

## KAJIAN *CAPITAL FLIGHT* DI INDONESIA

Oleh: Bisma Arianto

Email: [bisma\\_arianto@unipasby.ac.id](mailto:bisma_arianto@unipasby.ac.id)

(Dosen Prodi Manajemen - FE UNIPA Surabaya)

### Abstrak

Serangkaian pertemuan dan perundingan maupun perjanjian berskala global, berusaha merumuskan dan mewujudkan skema terbaik ataupun mendekati sempurna, untuk proses globalisasi, sembari tetap berpegang pada prinsip-prinsip keadilan. Negara Indonesia yang termasuk negara dunia ketiga, sering dipaksa menelan pil pahit, bahkan timbangan terkadang berat sebelah, globalisasi dengan pasar bebasnya hanya sebatas masalah yang datang dari negara maju ke negara belum maju. Dalam kurun waktu tertentu utang luar negeri (LN) pemerintah (*public foreign debt*) sudah menjadi salah satu sumber ancaman bagi stabilitas ekonomi makro, baik melalui tekanan defisit fiskal, ketimpangan distribusi sosial dalam APBN maupun tekanan atas cadangan devisa.

Beberapa negara berkembang memiliki dana di luar negeri yang sebenarnya cukup untuk meng-offset utang-utang negara mereka. Di Indonesia, jika seluruh *capital flight* kembali ke dalam negeri, kalangan ekonom berpendapat bahwa pemerintah tidak lagi membutuhkan bantuan luar negeri, karena selama periode krisis 1997-1999 telah terjadi pelarian modal sekitar US\$ 80 milyar. Sementara nilai komitmen bantuan IMF Indonesia untuk Indonesia hanya US\$ 43 milyar dan pencairannya diangsur selama 5 tahun. *Capital flight* menimbulkan masalah, yaitu terhambatnya pertumbuhan ekonomi karena investasi yang seharusnya memiliki *multiplier effect* di dalam negeri justru dilakukan di luar negeri. Selain itu, keterbatasan dana mengurangi impor yang dapat dilakukan, yang berarti semakin sedikit pula *marginal propensity to import (and to consume)* dari masyarakat. Permasalahan lain yang menyebabkan terganggunya pertumbuhan ekonomi adalah *earning* dan perolehan yang didapat dari investasi tersebut tidak di-repatriate sehingga menjadi perolehan di negara tempat berinvestasi. Secara makro, yang terjadi kemudian adalah keadaan negara yang default (tidak mampu membayar utangnya), sehingga sulit untuk mendapat pinjaman baru ketika pembiayaan dalam negeri tidak lagi cukup.

Dalam mengantisipasi adanya *capital flight* di Indonesia adalah dengan mengendalikan jumlah uang yang beredar dan atau suku bunga melalui operasi pasar terbuka dengan menerbitkan SBI oleh Bank Indonesia, mengendalikan fluktuasi nilai rupiah terhadap mata uang asing (khususnya US\$) yang stabil akan sangat mempengaruhi iklim investasi di dalam negeri, mengendalikan laju peningkatan inflasi, dan mempertahankan cadangan devisa oleh otoritas moneter.

**Kata Kunci:** *Capital Flight* dan investasi.

### Pendahuluan

Setelah suatu dekade pertumbuhan yang cepat, sistem keuangan internasional dicoba dengan *capital flight* dan krisis moneter. Keuangan internasional sepanjang tahun 1990-an ketika negara sedang berkembang memindahkan modalnya ke negara lain dengan jumlah yang besar. Di kawasan Asia yang muncul, sebagai contoh, modal yang mengalir dalam waktu singkat sekitar US\$ 100 milyar pada tahun 1996 dan di pertengahan tahun 1997 dana tersebut mengalir keluar dengan tingkat jumlah uang yang sama. Para pemimpin beberapa negara Asia menyalahkan *outflow* sebagai ulah pelaku bisnis yang rakus, karena pengaruh sistem keuangan internasional yang telah menjalankan hasil liberalisasi arus keuangan, transaksi mata uang asing sekarang sudah mendekati US\$ 1,5 trilyun per hari, dan spekulasi memanfaatkan dengan melihat mata uang mana yang paling kuat yang peka ke destabilisasi (Anderson, 1998).

Internasionalisasi perekonomian atau globalisasi, dengan perdagangan bebas antarnegara dan pergerakan modal bebas sebagai ujung tombak, dapat mencita-citakan peningkatan kesejahteraan dan pemerataan keadilan bagi umat manusia. Serangkaian pertemuan dan perundingan maupun perjanjian berskala global, berusaha merumuskan dan mewujudkan skema terbaik ataupun mendekati sempurna, untuk proses globalisasi, sembari tetap berpegang pada prinsip-prinsip keadilan. Tidak dapat dipungkiri bahwa skenario global tersebut memang menjanjikan hal-hal yang luar biasa manfaatnya, sebuah tatanan kerjasama dan perjanjian yang tidak bisa dipandang sebelah mata, yang tentunya juga tidak gratis. Negara Indonesia yang

termasuk negara berkembang, di era globalisasi dengan pasar bebasnya sering dipaksa menelan pil pahit sebatas masalah yang datang dari negara maju ke negara berkembang dan/atau belum maju. Dalam kurun waktu tertentu utang luar negeri (LN) pemerintah (*public foreign debt*) sudah menjadi salah satu sumber ancaman bagi stabilitas perekonomian makro, melalui tekanan defisit fiskal dan ketimpangan distribusi sosial dalam APBN maupun tekanan atas cadangan devisa.

Fenomena yang menarik pada waktu krisis 1997-1998 adalah krisis utang yang melanda negara-negara Asia, negara-negara berkembang di benua Afrika dan Amerika Latin, telah menciptakan suatu masalah ekonomi serta konflik tersendiri. Pada beberapa negara, adanya *debt trap* tersebut mengakibatkan *twin gap*, yaitu *saving investment gap* yang semakin besar dan *current account gap* yang juga semakin besar. *Saving investment gap* yang semakin besar tersebut terjadi karena pembiayaan investasi yang sangat tergantung dari utang luar negeri untuk menutupinya. Demikian pula dengan *export-import gap* yang juga berasal dari utang luar negeri. Kenyataannya, tanpa banyak diduga, beberapa negara berkembang memiliki dana di luar negeri yang sebenarnya cukup untuk meng-*offset* utang-utang negara mereka. Di Indonesia, jika seluruh *capital flight* kembali dalam negeri, kalangan ekonom berpendapat bahwa pemerintah tidak lagi membutuhkan bantuan luar negeri, karena selama periode krisis 1997-1999 telah terjadi pelarian modal sekitar 80 milyar dolar AS. Sementara nilai komitmen bantuan IMF Indonesia untuk Indonesia hanya 43 milyar dolar AS dan pencairannya diangsur selama 5 tahun (Rozaq, 2003).

