

LALU LINTAS MODAL DI NEGARA-NEGARA ASEAN-5: SISTEM MONITORING DAN DETERMINAN LALU LINTAS MODAL

*Benny Siswanto, Ny. Yati Kurniati dan Harmanta *)*

RINGKASAN EKSEKUTIF

Arus modal masuk netto ke negara berkembang pada periode awal tahun 1990-an meningkat pesat. Dalam kurun waktu tersebut, terdapat berapa perubahan mendasar yang menarik untuk disimak, antara lain meningkatnya peranan lalu lintas modal swasta melampaui arus modal dan semakin beragamnya komposisi lalu lintas modal swasta. Meningkatnya minat investor ke negara berkembang terutama dipengaruhi faktor internal (antara lain perbaikan *creditworthiness*, peningkatan produktivitas, dan penerapan sistem nilai tukar “tetap”), faktor eksternal struktural (seperti peluang diversifikasi resiko, dan kelayakan investasi di negara-negara *emerging market* akibat liberalisasi arus modal).

Secara fundamental, manfaat liberalisasi sektor keuangan dapat diamati dari dua sisi yaitu produksi dan konsumsi. Di sisi produksi, dampak liberalisasi sektor keuangan akan (i) mendorong investasi yang selanjutnya mendorong pertumbuhan melalui pergeseran kombinasi investasi untuk proyek dengan *expected return* yang lebih tinggi, (ii) memberikan *spillover effects* terhadap sistem perbankan dan pasar modal, (iii) mendorong kebijakan ekonomi makro yang lebih *prudent* dan stabil. Sementara dikonsumsi melalui diversifikasi portfolio yang lebih baik dan pinjaman untuk meng-*offset portfolio* dengan *expected return* yang lebih tinggi.

Namun demikian, liberalisasi keuangan juga berdampak negatif dan berpotensi mendatangkan resiko. Derasnya arus masuk meningkatkan permintaan secara besar-besaran yang pada gilirannya memanaskan suhu perekonomian. Di samping itu, informasi pasar yang tidak simetris, sehingga timbul masalah modal *hazard*, *herding behavior* terutama pada pasar keuangan (sistem pengawasan dan pengaturan yang kurang baik serta *law enforcement* yang lemah).

Pengalaman negara-negara berkembang khususnya ASEAN-5 menunjukkan bahwa tidak semua negara dapat mengatasi dampak negatif dari dasarnya *capital inflow*, karena adanya perbedaan kondisi fundamental ekonomi dan respon manajemen ekonomi makro di

* Benny Siswanto, Ny. Yati Kurniati dan Harmanta adalah para peneliti ekonomi di Bagian Studi Ekonomi dan Lembaga Internasional, Direktorat Riset Ekonomi dan Kebijakan Moneter, Bank Indonesia

negara masing-masing. Krisis ekonomi Asia juga membuktikan bahwa lemahnya fundamental ekonomi mikro seperti lemahnya sektor finansial dan *corporate governance*, serta tingginya ketergantungan pada sektor eksternal (utang swasta dan kandungan import), memberikan kontribusi berarti terhadap intensitas krisis. Beberapa respon kebijakan yang diterapkan negara ASEAN-5 untuk meredam dampak negatif arus modal baik yang bersifat *counter cyclical*, *structural*, maupun *capital control* dinilai belum sepenuhnya mampu mengatasi masalah dalam jangka pendek, karena bukti empiris menunjukkan bahwa suatu kebijakan baru akan terlihat dampaknya dalam beberapa periode ke depan (*time lag*). Oleh karena itu, kebijakan yang bersifat *pre-emptive* merupakan suatu alternatif terbaik untuk mendeteksi masalah potensial yang akan mempengaruhi ekonomi suatu negara atau suatu kawasan.

Dalam rangka manajemen arus modal, kebijakan *pre-emptive* dapat terpenuhi apabila didukung oleh ketersediaan data yang dirinci, akurat dan tepat waktu. Berdasarkan pengalaman krisis di Asia. Negara-negara ASEAN harus mengembangkan suatu langkah kebijakan untuk memonitor arus modal di kawasan. Langkah tersebut akan membantu otoritas moneter untuk memperkuat lembaga keuangan sehingga mampu beroperasi sesuai sistem pasar, mencapai sasaran moneter, dan sekaligus memelihara stabilitas kawasan. Keberadaan sistem monitoring *capital flows* merupakan persyaratan utama bagi suatu negara untuk memperoleh data yang layak guna mendukung kebijakan moneter. Namun, sejauh ini data dan informasi mengenai lalu lintas modal yang dipublikasikan oleh negara-negara di ASEAN umumnya masih dipertanyakan kredibilitasnya, kelemahan tersebut tampak dalam hal tidak “*matching*” nya antara data posisi aset dan kewajiban dengan data *flows* dari aset dan kewajiban negara tersebut.

Studi ini bertujuan untuk menelusuri ketentuan lalu lintas devisa dan modal yang berlaku di kawasan ASEAN. Keberadaan sistem monitoring yang baik diyakini merupakan salah satu variabel yang penting untuk mengambil kebijakan makro yang tepat untuk mencegah berbaliknya arus modal secara tiba-tiba yang mendorong terjadinya krisis. Untuk mencapai tujuan tersebut, studi ini memusatkan perhatian pada pemahaman lalu lintas devisa masing-masing negara dan mekanisme monitoring yang diterapkan. Studi ini juga bertujuan untuk menyimak sensitivitas nilai tukar dan suku bunga terhadap masing-masing komponen modal – *Foreign Direct Investment (FDI)*, *Portfolio Investment (PFI)* dan *Other Investment (OI)* – di negara ASEAN-5. Tujuan berikutnya adalah mengamati lebih jauh pengaruh kontrol devisa terhadap lalu lintas modal swasta neto di negara-negara ASEAN. Berhubung tingkat perkembangan sistem monitoring lalu lintas modal yang berlaku di masing-masing negara adalah berbeda, maka sementara ini studi akan membatasi cakupan di lima negara ASEAN, yaitu Malaysia, Singapura, Philipina, Thailand, dan Indonesia.

