



FAKTOR PENENTU INVESTASI PORTOFOLIO DI INDONESIA

Indra Suhendra

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Sultan Ageng Tirtayasa
indras23@untirta.ac.id

Navik Istikomah

Fakultas Pendidikan Ekonomi dan Bisnis, Universitas Pendidikan Indonesia
navik.istikomah@upi.edu

Abstract

This study is performed as an effort to analysis contributions of various macroeconomic variables suspected as enforcing influence toward portfolio investment. The data used in this study during the period of 1995-2014. The objective of this study is to test the influence of interest rate, economic growth, inflation and exchange rate on private investment in Indonesia. Method applied in this study is survey method using explanatory approach. This study uses multiple regression (OLS) as the analysis tool. Conclusion of this study includes that increase in inflation and economic growth will significantly increase portfolio investment, while increases in interest rate and exchange rate will significantly degrade portfolio investment in Indonesia.

Keywords: *Portfolio investment, interest rate, economic growth, inflation, exchange rate*

Abstrak

Penelitian ini dilakukan sebagai upaya untuk menganalisis kontribusi berbagai variabel makroekonomi yang dicurigai sebagai pengaruh menegakkan terhadap investasi portofolio. Data yang digunakan dalam penelitian ini selama periode 1995-2014. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh tingkat bunga, pertumbuhan ekonomi, inflasi dan nilai tukar pada investasi swasta di Indonesia. Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode survei dengan pendekatan explanatory. Penelitian ini menggunakan regresi berganda (OLS) sebagai alat analisis. Kesimpulan dari penelitian ini termasuk bahwa peningkatan inflasi dan pertumbuhan ekonomi akan secara signifikan meningkatkan investasi portofolio, sementara kenaikan suku bunga dan nilai tukar akan secara signifikan menurunkan investasi portofolio di Indonesia.

Kata kunci: *Investasi portofolio, suku bunga, pertumbuhan ekonomi, inflasi, nilai tukar*

PENDAHULUAN

Investasi merupakan komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lain yang dilakukan saat ini dengan tujuan agar dapat memperoleh keuntungan di masa mendatang atau bertujuan untuk meningkatkan kesejahteraan investor (kesejahteraan moneter) (Kasmir, 2001). Sedangkan menurut Sharpe, Alexander, dan Bailey (1997), investasi dalam arti luas adalah mengorbankan dolar sekarang untuk dolar pada masa depan, dengan dua atribut berbeda yang melekat yaitu risiko dan waktu.

Investasi Portofolio dapat diartikan sebagai tindakan membagi modal yang tersedia pada jenis-jenis investasi tertentu agar diperoleh risiko yang paling minimal. Keputusan pengalokasian modal ke dalam usulan-usulan investasi yang manfaatnya akan direalisasikan dimasa yang akan datang harus dipertimbangkan dengan cermat. Investasi portofolio meliputi

investasi pada asset berupa saham dan utang jangka panjang yang dipengaruhi oleh kondisi perekonomian, tingkat inflasi dan iklim politik di suatu negara.

Investasi portofolio (*Portfolio Investment*) merupakan pembelian saham dan obligasi yang semata-mata tujuannya untuk mendapatkan hasil dari dana yang diinvestasikan oleh para investor melalui pasar modal. Sadono Sukirno (2006 : 231), investasi portofolio adalah investasi dalam bentuk membeli harta keuangan seperti; *bond*, saham perusahaan dan obligasi pemerintah. Adapun didalam neraca pembayaran investasi *portofolio* meliputi investasi asing dalam harta keuangan.

Dengan demikian, investasi portofolio merupakan investasi pada sektor finansial yang tergolong paling *high risk-high return investment*. Artinya, peluang untuk memperoleh keuntungan sangat besar bahkan dapat mencapai ratusan persen perbulan namun diimbangi juga dengan kemungkinan kerugian yang besar apabila tidak dikelola dengan baik.

Beberapa literatur riset telah menemukan bukti empiris tentang variabel yang diduga sebagai faktor determinan dari investasi portofolio yang masuk ke suatu negara. Misalnya saja dapat dilihat dari studi empiris: Chuhan *et al* (1993), Calvo *et al* (1996), Culha (2006), De Vita dan Kyaw (2008), Korap (2010), serta Dua dan Garg (2013). Dalam penelitian Chuhan *et al* (1993), yang mempelajari bahwa arus masuk modal portofolio ke Asia, terbagi dalam dua hal, pertama adalah arus modal dalam bentuk saham (arus modal) adalah lebih responsif terhadap faktor pendorong *return*, dan kedua arus modal dalam bentuk obligasi lebih responsif dari faktor kredit suatu negara. Pada riset Calvo *et. al.* (1996), yang mengamati perilaku data di akhir 1990-an, menemukan bukti empiris bahwa rendah pertumbuhan dan kepentingan tarif bunga di AS telah mendorong arus masuk modal portofolio ke Asia dan Amerika Latin.