Krisis di Asia yang diwarnai oleh arus modal keluar neto (*net capital outflow*) dalam jumlah yang sangat besar dan dalam waktu yang relatif singkat, telah mendorong perhatian internasional yang lebih besar pada *destabilizing effect* dan arus modal jangka pendek terhadap perekonomian. Arus modal dalam bentuk pinjaman bank-bank komersial ke negara-negara kawasan Asia pada periode krisis mengalami penurunan drastis dari arus masuk bersih (*net inflow*) sebesar US\$ 82,1 milyar pada tahun 1999 menjadi arus modal keluar bersih (*net outflow*) sebesar US\$ 14,5 milyar pada tahun 1997 dan *net outflow* sebesar US\$ 59,6 miliar pada tahun 1998 (Herwanti, 2002:6). Krisis tersebut telah mendorong beberapa negara berkembang untuk meninjau kembali kebijakan-kebijakannya yang terkait dengan kontrol devisa dan aliran modal dalam rangka mengantisipasi dan meminimumkan risiko yang akan dihadapi dalam transaksi modal, khususnya arus modal jangka pendek yang diduga sebagai pemicu terjadinya kebocoran dalam sistem keuangan global.

**Tabel 1. Jumlah Capital Flight di Indonesia (US\$ juta)**

Tahun	Jumlah <i>Capital Flight</i>	Tahun	Jumlah <i>Capital Flight</i>
1981	1.764,38	1990	9.869,14
1982	-873,38	1991	5.025,28
1983	-4025,06	1992	6.208,19
1984	-122,39	1993	2.729,58
1985	2.420,33	1994	10.411,44
1986	2.085,41	1995	6.467,64
1987	7.050,67	1996	-1.302,72
1988	208,07	1997	7.628,6
1989	1.849,45	1998	11.936,82

Sumber: Schineider, 2003, *Measuring Capital Flight: Estimation and Interpretations*.

Penelitian mengenai *capital flight* yang dilakukan oleh Benu Schineider (2003) dari *Overseas Development Institute London* mulai tahun 1981 sampai dengan tahun 1998, tentang besarnya *capital flight* yang berfluktuatif dan cenderung positif di Indonesia, serta mengidentifikasi bahwa arus modal yang ada di Indonesia begitu mudah keluar masuk dengan jumlah yang sangat tinggi. Bahkan tahun 1998, sebagai tahun awal krisis di Indonesia, jumlahnya menembus angka US\$ 11.936,82 juta. Ketakutan yang luar biasa oleh para pemegang *capital* saat

itu dikarenakan kondisi politik dan keamanan Indonesia pada tahun itu sedang kacau. Peristiwa *contagian effect* dari krisis yang terjadi di Indonesia berujung pada inflasi yang tinggi karena demo masyarakat besar-besaran dan kerusuhan di bulan Mei yang menjurus pada etnis cina.

*Capital flight* adalah suatu konsep dimana proses tersebut merupakan terminal uang dan bisa diputar sejauh mana keinginan si-pemegang uang. *Capital flight* menimbulkan masalah, yaitu terhambatnya pertumbuhan ekonomi karena investasi yang seharusnya memiliki *multiplier effect* di dalam negeri justru dilakukan di luar negeri. Selain itu, keterbatasan dana mengurangi impor yang dapat dilakukan, yang berarti semakin sedikit pula *marginal propensity to import (and to consume)* dari masyarakat. Pelarian modal berhubungan erat dengan ketidakpastian dan beban risiko berkaitan dengan kas atau pemegang modal pada suatu wilayah. Penduduk mengambil uang mereka dan melarikan ke luar negeri karena ketakutan akan risiko yang tinggi atas modal-modal mereka. Permasalahan lain yang menyebabkan terganggunya pertumbuhan ekonomi adalah *earning* dan perolehan yang didapat dari investasi tersebut tidak di-*repatriate* sehingga menjadi perolehan di negara tempat berinvestasi. Secara makro, yang terjadi kemudian adalah keadaan negara yang *default* (tidak mampu membayar utangnya), sehingga sulit untuk mendapat pinjaman baru ketika pembiayaan dalam negeri tidak lagi cukup (Rozaq, 2003).

### **Teori Pelarian Modal (*Capital Flight*)**

Perhatian besar mengenai *capital flight* ditunjukkan oleh Bank Dunia dalam Schineller (1997:30) yang menyamakan *capital flight* dengan aliran modal ke luar negeri yang dilakukan oleh pihak di luar negeri yang dilakukan oleh pihak pemerintah sehingga posisi aset luar negeri mengalami perubahan. Metode yang digunakan yaitu dengan membandingkan sumber-sumber dari modal yang masuk ke dalam negeri (*sources of capital inflow*) dengan kegunaannya (*uses of capital inflow*). Sumber-sumber modal yang masuk antara lain dapat dilihat melalui peningkatan utang luar negeri bersih dan investasi luar negeri bersih. Sedangkan penggunaannya antara lain untuk menutupi defisit transaksi berjalan dan penambahan pada cadangan devisa. Jika jumlah sumber-sumber modal yang masuk besarnya melebihi penggunaannya maka selisihnya itu dinyatakan sebagai *capital flight*.

Para ahli yang melakukan penelitian tentang *capital flight* cenderung untuk menggunakan definisi menurut pemikiran mereka sendiri. Hingga saat ini pemikiran tentang *capital flight* masih terus berkembang. Tidak ada generalisasi yang dapat diterima oleh para ahli mengenai arti atau definisi mengenai *capital flight*. Sehingga terdapat pula perbedaan dalam mengestimasi *capital flight* dan hasilnya. *Capital flight* dihubungkan dengan keadaan dimana ketidakpastian dan risiko begitu tinggi baik secara ekonomi maupun non ekonomi. Warga negara membawa dana miliknya untuk menghindari kerugian besar bila mereka memegang asset dalam negeri. *Capital flight* terjadi karena adanya ketakutan warga negara akan hilangnya kekayaan yang dikarenakan hal-hal seperti depresiasi mata uang domestik yang tiba-tiba, ketidakmampuan pemerintah dalam membayar utangnya, perubahan dalam hal pengontrolan modal dan peraturan mengenai pasar uang dan modal, ataupun adanya perubahan dalam kebijakan fiskal yang merugikan para pemilik dana (Hermes, Lensink and Murinde, 1998:3).

