

**SIKLUS BISNIS, RISIKO KETIDAKPASTIAN, DAN
RESPON *GROSS CAPITAL FLOW* DI *ASIAN-EMERGING
ECONOMIES*:
PENDEKATAN DEKOMPOSISI SIKLUS**



SKRIPSI

Diajukan sebagai salah satu syarat
untuk menyelesaikan Program Sarjana (S1)
pada Program Sarjana Fakultas Ekonomika dan Bisnis
Universitas Diponegoro

Disusun Oleh:

JONATHAN ANUGERAH HAMONANGAN

NIM. 12020114140116

FAKULTAS EKONOMIKA DAN BISNIS

UNIVERSITAS DIPONEGORO

SEMARANG

2018

PERSETUJUAN SKRIPSI

Nama Penyusun : Jonathan Anugerah Hamonangan
Nomor Induk Mahasiswa : 12020114140116
Fakultas/Departemen : Ekonomika dan Bisnis/ Ilmu Ekonomi dan Studi
Pembangunan
Judul Skripsi : **SIKLUS BISNIS, RISIKO
KETIDAKPASTIAN, DAN RESPON
GROSS CAPITAL FLOW DI ASIAN-
EMERGING ECONOMIES:
PENDEKATAN DEKOMPOSISI SIKLUS**
Dosen Pembimbing : Akhmad Syakir Kurnia, M.Si, Ph.D

Semarang, 16 November 2018

Dosen Pembimbing,

(Akhmad Syakir Kurnia, M.Si, Ph.D)

NIP. 197306101998021001

PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN

Nama Penyusun : Jonathan Anugerah Hamonangan
Nomor Induk Mahasiswa : 12020114140116
Fakultas/Departemen : Ekonomi / IESP
Judul Usulan Penelitian Skripsi : **SIKLUS BISNIS, RISIKO
KETIDAKPASTIAN, DAN RESPON
GROSS CAPITAL FLOW DI ASIAN-
EMERGING ECONOMIES:
PENDEKATAN DEKOMPOSISI SIKLUS**

Dosen Pembimbing : Akhmad Syakir Kurnia, S.E., M.Si., Ph.D

Telah dinyatakan lulus pada tanggal

Tim Penguji:

1. Akhmad Syakir Kurnia, S.E., M.Si., Ph.D (.....)
2. Dr. Jaka Aminata, S.E., MA. (.....)
3. Firmansyah, SE., M.Si., Ph.D. (.....)

PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI

Yang bertanda tangan di bawah ini saya Jonathan Anugerah Hamonangan, menyatakan bahwa skripsi dengan Judul: Siklus Bisnis, Risiko Ketidakpastian, Dan Respon Gross Capital Flow Di Asian-Emerging Economies: Pendekatan Dekomposisi Siklus, adalah hasil tulisan saya sendiri. Dengan ini saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau simbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat atau pemikiran dari penulis lain, yang saya akui seolah-olah sebagai tulisan saya sendiri, dan/atau tidak terdapat bagian atau keseluruhan tulisan yang saya salin itu, atau yang saya ambil dari tulisan orang lain tanpa memberikan pengakuan penulis aslinya. Apabila saya melakukan tindakan yang bertentangan dengan hal tersebut di atas, baik disengaja maupun tidak, dengan ini saya menyatakan menarik skripsi yang saya ajukan sebagai hasil tulisan saya sendiri ini. Bila kemudian terbukti bahwa saya melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah-olah hasil pemikiran saya sendiri, berarti gelar dan ijasah yang telah diberikan oleh universitas batal saya terima.

