansen, hampir semuanya menunjukkan eksistensi kombinasi linier dari serangkaian variabel yang masuk dalam kategori *Market Seeking* untuk kedua modus investasi langsung asing GI dan MAC. Sehingga dapat disimpulkan bahwa empat model yang dibangun dapat membentuk model jangka panjang yang mengarah pada ekuilibrium. Dengan demikian *Vector Error Correction Model* (VECM) dapat diterapkan pada *Market Seeking* kedua modus investasi langsung asing GI dan MAC.

### 3.2. Vector Error Correction Model (VECM)

Tujuan utama dibangunnya model VECM adalah untuk mengetahui hubungan antara perubahan variabel endogen terhadap perubahan variabel eksogen dan hasil *error term* yang mengarah pada ekuilibrium. Unsur penting VECM adalah *error term* yang harus signifikan dan bertanda negatif. Signifikansi tersebut memiliki arti pembuktian secara statistik eksistensi *error term* dan tanda negatif menunjukkan *error term* makin lama makin mengecil hingga mencapai ekuilibrium dan tidak bersifat eksplosif. Seberapa cepat proses menuju ke ekuilibrium sangat tergantung nilai koefisien *error term* yang menunjukkan kecepatan penyesuaian menuju ekuilibrium (*speed of adjustment*).

Tabel 3: VEC – Persamaan Kointegrasi

VARIABEL	MARKET SEEKING	
	GI (lag 1)	MAC (lag 4)
CAP(-1)	5.794269* (2.31828)	-1.989168* (-3.70823)
DC(-1)	0.004240 (0.26675)	-0.002718** (-1.74300)
GDPC(-1)	-0.300756* (-2.58161)	0.032265* (2.69118)
OPN(-1)	163.7129 (0.54532)	-67.51176 (-1.54594)
ECT	-0.049846	-0.210715*

	(-1.24495)	(-2.44999)
R <sup>2</sup>	0.627094	0.692315
F-TEST	7.847651	3.857273
SERIAL COR.(LM TEST) <sup>a</sup>	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan
NORMALITY-JB(URZUA) <sup>b</sup>	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan
HETEROS (WHITE) <sup>c</sup>	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan

Keterangan:

Angka dalam kurung adalah angka statistik-t

\* ) Signifikan pada taraf 5%

\*\* ) Signifikan pada taraf 10%

a. H0: no serial correlation at lag-i

b. H0: residuals are multivariate normal

c. H0: residuals are homoskedasticity

Perhitungan VECM dilakukan terhadap empat model analisis, yaitu MS-GI, dan MS-MAC. Tabel 3 menyajikan ringkasan dari VECM sebagaimana terlampir di Lampiran D, dan hanya menyajikan hasil model jangka panjang dan *speed of adjustment* yang diwakili oleh variabel *error correction term* (ECT). Penggunaan lag pada perhitungan VECM menggunakan dasar yang sama pada saat melakukan pengujian kointegrasi Johansen. Hal utama yang perlu diperhatikan dari VECM adalah tanda dan signifikansi *error correction term* (ECT). ECT harus memiliki tanda negatif dan signifikan. Persyaratan tersebut terpenuhi oleh hasil perhitungan VECM. Disamping itu, VECM juga masih dilengkapi dengan uji diagnostik yang meliputi: *serial correlation LM-test*, *normality Jarque-Bera test*, dan *White-heteroskedasticity*.

Kesimpulan tentang Tabel 3 secara umum adalah VECM merupakan model yang memadai untuk di analisis dengan pertimbangan: tanda dan signifikansi untuk variabel ECT sesuai dengan tuntutan teori, yaitu negatif dan signifikan. Di samping itu uji diagnostik juga memenuhi syarat statistik. Konsekuensi dari signifikannya uji normalitas pada residual terletak pada pengambilan keputusan statistik yang tidak efisien karena dalam model mengandung variansi yang tidak minimum (Gujarati, 2009: hal. 101).