Culha (2006) menyimpulkan bahwa secara umum, guncangan ekonomi telah menjadi faktor dominan yang mempengaruhi arus masuk portofolio ke Turki. Sementara dalam penelitian De Vita dan Kyaw (2008) mencatat bahwa guncangan output asing dan produktivitas dalam negeri adalah faktor yang paling penting dalam menjelaskan variasi dalam arus modal masuk ke negara-negara berkembang. Korap (2010) menunjukkan bahwa beberapa faktor yang mendorong guncangan ekonomi telah secara dominan dalam menjelaskan perilaku arus masuk portofolio ke Turki. Dalam studi empiris Dua dan Garg (2013) menemukan bahwa tarik-faktor seperti nilai tukar, kinerja pasar modal dalam negeri, tingkat bunga, dan pertumbuhan output domestik telah menjadi penentu penting dalam menjelaskan portofolio arus masuk modal di India.

Berdasarkan hal di atas, dapat diuraikan bahwa terdapat beberapa faktor yang menjadi determinan investasi portofolio ke suatu negara, diantaranya adalah; tingkat suku bunga (besarnya tingkat pengembalian), pertumbuhan ekonomi, dan guncangan ekonomi sebagai representasi dari risiko ekonomi, yang dicerminkan oleh variabel nilai tukar dan tingkat inflasi.

TUNJAUAN LITERATUR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Menurut Mankiw (2001), investasi (*investment*) dapat didefinisikan sebagai tambahan bersih terhadap stok kapital yang ada (*net additional to existing capital stock*). Istilah lain dari investasi adalah akumulasi modal (*capital accumulation*) atau pembentukan modal (*capital formation*).

Menurut Sadono Sukirno (2006 : 231) investasi portofolio adalah investasi dalam bentuk membeli harta keuangan seperti obligasi swasta, saham perusahaan dan obligasi pemerintah. investasi portofolio (*portofolio investment*) merupakan pembelian saham dan obligasi yang semata-mata tujuannya untuk mendapatkan hasil dari dana yang diinvestasikan

oleh para investor melalui pasar modal. Adapun didalam neraca pembayaran investasi portofolio meliputi investasi asing dalam harta keuangan.

Teori tentang determinan investasi dapat dilihat dari teori tentang permintaan investasi atas konsep marginal kapital yang dikemukakan oleh John Maynard Keynes dan Teori Dana Internal yang dikemukakan oleh Jan Tinbergen (Mankiw, 2001).

John Maynard Keynes (dalam Mankiw, 2001) mengemukakan teori tentang permintaan investasi atas konsep marginal kapital (*marginal efficiency of capital* atau *MEC*). *MEC* dapat didefinisikan sebagai tingkat perolehan bersih yang diharapkan (*expected net rate of return*) atas pengeluaran tambahan kapital. *MEC* juga dapat diartikan tingkat diskonto (*discount rate*) yang menyatakan aliran perolehan yang diharapkan di masa depan dengan biaya sekarang dari kapital tambahan. *MEC* dapat dirumuskan dalam formula, sebagai berikut:

$$C_k = \frac{R_1}{(1+MEC)^1} + \frac{R_2}{(1+MEC)^2} + \dots + \frac{R_n}{(1+MEC)^n} \quad (1)$$

Dimana; *R* merupakan perolehan yang diharapkan (*expected return*) dari sudut proyek dan C_k adalah biaya sekarang (*current cost*) dari modal tambahan. Keputusan investasi sangat tergantung pada perbandingan antara *present value* (*PV*) disatu pihak dan *current cost of additional capital* (C_k) dilain pihak. Apabila $PV > C_k$, maka diputuskan investasi dilakukan, sebaliknya kalau $PV < C_k$ diputuskan investasi tidak dilakukan.

$$PV = \frac{R_1}{(1+i)^1} + \frac{R_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{R_n}{(1+i)^n} \quad (2)$$

Persamaan investasi di atas dapat ditulis kembali dalam formula:

$$PV > C_k \quad (3)$$

Dengan demikian, berdasarkan teori ini, suatu investasi tergantung dari tingkat *discount rate* (tingkat diskonto) yang menyatakan aliran perolehan yang diharapkan di masa depan dengan biaya sekarang dari kapital tambahan. Semakin besar *present value* dari perolehan bersih yang diharapkan atas pengeluaran tambahan kapital dibandingkan dengan tingkat biaya yang dikeluarkan saat ini, maka akan semakin besar permintaan investasi. Mendasarkan pada teori ini, permintaan investasi (I_t) tergantung dari tingkat *return* (*R*), tingkat bunga (*i*) dan biaya modal yang dikeluarkan ($cost_k$, C_k), atau diformulasikan dalam bentuk fungsi menjadi:

$$I_t = f(R, i, C_k) \quad (4)$$

Apabila tingkat bunga turun akan menyebabkan permintaan investasi meningkat dan hal yang sebaliknya akan berlaku kalau tingkat bunga mengalami kenaikan (Mankiw, 2001).

Sementara itu, dalam *teori dana internal* (*internal fund theory of investment*) menyatakan bahwa stok kapital yang diinginkan dan juga investasi, bergantung pada tingkat keuntungan. Jan Tinbergen (dalam Mankiw, 2001), menyatakan bahwa keuntungan yang terjadi (*realized profit*) secara akurat merefleksikan keuntungan yang diharapkan (*expected profit*). Mengingat investasi bergantung pada keuntungan yang diharapkan, maka investasi berhubungan secara positif dengan *realized profit*.