Semarang, 18 Desember 2018

Yang membuat pernyataan,

Jonathan Anugerah Hamonangan

NIM: 12020114140116

MOTTO DAN PERSEMBAHAN

Without Jesus, I Am Nothing

**Always Give The Best To Other People Because We Come To This World To
Serve, Not Only To Be Served**

Dream, Learn, Action, Integrity, Humble

ABSTRAK

Teori investasi neoklasik hanya menjelaskan bagaimana karakteristik *capital inflow*, yaitu aliran modal asing yang masuk ke dalam suatu negara, namun belum dapat menjelaskan bagaimana karakteristik *capital outflow*, yaitu aliran modal yang keluar dari suatu negara. Hal ini memberikan *puzzle* untuk menggunakan pendekatan baru dalam menganalisis karakteristik *gross capital flows* untuk melengkapi penjelasan teori neoklasik, yaitu teori pemilihan portofolio asset. Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui bagaimana karakteristik *gross capital flows*, yaitu apakah terjadi perilaku *portofolio bias* pada investor domestik dan investor asing, dimana investor tersebut berperilaku *bias* kepada aset keuangan di suatu negara dan cenderung melakukan *undervaluation* pada aset keuangan negara lain. Perilaku *portofolio bias* akan tergambarkan dengan melihat perilaku permintaan aset keuangan dalam merespon perubahan siklus perekonomian domestik dan adanya risiko ketidakpastian pada perekonomian global yang merupakan variabel sinyal bagi investor domestik dan asing. Penelitian ini berfokus pada pasar modal. Dengan menggunakan metode *Assymetric Error Correction Model* (AECM) dan data periode 2004-2017, hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat beberapa kasus *portofolio bias*, di negara *Asian-Emerging Economies*, yaitu: 1) Investor asing cenderung melakukan *undervaluation* terhadap aset keuangan negara *Asian-Emerging Economies*; 2) Investor domestik dan investor asing menjadikan aset keuangan domestik negara *Asian-Emerging Economies* sebagai *safe-haven investment*. Secara khusus, respon investor domestik negara *Asian-Emerging Economies* dan investor asing dalam menanggapi perubahan siklus perekonomian domestik dan adanya risiko perekonomian global cenderung bervariasi antar negara.

Kata Kunci: Respon *Gross Capital Flow*, *Portofolio Bias*, *Assymetric Error Correction Model*, *Asian-Emerging Economies*

ABSTRACT

Neoclassical investment theory explain the characteristic of capital inflow to countries. However, it couldn't explain how the characteristic of capital outflow abroad countries. This condition could give some puzzle to use a theory of portofolio asset choice for the new approach. This research aims to analyze the characteristic of gross capital flows, wheter threere are a portofolio bias behaviour that conducted by domestic investor and foreign investor. The portofolio bias analysis can be conducted by picturizing the characteristic of domestic and foreign investor asset demand behaviour in respond toward the changes of economy cycle and risk of uncertainty in global economy. This research will be focused on the capital market. By using Assymetric Error Correction Model (AECM) and data in period of 2004-2017, the result shows that there are several cases of portofolio bias, which are: 1) Foreign investor undervalue the Asian-Emerging Countries financial asset; 2) The domestic and foreign investor tend to treat the domestic financial asset as a 'safe haven investment'. In particular, the characteristic of domestic and foreign investor asset demand in respond toward the changes of economy cycle and risk of uncertainty in global economy are variative.

Keywords: Gross Capital Flow Respond, Portofolio Bias, Assymetri Error Correction Model, Asian-Emerging Economies

KATA PENGANTAR

Puji syukur senantiasa penulis panjatkan kepada Tuhan Yesus Kristus atas penyertaan-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul *“Siklus Bisnis, Risiko Ketidakpastian, Dan Respon Gross Capital Flow Di Asian-Emerging Economies: Pendekatan Dekomposisi Siklus”*. Penulisan skripsi ini merupakan salah satu syarat dalam menyelesaikan Program Sarjana Strata 1 Universitas Diponegoro Semarang dan menjadi sebuah buah pemikiran penulis untuk pengembangan dunia Akademik.

Penulis menyadari bahwa selama penyusunan skripsi ini banyak mengalami hambatan. Namun, berkat doa, bimbingan, dukungan, dan bantuan dari berbagai pihak, penulis dapat menyelesaikan penulisan skripsi ini. Untuk itu secara khusus penulis mengucapkan terima kasih yang setulus-tulusnya kepada:

1. Alm. Papa, Mama, Mishael, dan Nael yang selalu memberikan penulis kasih sayang, perhatian, dukungan, dan doa untuk Penulis.
2. Dr. Suharnomo, S.E, M.Si. selaku Dekan Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.
3. Akhmad Syakir Kurnia S.E., M.Si, Ph.D., selaku Kepala Jurusan Ilmu Ekonomi dan Studi Pembangunan Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro dan dosen pembimbing yang telah meluangkan waktunya untuk berdiskusi, memotivasi, memberikan masukan dan saran yang sangat berguna bagi penulis untuk menyelesaikan skripsi ini.