*Capital flight* juga mendapat pembahasan dari Krugman dan Obsfeld (1999:247), menurut mereka *capital flight* adalah menyusutnya jumlah cadangan akibat desas-desus devaluasi karena pendebitan (pengurangan aktiva) neraca pembayaran sama artinya dengan arus keluar modal swasta. Penduduk mengurangi simpanan mata uang domestik dengan menukarkannya menjadi valuta asing ke Bank Sentral untuk kemudian mereka investasikan di luar negeri. Pelarian modal merupakan hal yang paling memprihatinkan pemerintah pada saat desas-desus devaluasi mulai bertiup, menginggit tipisnya cadangan di Bank Sentral. Pelarian modal makin mempertipis cadangan sehingga memaksa Bank Sentral melakukan devaluasi lebih awal dan lebih drastis daripada yang direncanakan semula.

Salvatore (1997:500) mendefinisikan pelarian modal sebagai transfer dana ke luar negeri oleh penduduk atau perusahaan domestik untuk memperoleh pendapatan atau bunga terbesar dan teraman, tidak peduli apakah negaranya sendiri membutuhkan dana-dana tersebut atau tidak. Menurut Gregory Mankiw (2003) yang menjabarkan *capital flight* sebagai arus modal keluar neto

adalah jumlah pinjaman yang diberikan oleh investor domestik ke luar negeri dikurangi pinjaman dari investor asing ke dalam negeri. Sedangkan Cuddington dalam Schineller (1997:22) mendefinisikan *capital flight* sebagai aliran modal ke luar negeri jangka pendek baik yang tercatat maupun tidak tercatat yang bersifat spekulatif oleh sektor non bank. Cuddington mengukur *capital flight* dengan menambahkan aliran modal ke luar negeri jangka pendek dengan selisih perhitungan (*net error and omission*) pada neraca pembayaran. Komponen arus modal keluar yang tercatat, sedangkan komponen *net error and omission* untuk mengestimasi arus modal keluar yang tidak tercatat.

## Teori Aliran Modal

### 1. Aliran Modal Lintas Negara

Menurut pertimbangan ekonomi, pergerakan modal antar negara secara fundamental tidak berbeda jauh dengan alasan mengapa terjadinya aliran modal antar daerah, antar sektor maupun antar industri dalam suatu negara. Pertimbangannya adalah harapan atau sebagai respon terhadap ekspektasi (*return*) yang lebih tinggi jika kapital itu diinvestasikan di lokasi baru. Ada beberapa alasan tambahan sebagai penjelasan terjadinya pergerakan atau terjadinya aliran modal.

Appleyard dan J. Field Jr. (1995: 231) mengemukakan beberapa hipotesis alasan mengapa modal itu diinvestasikan lintas negara:

a. Suatu perusahaan akan menginvestasikan modalnya lintas negara sebagai respon semakin meluas dan tumbuhnya pasar. Hipotesis ini diperkuat dengan studi empiris yang menyatakan bahwa ada hubungan positif antara produk domestik bruto (*Gross Domestic Product-GDP*) negara penerima aliran modal itu dengan besarnya investasi asing langsung (FDI) yang masuk dalam negara tersebut.

b. Produksi jasa maupun pengolahan dari negara maju akan meningkat pelayanannya terhadap suatu negara untuk memenuhi selera yang semakin berkembang sebagai akibat peningkatan pendapatan perkapita dari negara tujuan (sebagai target pasar). Hal ini juga menjadi alasan mengapa negara maju menginvestasikan modalnya ke negara lain.

c. Alasan lainnya adalah usaha untuk meyakinkan akses dalam mendapatkan meterial dasar serta besarnya cadangan material itu, sehingga negara maju menginvestasikan modalnya ke negara yang dituju.

d. Perbedaan kendala tarif maupun non tarif di negara penerima (*host country*) juga bisa menjadi alasan mengapa terjadi aliran modal masuk.

e. Adanya tingkat upah yang rendah juga menjadi pertimbangan mengapa terjadi investasi modal ke dalam negara yang dituju. Melimpahnya tenaga kerja di negara berkembang yang mengakibatkan rendahnya tingkat upah menjadi sasaran investasi khususnya untuk produksi barang dengan teknologi padat karya.

f. Untuk memantapkan dan mengamankan fungsi pasar (*market share*) juga menjadi pertimbangan yang kuat ketika terjadi persaingan karena banyaknya perusahaan multinasional yang mempunyai produk serupa, ikut meramaikan perebutan pasar di negara tujuan itu.

g. Diversifikasi resiko juga menjadi pertimbangan yang penting bagi penanam modal untuk mengalirkan modalnya ke berbagai negara.

h. Adanya keuntungan yang lebih tinggi untuk menginvestasikan modalnya ke negara yang dituju karena kurang bisa bersaingnya perusahaan domestik dinegara itu dengan perusahaan asing. Hal itu bisa terjadi karena superioritas manajemen dan tingginya *skill* yang dimiliki oleh perusahaan asing dibandingkan dengan perusahaan domestik.

### 2. Keseimbangan Pasar Modal (*Capital Market Equilibrium*)

Aliran modal adalah fenomena perpindahan *capital* yang disebabkan adanya potensial keuntungan (*return*) yang diperoleh dari adanya perbedaan ongkos penggunaan modal itu sendiri (*opportunity cost of capital*). Fenomena ini secara sederhana dalam model keseimbangan pasar modal untuk kasus dua negara.

### **Teori Foreign Direct Investment (FDI)**

Penanaman modal asing langsung atau FDI muncul ketika sebuah perusahaan atau pemilik modal asing secara langsung melakukan investasi atau memproduksi di suatu negara tertentu sehingga terjadi aliran modal masuk ke suatu negara tersebut (Charles W. L Hill, 2002). Ada dua jenis FDI menurut pola investasi yang dilakukan yaitu:

1. *Green-Field Investment*, dimana pemilik modal membangun keseluruhan usahanya mulai dari awal atau dari titik nol.
2. Investasi langsung tetapi memanfaatkan perusahaan sejenis yang sudah ada di negara yang dituju dengan melakukan *merger*.