Sedangkan keuntungan yang diharapkan di masa akan datang, menurut Agrawal, P. (2001) dicerminkan oleh tingkat suku bunga riil dan tingkat risiko yang diharapkan terjadi pada masa yang akan datang. Dalam beberapa hasil empiris, tingkat inflasi sering digunakan sebagai proksi dari tingkat risiko. Sementara itu, untuk investor luar negeri disamping faktor bunga dan inflasi, perubahan kurs juga merupakan faktor yang diperhatikan dalam risiko. Perubahan nilai tukar (depresiasi dan apresiasi) akan mempengaruhi besarnya investasi yang akan ditanamkan di suatu wilayah investasi (regional atau nasional).

$$I_t = f(i, INF, ER) \quad (5)$$

Dengan demikian, menurut teori dana internal, permintaan akan investasi (I_t) merupakan fungsi dari tingkat bunga (i), inflasi (INF) dan nilai tukar (ER).

Pengaruh Tingkat Bunga terhadap Investasi Portofolio

Tingkat suku bunga merupakan faktor utama yang menentukan tingkat investasi portofolio di suatu negara. Penurunan tingkat bunga di sektor perbankan akan mendorong kenaikan investasi portofolio. Jumlah investasi portofolio yang diminta bergantung pada tingkat bunga perbankan, dimana penurunan tingkat keuntungan pada aset lain disektor perbankan yang mendorong pengalihan aset pada sektor lain yang lebih menguntungkan, termasuk aset pada investasi dalam bentuk portofolio, yaitu kepemilikan pada aset surat berharga saham dan obligasi, atau aset sekuritas lainnya. Jika suku bunga perbankan meningkat, yang mencerminkan keuntungan investasi pada sektor perbankan, maka akan memengaruhi investasi portofolio yang diminta makin menurun. Teori pendekatan aset menjelaskan bahwa suatu aset tergantung dari ekspektasi atas makin bernilainya aset tersebut di masa datang. Ekspektasi tersebut tergantung dari besarnya *rate of return* dari aset-aset tersebut di masa depan (Krugman, 2000).

Perilaku investor pada dasarnya bersedia melakukan investasi pada aset yang memberikan tingkat keuntungan yang paling besar, dan memindahkan investasinya pada aset lain yang memberikan keuntungan lebih besar. Tingkat keuntungan yang lebih besar inilah yang merupakan daya tarik bagi investor untuk melakukan investasi.

Menurut Aulia Pohan (2008), pada satu sisi, tingkat bunga yang tinggi menguntungkan para deposan karena dapat meningkatkan keinginan masyarakat deposan untuk mendapatkan keuntungan yang lebih besar dari tabungannya. Hal tersebut makin mendorong hasrat masyarakat untuk terus menabung. Pada kondisi tingkat keuntungan di sektor perbankan menurun, akan mendorong permintaan pada investasi sekuritas/portofolio yang lebih besar. Studi terdahulu tentang pengaruh suku bunga terhadap investasi portofolio dapat dilihat pada hasil studi terdahulu dari Seabra, Flach, dan Santos (1988), Ekeocha et.al. (2012), serta Dua dan Garg (2013) yang menyatakan bahwa tingkat bunga berpengaruh negatif terhadap investasi sekuritas/ portofolio.

Berdasarkan uraian di atas, maka dapat disusun hipotesis penelitian pertama adalah:
H1: Variabel tingkat suku bunga bank berpengaruh negatif terhadap permintaan investasi portofolio

Pengaruh Pertumbuhan Ekonomi terhadap Investasi Portofolio

Pertumbuhan ekonomi adalah salah satu variabel yang dipertimbangkan juga oleh investor dalam melakukan investasi portofolio di suatu negara. Pertumbuhan ekonomi mencerminkan seberapa besar perekonomian suatu negara dapat merangsang pertumbuhan sektor-sektor produksi dalam rangka meningkatkan nilai tambah ekonomi. Pertumbuhan ekonomi yang meningkat mencerminkan meningkatnya peluang sektor-sektor produksi dalam menciptakan nilai tambah.

Semakin besar nilai tambah yang dapat diciptakan oleh suatu perekonomian, akan mendorong semakin besar output perekonomian suatu negara, yang merupakan hasil akumulasi output dari sektor-sektor produksi. Akumulasi output dari sektor produksi mencerminkan besarnya kemungkinan output dan produktivitas yang dapat dihasilkan oleh masing-masing industri. Jika hal ini terjadi, maka peluang industri memperoleh keuntungan dalam perekonomian semakin besar.

Besarnya tingkat kemungkinan perolehan keuntungan yang dapat dicapai oleh industri, akan mendorong kinerja pasar surat berharga mereka di pasar modal, yang dapat dilihat dari

makin bernilainya harga pasar suatu berharga suatu industri yang telah *listing* di pasar modal. Keuntungan yang diperoleh suatu industri dari pertumbuhan ekonomi yang terus meningkat, akan mendorong nilai pasar dari surat berharga industri tersebut semakin tinggi. Hal inilah yang telah mendorong makin meningkatnya permintaan terhadap investasi portofolio di suatu negara.