3. Nenek Woyanti, S.E., M.Si., selaku dosen wali yang telah memberikan bimbingan, pengarahan, dan motivasi selama penulis menjalani studi di Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.
4. Seluruh dosen dan staff Fakultas Ekonomika dan Bisnis, khususnya pada Program Studi Ilmu Ekonomi Studi Pembangunan Universitas Diponegoro yang telah memberikan ilmunya kepada penulis.
5. Teman-teman IESP angkatan 2014, terima kasih atas pengalamannya selama 4 tahun ini. Semoga kita dapat terus mengembangkan ilmu kita baik dimana pun kita berada.
6. Terima kasih kepada teman-teman PMK FEB UNDIP 2014 atas segala pengalamannya, kebersamaan, serta dukungan kepada penulis sehingga penulis dapat berproses menjadi orang yang semakin baik.
7. Berterima kasih kepada teman-teman yang pernah berpetualang bersama penulis, Septiannus Angga, Samuel Petra Novianto, Faly Santoso, Wahyu Yudhistira, Rizki “Cinta”, Cholida Ana Nia, Zaenal Arifin, Bintang Shaum Akbar, Denny Osman Junior, Jane Girsang, dan Rifki Hanif Juniardi atas pengalaman dan dukungannya. Semoga ilmu yang kita pernah dapatkan bersama dapat berguna di kemudian hari untuk orang banyak.
8. Berterima kasih kepada teman-teman dari BEM FEB UNDIP 2017, Dinda, Shafira, Jeje, Kalies, Faly, Syukron, Rizki “Cinta”, Cyntia, Ella, “Princess” Nabella, Endi, dan Rifka, atas pengalamannya, susah dan dukanya, serta dukungannya.

9. Terima kasih kepada Dito Ilmam yang telah menjadi teman bermain, teman berkelahi, teman debat, sekaligus teman diskusi penulis. Mohon maaf apabila ada perbuatan yang mengecewakan.
10. Terima kasih kepada Ruth Glori Rebecha yang pernah menjadi teman akrab penulis yang membantu dan mendukung dalam proses pendewasaan diri.
11. Terima kasih kepada teman-teman yang telah memberikan kepercayaan dan tanggung jawab kepada saya untuk membantu penyelesaian proses skripsi kalian.
12. Terima kasih kepada Bapak Maruto Umar Basuki serta Bapak Deden Dinar Iskandar yang bersedia memberikan bimbingan sewaktu penulis mengikuti Lomba Karya Tulis Ilmiah.
13. Terima kasih kepada Bapak Deden Dinar Iskandar dan Bapak Suharnomo yang telah memberikan kesempatan penulis untuk menjadi asisten dosen.
14. Terima kasih kepada “Suhu” Inung Widyo dan Avendri Sutrisno Simatupang yang telah banyak memberikan penulis wawasan dan pengetahuan.
15. Terima kasih kepada Bank Jateng dan terkhusus Bapak Akhmad Syakir Kurnia yang telah memberikan kesempatan penulis untuk melakukan magang di Bank Jateng dan banyak mendapatkan ilmu dan pengalaman yang sangat berharga.
16. Semua pihak yang telah membantu dan teman-teman penulis lainnya yang tidak dapat diucapkan satu persatu.

Penulis sangat menyadari skripsi ini masih ada kekurangan karena keterbatasan ilmu yang dimiliki. Namun penulis berharap skripsi ini dapat memberikan manfaat untuk berbagai pihak.

Semarang, 18 Desember 2018

Penulis,

Jonathan Anugerah Hamonangan

NIM. 12020114140116

DAFTAR ISI

PERSETUJUAN SKRIPSI	ii
PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN	iii
PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI	iv
ABSTRAK	vi
ABSTRACT	vii
KATA PENGANTAR	viii
DAFTAR TABEL	xv
DAFTAR GAMBAR	xvi
DAFTAR LAMPIRAN	xvii
BAB I PENDAHULUAN	18
1.1 Latar Belakang	18
1.2. Rumusan Masalah.....	6
1.3. Tujuan Penelitian dan Kegunaan Penelitian	8
1.4. Sistematika Penulisan.	9
BAB II TELAAH PUSTAKA	11
2.1. Landasan Teori	11
2.1.1. Siklus Bisnis	12
2.1.2. Teori Investasi Neoklasi	14
2.1.3. Model Keseimbangan Portofolio dan <i>Marginal Efficiency of Capital</i>	16
2.1.4. Teori Pemilihan Portofolio Asset (<i>Capital Asset Pricing Model</i>) ...	19
2.1.5. <i>Portofolio Bias</i> dan Perilaku Investor terhadap Risiko	21
2.2. Model Optimasi Permintaan Investasi Portofolio.....	23
2.2.2. Model <i>Portofolio Bias</i>	30
2.3. Tinjauan Pustaka.....	32
2.3.1. Penelitian Terdahulu	32
2.3.2. Research Gap	40
2.4. Kerangka Pemikiran	41
BAB III METODOLOGI PENELITIAN	44
3.1. Variabel Penelitian dan Definisi Operasional.....	44
3.1.1. Investasi Portofolio	44