Menurut jenis usaha yang dilakukan, FDI dibagi kembali menjadi dua yaitu:

- a. *Horisontal FDI*, dimana investor menginvestasikan modalnya dengan mendirikan investasi yang sama persis jenisnya dengan yang dilakukan di negara asalnya, dan keseluruhan proses produksi yang terjadi dilakukan sendiri dan tidak melibatkan perusahaan lokal atau domestik.
- b. *Vertikal FDI*, *vertical FDI* ini dibagi menjadi dua yaitu *backward vertical FDI* dan *forward vertical FDI*. *Backward vertical FDI* adalah investor melakukan investasi dengan mendirikan industri di negara tertentu, dengan masih memanfaatkan output dari perusahaan lokal setempat. Sedangkan *forward vertical FDI* mendirikan industri di negara *host* dengan menjual hasil produksi perusahaan domestik.

### **Teori Investasi**

#### **1. Definisi Investasi**

Menurut R. Dornbush dan S. Fisher (1994: 268), investasi sebagai pengeluaran masyarakat yang ditujukan untuk meningkatkan atau mempertahankan stok barang modal dan kekayaan. Investasi atau penanaman modal merupakan salah satu komponen yang menentukan tingkat pengeluaran agregat, selain pengeluaran konsumsi rumah tangga, pengeluaran pemerintah dan ekspor bersih. Investasi juga didefinisikan sebagai pengeluaran atau pembelanjaan penanaman modal atau perusahaan untuk membeli barang-barang modal dan kelengkapan-kelengkapan produksi untuk menambah kemampuan memproduksi barang-barang dan jasa-jasa yang tersedia dalam perekonomian (Sukirno, 1999:107).

Investasi diperlukan karena kekayaan maupun stok barang modal akan mengalami penyusutan nilai, seiring dengan bertambahnya waktu. Penyusutan nilai (depresiasi) dapat terjadi secara alami maupun secara relatif. Penyusutan alami disebabkan oleh adanya tingkat inflasi serta depresiasi nilai tukar mata uang. Tingkat inflasi sebesar 10% per tahun akan menyusutkan nilai kekayaan konsumen sebesar 10% per tahun pula. Begitu juga depresiasi mata uang sebesar 5% akan menurunkan kekayaan sebesar 5% (bagi mereka yang hanya menyimpan kekayaan dalam satu jenis mata uang saja). Penyusutan secara relatif adalah hilangnya kesempatan mendapatkan keuntungan yang lebih tinggi atas pilihan investasi tertentu, karena ada alat investasi lain yang lebih menguntungkan. Sebagai contoh, investor saham relatif merugi dibanding dengan investor deposito perbankan, kalau tingkat bunga deposito lebih tinggi dari total *capital gain* dan deviden (Widoatmodjo, 1996:2).

#### **2. Faktor-Faktor yang Menentukan Investasi**

Sadono Sukirno (1999:109) mengemukakan faktor-faktor utama yang mempengaruhi investasi adalah:

- a. Tingkat bunga. Pemerintah melalui kebijakan moneter dapat mendorong perbankan untuk meningkatkan tingkat bunga. Semakin tinggi tingkat bunga membuat investor semakin tidak tertarik untuk berinvestasi, terutama di pasar modal maupun investasi langsung.
- b. Tingkat keuntungan investasi yang diramalkan akan diperoleh. Semakin tinggi tingkat keuntungan yang akan diperoleh, semakin besar pula minat investor untuk berinvestasi. Namun tingkat keuntungan yang tinggi biasanya diikuti dengan tingkat risiko yang tinggi pula, hal ini yang harus dipertimbangkan oleh investor.
- c. Kemajuan teknologi. Kemajuan teknologi juga mempengaruhi investasi karena bila terjadi

kemajuan teknologi berarti adanya peningkatan dalam kinerja serta efisiensi, maka tingkat keuntungan yang akan diperoleh meningkat.

d. Tingkat pendapatan nasional dan perubahan-perubahannya. Dengan meningkatnya pendapatan nasional maka meningkat pula pendapatan konsumen, sehingga meningkatkan daya beli serta meningkat pula permintaan pada produk perusahaan. Peningkatan pendapatan berarti pula peningkatan investasi.

e. Ramalan mengenai keadaan ekonomi di masa depan. Investor perlu mengetahui keadaan ekonomi sekarang dan ramalannya untuk masa depan, apakah dalam keadaan resesi, berkembang atau stabil. Keadaan ekonomi ini akan mempengaruhi daya beli konsumen yang juga mempengaruhi kinerja perusahaan-perusahaan. Investasi harus disesuaikan dengan keadaan ekonomi untuk menghindari resiko.

f. Keuntungan yang diperoleh perusahaan. Semakin tinggi keuntungan yang diperoleh perusahaan, semakin tinggi pula minat untuk berinvestasi karena tingkat pengembalian yang tinggi.

Selain itu, motivasi pokok dari investasi adalah mencari keuntungan, untuk mendapatkan itu para investor akan menggunakan berbagai cara untuk memprediksi *trend* atau kecenderungan yang akan terjadi di masa mendatang yang penuh dengan ketidakpastian baik memperhitungkan kekuatan, kelemahan, kesempatan maupun ancamannya. Samuelson dan Nordhaus (1999:136) mengemukakan kekuatan ekonomi utama yang menentukan investasi yaitu:

a. Hasil (*revenue*) sebagai akibat dari investasi yang terutama dipengaruhi oleh siklus ekonomi. Faktor penentu yang sangat sering dalam investasi adalah keseluruhan jumlah *output* (GNP). Bila pabrik-pabrik beroperasi di bawah kapasitas normalnya, maka perusahaan tidak begitu berkeinginan untuk membangun pabrik atau fasilitas produksi baru, jadi tingkat investasi rendah. Atau dengan istilah lain, jumlah investasi bergantung pada hasil pendapatan penjualan yang akan diperoleh dari seluruh kegiatan ekonomi.

b. Biaya investasi yang ditentukan oleh kebijakan suku bunga dan pajak. Suku bunga pinjaman merupakan harga yang dibayar untuk uang pinjaman selama beberapa periode. Begitu suku bunga turun, biaya investasi turun dan perusahaan akan lebih banyak memesan peralatan dan lain sebagainya dan sebaliknya. Sedangkan hal baru yang berperan pokok dalam keputusan investasi adalah pajak penghasilan perusahaan. Tinggi rendahnya tingkat pajak ini digunakan oleh pemerintah untuk menghambat atau mendorong investasi di sektor usaha.

c. Harapan mengenai masa depan. Pada hakekatnya investasi boleh dikatakan sebagai perjudian mati-matian mengenai masa depan, taruhan bahwa hasil sekarang dan masa depan akan lebih besar daripada biaya sekarang dan masa yang akan datang (Samuelson dan Nordhaus, 1999:137).