Sepanjang periode pengamatan 1996 kuartal I sampai dengan 2011 kuartal IV, diduga terdapat 2 *breaks point*. Pendugaan ini didasarkan atas dua kejadian penting sepanjang periode tersebut, yaitu krisis ekonomi Indonesia 1997/1998 dan krisis ekonomi negara Uni Eropa dan Amerika Serikat tahun 2008. Penentuan periode *breaks point* akan dilakukan dengan memperhatikan perubahan-perubahan besar yang terjadi pada kehidupan perekonomian. Penentuan tahun krisis 1997 kuartal IV didasarkan atas beberapa pertimbangan, yaitu (a) hutang luar negeri Indonesia didominasi oleh hutang swasta mencapai puncaknya pada akhir 1997, yaitu mencapai 85% dari tambahan hutang luar negeri Indonesia (Worldbank, 1998). Faktor hutang luar negeri yang tidak terkontrol inilah yang diduga menjadi penyebab utama krisis ekonomi Indonesia; (b) pertimbangan kedua adalah dampak dari menggelembungnya pasar finansial global mulai dirasakan Indonesia pada akhir 1997 dengan merosotnya neraca pembayaran lebih dari 300% pada akhir 1997; (c) dan menurut penilaian Worldbank, pada akhir 1997 krisis kepercayaan mulai mempengaruhi investor asing terhadap kesediannya memberikan bantuan finansial (Worldbank, 1998). Sedangkan untuk penentuan periode krisis dunia 2008 kuartal IV, didasarkan atas dua pertimbangan. Pertimbangan pertama, (a) IHSG mengalami kemerosotan tajam pada akhir 2008 hingga indeks harga terpangkas hampir 50% bersamaan dengan merosotnya kapitalisasi pasar saham; (b) nilai tukar rupiah terhadap US dollar mencapai Rp.10.900/ USD, yang merupakan imbas penurunan secara gradual neraca pembayaran sejak akhir kuartal III 2008 (Bank Indonesia, 2009).

Tabel 4: VEC –Breaks Point 1997 Kuartal IV dan 2008 Kuartal IV

VARIABEL	MARKET SEEKING MOTIVE	
	GI <sup>1</sup> (lag 1)	MAC <sup>2</sup> (lag 4)
CAP(-1)	7.490409 (0.63172)	7.945115 (5.04428)*
DC(-1)	-0.079270 (-2.36133)*	-0.023804 (-5.29792)*
GDPC(-1)	0.008427 (0.03799)	0.016232 (0.93328)
OPN(-1)	674.3968 (1.16805)	-495.3720 (-6.13927)*
ECT	-0.052620 (-2.75423)*	-0.166419 (-3.43947)*
D974	-	-1739.063 (-2.97113)*
D084	-4004.700	277.0540

	(-3.37529)*	(0.60821)
R <sup>2</sup>	0.724023	0.738684
F-TEST	10.11917	4.178718
SERIAL COR. (LM TEST) <sup>a</sup>	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan
NORMALITY-JB(URZUA) <sup>b</sup>	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan
HETEROS (WHITE) <sup>c</sup>	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan

Keterangan:

- 1) Didasarkan *breaks point* 2008 kuartal IV
  - 2) Didasarkan *breaks point* 1997 kuartal IV dan 2008 kuartal IV
- Angka dalam kurung merupakan angka statistik-t
- \* ) Signifikan pada taraf 5%
- \*\* ) Signifikan pada taraf 10%
- a. H0: no serial correlation at lag-i
  - b. H0: residuals are multivariate normal
  - c. H0: residuals are homoskedasticity

Tabel 4 menyajikan hasil perhitungan dengan menentukan *breaks point* 1997 kuartal IV dan 2008 kuartal IV, yang menunjukkan persamaan kointegrasi yang dibangun dari model VEC. Persamaan kointegrasi tersebut memberi gambaran hubungan jangka panjang antara variabel endogen (GI dan MAC) terhadap variabel eksogen (CAP, DC, GDPC, dan OPN).