Dalam rangka memperoleh data/informasi tentang sistim monitoring lalu lintas modal yang diberlakukan di negara-negara ASEAN, di lakukan studi pustaka, dan menyampaikan kuesioner ke beberapa negara ASEAN. Kuesioner dimaksud me-liputi beberapa aspek yaitu legal, implementasi, dan permasalahan. Pada tahap berikutnya, untuk mengukur sensitivitas perubahan nilai tukar dan suku bunga terhadap *Foreign, Direct Investmen, Potfolio Investmen, dan Other Investmen*, dilakukan uji *Granger Casuality, Impulse respon* dan *Variance Decomposition*. Sementara itu, untuk menjelaskan hubungan anantara nilai tukar, suku bunga, dan kontrol devisa dengan lalu lintas modal swasta neto, penelitian yang dilakukan dengan data Panel

**MATRIKS HASIL KAJIAN
LALU LINTAS MODAL DI NEGARA-NEGARA ASEAN-5 :
Sistem Monitoring dan Determinan Lalu Lintas Modal**

ITEMS	HASIL KAJIAN
Sistem Monitoring (Berdasarkan kuesioner) <ul style="list-style-type: none"> - Legal - Tujuan - Pelaksanaan - Masalah yang dihadapi 	<ul style="list-style-type: none"> - ASEAN-5 (kecuali Singapura) memiliki UU dan perangkat peraturan yang mewajibkan residen menyampaikan informasi/laporan transaksi modal/devisa. - Bahkan Philipina dan Malaysia mewajibkan non residen menyampaikan laporan - Untuk kepentingan BOP, dan secara eksplisit beberapa negara memanfaatkan untuk sarana kontrol lalu lintas modal. - Ketidak seragaman tentang pengertian monitoring, konsep moinitoring (cross border dan/atau residency), pencatatan (cash atau accrual), dan periode laporan. - Statistik capital/financial flows yang belum memadai (kecuali Singapura), - Kewajiban melaporkan dalam UU yang berlaku belum mencakup seluruh transaksi - Negara-negara ASEAN-5 belum melaksanakan diseminasi IIP
Hasil Uji kausalitas Granger, Impulse Response, dan Variance Decomposition <ul style="list-style-type: none"> - Shock Nilai Tukar - Shock suku bunga luar negeri - Shock suku bunga dalam negeri 	<ul style="list-style-type: none"> - Berpengaruh pada net other investment - Kontribusi REER terhadap variasi net other investment lebih besar dibanding kontribusi suku bunga luar negeri maupun suku bunga dalam negeri. - Berdampak terhadap net other investment terlihat di Indonesia dan Thailand - Berdampak terhadap net other investment terlihat di Indonesia dan Singapura
Hasil Perhitungan Indeks Kontrol Devisa <ul style="list-style-type: none"> - Rezim devisa 	<ul style="list-style-type: none"> - Singapura dan Indonesia : Liberal/Free, - Philipina, Thailand dan Malaysia : Selective control
Hasil Model Determinan Lalu Lintas Modal <ul style="list-style-type: none"> - Nilai Tukar Riil - Suku bunga riil luar negeri - Suku bunga riil dalam negeri - Kontrol modal & kontrol devisa 	<ul style="list-style-type: none"> - Signifikan berpengaruh positif terhadap lalu lintas modal swasta neto - Signifikan berpengaruh negatif terhadap lalu lintas modal swasta neto - Signifikan berpengaruh positif terhadap lalu lintas modal swasta neto (kecuali PFI) - Signifikan berpengaruh negatif terhadap lalu lintas modal swasta neto

ASEAN-5, mengadopsi model empiris *net capital flows* yang dikembangkan oleh Natalia T. Tamirisia yang berdasarkan pada pendekatan *port-folio-balance*. Lalu lintas modal swasta neto (*Net Private Flows*) sebagai share dari GDP merupakan fungsi linear dari suku bunga riil domestik dan luar negeri, nilai tukar riil dan kontrol arus modal/devisa. maksud utnuk melihat lebih jelas perubahan yang berlangsung dalam periode tersebut dan menyimak secara sek-sama arah kebijakan masing-masing negara dalam meredam krisis ekonomi yang melanda kawasan ASEAN-5.

Hasil kuesioner sistim monitoring lalu lintas modal (lihat tabel matrik) menunjukkan bahwa hampir semua negara ASEAN-5 (kecuali Singapura) memiliki UU dan perangkat peraturan yang mewajibkan residen menyampaikan informasi/laporan transaksi lalu lintas modal/devisa. Bahkan Philipina dan Malaysia juga mewajibkan non residen menyampaikan informasi/laporan tentang transaksi lalu lintas modal/devisa yang dilakukan dengan residen. Mengenai tujuan monitoring, secara umum negara ASEAN-5 mengemukakan hal tersebut untuk kepentingan BOP, dan secara eksplisit beberapa negara memanfaatkan monitoring sebagai sarana kontrol lau lintas modal. Dalam pelaksanaannya ditemukan adanya ketidak seragaman tentang pengertian monitoring, konsep monitoring (*cross-border* dan/atau *residency*), pencatatan (*cash atau accrualbasis*), dan periode laporan. Sementara itu permasalahan yang masih Statistik *Capital/Financial Flows* yang belum memadai (kecuali Singapura), Kewajiban melaporkan dalam undang-undang yang berlaku belum mencakup seluruh transaksi, negara ASEAN-5 belum melaksanakan de-minasi *Internasional Investment Posision* (IIP).