## Indikator yang Mempengaruhi Pelarian Modal

### 1. Tingkat Inflasi

Inflasi adalah kecenderungan terjadinya peningkatan harga produk-produk secara keseluruhan. Tingkat inflasi yang tinggi biasanya dikaitkan dengan kondisi ekonomi yang terlalu panas (*overheated*). Artinya, kondisi ekonomi mengalami permintaan atas produk yang melebihi kapasitas penawaran produknya, sehingga harga-harga cenderung mengalami kenaikan. Inflasi yang terlalu tinggi juga akan menyebabkan penurunan daya beli uang (*purchasing power of money*). Disamping itu, inflasi yang tinggi juga bisa mengurangi tingkat pendapatan riil yang diperoleh investor dari investasinya. Sebaliknya jika tingkat inflasi suatu negara mengalami penurunan, maka hal ini akan merupakan sinyal yang positif bagi investor seiring dengan turunnya risiko daya beli uang dan resiko penurunan pendapatan riil (Tandelilin, 2001:212).

Secara garis besar terdapat tiga teori mengenai inflasi yang menyoroti aspek-aspek tertentu dari proses inflasi. Dan masing-masing teori ini tidak mencakup semua aspek penting dari proses kenaikan harga (Boediono, 1994):

a) *Teori Kuantitas*, Teori ini menyoroti peranan dalam proses inflasi dari jumlah uang beredar dan psikologi atau harapan masyarakat mengenai kenaikan harga-harga. Inflasi hanya bisa terjadi kalau terjadi penambahan volume uang beredar, baik uang kartal maupun uang giral. Tanpa adanya kenaikan jumlah uang beredar, kejadian seperti misalnya, kegagalan panen, hanya akan menaikkan harga-harga untuk sementara waktu saja.

b) *Teori Keynes*, mengenai inflasi didasarkan atas teori makro-nya yang menyoroiti aspek lain dari inflasi. Menurut teori ini, inflasi terjadi karena masyarakat ingin hidup di luar batas kemampuan ekonominya. Proses inflasi tidak lain adalah proses perebutan bagian rezeki di antara kelompok-kelompok sosial yang menginginkan bagian yang lebih besar daripada yang dapat disediakan oleh masyarakat tersebut. Proses perebutan ini kemudian diterjemahkan menjadi keadaan di mana permintaan masyarakat akan barang-barang selalu melebihi jumlah barang-barang yang tersedia.

c) *Teori Strukturalis* adalah teori inflasi yang menekankan pada ketegaran (*rigidities*) dari struktur perekonomian negara-negara sedang berkembang. Menurut teori ini ada dua ketegaran utama dalam perekonomian negara-negara sedang berkembang yang bisa menimbulkan inflasi. Ketegaran *pertama* berupa ketidak-elastisan dari penerimaan ekspor, yaitu nilai ekspor yang tumbuh secara lamban dibanding dengan pertumbuhan sektor-sektor lain yang disebabkan oleh margin yang semakin tidak menguntungkan antara harga dunia di pasar ekspor dibanding dengan harga-harga barang impor yang harus dibayar, atau sering disebut dengan istilah dasar penukaran (*terms of trade*) makin memburuk. Ketegaran yang *kedua* berkaitan dengan ketidak-elastisan dari *supply* atau produksi bahan makanan di dalam negeri. Dinyatakan bahwa produksi bahan makanan dalam negeri tidak tumbuh sebanding dengan pertumbuhan jumlah penduduk dan penghasilan perkapita, sehingga harga bahan makanan di dalam negeri cenderung untuk menaik melebihi kenaikan harga.

## 2. Suku Bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI)

Sertifikat Bank Indonesia (SBI) merupakan salah satu instrumen operasi pasar terbuka (OPT) yang dilaksanakan oleh Bank Indonesia dalam rangka mengendalikan jumlah uang yang beredar dan atau suku bunga. Sebagai instrumen OPT, pada dasarnya penerbitan SBI oleh Bank Indonesia dapat dilakukan melalui lelang maupun non lelang. SBI dapat dimiliki oleh bank atau pihak lain yang ditetapkan oleh Bank Indonesia melalui pembelian SBI di pasar perdana. Selain itu, SBI dapat pula diperdagangkan di pasar sekunder dan dipergunakan sebagai agunan. Penjualan SBI diprioritaskan kepada lembaga perbankan. Meskipun demikian, tidak tertutup kemungkinan masyarakat baik perorangan maupun perusahaan untuk dapat memiliki SBI.

Sertifikat Bank Indonesia (SBI) adalah surat berharga dalam mata uang rupiah yang diterbitkan oleh Bank Indonesia sebagai pengakuan utang jangka pendek dengan menggunakan sistem diskonto (Sugiyono, 2004:30). Penerbitan SBI oleh Bank Indonesia mempunyai tujuan kontraksi yaitu apabila tingkat suku bunga atas diskonto SBI dinaikkan dan kemudian diharapkan para pemilik dana akan membeli SBI sehingga aliran dana mengalir ke dalam negeri.

SBI merupakan instrumen untuk menentukan modal akan ditaruh dimana, dimana suku bunga yang tinggi memungkinkan Investor akan masuk begitu banyak. Suku bunga SBI yang tinggi akan mendorong bank atau orang untuk menanamkan dananya di bank daripada menginvestasikannya pada sektor produksi atau industri yang risikonya jauh lebih besar jika dibandingkan dengan menanamkan uangnya di bank. SBI mempunyai karakteristik utama, yaitu: Mempunyai satuan unit tertentu, berjangka waktu tertentu sesuai dengan yang ditetapkan oleh Bank Indonesia, diterbitkan dan diperdagangkan dengan sistem diskonto, diterbitkan tanpa warkat (bukti kepemilikan hanya pencatatan secara elektronikis {*scripless*}), dapat diperdagangkan atau dipindahtangankan (*negotiable*) di pasar sekunder.