Tabel 5:Konsistensi VEC- terhadap Breaks Point

Variabel	MS-GI		MS-MAC	
	(a)	(b)	(a)	(b)
CAP	positif	ts	negatif	positif
DC	ts	negatif	negatif	negatif
GDPC	negatif	ts	positif	ts
OPN	ts	ts	negatif	negatif
ECT	ts	negatif	negatif	negatif
D974		-		negatif
D084		negatif		ts

Keterangan:

- a = Sebelum dilakukan *breaks point*
- b = Setelah dilakukan *breaks point*
- ts = tidak signifikan

Pada tahap selanjutnya, akan dilakukan pengujian *block exogeneity* terhadap model VEC yang telah dibangun, baik sebelum mempertimbangkan krisis maupun setelah memperhitungkan krisis. Dari hasil pengujian eksogenitas, terbukti bahwa persamaan kointegrasi yang dibangun dari model VEC menempatkan investasi langsung asing, baik untuk modus GI maupun modus MAC, sebagai variabel endogen pada pengujian tanpa memperhatikan periode krisis. Pengujian kedua yang dilakukan pada saat memasukkan unsur *breaks point* memberikan hasil yang serupa, yaitu menetapkan variabel CAP, DC, GDPC, dan OPN merupakan variabel eksogen untuk motivasi *market seeking*.

Tabel 6:Hasil Pengujian Block Exogeneity

VARIABEL	SEBELUM MEMPERTIMBANGKAN KRISIS		SETELAH MEMPERTIMBANGKAN KRISIS	
	GI=f(CAP,DC,GDPC,OPN)	GI=f(CAP,DC,GDPC,OPN)	GI=f(CAP,DC,GDPC,OPN)	GI=f(CAP,DC,GDPC,OPN)
CAP	Tidak menolak eksogenitas ke-4 variabel (PROB=0.3094)	Tidak menolak eksogenitas ke-4 variabel (PROB=0.5420)	Tidak menolak eksogenitas ke-4 variabel (PROB=0.8090)	Tidak menolak eksogenitas ke-4 variabel (PROB=0.3483)
DC				
GDPC				
OPN				

### 3.3. Pengaruh Kapitalisasi Pasar terhadap Investasi Langsung Asing

Kapitalisasi pasar didefinisikan sebagai total nilai saham dan obligasi yang dijual dalam satu periode tertentu. Kapitalisasi pasar mencerminkan kemampuan penduduk dalam memobilisasi modal dan mendiversifikasi risiko, yang sekaligus mencerminkan potensi pasar modal di perekonomian domestik (Chousa, Chaitanya, dan Tamazian, 2008). Teori Q menyatakan (Jovanovic dan Rousseau, 2000) bahwa investor akan mempertimbangkan merger atau akuisisi berdasarkan informasi dari pasar modal. Hasil penelitian yang diperoleh menunjukkan bahwa kapitalisasi pasar saham berpengaruh positif terhadap aliran masuk investasi asing modus

GI dan MAC (Tabel 4). Berkembangnya pasar saham merupakan indikator positif bagi kehidupan perekonomian sektor privat.

Berdasarkan kajian profil investor asing yang dilakukan oleh Worldbank (2013), menunjukkan bahwa investor asing akan terdorong untuk memasuki wilayah perekonomian yang memberikan kebebasan bagi sektor privat untuk berkembang. Investor asing merupakan *private multinational company*, yang tidak melibatkan kontrol pemerintah. Sehingga kehidupan sosial ekonomi yang bebas, kehidupan politik yang normal dianggap mampu memberikan kehidupan bagi sektor privat. Pada tahun 1997 perekonomian Indonesia mengalami krisis yang diawali krisis finansial. Jatuhnya harga saham sampai pada titik rendah menyebabkan penurunan drastis nilai kapitalisasi pasar sebelum menjalar ke sektor riil. Kejatuhan harga saham tersebut akan menurunkan nilai kapitalisasi pasar tahun 1997/1998 dan mencapai angka terendah hingga 0.588% dari GDP pada tahun 1998 kuartal III.