Hasil uji kausalitas Granger, *Impulse Response dan Variance Decomposition* me-nunjukkan bahwa di seluruh negara ASEAN-5, shock nilai tukar terutama ber-pengaruh pada *net other investment*, dengan konsrtibusi REER terhadap variasi *net other investment* lebih besar dibanding kontribusi suku bunga luar negeri maupun suku bunga dalam negeri. Mengenai *shock* suku bunga luar negeri terhadap *net other invesment* terlihat dampaknya di Indonesia dan Thailand, sementara *shock* suku bunga dalam negeri terhadap *net other investmen* terlihat kuat di Indonesia dan Singapura. Untuk khusus Indonesia, Hal tersebut menunjukkan bahwa *shock* yang berasal dari suku bunga luar negeri dan dalam negeri secara signifikan berpengaruh terhadap lalu lintas modal, khususnya *net other investment*.

Hasil perhitungan Indeks Kontrol Devisa (*Exchange and Capital Control Index*) menunjukkan bahwa dari segi pengaturan lalu lintas devisa dan modal, Singapura dan Indonesia dapat dikelompokkan sebagai negara yang liberal, sementara Phi-lipina, Thailand, dan Malaysia di kelompokkan sebagai negara yang menerapkan *selective control*. Hasil empiris dari modal Lalu Lintas Modal Swasta Neto me-nunjukkan bahwa perubahan nilai tukar hasil

riil secara signifikan berpengaruh positif terhadap lalu lintas modal swasta neto. Temuan berikutnya, suku bunga riil luar negeri secara signifikan berpengaruh negatif terhadap lalu lintas modal swasta neto. Di sisi lain, suku bunga riil domestik secara signifikan berpengaruh positif terhadap lalu lintas modal swasta neto (kecuali *portfolio investment*), dengan koefisien yang lebih rendah dibanding koefisien suku bunga luar negeri. Sementara itu, pemberlakuan kebijakan pemerintah, baik berupa kontrol modal maupun kontrol devisa secara signifikan berpengaruh negatif terhadap lalu lintas modal swasta neto.

Berdasarkan pemaparan hasil kuesioner, pengujian dan model dapat ditarik beberapa implikasi kebijakan yang perlu mendapat perhatian para pengelola kebijakan di negara ASEAN-5,

- Sistem monitoring lalu lintas modal ; Dengan adanya ketidak samaan pengertian monitoring dan bervariasinya pelaksanaan monitoring khususnya dalam hal konsep monitoring, periode laporan, dan pencatatan merupakan suatu kendala tersendiri dalam upaya mewujudkan sinergi *system monitoring* lalu lintas modal di kawasan ASEAN. Selain itu, permasalahan lain yang masih dihadapi negara ASEAN-5 (kecuali Singapura) merupakan pekerjaan rumah tambahan bagi negara ASEAN-5 dalam rangka mengisolasi dampak negatif *shock* terhadap perekonomian kawasan.
- Kebijakan nilai tukar ; Besarnya pengaruh nilai tukar riil terhadap lalu lintas modal swasta di negara ASEAN-5 memberikan sinyal bagi masing-masing negara ASEAN-5 untuk tetap mempertimbangkan nilai tukar sebagai suatu instrumen kebijakan yang penting guna menghindari volatilitas nilai tukar yang merugikan perekonomian.
- Kebijakan suku bunga ; Pengaruh suku bunga riil luar negeri terhadap lalu lintas modal swasta yang lebih besar dibanding pengaruh suku bunga riil dalam negeri, perlu mendapat perhatian lebih dari pengelola moneter di kawasan ASEAN-5. Hal ini terkait dengan kecenderungan beberapa negara untuk semata-mata bergantung kepada instrumen suku bunga dalam negeri ketika merespon *shock* yang terjadi dalam perekonomian.
- Kebijakan kontrol devisa ; Seperti halnya kontrol devisa yang diberlakukan di Chile, kontrol devisa yang diterapkan negara-negara ASEAN-5 secara signifikan terbukti mampu mengurangi lalu lintas modal swasta neto. Namun demikian, muncul pertanyaan sejauh mana kontrol devisa dikatakan efektif. Penelitian ini memang belum mengarah pada pemisahan kontrol devisa untuk *outflow* atau *inflow*, sehingga prioritas tujuan kebijakan kontrol devisa tergambar utuh dalam hasil penelitian.

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Arus masuk neto ke negara-negara berkembang pada periode awal tahun 1990-an meningkat pesat. Dalam kurun waktu tersebut, terdapat bebe-rapa perubahan mendasar yang menarik untuk disimak, antara lain arus modal swasta telah melampaui arus modal pemerintah, negara berkembang khususnya *emerging market* telah menjadi target pasar yang menarik bagi modal swasta global, dan komposisi modal swasta menjadi lebih beragam¹.

Dua hal utama yang menarik minat investor ke negara berkembang yaitu perolehan return yang lebih tinggi dan peluang devirsifikasi resiko. Selain itu, responsifitas arus modal swasta juga memetik keuntungan dari momentum deregulasi negara berkembang. Secara lebih spesfik, arus modal masuk ke negara-negara *emerging market* dipengaruhi oleh faktor internal dan eksternal (Lopez-Mejia, 1999)². *Credit worthiness* membaik sebagai hasil restrukturisasi utang luar negeri di banyak negara, (ii) peningkatan produktivitas yang diperoleh dari keberhasilan pelaksanaan program stabilisasi ekonomi dari beberapa ne-gara berkembang, dan (iii) banyak negara yang menetapkan sistem nilai tukar tetap yang meningkatkan daya tarik bagi investor asing untuk menanamkan modal, karena resiko volatilitas berpindah dari investor ke pemerintah.