3.1.2.	Siklus Ekonomi.....	46
3.1.3.	Variabel Kontrol: Risiko Eksternal.....	46
3.2.	Populasi dan Sampel	47
3.3.	Jenis dan Sumber Data.....	47
3.4.	Metode Analisis	48
3.4.1.	Hodrick-Presscot Filter	49
3.4.2.	Model Empiris: Karakteristik Siklus dan <i>Portofolio Bias</i>	50
3.5.	Uji Diagnostik Model	56
3.5.1.	Autokorelasi.....	56
3.5.2.	Multikolinearitas.....	57
3.5.3.	Heteroskedastisitas.....	57
3.5.4.	Normalitas.....	58
3.6.	Uji Inferensi Statistik	59
3.6.1.	Uji Koefisien Deterministik (R²).....	59
3.6.2.	Uji T-Hitung	59
3.6.3.	Uji F-Hitung.....	60
3.7.	Ringkasan Strategi Estimasi	60
BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN		64
4.1	Deskripsi Objek Penelitian	64
4.1.1.	Statistik Deskriptif	64
4.1.2.	Karakteristik Siklus Gross Capital Flows Negara Asian-Emmerging Economies.....	65
4.1.3.	Risiko Eksternal.....	73
4.1.4.	Risiko Investasi Masing-Masing Negara.....	74
4.2.	Analisis Data.....	75
4.2.1.	Uji Stasioneritas	76
4.2.2.	Estimasi Model <i>Steady-State</i>	77
4.2.3.	Estimasi Model Error Correction.....	83
4.2.4.	Hasil Diagnostik Model	90
4.2.5.	Uji Inferensi Statistik	92
4.3	Pembahasan	94

BAB V PENUTUP	107
5.1. Kesimpulan	107
5.2. Keterbatasan.....	109
5.3. Saran	110
5.4. Penelitian Selanjutnya.....	111
DAFTAR PUSTAKA	112
LAMPIRAN.....	115

DAFTAR TABEL

Tabel 3.1 Jenis dan Sumber Data	48
Tabel 3.2 Simulasi Karakteristik Respon <i>Gross Capital Flow</i> terhadap Siklus Ekonomi Berdasarkan Hasil Estimasi Koefisien Regresi	59
Tabel 4.1 Statistik Deskriptif	63
Tabel 4.2 Uji Stasioneritas	74
Tabel 4.3 Estimasi Model Steady-State Capital Outflow	75
Tabel 4.4 Estimasi Model Steady-State Capital Inflow	78
Tabel 4.5 Estimasi ECM Capital Outflow	81
Tabel 4.6 Estimasi ECM Capital Inflow	83
Tabel 4.7 Uji Asumis Klasik	89
Tabel 4.8 Uji Inferensi Statistik	91
Tabel 4.9 Karakteristik Siklus Capital Outflow	93
Tabel 4.10 Karakteristik Siklus Capital Inflow	93
Tabel 4.11 Hasil Analisis Portofolio Bias Masing-Masing Negara	96

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1 Fenomena Gross Capital Flow pada Asian-Emmerging Economies	5
Gambar 2.1 Siklus Bisnis Perekonomian	13
Gambar 2.2 Peluang Investasi	20
Gambar 2.3 Konsep Portofolio Bias	42
Gambar 3.1 Dekomposisi Boom dan Bust	52
Gambar 4.1 Karakteristik Gross Capital Flows Indonesia	64
Gambar 4.2 Karakteristik Siklus Gross Capital Flows di India	66
Gambar 4.3 Karakteristik Siklus Gross Capital Flows Thailand	67
Gambar 4.4 Karakteristik Gross Capital Flows Filipina	69
Gambar 4.5 Indeks VIX dan <i>Indeks Economy Uncertainty Policy</i> (EPU)	71
Gambar 4.6 Indeks Country Risk Premium	73
Gambar 4.7 Siklus Perekonomian Indonesia dan <i>Capital Inflow</i>	101
Gambar 4.8 <i>Capital Inflow</i> , Siklus Ekonomi Negara Filipina, dan Risiko Eksternal.....	103
Gambar 4.9 Fenomena Respon <i>Countercyclical</i> Permintaan Aset Keuangan Thailand dari Investor Asing Terhadap Siklus Ekonomi Thailand...	105

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran A. Uji Stasioneritas dari masing-masing variabel.....	110
Lampiran B. Regresi Steady-State.....	114
Lampiran C. Uji Diagnostik Model: Autokorelasi (Uji Breusch-Godfrey).....	118
Lampiran D. Uji Diagnostik Model: Heteroskedasitas (Uji Koenker-Basset).....	120
Lampiran E. Uji Diagnostik Model: Normalitas (Uji Shapiro-Wilk).....	123
Lampiran F. Uji Kointegrasi Jangka Panjang (Uji Bound ARDL).....	125
Lampiran G. Estimasi Model Error Correction.....	129

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Investasi portofolio merupakan salah satu aliran modal asing yang terdapat dalam neraca finansial¹. IMF (2009) mendefinisikan investasi portofolio sebagai “*cross-border transaction and positions involving debt or equity securities, other than those included in direct investment or reserve assets*”. Instrumen investasi portofolio berbentuk obligasi, saham, maupun surat hutang kepada korporasi atau suatu entitas tertentu dan dinyatakan dalam bentuk mata uang nasional.