Ukuran pasar modal Indonesia relatif kecil dibandingkan dengan pasar modal dunia, maka dampak pasar modal Indonesia tidak akan berdampak besar pada pasar modal dunia. Sebaliknya ketika perekonomian dunia mengalami krisis maka pasar modal Indonesia akan merasakan dampak yang besar. Fenomena tersebut terlihat pada periode 2008 kuartal IV ketika dunia masih berada dalam kondisi krisis. Kapitalisasi pasar modal Indonesia pada 1998 kuartal IV turun hingga mencapai 0.0834% dari total GDP.

Dengan menempatkan periode krisis dalam perhitungan (Tabel 4) terlihat bahwa model MS-GI menunjukkan lemahnya peran kapitalisasi pasar saham terhadap aliran GI ke domestik. Hasil yang ditunjukkan oleh model MS-GI dengan memasukkan unsur *breaks point* memberikan hasil yang lebih rasional. Investasi dengan modus GI seringkali ditandai dengan pertimbangan yang jauh lebih fundamental daripada modus MAC karena menyangkut pendirian usaha baru. Sehingga dinamika pasar saham yang tergambar dari tingkat kapitalisasi pasar saham mungkin tidak menjadi pertimbangan yang terlalu penting bagi investor dengan modus GI. Hal yang sebaliknya terjadi pada investor dengan modus MAC yang lebih bersifat dinamis dengan mempertimbangkan pergerakan pasar saham. Hasil perhitungan pada tabel 4 menunjukkan bahwa hipotesis penelitian tentang peran positif kapitalisasi pasar saham mendapat dukungan hasil penelitian ini.

### 3.4. Pengaruh Kredit Domestik terhadap Investasi Langsung Asing

Kredit domestik dalam kasus ini menggambarkan perkembangan dunia usaha sektor privat melalui jalur perbankan. Semakin tinggi perkembangan sektor privat melalui jalur perbankan maka akan semakin potensial usaha yang dibangun di wilayah tersebut, baik dalam bentuk investasi asing maupun investasi domestik. Dari dua model perhitungan yang disajikan pada tabel 3 dan tabel 4 terlihat adanya konsistensi pengaruh kredit domestik terhadap investasi langsung asing pada model MS-MAC. Sedangkan pada model MS-GI terjadi perbedaan dari semula tidak signifikan menjadi signifikan dengan tanda negatif sebagaimana pengaruhnya terhadap model MS-MAC.

Nampaknya fenomena seperti yang digambarkan oleh Hymer (1960) dapat digunakan untuk menjelaskan pengaruh negatif kredit domestik terhadap investasi langsung asing. Hymer menyatakan bahwa perusahaan multinasional (*Multi National Cooperation*) akan memasuki suatu wilayah dengan bekal potensi untuk memenangkan persaingan dengan pelaku ekonomi domestik. Apabila pelaku ekonomi domestik mendapat dukungan dari lembaga keuangan maka pelaku ekonomi domestik menjadi menguat posisinya dalam persaingannya dengan investor asing. Maka margin keuntungan yang diharapkan di bawa investor asing semakin menipis dan menurunkan motivasi investor untuk menanamkan modal ke wilayah tersebut.

Beberapa peneliti di negara Asia dan Afrika menemukan bukti serupa bahwa investasi asing cenderung untuk mendesak keluar (*crowding out*) investasi domestik yang diwujudkan dalam aktivitas pemberian kredit produktif di negara sedang berkembang (Ndikumana, 2007; Dehgan dan Alizadeh, 2012; Acar, Eriş dan Tekçe, 2012)

### 3.5. Pengaruh GDP terhadap Investasi Langsung Asing

Hipotesis ini didasarkan atas pertimbangan bahwa produk yang diproduksi oleh investor asing akan dilempar ke pasar domestik sebagai bentuk perluasan dari pasar asal investor berada. Investasi asing langsung dengan modus GI ditengarai akan memanfaatkan kekuatan pasar domestik untuk beroperasi. Nampaknya hipotesis penelitian tersebut di tolak karena signifikansi yang lemah dari hasil temuan tersebut. Bahkan, bukan hanya modus GI yang tidak dipengaruhi oleh GDPC namun juga modus MAC.