Sementara itu, faktor eksternal yang mempengaruhi arus modal masuk meliputi dua aspek yaitu siklikal dan structural. Faktor eksternal-siklikal lebih dominan mempengaruhi arus modal masuk awal 1990-an seiring dengan me-nurunnya suku bunga riil di negara-negara maju. Faktor eksternal-*structural* mempengaruhi arus modal melalui dua cara, (i) penurunan biaya komunikasi, kuatnya kompetisi, dan meningkatnya biaya-biaya lain di pasar domestik yang mendorong perusahaan-perusahaan di negera-negara industri melakukan re-lokasi untuk meningkatkan efesiensi dan profitablitas, dan (ii) peningkatan ROA dalam jangka panjang, peningkatan peluang deversifikasi resiko, peningkatan kelayakan investasi setelah negara-negara *emerging market* melakukan liberalisasi arus modal.

Secara fundamental, manfaat liberalisasi sektor keuangan dapat diamati dari dua sisi yaitu prodduksi dan konsumsi. Di sisi produksi. Dampak libe-ralisasi sektor keuangan akan (i) mendorong investasi di negara berkembang, (ii) mendorong pertumbuhan melalui

1 Mussa, Michael, Alexander Swobada, Jeromin Zettelmeyer, and Oliver Jeanne, "Moderating Fluctiations in Capital Flows to Emerging Market Economies", IMF, May 25, 1999

2 Lopez-Mejia, Alejandro, "Large Floes: A Survey of the Cause, and Policy responses". IMF Working Paper No.WP/99/17, February 1999

pergeseran kombinasi investasi untuk pro-yek dengan *expected return* yang lebih tinggi karena peningkatan kemampuan dalam mendiversifikasi resiko tinggi pada *higher-return projects*, (iii) meningkatkan pertumbuhan melalui FDI, (iv) memberikan *spillover effects* terhadap sistim perbankan dan pasar modal, (v) mendorong kebijakan ekonomi makro yang lebih prudent dan stabil. Sementara di sisi konsumsi, meningkatkan peluang diversifikasi resiko akan (i) mengurangi volatilitas konsumsi melalui diversifikasi portfolio yang lebih baik dan pinjaman untuk meng-*offset* perubahan pendapatan temporer, dan (ii) mendorong konsumsi melalui pergeseran ke port-folio dengan *expected return* yang lebih tinggi.

Sebaiknya disisi lain, masalah volatilitas, *herding* dan kerentanan terhadap *reversal* membayangi derasnya *capital flows*, pengelolaan sistim perbankan yang buruk dan *overprotective*, serta kondisi pasar domestik yang masih terdistorsi. Derasnya *capital flows* membawa beberapa dampak lanjutan, antara lain (i) ekspansi *aggregate demand* secara besar-besaran yang pada gilirannya memanaskan suhu perekonomian (*macroeconomic overheating*), (ii) kerentanan sistim keuangan domestik meningkat, berupa devisa kuasi-fiskal yang meningkat, *maturity mis-match asset* dan kewajiban yang memburuk, dan kualitas pinjaman yang menurun, (iii) distorsi sektor ekonomi mikro meningkat berupa rigiditas harga dan upah, informasi yang asimetris dalam perbankan domestik dan internasional, kurang baiknya pengawasandan pengaturan lembaga-lembaga keuangan, kedangkalan pasar modal, dan kurangnya kreditibilitas program reformasi struktural yang dijalankan.

Pengalaman negara-negara berkembang khususnya ASEAN-5 menunjukkan bahwa tidak semua negara dapat mengatasi dampak negatif dari derasnya *capital inflows*, karena adanya perbedaan kondisi fundamental ekonomi dan kemampuan manajemen ekonomi makro di masing-masing negara. Krisis ekonomi Asia juga membuktikan bahwa lemahnya fundamental ekonomi mikro seperti lemahnya *sector finansial dan corporate governance*, serta ketergantungan tinggi pada sektor eksternal (utang swasta dan kandungan import), memberikan kontribusi berarti terhadap intensitas krisis. Beberapa kebijakan yang diterapkan selama ini untuk meredam dampak negatif arus modal dapat dikelompokkan menjadi tiga, yaitu *countercyclical*, struktural, dan *capital control*. Kebijakan *counter-cyclical* yang ditempuh meliputi (i) kebijakan moneter melalui Operasi Pasar Terbuka (OPT), *Reserve Requirement* (RR), dan *management of Public Sector Deposits*, (ii) kebijakan fleksibilitas nilai tukar nominal, dan (iii) kebijakan fiskal. Sementara itu, kebijakan struktural diterapkan melalui kebijakan perdagangan dan ketentuan pengawasan bank. Selain itu, terdapat beberapa kebijakan yang didesain untuk mengurangi *net capital inflows*, yaitu *capital control* dan pengurangan restriksi *gross outflows*.

Kadar keberhasilan kebijakan setiap negara adalah berbeda dan tidak bergantung kepada satu instrumen saja. Beberapa faktor lain yang menentukan ketepatan respon kebijakan di negara-negara tertentu antara lain : kemampuan dalam mengendalikan laju inflansi, tingkat keterbukaan ekonomi terhadap perdagangan luar negeri, kondisi keuangan negara, skala dan likuiditas pasar obligasi domestik, fleksibilitas kebijakan fiskal, dan kualitas desain ke-rangka kerja peraturan dan pengawasan sektor keuangan. Pengaman beberapa negara menunjukkan bahwa setiap kebijakan berinteraksi secara signifikan, an-tara lain menghasilkan efek-efek yang tidak diinginkan terhadap komposisi arus modal dan mengurangi efektifitas masing-masing kebijakan. Kehati-hatian dalam menerapkan tahapan/ rangkaian kebijakan yang tepat merupakan hal pen-ting dalam mengurangi resiko yang berkaitan dengan arus modal.