Studi terdahulu tentang pengaruh pertumbuhan ekonomi terhadap investasi portofolio dapat dilihat pada hasil studi terdahulu dari Calvo *et al* (1996), Culha (2006), De Vita dan Kyaw (2008), Ekeocha *et.al.* (2012) dan Dua dan Garg (2013), yang menyatakan bahwa pertumbuhan ekonomi berpengaruh positif terhadap investasi sekuritas/ portofolio.

Berdasarkan uraian di atas, maka dapat disusun hipotesis penelitian kedua adalah:

H2: Variabel pertumbuhan ekonomi berpengaruh positif terhadap permintaan investasi portofolio

Pengaruh Tingkat Inflasi terhadap Investasi Portofolio

Tingkat inflasi mencerminkan adanya kenaikan harga-harga dalam suatu perekonomian. Banyak ekonom yang berpendapat bahwa inflasi yang cukup tinggi cenderung berpengaruh negatif terhadap investasi, baik investasi riil aset maupun investasi pada sekuritas. Sebagaimana dikemukakan dalam studi empiris Lesotlho (2006), bahwa adanya inflasi menyebabkan pendapatan riil penduduk yang berpendapatan tetap akan berkurang, konsumsi akan menurun dan stok barang-barang yang tidak terjual meningkat akibat rendahnya kemampuan masyarakat membeli barang dan jasa.

Dalam studi empiris Jongwanich dan Kohpaiboon (2006), inflasi akan menyebabkan laju pertumbuhan ekonomi Indonesia menjadi terhambat. Sebagai contoh, di sektor perdagangan luar negeri, komoditi ekspor Indonesia menjadi kurang dapat bersaing dengan komoditi sejenis di pasar dunia. Kondisi tersebut pada akhirnya mendorong produsen mengurangi produksi, baik untuk produk yang berorientasi ekspor maupun produk untuk pasar domestik. Dengan memperkecil kapasitas produksi sehingga tingkat keuntungan produsen dalam perekonomian semakin kecil. Hal ini sangat berbahaya karena dapat memicu meningkatnya pengangguran di suatu negara.

Kecilnya tingkat kemungkinan perolehan keuntungan yang dapat dicapai oleh produsen dan skala produksi yang semakin menurun, akan mendorong kinerja pasar surat berharga mereka di pasar modal makin menurun, yang dapat dilihat dari makin menurunnya harga pasar berharga mereka di pasar modal. Penurunan tingkat keuntungan yang diperoleh produsen dari tingkat inflasi yang terus meningkat, akan mendorong nilai pasar dari surat berharga produsen tersebut semakin menurun. Hal ini telah mendorong makin menurunnya permintaan terhadap investasi portofolio di suatu negara.

Oleh karena itu, inflasi perlu dikendalikan pada tingkat yang cukup rendah agar disatu sisi tidak merugikan penduduk yang berpendapatan tetap dan menurunkan nilai pasar perusahaan. Berdasarkan uraian di atas, maka dapat disusun hipotesis penelitian ketiga adalah:

H3: Variabel inflasi berpengaruh negatif terhadap permintaan investasi portofolio

Pengaruh Nilai Tukar terhadap Investasi Portofolio

Menurut Agrawal, P. (2001), keuntungan yang diharapkan di masa akan datang salah satunya disebabkan oleh nilai tukar. Perubahan nilai tukar (depresiasi dan apresiasi) akan mempengaruhi besarnya investasi yang akan ditanamkan di suatu wilayah investasi (regional atau nasional), termasuk dalam konteks ini adalah investasi portofolio.

Berdasarkan teori pendekatan keseimbangan portofolio (*portfolio balance approach*), mengemukakan bahwa uang domestik hanya merupakan salah satu dari sekian banyak jenis

aset finansial yang diminta oleh penduduk dari suatu negara (Salvatore, 2011). Segenap investor (individu dan perusahaan) akan menyimpan kekayaan finansialnya dalam berbagai variasi kombinasi aset, diantaranya adalah: uang domestik, deposito domestik, deposito luar negeri, valuta asing, surat berharga, dan aset lainnya.

Pemilihan investor pada surat berharga (sekuritas) tergantung kepada makin bernilai tidaknya aset tersebut dibandingkan dengan aset lainnya. Bagi investor asing (luar negeri) kepemilikan terhadap investasi sekuritas tergantung kepada makin kuat atau lemahnya nilai tukar mereka terhadap mata uang negara lain (kurs valuta asing).

Studi terdahulu tentang pengaruh nilai tukar terhadap investasi portofolio dapat dilihat pada hasil studi terdahulu dari Seabra, Flach, dan Santos (2007), Brana dan Lahet (2008), Ekeocha et.al. (2012) dan Dua dan Garg (2013). Berdasarkan uraian di atas, maka dapat disusun hipotesis penelitian keempat adalah:

H4: Variabel nilai tukar berpengaruh terhadap permintaan investasi portofolio

METODE PENELITIAN

Variabel, Metode dan Periode Penelitian

Fokus utama dari penelitian ini adalah untuk mengetahui berapa besar pengaruh determinan investasi portofolio terhadap permintaan portofolio di Indonesia, yang terdiri dari; tingkat suku bunga bank, pertumbuhan ekonomi, tingkat inflasi dan nilai tukar rupiah, periode tahun 1995 sampai dengan Desember 2014. Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah *hypothesis testing empirical study*, yaitu menguji hipotesis dari studi empiris yang pernah dilakukan dan menjelaskan temuan, baik yang konsisten maupun yang tidak konsisten dari hasil temuan-temuan empirik, terutama yang berkaitan dengan tingkat suku bunga bank, pertumbuhan ekonomi, tingkat inflasi dan nilai tukar rupiah terhadap permintaan portofolio di Indonesia.