Dalam kaitannya dengan konsep bahwa investor asing ingin menguasai pasar melalui penurunan tingkat kompetisi dengan jalan menjalin kerjasama dengan investor asing lain yang mungkin berada di wilayah lain, maka sangat mungkin tipikal investor Indonesia adalah investor yang tidak memproduksi barang secara utuh namun merupakan bagian integral dari produk investor lain yang berada di wilayah lain. Sehingga GDP sebagai ukuran pasar domestik tidak lagi menjadi sasaran perluasan pasar. Hasil serupa juga ditunjukkan oleh investasi langsung asing modus MAC.

Dengan demikian, pasar bagi investor asing bukan tempat dia memproduksi atau menempatkan aktivitas usahanya. Tempat dia melakukan aktivitas usahanya di wilayah domestik hanyalah tempat untuk dimanfaatkan posisi strategisnya, aspek kelembagaan ekonomi yang relevan dengan aktivitas usahanya, dan kemudian

menjualnya ke luar negeri (ekspor). Fenomena serupa dikemukakan oleh Harms dan Méon (2011); serta Byun, Lee, dan Park (2012); dalam penelitiannya di perekonomian sedang berkembang

### 3.6. Pengaruh Keterbukaan Ekonomi terhadap Investasi Langsung Asing

Keterbukaan ekonomi berpengaruh positif terhadap investasi langsung asing nampaknya tidak mendapatkan dukungan yang terlalu kuat bagi modus GI. Dan untuk modus MAC keterbukaan ekonomi justru memberikan dampak negatif bagi perkembangan investasi langsung asing. Beberapa kemungkinan yang menyebabkan hasil berbeda dengan hipotesis adalah faktor keterbukaan ekonomi Indonesia, yang digambarkan melalui total aktivitas ekonomi luar negeri terhadap GDP pada dasarnya lebih menggambarkan keseimbangan aktivitas daripada menunjukkan surplus-defisitnya kegiatan ekonomi luar negeri.

Ketika perekonomian luar negeri didominasi oleh ekspor maka kapasitas produksi domestik untuk memenuhi permintaan pasar dunia semakin besar. Lain halnya dengan keterbukaan yang didominasi oleh peningkatan impor. Peningkatan impor akan berpotensi meningkatkan defisit yang tentunya tidak menggambarkan kemampuan positif perekonomian namun justru sebaliknya. Di sisi lain rumusan keterbukaan yang tidak terlalu akurat juga dapat ditafsirkan sebagai cerminan aktivitas sektor barang. Indonesia mungkin memiliki surplus jika dikaitkan dengan neraca perdagangan namun jika menyangkut neraca jasa Indonesia adalah negara yang mengalami defisit. Terdapat kecenderungan aktivitas ekonomi luar negeri Indonesia justru mengalami penurunan. Sejak 1996 hingga 2008 terlihat kecenderungan menurun secara gradual. Hanya pada periode 2010 hingga 2011 mengalami kenaikan. Gambaran ini dapat diartikan bahwa perekonomian Indonesia di lihat dari aktivitas ekonomi luar negeri tidak cukup menarik untuk didatangi.

Alternatif yang lain adalah tentang perdebatan antara investasi asing langsung berperan sebagai komplemen atau substitusi perdagangan internasional. Ketika investasi asing berperan sebagai substitusi, maka peningkatan keterbukaan ekonomi yang menggambarkan peningkatan aktivitas ekonomi luar negeri, justru akan berdampak menurunkan investasi asing (Argyros, 2009). Hal tersebut dikarenakan aktivitas ekspor maupun impor akan diambil alih oleh investor asing dengan cara menguasai pasar lokal dengan produk-produk internasional yang diproduksi investor di wilayah tersebut.