Memang diakui bahwa kebijakan yang bersifat *responsive* dinilai belum sepenuhnya mampu mengatasi semua masalah dalam jangka pendek, karena bukti empiris menunjukkan bahwa suatu kebijakan baru akan terlihat dampaknya dalam beberapa periode ke depan (*time lag*). Oleh karena itu, kebijakan yang bersifat *pre-emptive* merupakan suatu alternatif terbaik untuk mendeteksi ma-salah potensial yang mempengaruhi ekonomi suatu negara atau kawasan. Da-lam kerangka manajemen *capital flows*, kebijakan *pre-emptive* dapat terpengaruhi apabila didukung oleh ketersediaan data yang dirinci, akurat dan tepat waktu. Berdasarkan pengalaman krisis di negara Asia, negara-negara ASEAN harus mengembangkan suatu langkah kebijakan untuk memonitor arus modal di ka-wasan. Langkah tersebut akan membantu otoritas moneter untuk memperkuat lembaga keuangan sehingga mampu beroperasi sesuai dengan sitem pasar, men-capai sasaran moneter, dan sekaligus memelihara. Keberadaan sistim monitoring *capital flows* merupakan persyaratan utama bagi suatu negara untuk memperoleh data yang layak guna mendukung kebijakan moneter. Namun sejauh ini data dan informasi mengenai lalu lintas modal yang dipublikasikan oleh negara-negara di ASEAN umumnya masih dipertanyakan kredibilitasnya. Kelemahan tersebut antara lain tampak dalam hal tidak “*matching*” nya antara data posisi asset dan kewajiban dengan data flows dari asset dan kewajiban negara ter-sebut.

Monitoring dimaksudkan untuk memperoleh kejelasan mengenai komponen modal, jangka waktu, transaksi yang mendasari (*underlying transaction*), nilai, dan asal/tujuan transaksi. Informasi tersebut dapat digunakan untuk menge-tahui potensi arus modal masuk dan keluar, jenis valuta yang digunakan, sifat transaksi serta pelaku transaksi yang akhirnya dapat digunakan sebagai alat Bantu untuk menetapkan *early warning system* bagi pengelolaan cabang de-visa.

1.2. Tujuan Penelitian

- Studi ini bertujuan untuk menelusuri ketentuan lalu lintas devisa dan yang berlaku di kawasan ASEAN. Keberadaan *system monitoring* diyakini merupakan salah satu variable yang penting untuk mengambil kebijakan makro yang tepat untuk mencegah berbaliknya arus modal secara tiba-tiba yang mendorong terjadinya krisis. Untuk mencapai tujuan tersebut, studi ini memusatkan perhatian pada pemahaman *exchange and capital flows* masing-masing negara dan mekanisme monitoring yang diterapkan.
- Studi ini juga bertujuan untuk menyimak sensitivitas nilai tukar riil dan suku bunga riil (dalam negeri dan luar negeri) terhadap masing-masing komponen modal *Foreign Direct Investment (FDI)*, *Portfolio Investment (PFI)* dan *Others Investment (OI)* di negara ASEAN-5.
- Tujuan berikutnya adalah mengamati lebih jauh pengaruh kontrol devisa terhadap lalu lintas modal swasta neto di negara-negara ASEAN.

1.3. Ruang Lingkup Penelitian

Berhubung tingkat perkembangan sistem monitoring lalu lintas modal yang berlaku di masing-masing negara adalah berbeda, maka sementara ini studi akan membatasi cakupan di lima negara ASEAN, yaitu Indonesia, Malaysia, Philipina, Singapura, dan Thailand.

Selanjutnya berbagai *literature* tentang *capital account* menyoroti FDI sebagai jenis capital yang paling diinginkan, karena FDI membawa eksternalitas positif (seperti teknologi dan keahlian manajemen), dan memiliki sensitivitas rendah terhadap suku bunga internasional. Pengalaman krisis Asia tahun 1997 juga menunjukkan bahwa maturitas pinjaman jangka pendek menjadi determinan utama volatilitas arus modal. Ditambah lagi masalah mata uang dan suku bunga yang tidak *hedge* pada gilirannya ikut mempertajam krisis di Asia. Selain itu, berhubung arus modal swasta di dorong oleh *insentive* yang diperoleh dari fundamental ekonomi, distorsi pasar modal, dan kebijakan pemerintah, sebagaimana tercermin dari teori lalu lintas modal, maka telaah analisis ini juga mencakup kebijakan pemerintah khususnya kontrol devisa. Atas dasar itu, penelitian ini akan memfokuskan perhatian kepada komponen lalu lintas modal secara umum, dan pergerakan yang terjadi pada modal swasta pada khususnya, serta kebijakan kontrol devisa.

Periode observasi penelitian dipilih antara tahun 1989 sampai dengan 1998 dengan maksud untuk melihat lebih jelas perubahan yang berlangsung dalam periode tersebut dan menyimak secara seksama arah kebijakan masing-masing negara dalam meredam krisis ekonomi yang melanda kawasan tersebut.

1.4. Metodologi Penelitian

Dalam rangka memperoleh data/informasi tentang system monitoring lalu lintas modal yang berlaku di negara-negara ASEAN, dilakukan studi pustaka, dan menyampaikan kuesioner ke beberapa negara ASEAN. Kuesioner dimaksud meliputi beberapa aspek yaitu legal, implementasi, cakupan *capital flows*, *monitoring*, *composisi capital flows*, masalah, statistik IIP (*Internasional Investment Position*), dan *external debt statistics*.