Pengujian Asumsi Klasik

Asumsi klasik yang harus diuji berkaitan dengan proses estimasi metode kuadrat terkecil (*Ordinary Least Square*), untuk mengetahui apakah hasil estimasi merupakan estimasi yang bersifat tidak bias linear terbaik (*Best Linear Unbiased Estimation, BLUE*) atau tidak. Ketiga asumsi klasik tersebut berkaitan dengan ada-tidaknya gejala multikolinieritas dengan menggunakan matrik korelasi, ada-tidaknya gejala heteroskedastisitas dengan menggunakan uji-white, dan ada-tidaknya gejala otokorelasi dengan menggunakan uji *durbin-watson*. Disamping itu, dilengkapi juga dengan pengujian normalitas data dengan menggunakan uji Jarque-Berra.

Model dan Alat Analisis Data

Model penelitian yang digunakan untuk menguji hipotesis H1, H2, H3, dan H4, adalah:

$$\text{LnIP}_t = \beta_0 + \beta_1 \text{SB}_t + \beta_2 \text{PE}_t + \beta_3 \text{INF}_t + \beta_4 \text{LnER}_t + \varepsilon_t \quad (6)$$

Dimana; IP adalah investasi portofolio, SB adalah suku bunga, PE adalah pertumbuhan ekonomi, INF adalah tingkat inflasi, dan ER adalah nilai tukar rupiah.

Alat analisis yang digunakan untuk menguji model tersebut di atas menggunakan regresi berganda. Nilai alpha yang digunakan dalam penelitian ini adalah 1%, 5% dan 10%.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Pengujian Asumsi Klasik

Untuk melihat ada tidaknya gejala multikolinieritas pada model yang sedang diteliti, digunakan matrik korelasi, yaitu melakukan korelasi antar variabel independen. Menurut Gujarati (2003), ada gejala multikolinieritas jika memiliki nilai korelasi antar variabel bebas di atas 0,80. Dalam Tabel 1, dapat dilihat bahwa korelasi antar variabel bebas tidak memperlihatkan nilai yang tinggi (di atas 0,8). Korelasi antar variabel bebas, seluruhnya memiliki nilai yang di bawah 0,8. Dapat disimpulkan bahwa di dalam model penelitian indikasi adanya gejala multikolinieritas tidak terbukti atau terbebas dari masalah atau gejala multikolinieritas.

Tabel 1. Pengujian Multikolinieritas

Korelasi	SB	PE	INF	ER
SB	1,000	-0,691	-0,462	-0,178
PE	-0,691	1,000	-0,507	0,313
INF	-0,462	-0,507	1,000	0,182
ER	-0,178	0,313	0,182	1,000

Sumber: Pengolahan Data, 2016

Untuk melihat ada-tidaknya gejala Heteroskedastisitas digunakan uji white, dengan keputusan probabilitas *chi-square* harus lebih besar dari probabilitas alpha penelitian.

Tabel 2. Pengujian Heteroskedastis

Keterangan	Prob. Chi ²	Kesimpulan
Model	0,149	Tidak ada Hetero

Sumber: Pengolahan Data, 2016

Dengan jumlah data sebanyak 15 tahun, dapat diperoleh nilai probabilitas *chi-square* sebesar 0,085 yang lebih besar dari nilai alpha 0,05. Dengan demikian, tidak terdapat gejala Heteroskedastisitas didalam model penelitian.

Untuk mengetahui ada tidaknya gejala autokorelasi dalam model, dilakukan dengan menggunakan pengujian Durbin-Watson.

Tabel 3. Pengujian Autokorelasi

Keterangan	Nilai DW (d)	Analisis	Kesimpulan
Model	1,615	$(d_U < d < 4 - d_U)$	Tidak Ada Autokorelasi

Sumber: Pengolahan Data, 2016

Diketahui bahwa nilai DW_{hitung} sebesar 1,615 terdapat pada daerah yang tidak terdefinisi ($d_U < d < 4 - d_U$) sehingga tidak ada kesimpulan.

Untuk memastikan normalitas data, digunakan digunakan Uji *Jarque-Bera* guna memastikan model penelitian bebas dari masalah penyimpangan asumsi normalitas. Hasil uji normalitas menunjukkan bahwa seluruh variabel dalam model memperlihatkan nilai yang jauh lebih rendah dari nilai χ^2 -tabel ($\alpha = 0,05$; $df = 14$) sebesar 23,68. Nilai *Jarque-Bera* model penelitian adalah 0,901. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa model estimasi yang digunakan bebas dari penyimpangan asumsi normalitas.