## 3. Nilai Kurs Rupiah

Terjadinya apresiasi kurs rupiah terhadap dolar akan memberikan dampak terhadap perkembangan pemasaran produk Indonesia di luar negeri, terutama dalam hal persaingan harga. Apabila hal ini terjadi, secara tidak langsung akan memberikan pengaruh terhadap neraca perdagangan, karena menurunnya nilai ekspor dibandingkan dengan nilai impor. Seterusnya akan berpengaruh pula kepada neraca pembayaran Indonesia.

Nilai tukar mata uang atau yang sering disebut dengan kurs adalah harga satu unit mata uang asing dalam bentuk mata uang domestik atau dapat juga dikatakan harga mata uang domestik terhadap mata uang asing (Simorangkir dan Suseno, 2004:4). Fluktuasi nilai rupiah terhadap mata uang asing (khususnya dolar AS) yang stabil akan sangat mempengaruhi iklim investasi di dalam negeri.

#### 4. Cadangan Devisa

Devisa berasal dari dua sumber, yakni pendapatan ekspor bersih atau surplus neraca transaksi berjalan dan arus modal masuk bersih atau surplus neraca modal. Dari kedua sumber itu, yang paling diandalkan adalah pendapatan dari kegiatan ekspor (Julianery, 2002:57). Cadangan devisa adalah sejumlah valuta asing yang dicadangkan dan dikuasi oleh Bank Sentral, yang di Indonesia dipegang oleh Bank Indonesia sebagai otoritas moneter. Dana ini digunakan untuk membiayai impor dan kewajiban lain kepada pihak asing, seperti pembayaran pinjaman luar negeri. Besar kecilnya cadangan devisa sangat tergantung pada perkembangan neraca pembayaran.

Dalam sejarah perekonomian Indonesia, beberapa kebijakan mengenai pengaturan devisa telah dilaksanakan sesuai dengan sistem devisa yang telah ditetapkan. Adapun sistem devisa tersebut adalah (Warjiyo, 2004: 114):

a. Sistem Devisa Bebas. Sistem ini mulai diterapkan di Indonesia dengan PP No. 1 tahun 1982 menggantikan PP No. 64 tahun 1970, sistem ini menjadikan masyarakat bebas memiliki dan menggunakan devisa. Ini berlaku bagi devisa dalam bentuk DHE dan DU, tidak ada pengaturan mengenai kewajiban bagi penduduk untuk melaporkan devisa yang diperoleh dan dipergunakan. Kemudian oleh masyarakat diartikan juga tidak wajib lapor. Sistem ini diperbarui dengan UU No. 24 tahun 1999 tentang Lalu Lintas Devisa dan Sistem Nilai Tukar. Undang-undang ini menegaskan masyarakat bebas memiliki dan menggunakan devisa, namun masyarakat wajib memberikan keterangan dan data mengenai kegiatan lalu lintas devisa yang mereka gunakan.

b. Sistem Devisa Terkontrol. Berdasarkan UU No. 32 tahun 1964 sistem ini dijalankan, pada waktu ini devisa dikelompokkan menjadi dua, yaitu Devisa Hasil Ekspor (DHE) dan Devisa Umum (DU). Sesuai dengan undang-undang itu juga perolehan devisa baik DHE dan DU wajib diserahkan ke negara, cq. Bank Indonesia atau bank-bank yang ditunjuk.

c. Sistem Devisa Semiterkontrol. Berdasarkan Perpu No.64 tahun 1970 menggantikan UU No. 32 tahun 1964. Pada sistem ini yang membedakan adalah DU dapat secara bebas diperoleh dan digunakan oleh masyarakat. Sedangkan DHE wajib diserahkan ke Bank Indonesia.

#### *Capital Flight* di Indonesia

Beberapa tahun terakhir sejak krisis ekonomi 1998, dinamisme perekonomian cukup tinggi dengan laju inflasi yang menurun dan surplus neraca pembayaran yang cukup besar. Perkembangan makroekonomi yang mantap tersebut telah memberikan keyakinan kepada investor, baik dalam maupun luar negeri atas prospek perekonomian Indonesia, semakin mendorong masuknya arus modal dan semakin memperdalam proses integrasi perekonomian nasional ke dalam perekonomian internasional. Akan tetapi, di sisi lain, dinamisme perekonomian yang tinggi tersebut tidak sepenuhnya disertai dengan upaya untuk menata pengelolaan dunia usaha dan menciptakan penyelenggaraan pemerintah yang baik, sebagaimana tercermin pada kurangnya transparansi dan konsistensi pelaksanaan kebijakan. Berbagai faktor tersebut memperlemah kondisi fundamental mikroekonomi, sehingga merentankan perekonomian terhadap guncangan-guncangan eksternal (Laporan Tahunan BI, 1997/1998).

Sebelum krisis ekonomi melanda Indonesia, perekonomian Indonesia tumbuh dengan pesat. Pesatnya pertumbuhan ekonomi tersebut tidak dapat dilepaskan dari strategi induk pembangunan ekonomi yang dirancang pemerintah orde baru sejak pelita IV. Strategi tersebut bertujuan untuk meningkatkan peran swasta untuk menggantikan sebagian besar peran pemerintah. Keberhasilan dari strategi tersebut ditunjukkan dengan perekonomian Indonesia yang mampu tumbuh dengan laju rata-rata 6,28% pertahun. Pertumbuhan yang mencerminkan dinamika ekonomi tersebut berlangsung hingga pertengahan tahun 1997. Namun perkembangan itu terhenti ketika krisis ekonomi melanda bangsa Indonesia. Diawali oleh krisis nilai tukar rupiah yang terjadi sejak semester II tahun 1997, kinerja perekonomian Indonesia menurun tajam dan berubah menjadi krisis yang berkepanjangan di berbagai bidang. Krisis ekonomi yang melanda Indonesia sejak pertengahan tahun 1997 belum sepenuhnya pulih. Krisis yang terjadi pada dasarnya merupakan akibat dari semakin cepatnya proses integrasi perekonomian Indonesia ke dalam perekonomian global, sementara pada saat yang sama perangkat kelembagaan bagi bekerjanya ekonomi pasar yang efisien belum tertata dengan baik.