Fenomena yang telah berkembang menunjukkan bahwa investasi portofolio tersebut sifatnya berfluktuasi seperti siklus bisnis yang memiliki pola konjungtur—bergerak naik turun sepanjang waktu—menunjukkan adanya fenomena ekspansi dan kontraksi di sekitar jalur trend pertumbuhan ekonomi (Mankiw, 2007). Semakin baik kondisi suatu negara, maka semakin besar pula aliran modal yang masuk ke negara tersebut. Hal tersebut dijelaskan melalui pandangan keynesian, yaitu keputusan investasi pada bisnis sangat dipengaruhi oleh sentimen optimistik atau pesimistik dari pelaku bisnis (Makin, 2002).

¹ Kedua komponen lainnya yang tercatat dalam neraca finansial adalah penanaman modal asing (PMA) dan investasi lainnya (OI)

Dalam menganalisis karakteristik siklus di negara *emerging economies*, Kaminsky, dkk (2004) menjelaskan bahwa terdapat tiga karakteristik siklus aliran modal, yaitu: *procyclical*, *countercyclical*, dan *acyclical* terhadap siklus perekonomian. Terdapat beberapa teori dan penelitian empiris yang menghasilkan kesimpulan yang berbeda mengenai karakteristik siklus tersebut.

Kaminsky, dkk (2004) menjelaskan mengenai karakteristik *countercyclical* dengan cara pandang aliran modal asing sebagai mekanisme *consumption smoothing* atau dapat dikatakan menstabilkan siklus bisnis. Ketika perekonomian mengalami kontraksi, maka akan meminjam kepada negara lain sehingga terjadi *net capital inflow*. Pinjaman tersebut akan dikembalikan sewaktu perekonomian mengalami kontraksi. Namun asumsi-asumsi pada cara pandang ini tidak lagi relevan dikarenakan pada kasus investasi portofolio, fenomena empiris telah membuktikan bahwa *capital inflow* bersifat *procyclical* (Broner dkk, 2013; Araujo dkk, 2017).

Penjelasan Kaminsky, dkk (2004) mengenai karakteristik *procyclical* dapat didasarkan pada cara pandang teori investasi neo-klasikal. Teori ini menjelaskan *capital inflow* dapat terjadi ke suatu negara yang mengalami guncangan produktivitas positif. Negara yang mengalami guncangan produktivitas diasumsikan adalah negara miskin atau '*capital scarce*' dan investor adalah negara kaya atau '*capital abundant*'. Modal mengalir dari negara kaya ke miskin tersebut dikarenakan tingkat *marginal product of capital* yang tinggi di negara tersebut, sedangkan negara kaya telah mengalami *diminishings marginal productivity of*

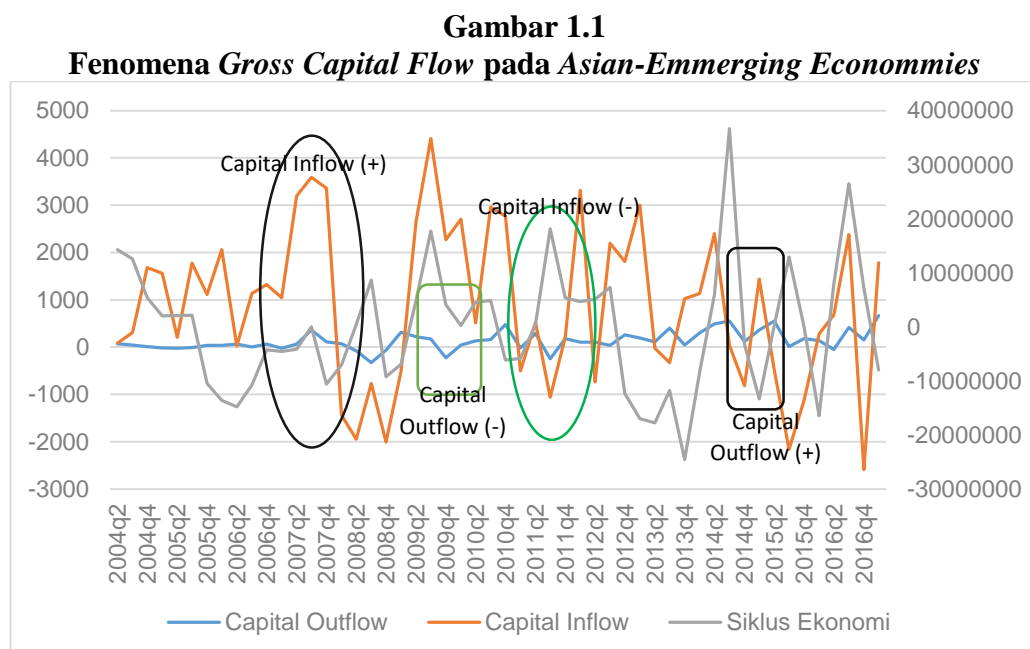
capital. Secara lebih lanjut, negara miskin akan mengalami *net capital inflow* yang pada akhirnya meningkatkan efek investasi pada negara tersebut (Gopinath, 2005).