Hasil Estimasi Model

Berdasarkan hasil pengujian menggunakan Program Eviews 8.0. terhadap model penelitian faktor penentu investasi portofolio di Indonesia, didapatkan hasil bahwa INF dan PE memiliki tanda positif dan signifikan terhadap LnIP pada alpha 5% dan 10%. Sedangkan IR dan LnER memiliki tanda negatif dan signifikan terhadap LnIP 5% dan 10%. Hasil estimasi terhadap model penelitian, yaitu:

$$\text{LnIP}_t = 35,614 - 0,694 \text{ SB} + 0,635 \text{ PE} \\ (2,071)^{***} \quad (-3,316)^* \quad (2,123)^{***} \\ + 0,337 \text{ INF} - 1,822 \text{ LnER}_t \quad (6) \\ (3,632)^* \quad (-1,822)^{***}$$

Selanjutnya, jika model penelitian tersebut dibuat dalam tabel, dapat dilihat sebagaimana berikut:

Tabel 4. Pengujian Arah Koefisien

Variabel	Koefisien	t _{hitung}	Sig.	R ²
C	35,614	2,071	0,056** *	0,712
SB	- 0,694	- 3,316	0,005*	
PE	0,635	2,123	0,051** *	
INF	0,337	3,632	0,003*	
LnER	- 1,822	- 1,821	0,089** *	

Keterangan: *, **, ***, signifikan pada tingkat alpha 1%, 5% dan 10%.

Secara umum, hasil estimasi pengaruh suku bunga (SB), pertumbuhan ekonomi (PE), inflasi (INF) dan nilai tukar (LnER) terhadap investasi portofolio di Indonesia sangat baik. Hampir semua variabel independen, (kecuali inflasi, INF) memperlihatkan tanda pengaruh yang konsisten dengan teori, sebagaimana yang ditunjukkan oleh Tabel 4 di atas. Adapun besarnya nilai R² sebesar 0,712 dan nilai F_{hitung} = 9,289. Angka tersebut mengindikasikan bahwa variasi perubahan variabel dependen mampu dijelaskan sekitar 71,20 persen oleh variasi perubahan variabel independen. Hal ini berarti kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen sebesar 71,20 persen dan signifikan. Sedangkan sisanya sebesar 28,80 persen dijelaskan oleh variasi variabel lain yang tidak dikaji dalam persamaan dimaksud.

Hasil Pengujian Hipotesis

Pengaruh Tingkat Bunga terhadap Investasi Portofolio

Salah satu hasil penelitian ini adalah mengenai pengaruh negatif tingkat suku bunga terhadap permintaan investasi portofolio di Indonesia. Hal ini berarti semakin besar suku bunga BI rate/SBI maka akan menurunkan permintaan investasi sekuritas/portofolio di Indonesia. Hasil penelitian ini lebih mendukung studi empiris dari Seabra, Flach, dan Santos (1988), Chukwuemeka (2012), serta Dua dan Garg (2013) yang menyatakan bahwa tingkat bunga berpengaruh negatif terhadap investasi sekuritas/ portofolio.

Hal ini berarti bahwa selama periode penelitian untuk kasus Indonesia, terdapat dampak *negatif* dari suku bunga perbankan terhadap permintaan investasi portofolio. Adanya keuntungan yang besar pada sektor perbankan yang dicerminkan oleh tingkat suku bunga yang

besar dapat memberikan dampak yang negatif bagi perkembangan investasi portofolio di Indonesia.

Pengaruh Pertumbuhan Ekonomi terhadap Investasi Portofolio

Salah satu temuan lainnya dari hasil penelitian ini adalah pengaruh positif dan signifikan pertumbuhan ekonomi (PE) terhadap investasi portofolio. Hasil ini mengindikasikan bahwa peningkatan pertumbuhan ekonomi telah mendorong peningkatan investasi portofolio/sekuritas dan sebaliknya semakin menurun pertumbuhan ekonomi akan menurunkan permintaan investasi portofolio.

Kesimpulan atas temuan ini adalah bahwa pertumbuhan ekonomi merupakan variabel yang dipertimbangkan investor dalam melakukan investasi portofolio di Indonesia. Hasil penelitian ini juga telah mendukung studi empiris dari dilihat pada hasil studi terdahulu dari Calvo *et. al.* (1996), Culha (2006), De Vita dan Kyaw (2008), Ekeocha (2012) dan Dua dan Garg (2013), yang menyatakan bahwa pertumbuhan ekonomi berpengaruh positif terhadap investasi sekuritas/ portofolio.

Hal yang dapat dijelaskan dari pengaruh pertumbuhan ekonomi terhadap investasi sekuritas/portofolio adalah bahwa semakin tinggi pertumbuhan ekonomi, maka hal tersebut mencerminkan makin tumbuh dan meningkatnya sektor-sektor produksi. Semakin sektor-sektor produksi dapat tumbuh dan berkembang dengan baik dan kondusif, maka *output* yang dihasilkan oleh perusahaan dalam bentuk barang dan jasa akan melimpah di pasar domestik. Apabila pasar domestik tidak mampu menyerap produk yang dihasilkan oleh sektor-sektor produksi, sebagai akibat jumlah penawarannya melebihi permintaan domestik, maka hal tersebut dapat dimanfaatkan untuk dipasarkan di pasar luar negeri sehingga tingkat ekspor bersih makin meningkat.