Upaya-upaya pemulihan ekonomi yang dilakukan memang sudah terlihat dalam perekonomian nasional, hanya saja keberlanjutannya sering terganggu oleh faktor-faktor non ekonomi. Tanda-tanda pemulihan ekonomi pada tahun 1999 bisa dilihat antara lain dari (1) Nilai tukar rupiah yang sudah relatif menguat dengan rata-rata Rp 7.850/US\$; (2) Tingkat inflasi sudah bisa ditekan dari inflasi yang mencapai hampir 78 % tahun 1998 menjadi hanya 2 % tahun 1999; (3) Tingkat pertumbuhan ekonomi yang minus 13,2% pada tahun 1998, bisa dihambat kemerosotannya sehingga pada tahun 1999 bisa tumbuh 0,2%. Selain itu, dari sisi konsumsi juga mengalami peningkatan, sehingga menimbulkan kegairahan di sektor produksi. Meskipun berfluktuatif indikator pemulihan ekonomi tersebut dari tahun ke tahun terus membaik.

Perkembangan *capital flight* di Indonesia yang cenderung berfluktuatif dalam rentang waktu tahun 1986 sampai tahun 2004, *capital flight* hampir mengalir terus menerus sampai puncaknya tahun 1997. Hasil estimasi ini menunjukkan bahwa salah satu penyebab krisis di Indonesia adalah aliran modal yang keluar begitu banyak di zaman orde baru. Krisis yang banyak para pengamat ekonomi disebabkan oleh *contagion effect* atau efek menular dari krisis keuangan di Thailand, kenyataan di tahun 1997 kuartal pertama dana yang keluar dari Indonesia sebesar US\$ 7458,01 juta. Demonstrasi besar-besaran di awal tahun 1998 diikuti dengan kerusakan dan turunnya presiden Soeharto, mengakibatkan inflasi yang tinggi tidak terelakan lagi, inflasi kita di waktu itu mencapai 25,13%. Setelah pergantian Soeharto, inflasi kita kembali relatif stabil bahkan di tahun 1999 untuk pertengahan tahun mencapai minus. Hal ini disebabkan masyarakat kembali menabung, karena kepercayaan atas perbankan sudah membaik. Hampir setelah pemerintahan Gus Dur sampai sekarang kenaikan harga tidak terlalu membumbung tinggi, hanya terjadi menjelang Idul Fitri. Hal ini mengidentifikasi sistem saat itu begitu mudahnya untuk dana-dana yang seharusnya digunakan di dalam negeri menjadi ke luar negeri, dengan tingkat pelarian yang cukup tinggi. Setelah turunnya Soeharto dari tampuk pimpinan, aliran modal lambat laun kembali ke Indonesia.

Pada tahun 2002, kondisi perekonomian kita terganggu, sehingga mengalami penurunan. Hal ini terkait dengan terjadinya serangkaian peledakan bom, khususnya bom Bali. Kondisi inilah yang menjadikan kembali lesunya perekonomian Indonesia karena stabilitas keamanan yang buruk, para investor kurang percaya terhadap investasinya di Indonesia. Sorotan yang tajam terhadap kondisi keamanan yang kurang baik itu reda setelah aparat kepolisian dengan cepat mampu menangkap para pelaku pemboman. Dalam laporan triwulan III Bank Indonesia tahun 2003, laju inflasi sebesar 6,2% (yoy). Rendahnya dampak harga-harga yang ditetapkan pemerintah (*administered prices*) dan menguatnya nilai tukar rupiah. Nilai tukar rupiah bergerak stabil dan cenderung menguat pada level sekitar Rp 8.400/US\$. Pergerakan kurs tersebut merupakan respon dari membaiknya beberapa indikator ekonomi makro, *capital inflow*, meningkatnya kepercayaan investor berkaitan dengan peningkatan *credit rating* Indonesia oleh lembaga pemeringkat I dan terpeliharanya stabilitas sosial politik. Penurunan laju inflasi dan relatif stabilnya nilai tukar telah memberikan ruang bagi penurunan suku bunga instrumen moneter secara hati-hati dengan laju penurunan yang semakin melambat. Dalam triwulan III-2003, suku bunga SBI 1 bulan telah menurun sebesar 87 bps, lebih rendah pada triwulan sebelumnya. Penurunan suku bunga SBI tersebut juga telah ditransmisikan ke penurunan suku bunga kredit (Laporan Triwulan-III BI: 2003:1).

Setelah tahun 1998 dana yang mengalir ke luar negeri, berdasarkan data tabel dibawah, menunjukkan hanya terjadi dua kali aliran dana ke luar negeri yaitu pada tahun 2000 kuartal keempat dan 2004 kuartal pertama. Pada kedua kondisi tersebut merupakan kondisi di Indonesia yang memanas, tahun 2000 akhir, masyarakat tidak lagi percaya dengan pemerintahan Gus Dur. Akibatnya banyak aksi-aksi massa yang meminta Gus Dur untuk turun, di samping masa pendukung Gus Dur yang juga turun ke jalan memberi dukungan untuk Gus Dur tetap bertahan. Tahun 2004 adalah masa awal persiapan penyelenggaraan pemilihan umum langsung di Indonesia, banyak para pengamat keamanan mengatakan, akan terjadi kerusakan menjelang Pemilihan Umum yang pertama kalinya memilih presiden secara langsung, kondisi inipun ditanggapi positif untuk mengalirkan dananya ke luar negeri. Dua kondisi politik seperti inilah yang mengakibatkan dana kembali mengalir ke luar negeri.