Namun, kembali lagi bahwa cara pandang teori investasi neoklasik hanya menganalisis menganalisis *capital inflow* dan belum dapat menjelaskan bagaimana siklus *capital outflow*. Hal ini memberikan *puzzle* untuk menggunakan teori dan pendekatan baru dalam menganalisis siklus *gross capital flows* (Tille dan van Wincoop, 2010). Terdapat beberapa penelitian terdahulu yang memberikan kritik mengenai identifikasi perilaku aliran modal asing yang masih berbentuk ‘*net*’. Forbes dan Warnock (2012) menjelaskan kenaiifan tersebut. Peningkatan pada *gross capital flows* belum tentu serupa dengan yang terjadi pada *net capital flows*. Pada saat perekonomian sedang mengalami ekspansi, nilai *net capital inflow* bertambah, namun tidak dapat diketahui bagaimana perilaku *capital outflow* pada saat *capital inflow* meningkat, bahkan pada pandangan ekstrimnya, hanya *capital outflow* yang justru mengalami penurunan dan *capital inflow* bersifat tetap. Hal tersebut terjadi pula sebaliknya, pada saat perekonomian sedang mengalami kontraksi. Kenaiifan dari *net capital inflow* memunculkan pertanyaan, yaitu “Bagaimana karakteristik *gross capital flows*, dalam hal ini investasi portofolio, terhadap siklus perekonomian?”.

Secara teoritik, Bakus (1992) menjelaskan bahwa *capital outflow* akan berperilaku *countercyclical* sedangkan *capital inflow* berperilaku *procylical*. Namun, beberapa studi justru menemukan bahwa *capital outflow* dan *capital inflow* ternyata memiliki karakteristik *procylical* (Broner dkk, 1990; Davis, 2015; Aurajo dkk, 2017). Jika kembali ditelaah secara lebih kritis, penelitian tersebut

mengasumsikan bahwa *capital outflow* dan *capital inflow* akan konsisten dalam responnya terhadap siklus ekonomi, baik pada waktu siklus perekonomian ekspansi maupun kontraksi.

Gambar 1.1 di bawah dapat menggambarkan secara ringkas bagaimana inkonsistensi dari karakteristik siklus *gross capital flow* dalam merespon siklus perekonomian. Dapat terlihat bahwa bahwa dalam suatu periode, *capital inflow* dapat bergerak mengikuti siklus perekonomian, seperti yang digambarkan pada tahun 2006 dan 2008. Namun, beberapa periode menunjukkan hal yang kontras, dimana justru *capital inflow* bergerak berlawanan dengan siklus perekonomian seperti yang terjadi pada tahun 2015. *Capital outflow* memperlihatkan pula fenomena yang serupa, dimana pada tahun 2009, *capital outflow* bersifat *countercyclical*, namun pada tahun 2014 memiliki karakteristik *procyclical*.



Catatan: data yang ditampilkan merupakan rata-rata *gross capital flow* dan rata-rata siklus ekonomi, menggunakan data negara yang dijadikan sampel, yaitu: Indonesia, Filipina, Thailand, dan India. Siklus ekonomi dihitung

menggunakan metode *hoddrick-presscot filter*. Periode yang diberikan tanda ‘lingkaran’ dan ‘bujur sangkar’ berwarna hitam menunjukkan kondisi pada saat *gross capital flow* bersifat *procyclical* (+) sedangkan Periode yang diberikan tanda ‘lingkaran’ dan ‘bujur sangkar’ berwarna hijau menunjukkan kondisi pada saat *gross capital flow* bersifat *countercyclical* (-).