Pertumbuhan ekonomi yang tinggi memperlihatkan juga kapasitas pasar yang terbuka bagi produk perusahaan dan mencerminkan potensi keuntungan bagi perusahaan yang dapat memanfaatkan pasar yang terbuka tersebut. Hal ini dilihat oleh investor sebagai sesuatu yang positif untuk mendapatkan kepemilikan atas surat berharga dari perusahaan yang memiliki keuntungan dan kemampuan dalam memanfaatkan potensi pasar yang terbuka tersebut. Kondisi inilah yang akan mendorong peningkatan permintaan investasi sekuritas/portofolio pada perusahaan-perusahaan dimaksud di pasar modal.

Pengaruh Tingkat Inflasi terhadap Investasi Portofolio

Disamping suku bunga dan pertumbuhan ekonomi, variabel yang diduga memiliki pengaruh terhadap investasi portopolio adalah tingkat inflasi, dimana berdasarkan hasil penelitian ini, tingkat inflasi memiliki pengaruh yang positif terhadap kegiatan investasi swasta. Hasil empiris ini bertolak belakang dengan hasil empiris Lesotlho (2006) dan Jongwanich dan Kohpaiboon (2006) dimana menurut mereka tingkat inflasi memberikan pengaruh negatif terhadap perkembangan investasi.

Banyak ekonom yang berpendapat bahwa inflasi yang cukup tinggi cenderung berpengaruh negatif terhadap investasi portofolio. Hasil penelitian ini berbeda dengan pendapat tersebut, dimana hasil penelitian menunjukkan kondisi yang sebaliknya. Dengan demikian, semakin tinggi inflasi justru mendorong peningkatan permintaan investasi portofolio di Indonesia.

Hal tersebut bisa saja terjadi apabila kenaikan inflasi mengakibatkan peningkatan pendapatan lebih besar daripada peningkatan biaya maka pengaruh inflasi terhadap investasi portofolio adalah positif. Dalam hal ini peningkatan *margin* keuntungan akan merangsang pengusaha memperluas produksinya dengan melakukan investasi.

Penyebab lainnya ketidaksesuaian hasil penelitian dengan teori disebabkan oleh kondisi tingkat inflasi di Indonesia dalam beberapa tahun yang masih di bawah estimasi investor dan terkendali di bawah 2 (dua) digit. Peningkatan inflasi yang terjadi juga masih dapat dimaklumi dan dalam batas toleransi investor, sehingga peningkatan inflasi justru mendorong peningkatan permintaan investasi portofolio di Indonesia.

Pengaruh Nilai Tukar terhadap Investasi Portofolio

Variabel independen lainnya adalah nilai tukar, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa nilai tukar memiliki arah pengaruh yang negatif terhadap investasi portofolio. Arah pengaruh yang negatif, mengandung arti bahwa suatu peningkatan nilai tukar (depresiasi) dapat menyebabkan penurunan investasi portofolio di Indonesia. Sebaliknya suatu penurunan nilai tukar (apresiasi) dapat menyebabkan peningkatan investasi portofolio.

Penelitian ini konsisten dengan studi empiris Seabra, Flach, dan Santos (2007), Brana dan Lahet (2008), dan Ekeocha et.al. (2012) yang menyatakan bahwa nilai tukar berpengaruh negatif terhadap investasi portofolio. Namun penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian Dua dan Garg (2013), yang menyatakan bahwa nilai tukar berpengaruh positif terhadap permintaan investasi portofolio.

Hal ini berarti bahwa selama periode penelitian untuk kasus Indonesia, terdapat dampak *negatif* dari nilai tukar terhadap permintaan investasi portofolio. Kondisi ini sejalan dengan teori portofolio dan teori pendekatan aset, yang menyebutkan bahwa mengingat surat berharga sebagai sebuah aset, maka pemilihan investor pada aset sekuritas (saham dan obligasi), tergantung kepada makin bernilai tidaknya aset tersebut dibandingkan dengan aset lainnya, seperti nilai tukar. Bagi investor asing (luar negeri) kepemilikan terhadap investasi sekuritas tergantung kepada makin kuat atau lemahnya nilai tukar mereka terhadap mata uang negara lain (kurs valuta asing), sehingga nilai tukar memberikan arah pengaruh yang negatif terhadap permintaan investasi portofolio.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan terhadap tema penelitian, maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut ini:

1. Tingkat suku bunga memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap investasi portofolio di Indonesia.
2. Pertumbuhan ekonomi memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap investasi portofolio di Indonesia.
3. Tingkat inflasi memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap investasi portofolio di Indonesia.
4. Nilai tukar memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap investasi portofolio di Indonesia.

Saran

Berdasarkan kesimpulan yang telah dikemukakan, maka dapat diberikan saran-saran, sebagai berikut:

1. Dalam penelitian ini, variabel-variabel yang digunakan dalam model faktor penentu investasi portofolio, seluruhnya adalah variabel ekonomi. Untuk memperluas kajian maka kepada peneliti berikutnya disarankan untuk memasukkan variabel non ekonomi untuk dikaji pengaruh terhadap permintaan investasi portofolio di Indonesia. Beberapa variabel

non ekonomi yang diduga memiliki pengaruh terhadap investasi portofolio, diantaranya adalah risiko dan ketidakpastian hukum, faktor psikologis, faktor kelembagaan (birokrasi dan administrasi), kebijakan/regulasi (uu perpajakan, uu perburuhan), politik dan keamanan, budaya dan lainnya.