## 4. KESIMPULAN

Analisis tentang motivasi *market-seeking* terhadap dua modus investasi asing tersebut menunjukkan adanya perbedaan hasil, dan kedua modus cenderung peka terhadap periode krisis. Modus *greenfield investment* peka terhadap krisis 2008 dan hanya variabel kredit domestik yang berpengaruh negatif, yang sekaligus mengindikasikan adanya efek *crowding out* antara investasi asing dengan domestik.

Sedangkan modus *mergers and acquisitions* peka terhadap krisis 1997 dan variabel kapitalisasi pasar positif sedangkan dua variabel lain, kredit domestik dan keterbukaan ekonomi berpengaruh negatif. Sehingga pada periode 1997, ketika pasar finansial Indonesia jatuh maka modus *mergers and acquisitions* juga mengalami penurunan. Namun terkait dengan kredit domestik dan keterbukaan terjadi efek sebaliknya.

Penelitian ini dibangun atas dasar teori yang sederhana, sekalipun obyek yang diamati memiliki dimensi yang kompleks. Oleh sebab itu, pendekatan yang dilakukan di penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan, yaitu:

1. Penentuan *breaks point* dalam penelitian ini bersifat *arbitrary*. Penelitian belum mempertimbangkan aspek kelambanan dari suatu kejadian, sehingga tidak mampu mengukur secara efektif dampak dari suatu kejadian dengan tepat.
2. Pendeknya periode penyusunan data *greenfield investment* (dimulai 2003) oleh UNCTAD, tidak sebanding dengan fluktuasi data yang ada. Sehingga membawa konsekuensi keterbatasan untuk digunakan sebagai data penjabar dinamika investasi asing.

Agenda penelitian mendatang, terkait dengan analisis mengenai investasi asing langsung yang didasarkan atas keterbatasan penelitian ini, khususnya terkait dengan modus investasi dan motivasinya, adalah kebutuhan akan teori dan metode yang mampu menggambarkan interaksi antara investor dan pemerintah negara tujuan investasi. Untuk analisis yang bersifat makro dibutuhkan pendekatan yang lebih komprehensif, yang melibatkan faktor ekonomi makro maupun ekonomi mikro. Atau melakukan analisis yang lebih spesifik, salah satu modus, akan mengurangi kompleksitas investasi asing.

## DAFTAR PUSTAKA

- [1] Argyros, G., A. Georgopolous, dan G. Boura. 2007. "Cross-Border Acquisitions versus Domestic Acquisitions: New Evidence from a Small Open Economy (SOE)".
- [2] Baltagi, B.H., 2008. *Econometrics*. Springer-Verlag Berlin Heidelberg
- [3] Caiazza, S., A.F. Pozzolo, dan G. Trovato. 2011. "Do Domestic and Cross-Border M&As Differ? Cross-Country Evidence From The Banking Sector." *Money & Finance Research Group*, Working Paper No. 52 (June)