Pada tahap berikutnya, untuk mengukur sensitivitas perubahan nilai tukar dan suku bunga terhadap *Foreign Direct Investment*, *Portfolio Investment*, dan *Others Investment*, dilakukan uji *Granger Causality*, *impulse respon* dan *variance decomposition*. Sementara itu, untuk menjelaskan hubungan antara *trade financial services* dan lalu lintas modal, Natalia T. Tamirisia³ mengembangkan model empiris *net capital flows* yang berdasarkan pada pendekatan *portfoliobalance*. *Net Private capital inflows* sebagai share dari GDP merupakan fungsi linier dari suku bunga riil domestik dan luar negeri, nilai tukar riil dan kontrol devisa.

SISTEM MONITORING LALU LINTAS MODAL

2.1. Pendekatan Kuesioner

Dalam khasanah ekonomi internasional secara umum belum ditentukan referensi tentang sistem monitoring lalu lintas modal. Bahkan sering dijumpai adanya kerancuan pengertian antara monitoring dan kontrol modal. Dalam kenyataan, tidak dapat diingkari ketidak akuratan data lalu lintas modal, memberikan kontribusi signifikan terhadap krisis keuangan Asia. Kebijakan yang bersifat reponsif dinilai kurang berhasil untuk mengatasi krisis dengan segera, yang pada gilirannya justru menimbulkan dampak *spillover* bagi ekonomi secara keseluruhan. Melihat dampak krisis Asia yang cukup luas, beberapa pihak menyadari arti pentingnya kebijakan yang bersifat *pre-emptive* yang didukung oleh keberadaan sistem monitoring modal yang handal.

Berdasarkan pertimbangan tersebut, forum Dekeu dan Bank Sentral ASEAN memandang perlu untuk melakukan studi lebih jauh mengenai sistem monitoring lalu lintas modal yang berlaku di ASEAN. Dalam konteks penelitian ini, Indonesia ditujukan sebagai koordinator dengan membatasi ruang lingkup pada lima negara ASEAN, yaitu Indonesia, Malaysia, Philipina, Singapura, dan Thailand. Selanjutnya untuk keperluan dimaksud, Bank Indonesia telah menyusun dan menyampaikan kuesioner yang mencakup aspek legalitas,

3 Tamirisia, Natalia T. "Trade in Financial Services and Capital Movements". IMF WP/99/89. July 1999. Lihat juga Tamirisia, Natalia T. "Exchange Capital Controls as Barriers to Trade". IMF Staff Papers. Vol 46. No. 1 (March 1999)

pelak-sanaan dan permasalahan yang dihadapi dalam melaksanakan monitoring lalu lintas modal.

Adapun tujuan utama yang ingin dicapai dari kuesioner tersebut yaitu (i) untuk mengetahui legalitas keberadaan sistem monitoring lalu lintas modal di ASEAN-5, apakah bersifat permanen atau sementara, (ii) untuk mengetahui pelaksanaan monitoring lalu lintas modal di masing-masing negara ASEAN-5, antara lain mencakup pengertian *monitoring*, *coverage*, *reporting*, komposisi, sta-tistik utang luar negeri, dan (iii) untuk mengetahui permasalahan yang di-hadapi dalam pelaksanaan monitoring, apakah bersifat struktur atau parsial, gu-na memenuhi pesyaratan data lalu lintas modal yang komprehensif, *reliable*, aku-rat, dan *timeliness* (KRAT).

2.2. Implementasi Monitoring Lalu Lintas Modal

Pengenalan sistem monitoring lalu lintas modal di negara-negara ASEAN-5 dapat ditelusuri dari berbagai aspek antara lain aspek legal, pelaksanaan, cakupan, pelaporan, komposisi, masalah, dan lainnya. Berdasarkan kuesioner yang disampaikan ke negara ASEAN-5 diperoleh hasil sebagai berikut :

A. Aspek Legal

- Secara umum negara-negara ASEAN-5 (kecuali Singapura) mewajibkan pihak-pihak yang terkait dengan lalu lintas modal menyampaikan informasi ten-tang transaksi modal/ keuangan internasional yang dilakukannya kepada lem-baga yang ditunjuk. Pelaksanaan ketentuan tersebut terutang dalam UU dan perangkat peraturan lainnya.
- Tujuan dari kewajiban penyampaian informasi adalah untuk memantau arus modal dan keuangan internasional guna kepentingan neraca pembayaran. Bahkan untuk Philipina dan Thailand, selain dalam rangka pemantauan, sa-rana tersebut dimaksudkan juga untuk melakukan kontrol dan mengatur lalu lintas modal, khususnya yang terkait dengan perusahaan-perusahaan swasta. Selain itu, Malaysia juga menggaris bawahi kepentingan monitoring lainnya yaitu untuk tujuan *prudential*.
- Pihak-pihak yang diwajibkan menyampaikan laporan antara lain bank, non-bank, perusahaan dan individual. Di Philipina, kewajiban pelaporan dilakukan oleh sektor publik, perusahaan swasta (dalam rangka kapitalitas tambahan dan pinjaman luar negeri yang bergaransi), bank (*untuk manajemen pruden-tial*), dan sektor swasta (devisa untuk *outward remittance* dan untuk investasi yang melampaui USD 6 juta per tahun, atau untuk membayar pinjaman luar negeri).

- Mengenai sanksi pelanggaran, beberapa negara ASEAN -5 (di luar Singapura) menyatakan secara eksplisit sanksi yang berlaku, baik berupa sanksi denda maupun pidana. Bahkan Philipina menerapkan sanksi pelanggaran bagi non - bank dan individu berupa larangan untuk melakukan akses valas pada sis-tem perbankan.
- Adanya kewajiban bagi non residen untuk me-yampaikan informasi transaksi modal, tampak lebih menonjol di negara Philipina dan Malaysia, sementara di negara-negara lain belum sepenuhnya mewajibkan non residen untuk me-nyampaikan informasi dimaksud.