Sumber: *International Financial Statistics*; data diolah

Inkonsistensi dari karakteristik siklus tersebut menimbulkan pertanyaan: “Apakah terdapat variabel lain yang lebih kuat dalam mempengaruhi pergerakan *capital inflow* dan *capital outflow*? Eichengreen dan Mody (1988) menunjukkan bahwa perilaku Investasi portofolio merupakan jenis investasi yang sangat *cross-border countries* sehingga tidak dapat hanya dijelaskan oleh faktor-faktor fundamental perekonomian seperti siklus perekonomian. Variabel siklus perekonomian bukan merupakan indikator tingkat imbal hasil yang sepenuhnya mencerminkan tingkat imbal hasil yang *risk-adjusted* sedangkan dalam praktiknya investor cenderung memiliki sifat *risk-averse* atau cenderung risiko. Hal tersebut membuat faktor-faktor lain yang lebih menggambarkan perilaku *risk averse* investor dapat lebih menjelaskan fenomena *capital flow*.

Secara teoritis, perilaku *risk-averse* dapat menjadikan investor melakukan *portofolio bias* pada portofolio asetnya. Warjiyo dan Juhro (2016) menjelaskan bahwa portofolio bias merupakan fenomena dimana investor melakukan *undervaluation* terhadap aset keuangan di suatu negara dikarenakan adanya asimetris informasi mengenai kinerja pasar keuangan di negara tersebut. Investor yang bersifat *risk-averse* akan memilih untuk menanamkan uangnya pada aset keuangan suatu negara dimana ia lebih memiliki informasi yang lebih sempurna dan rendah risiko, atau dapat dikatakan sebagai ‘*safe haven investment*’. Hal

tersebut merupakan tantangan bagi negara *emerging economies*, salah satunya Indonesia, dimana aset keuangan di negara tersebut dianggap memiliki risiko yang tinggi dan asimetris informasi

Penelitian-penelitian terdahulu umumnya menggunakan ukuran-ukuran yang bervariasi untuk menjelaskan bagaimana perilaku *risk averse* dari investor. Forbes dan Warnock (2012) serta Aurajo (2017) menggunakan variabel Indeks VIX yang dapat menggambarkan ekspektasi ketidakpastian pada pasar modal Amerika Serikat. Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa variabel peningkatan Indeks VIX dapat mengurangi *capital inflow* yang masuk ke negara-negara *emerging markets*. Hal tersebut juga dibuktikan oleh Baek (2006) yang membangun indeks *risk-appetie* untuk menggambarkan bagaimana selera investor terhadap risiko. Ia membuktikan bahwa indeks *risk-appetie* akan berpengaruh positif dan signifikan terhadap *net portfolio investment inflow* sehingga ketika *risk-appetie* menurun (investor semakin *risk-averse*), investasi portofolio yang masuk ke negara Asia EME's juga akan menurun. Namun, penelitian-penelitian terdahulu masih belum menjelaskan bagaimana perilaku *portfolio bias* dari investor domestik di negara EMEs.

1.2. Rumusan Masalah

Bagian sebelumnya telah membahas perdebatan penelitian terdahulu dalam menganalisis fenomena karakteristik *gross capital outflows*. Di satu sisi, negara dapat mengalami '*capital shortage*' sehingga aliran modal asing akan sangat membantu jalannya perekonomian domestik. Namun, disatu sisi, sistem

perdagangan uang yang sifatnya sangat bervolatilitas justru berpeluang menciptakan instabilitas di negara penerima modal (Taylor dan O'Connell, 1985).

Analisis *Gross Capital Flow* menjelaskan cara pandang yang lebih luas dibandingkan analisis *net capital flow*, dikarenakan masing-masing komponen dapat memiliki perilakunya masing-masing. Adanya inkonsistensi dalam pada *capital outflow* dan *capital inflow* dalam merespon siklus perekonomian antara ekspansi dan dan kontraksi menunjukkan bahwa perlunya alat analisis ekonometrika yang lebih tepat dapat mengakomodir fenomena tersebut.

Secara lebih lanjut, analisis *gross capital flow* dapat lebih menggambarkan perilaku *portofolio bias* dari investor domestik dan asing di negara EME's. secara khusus pula, analisis *gross capital flow* dapat digunakan untuk membandingkan Indonesia dengan beberapa negara *Asian EME's*, apakah pasar modal Indonesia lebih rentan dibandingkan negara-negara tersebut dalam menghadapi risiko-risiko yang menyebabkan perilaku *risk-averse* investor.

Penelitian ini merupakan studi yang berbasis *research gap*, yaitu akan menyempurnakan hal-hal yang menjadi kekurangan pada penelitian sebelumnya. Studi ini adalah penelitian ini akan menjawab permasalahan di atas dengan fokus pada permasalahan karakteristik siklus investasi portofolio di *equity market* sehingga peneliti dapat memfokuskan pembahasan model teoritis yang akan dibentuk pada perilaku investor di pasar tersebut. Penelitian ini tidak menganalisis komponen aliran modal asing lain dikarenakan dapat memiliki perilaku yang berbeda-beda.