- [4] Calderón, C., N. Loayza, dan L. Servén. 2004. "Greenfield Foreign Direct Investment and Mergers and Acquisitions: Feedback and Macroeconomic Effects." *World Bank Policy Research Working Paper*, No. 3192.
- [5] de Vita G. dan K.S. Kyaw, 2008. Determinants of FDI and portfolio Flows to developing Countries: A Panel Cointegration Analysis. *European Journal of Economics, Finance and administrative Sciences*. Issue No. 13.
- [6] Engle, R.F. and C.W.J. Granger, 1987. Cointegration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing. *Econometrica*, 55: 251-76.
- [7] Faeth, I., 2005. Determinants of FDI in Australia: Which theory can Explain it Best? *Research paper No. 946, The University of Melbourne*.
- [8] Garita, G., dan C. Van Marrewijk, 2007. Macroeconomic Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions. *Tinbergen Institute and Erasmus University Rotterdam*.
- [9] Globerman, S., dan D. Shapiro, 2004. Assessing International mergers and Acquisitions as a Mode of Foreign Direct Investment. *Conference on Multinationals, Growth and Governance*, April 24-25
- [10] Green, W.H., 2000. *Econometric Analysis*. Prentice Hall.
- [11] Gujarati, D.N. dan D.C. Porter, 2009. *Basic Econometrics*. McGraw-Hill International.
- [12] Hymer, S.H., 1965, The International Operations of National Firms: Study of Foreign Direct Investment. The MIT Press.
- [13] Jorgenson, D.J. 1963. "Capital Theory and Investment Behavior." *The American Economic Review*, Vol. 53, No. 2, pp.247-259.
- [14] Kamaly, A., 2007. Trends and Determinants of Mergers and Acquisitions in Developing Countries in the 1990s. *International research Journal of Finance and Economics*. Issue No. 8.
- [15] Kim, E.H. 1998. "Globalization of Capital Markets and the Asian Financial Crisis" *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 11 No. 3, pp.30-39.
- [16] Kojima, K., 1989. Theory of Internalisation by Multinational Corporations. *Hitotsubashi Journal of Economics*, 30: 65-85
- [17] Kojima, K., dan T. Ozawa, 1984. Micro and Macro-Economic Models of Direct Foreign Investment: toward a Synthesis. *Hitotsubashi Journal of Economics*, 25: 1-20
- [18] Kurihara, Y., 2012. The deterministic Elements of FDI to ASEAN Countries: The Relationship between FDI and Macroeconomic Variables. *Journal of Management and Sustainability*, Vol.2 No. 2
- [19] Kwiatkowski, D., dkk., 1992. Testing the Null Hypothesis of Stationarity against the alternative of a unit root. *Journal of Econometrics*, 54: 159-178.
- [20] Lucas, R.E., 1978. On the Size Distribution of Business Firms. *The Bell Journal of Economics*, Vol. 9 Issue 2: 508-523
- [21] Lütkepohl, H., 2007. Econometric Analysis with Vector Autoregressive Models. *EUI Working Paper ECO 2007/11*.
- [22] Masron, T.A., dan H. Abdullah, 2010. Institutional Quality as a Determinant for FDI Inflows: Evidence from ASEAN. *World Journal of Management* Vol.2 No. 3 (September): 115-128.
- [23] Nakamura, R.H., 2004. To Merge and Acquire when the Times are Good? The Influence of Macro Factors on the Japanese M&A pattern. *Working paper No. 197 The Ueropian Institute of japanese Studies Stockholm*.
- [24] Nusantara, A., 2013. Dinamika Cross Border Merger & Acquisition dan Greenfield Investment di Indonesia dalam Perspektif Neoklasik. Disertasi. Universitas Diponegoro, Semarang.
- [25] Otero, J., dan J. Smith, 2003. The KPSS Test with Outliers. *Warwick Economics Research Paper* No. 690. The University of Warwick.
- [26] Rugman, A.M., 2010. Reconciling internalization Theory and the eclectic Paradigm. *The Multinational Business Review*, Vol. 18 no.1: 1-12.
- [27] Sibbertsen, P. dan W. Krämer, 2004. The Power of the KPSS-Test for Cointegration when Residuals are Fractionally Integrated. *Diskussionpapier 318 ISSN 0949-9962*.
- [28] Song, S.I., dkk., 2010. Performance of Cross-Border Mergers and Acquisitions in Five East Asian Countries. *International Journal of Economic and Management*, 4 (1): 61-80.
- [29] Stiglitz, J.E., 2002. Employment, Social Justice and Social Well-being. *International Labour Review*, Vol. 141 No. 1-2.
- [30] Syczewska, E.M., 1997. Empirical Power of the Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin Test. *Working Paper No. 3-10*, Department of Applied Econometrics Working Papers.
- [31] Wadhwa, K. dan S. Reddy S., 2011. Foreign Direct Investment into developing Asian Countries: The Role of market seeking, Resource Seeking and Efficiency Seeking factors. *International Journal of Business and management*. Vol. 6 No. 11 (November)
- [32] Wickens, M.R. dan T.S. Breusch, 1988. Dynamic Specification, The Long Run and the Estimation of Transformed Regression Models. *The Economic Journal*. Vol. 98: 189-205.