B. Pelaksanaan

- Dalam menjabarkan pengertian tentang lalu lintas modal/keuangan, beberapa negara ASEAN-5 mengacu pada *Balance of Payments manual 5* yang diterbitkan oleh IMF, yaitu perpindahan aset dan kewajiban antara residen dan non re-siden termasuk perpindahan aset dan kewajiban luar negeri antar residen. Lalu lintas modal/keuangan mencakup *Foreign Direct Investment, Porfolio Invest-ment dan Others Investment*.
- Mengenai *monitoring*, Indonesia mengartikan sebagai monitoring terhadap perpindahan aset dan kewajiban keuangan antara residen dan non residen, termasuk memonitor perpindahan aset dan kewajiban keuangan luar negerri antar residen. Di Philipina, monitoring sangat bergantung pada *International Transaction Reporting System (ITRS)* dan registrasi investasi dan pinjaman pada Bank Sentral Philipina untuk menjamin ketersediaan valas pada sistem per-bankan dalam rangka repatriasi dan pembayaran kewajiban. Di Malaysia, monitoring adalah (i) dalam rangka untuk memperoleh lalu lintas modal yang komprehensip untuk mengelola resiko dan mempermudah perumusan kebijakan, dan (ii) untuk tujuan *prudential*. Sementara itu di Thailand, *monitoring* diartikan sebagai kewajiban pelaporan bank, non bank, perusahaan dan indivi-dual terhadap transaksi modal mereka dan data yang diperoleh digunakan untuk kompilasi dan *examination purpose*.
- Mengenai pengertian residen, Singapura mengacu pada BPM 5 IMF. Indo-nesia menyebutkan bahwa residen merupakan penduduk yang secara legal berdomisili atau merencanakan untuk menetap di Indonesia sekurang-kurang-nya 1 tahun, termasuk staf perwakilan dan diplomatik Indonesia di luar negeri. Philipina mengemukakan bahwa semua kegiatan usaha yang telah memper-oleh izin beroperasi di negara tersebut dimasukkan dalam klarifikasi residen, sementara cabang-cabang perusahaan domestik yang berada di luar negeri tidak dimasukkan sebagai residen. Malaysia membedakan

residen sesuai de-ngan tujuannya yaitu : (i) *untuk kontrol devisa*, residen adalah penduduk Malaysia yang menetap di Malaysia, bukan penduduk Malaysia yang mem-peroleh status penduduk permanen dan menetap di Malaysia, serta *person* (perusahaan atau non perusahaan, kantor pusat atau cabang) yang mem-peroleh otoritas di Malaysia; dan (ii) *untuk kompilasi statistik neraca pemba-yaran*, residen adalah individual, perusahaan atau organisasi yang berdomisili di Malaysia minimum 1 tahun, termasuk cabang dan anak perusahaan asing yang terdaftar di Malaysia. Sementara itu, Thailand mengartikan residen sebagai individu atau lembaga yang mempunyai *center of economic interest* di Thailand.

C. Cakupan Capital/Financial Flows

- Konsep yang digunakan negara ASEAN-5 dalam memonitor dan melakukan kontrol atas *capital/financial flows* yaitu menerapkan kombinasi antara kon-sep *cross-border* (suatu negara ke negara lain, dan sebaliknya) dan konsep *resi-dency* (residen ke non residen, dan sebaliknya). Philipina secara spesifik menyebutkan bahawa konsep *cross-border* digunakan untuk memantau *capital/financial flows* lainnya. Namun demikian Singapura hanya menerapkan kon-sep *residency*, yang dinilai lebih tepat dan cepat untuk mendukung monitoring. Sementara itu, Malaysia juga hanya menggunakan konsep *residency*.
- Beberapa negara ASEAN-5 seperti Indonesia, Singapura, Malaysia dan Thailand memonitor transaksi aset dan kewajiban internasional yang dilakukan antar residen, sementara Philipina tidak melakukan hal tersebut.
- Mengenai cakupan *capital/financial flows*, secara umum cakupan dalam BOP manual dijadikan kerangka acuan oleh negara-negara ASE-AN-5, dengan me-lakukan modifikasi di beberapa aspek, seperti yang ditempuh Philipina de-ngan mengecualikan *offshorebank* yang masih diperlakukan sebagai non residen.
- Transaksi yang tercakup dalam data *capital/financial flows* Indonesia dan Malaysia meliputi *transaksi good, external account dan foreign currency accounts* lembaga perbankan, lembaga perbankan atas nama nasabah, *intercompany account of companies (gross)*, dan *overseas account of residents* (banks, non bank, perusahaan, dan individual). Namun, beberapa negara tampaknya tidak men-catat secara lengkap jenis transaksi tersebut. Singapura misalnya, negara tersebut tidak memasukan transaksi *external account dan foreign currency ac-counts* lembaga perbankan atas nama nasabah, sedangkan Philipina tidak memasukan transaksi *overseas account of residents*. Sementara itu, data Thai-land mencakup *external account dan foreign currency account/cash holding* dari perbankan.