Akan terdapat dua pertanyaan penelitian yang akan dijawab pada penelitian ini, yaitu:

1. Bagaimana karakteristik dari *capital inflow* dan *capital outflow* negara *Asian-Emmerging Econommies* dalam merespon siklus perekonomian antara masa ekspansi dan kontraksi, apakah *procyclical*, *countercyclical*, ataupun *acyclical* ?
2. Apakah sentimen non-fundamental ekonomi menyebabkan perilaku portofolio bias pada investor domestik dan investor asing di negara Asian Emmerging-Econommies ?
3. Negara manakah yang paling rentan terkena dampak negatif dari risiko eksternal?

1.3. Tujuan Penelitian dan Kegunaan Penelitian

Secara spesifik, tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Menganalisis bagaimana karakteristik siklus *gross capital flows* pada negara *Asian-Emmerging Econommies* dalam merespon siklus perekonomian antara masa ekspansi dan kontraksi.
2. Menganalisis apakah sentimen non-fundamental ekonomi menyebabkan perilaku portofolio bias pada investor domestik dan investor asing di negara *Asian Emmerging-Econommies*.
3. Negara manakah yang paling rentan terkena dampak negatif dari risiko eksternal?

Penelitian ini diharapkan pula dapat fakta yang menarik bagi perumusan kebijakan terkait stabilitas nilai tukar dan stabilitas sistem keuangan dikarenakan dinamika dan fenomena yang ada pada *capital flows* akan berhubungan dengan dinamika permintaan-penawaran mata uang domestik baik dari pelaku ekonomi domestik maupun luar negeri, yang selanjutnya akan berpengaruh terhadap isu stabilitas nilai tukar suatu negara.

1.4. Sistematika Penulisan.

Sistematika penulisan pada penelitian ini akan disusun sebagai berikut. Bab I akan menjelaskan latar belakang masalah mengenai kritik terhadap teori investasi neoklasik yang belum dapat menjelaskan fenomena *gross capital flow*. Selanjutnya dijelaskan mengenai bagaimana inkonsistensi dari karakteristik *capital inflow* dan *capital outflow* dalam merespon siklus perekonomian dan diduga bahwa *capital inflow* dan *capital outflow* lebih dapat terpengaruh oleh variabel risiko perekonomian eksternal yang merupakan variabel non-fundamental ekonomi sehingga menyebabkan perilaku *portofolio bias*.

Bab II akan menjelaskan dasar teori yang dijadikan landasan dalam penelitian ini. Penelitian ini akan menggunakan dasar teori siklus bisnis yang menjelaskan bahwa dalam jangka pendek akan terdapat guncangan pada perekonomian yang bersifat ekspansi dan kontraksi. Penelitian ini menggunakan dasar teori investasi neoklasik yang menjelaskan mengapa *capital flow* bergerak merespon adanya siklus perekonomian, lalu penelitian ini kemudian memberikan *critical review* terhadap teori tersebut. Untuk menjelaskan bagaimana fenomena *gross capital*

outflow, penelitian ini menggunakan model keseimbangan portofolio dan teori pemilihan aset, selanjutnya akan dijelaskan pula bagaimana konsep *portofolio bias* yang didasari oleh adanya informasi yang asimetris. Untuk menjelaskan lebih dalam mengenai bagaimana respon masing-masing *gross capital flow*, yaitu *capital inflow* dan *capital outflow* dalam merespon siklus perekonomian, penelitian ini akan mensintesis pendekatan teori investasi neoklasik dan model keseimbangan portofolio, serta menjelaskan bagaimana *financial friction* yang disebabkan adanya informasi yang asimetris dapat menyebabkan *portofolio bias*.

Pada Bab III, akan dijelaskan metodologi penelitian. Bagian ini akan menjelaskan bahwa penelitian ini menggunakan model ekonometrika regresi asimetris. Bab ini juga menjelaskan variabel penelitian yang dipakai serta strategi estimasi yang digunakan untuk menjawab rumusan masalah yang ditetapkan.

Bab IV akan menjelaskan bagaimana perkembangan data-data terkait *gross capital flow* dari negara Indonesia, Filipina, Thailand, dan India yang merupakan negara *Asian-Emmerging Economies*, serta menjelaskan pula data-data variabel risiko perekonomian eksternal. Selanjutnya bab ini akan menunjukkan hasil estimasi dan dilanjutkan dengan pembahasan dari hasil estimasi tersebut.

Bagian terakhir, yaitu Bab V, akan memberikan kesimpulan mengenai hasil estimasi yang didapatkan, saran, dan keterbatasan yang penelitian ini miliki. Bagian ini juga akan menjelaskan saran-saran untuk penelitian selanjutnya yang berkaitan dengan topik pada penelitian ini.