**Tabel 2. Perkembangan Capital Flight di Indonesia (US\$ juta)**

Tahun	Capital Flight	Tahun	Capital Flight
1986 kuartal I	1238.244	1995 kuartal III	3240.39
kuartal II	1941.691	kuartal IV	2745.99
kuartal III	2169.18	1996 kuartal I	2315.93
kuartal IV	1110.79	kuartal II	3197.71
1987 kuartal I	1508.68	kuartal III	3944.92
kuartal II	1051.16	kuartal IV	808.41
kuartal III	263.16	1997 kuartal I	7458.01
kuartal IV	714.96	kuartal II	3046.95
1988 kuartal I	-429.2	kuartal III	4205.45
kuartal II	918.74	kuartal IV	4055.75
kuartal III	565.24	1998 kuartal I	868.9
kuartal IV	1150.64	kuartal II	286.11
1989 kuartal I	860.94	kuartal III	1614.12
kuartal II	737.7	kuartal IV	-1698.29
kuartal III	856.8	1999 kuartal I	-5966.44
kuartal IV	-488.4	kuartal II	-3085.75
1990 kuartal I	4547.53	kuartal III	-1815.35
kuartal II	2550.98	kuartal IV	-3141.35
kuartal III	1740.14	2000 kuartal I	-5974.75
kuartal IV	-53.41	kuartal II	-2523.55
1991 kuartal I	692.63	kuartal III	-4368.27
kuartal II	1181.43	kuartal IV	341.57
kuartal III	1678.94	2001 kuartal I	-16315.9
kuartal IV	1306.9	kuartal II	-3747.29
1992 kuartal I	2216.45	kuartal III	-4327.48
kuartal II	1568.29	kuartal IV	-1360.39
kuartal III	1889.02	2002 kuartal I	-1825.14
kuartal IV	470.14	kuartal II	-3946.39
1993 kuartal I	1296.76	kuartal III	-3702.28
kuartal II	1383.92	kuartal IV	-4537.09
kuartal III	1272.45	2003 kuartal I	-1293.16
kuartal IV	1515.27	kuartal II	-3192.77
1994 kuartal I	3565.98	kuartal III	-2218.38
kuartal II	2586.46	kuartal IV	-3843.47
kuartal III	1181.76	2004 kuartal I	758.65
kuartal IV	2112.8	kuartal II	-722.36
1995 kuartal I	3500.73	kuartal III	-3233.76
kuartal II	3138.55	kuartal IV	-2369.76

Sumber: Statistik Ekonomi Keuangan Indonesia (SEKI), berbagai edisi (data olahan).

Perubahan struktural pemerintahan, stabilitas politik dan keamanan dapat mempengaruhi *capital flight* di Indonesia. Selain itu, sektor moneter yang tidak terkendali juga dapat mempengaruhi *capital flight*. Dengan kondisi pemerintahan dan sektor moneter yang kondusif dapat mencegah adanya *capital flight*. Dalam mengantisipasi adanya *capital flight* di Indonesia adalah dengan mengendalikan jumlah uang yang beredar dan atau suku bunga melalui operasi pasar terbuka dengan menerbitkan SBI oleh Bank Indonesia, mengendalikan fluktuasi nilai rupiah terhadap mata uang asing (khususnya Dollar AS) yang stabil dapat mempengaruhi iklim investasi di dalam negeri, mempertahankan cadangan devisa negara, dan kondisi sosial-politik yang tidak stabil membawa dampak terhadap tingginya inflasi di Indonesia, sehingga mempengaruhi tingkat

profitabilitas usaha/perusahaan. Untuk itu pemerintah diharapkan mampu menciptakan kondisi sosial-politik yang kondusif, sehingga dapat mengendalikan laju peningkatan inflasi. Dengan demikian pada akhirnya akan meningkatkan minat investor untuk menanamkan modalnya.

## DAFTAR PUSTAKA

### Daftar Pustaka

- Anderson, Sarah. 1998. “*International Capital Flows*”. *Wall Street Journal* Vol. 2. No. 34.
- Appleyard, Dennis R and Alfred J. Field Jr. 1995. *Internasional Economics*. Second Edition. New York: Irwin.
- Boediono. 1993. *Ekonomi Makro*. Seri Sinopsis Pengantar Ilmu Ekonomi No. 2. Yogyakarta: BPFE.
- \_\_\_\_\_. 1994. *Ekonomi Moneter*. Seri Sinopsis Pengantar Ilmu Ekonomi No. 5. Edisi Ketiga. Yogyakarta: BPFE.
- Drajad H. Wibowo. 2005. *Hutang Indonesia*. <http://www.google.com>.
- Dornbusch, Rudiger, Stanley Fischer dan Startz Richard. 1998. *Macroeconomics*. Seventh Edition. United States of America: McGraw-Hill.
- Dumairy, 1997. *Perekonomian Indonesia*. Jakarta: Penerbit Erlangga.
- FX. Sugiyono. 2004. *Instrumen Pengendalian Moneter: Operasi Pasar Terbuka*. Seri Kebanksentralan No.10. Jakarta: PPSK Bank Indonesia.
- Gujarati, Damodar N. 1995. *Basic Econometrics*. Third Edition. Singapore: McGraw-Hill International Edition.
- Hill, Charles W.L. 2003. *International Business: Competing in The Global Market Place*. New York: Mc Graw Hill.
- Iskandar Simorangkir dan Suseno. 2004. *Sistem dan Kebijakan Nilai Tukar*. Seri Kebanksentralan No.12. Jakarta: PPSK Bank Indonesia.
- Julianery. B.E. 2002. *Indonesia Dalam Krisis 1997-2002: Cadangan Devisa Kriddibilitas Negara di Mata Kreditor*. Jakarta: PT. Kompas Media Nusantara.
- Krugman, Paul R and Maurice Obstfeld, 1999. *Ekonomi Internasional: Teori dan Kebijakan*. Jakarta: Raja Grafindo Perkasa.
- Laporan Tahunan Bank Indonesia*, berbagai Edisi. Jakarta: Bank Indonesia.
- Lensink, Robert, Niels Hermas and Victo Murinde. \_\_\_\_\_ . *The Journal of Internasional Money and Finance*, January 2000, 19,pp 73-92.
- Mankiw, Gregory N. 2000. *Teori Ekonomi Makro (terjemahan)*. Edisi Keempat. Jakarta: Erlangga.

- Perry, Warjiyo. 2004. *Bank Indonesia: Sebuah Pengantar*. Jakarta: PPSK Bank Indonesia.
- Salvatore, Dominick, 1996. *International Economics*. New Jersey: Prentice Hall Inc.
- Samuelson, Paul A dan Nordhaus, William D. 1995. *Makroekonomi*. Jakarta: Penerbit Erlangga.
- Schineider, 2003, *Measuring Capital Flight: Estimation and Interpretations*.
- Scineller, Lisa M,1997. "An Econometric Model of Capital Flight from Emerging Markets".  
Federal Reserve Board. *International Discussion Paper* No. 594.
- Sukirno, Sadono, 2005, *Makro Ekonomi: Teori Pengantar*, Jakarta: Rajawali Print.
- Statistik Ekonomi Keuangan Indonesia (SEKI)*, berbagai Edisi. Jakarta: Bank Indonesia.
- Tandelilin, Eduardus. 2001. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Yogyakarta: BPFE.