2. Tingkat pengembalian di sektor perbankan yang tercermin pada suku bunga perbankan dan pertumbuhan ekonomi masih menjadi faktor yang dipertimbangkan oleh investor sebelum investor tersebut memilih melakukan investasi portofolio. Jika menghendaki peningkatan kapitalisasi investasi portofolio oleh investor di pasar modal, maka sangat penting bagi pemerintah untuk menjaga kondisi pertumbuhan ekonomi tetap positif dan nilai pertumbuhannya di atas periode sebelumnya, sebagai indikasi adanya potensi pasar yang terus bertambah di sektor riil dan terbukanya keuntungan bagi industri/ perusahaan jika dapat memanfaatkan potensi pasar tersebut. Potensi pasar yang terbuka bagi perusahaan merupakan sumber penghasilan bagi pemilik saham yang memiliki kepemilikan di perusahaan tersebut.
3. Perlunya upaya yang terus-menerus untuk menjaga tingkat inflasi pada nilai yang dapat ditolelir oleh investor dan besarnya berada di bawah nilai keuntungan investor. Tingkat tingkat inflasi tinggi akan berpengaruh kepada permintaan investasi portofolio di Indonesia. Oleh karenanya, kebijakan menjaga kestabilan tingkat harga perlu terus dilakukan.
4. Pemerintah perlu untuk terus mengupayakan dan menjaga nilai tukar rupiah pada posisi yang wajar. Nilai tukar rupiah yang wajar memiliki pengaruh dalam meningkatkan investasi portofolio di Indonesia.

DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal, P. 2001. Interest Rates and Investment Levels: An Empirical Evaluation of McKinnon, Stiglitz, & Neo-Structuralist Hypotheses. *Journal of Economic* 0110. March. pp. 1-29
- Aulia Pohan. 2008. *Potret Kebijakan Moneter Indonesia*. Jakarta: PT Raja Grafindo Persada.
- Brana, Sophie dan Delphine Lahet, 2008, Determinants of capital inflows into Asia: The relevance of contagion effects as push factors, *Larefi Working Paper CR08-EFI/05*. pp. 1-24
- Chuhan, P., S. Claessens and N. Mamingi 1993. Equity and Bond Flows to Asia and Latin America, *Working Papers 1160, International Economics Department, The World Bank*.
- Culha, A. A. 2006. A Structural VAR Analysis of the Determinants of Capital Flows into Turkey, *Central Bank Review*, 2: 11-35
- De Vita, G. and K.S. Kyaw, 2008. Determinants of Capital Flows to Developing Countries: A Structural VAR Analysis, *Journal of Economic Studies*, 35 (4): 304-322.
- Dua, P. And R. Garg, 2013. Foreign Portfolio Investment Flows to India: Determinant and Analysis, *Working Paper No. 225, Centre for Development Economics Delhi School of Economics*.
- Ekeocha, Patterson Chukwuemeka;, Chidinma Stella Ekeocha; Victor Malaolu; dan Moses Onyema Oduh, 2012. Modelling the Long Run Determinants of Foreign Portfolio. *Journal of Economics and Sustainable Development*. Vol.3, No.8, pp. 194-205.
- Gujarati, Damodar. 2003. *Basic Econometrics*. 4th Edition. Singapore: McGraw-Hill International Editions
- Kasmir, 2008. Analisis Laporan Keuangan. Penerbit Rajawali Pres. Jakarta:
- Korap, L. 2010. Identification of Pull and Push Factors for the Portofolio Flows: SVAR Evidence from the Turkish Economy, *Dogus Unversitesi Dergisi*, 11 (2): 223-232.
- Krugman, Paul R. & Obsfeld, Maurice. 2001. *The International Economic, Theory and Policy*. Addison-Wesley Publishing Company
- Jongwanich, Juthathip. dan Archanun Kohpaiboon. 2006. Private Investment: Trends and Determinants in Thailand. *Journal of Economics* 0970. December. pp. 1-29.
- Lesotlho, Patrick. 2006. An Investigation of the Determinants of Private Investment: The Case of Botswana. *Policy Research Working Paper No. 2123*. pp. 11 – 34
- Mankiw, N. Gregory. 2001. *Macroeconomics*. 5th edition. New York: Worth Publishers
- Sadono Sukirno, 2006. *Ekonomi Pembangunan, Proses Masalah dan Dasar Kebijakan*, Cetakan Ketiga, Penerbit Kencana, Jakarta:
- Salvatore, Dominick, 2011. *International Economics: Trade And Finance*, 10th ed., Penerbit: Hoboken, New Jersey: John Wiley and Sons.
- Seabra, Fernando; Lisandra Frach, dan Tatiana Santos, 2007. *Foreign Portfolio Investment, the European Monetary Union and Exchange Rate Uncertainty*.
- Sharpe, William F., Gordon J. Alexander, and Jeffrey V. Bailey, 2001. *Fundamentals of Investments*. Prentice Hall. University of California.
- Banjarmasin