D. Monitoring/Pelaporan

- Hasil kuesioner tidak secara tegas mengungkapkan tentang adanya batasan nilai minimum transaksi yang wajib dilaporkan oleh bank, non bank, per-usahaan maupun individual. Di Malaysia, semua transaksi harus dilaporkan kepada Departemen Statistik, sedangkan untuk keperluan penyusunan BOP *cash basis* yang perlu dilaporkan minimum 10.000 ringgit. Sementara itu di Thailand, jumlah minimum yang perlu dilaporkan minimum 500.000 baht un-tuk *trade* dan \$ 5.000 untuk *non-trade*.
- Periode laporan bervariasi antara mingguan, bulanan dan triwulanan. Se-mentara itu, rata-rata batas akhir penyampaian laporan adalah satu bulan setelah tanggal laporan, atau satu triwulan untuk Philipina.
- Untuk membedakan jangka waktu pendek, menengah dan panjang, metode yang digunakan berdasarkan *contractual basis*, bukan *remaining maturity*. Di Thailand, digunakan *remaining maturity* untuk data *loan*. Seluruh negara ASEAN-5 menentukan *maturity range of capital/financial flows* atau dua klasifikasi, ya-itu jangka pendek (kurang dari 1 tahun) dan jangka menengah/ panjang (le-bih dari 1 tahun).
- Dalam rangka mencatat *capital/finacial flows*, hampir semua negara ASEAN-5 menganut kombinasi cash basis dan *accrual basis*, kecuali Singapura yang hanya menggunakan metode *accrual basis*. Philipina memperjelas penggunaan metode tersebut, dengan menggunakan cash untuk *Internasional Transactions Reporting System (ITRS)*, dan menggunakan *accrual basis* untuk monitoring pinjaman, Sementara itu di Malaysia, metode *actual basis* digunakan oleh Departemen Statistik, sedangkan metode *cash basis* digunakan dalam *Cash BOP Reporting System BNM*.
- Mengenai lembaga yang bertugas melakukan *monitoring* dan kontrol terhadap *capital/financial flows*, adalah bervariasi untuk setiap negara. Di Indonesia dan Thailand kegiatan monitoring dilakukan oleh Bank Sentral, di Singapura dan malaysia dilakukan oleh Bank Sentral/Otoritas Moneter dan Departemen Statistik, sedangkan di Philipina dilakukan oleh Bank Sentral, Departemen Keuangan, dan Departemen Anggaran serta *Management Board of Investment*.
- Dalam mengumpulkan data *capital/financial flows*, baik *Foreign Direct Invest-ment* maupun *Loan*, masing-masing negara menggunakan data persetujuan dan realisasi, kecuali Singapura yang hanya menggunakan data realisasi. Bahkan di Philipina, untuk data lainnya berasal dari laporan bank mengenai tran-saksi devisa.

- Media yang digunakan untuk pelaporan rata-rata melalui *hard copy* dan *fac-simile*. Namun beberapa negara seperti Indonesia, Singapura, dan Malaysia menggunakan sistem on line, bahkan untuk Singapura dan Philipina juga me-manfaatkan jaringan internet sebagai media pelaporan.
- Selain melalui sumber resmi, terdapat beberapa lembaga lain yang juga meng-kompilasi data *capital/financial flows*, yaitu BIS, kemudian disusul oleh IMF, dan lembaga-lembaga lain seperti *Euro Week*, dan *Internasional Financing Review*.
- Pada umumnya klasifikasi *capital flows* yang diterapkan oleh negara-negara ASEAN-5 bervariasi. Indonesia dan Malaysia menerapkan klasifikasi ber-dasarkan sektoral (*general government, monetary authorities*, bank dan sektor lain), yang diikuti fungsi (FDI, PFI, dan OI), instrumen dan *maturity*. Semen-tara itu, Singapura menerangkan klasifikasi berdasarkan fungsi, yang diikuti oleh instrumen, sektoral dan *maturity*. Adapun Philipina dan Thailand meng-anut kedua klasifikasi, baik berdasarkan fungsi maupun sektoral.

E. Komposisi Capital/Financial Flows

- Share dari *short-term* terhadap keseluruhan *capital/finansial flows* berfluktuasi dari periode ke periode. Untuk Indonesia sebagai contoh, pada periode 1996 sampai dengan sekarang, *share short-term capital/financial flows* terhadap ke-seluruhan *inflows* adalah 29,1% sementara sharenya terhadap *outflows* berkisar 33,6%. Untuk Singapura, *share short-term* terhadap keseluruhan *capital/finan-cial inflows* ataupun *outflows* berangsur-angsur menurun, yaitu masing-masing sebesar 67% dan 53% (periode 1981-1985), 62% dan 30% (periode 1986-1990), 18% dan 27% (periode 1991-1195), serta 25% dan 26% (periode 1996 s.d. sekarang). Sementara itu di Thailand *share short-term* terhadap keseluruhan *capital/financial inflows* ataupun *outflows* berangsur-angsur meningkat yaitu masing-masing meningkat yaitu masing-masing dari sebesar 59,62% dan 70,02% (periode 1986-1990) menjadi 93,81-96,30% dan 95,70-97,27% (periode 1991 s.d. sekarang)
- Berdasarkan komponen *capital*, untuk menutup *saving-investment gap*, secara umum negara-negara ASEAN-5 lebih bertumpu pada investasi lainnya (ter-masuk utang luar negeri pemerintah dan swasta), kemudian disusul oleh komponen FDI. Adapun mengenai *instrument portfolio investment*. Beberapa negara (termasuk Indonesia) mulai mengembangkannya sejak tahun 1990.
- Berdasarkan klasifikasi sektoral, pemerintah (*General Government*) khususnya di Indonesia dan Thailand memiliki kontribusi besar terhadap *capital/finan-cial flows* di negara bersangkutan, kemudian disusul oleh sektor lain-lain. Dalam periode tiga tahun terakhir,

kontribusi dalam *net capital inflows* se-makin besar, guna mengkompensasi besarnya *net capital outflows* yang terjadi di sektor perbankan dan sektor lain-lain. Di Singapura, komposisi sektoral menunjukkan bahwa kontribusi sektor pemerintah muncul secara berangsur-angsur sejak tahun 1990-an. Dalam periode tersebut, komposisi *capital flows* lebih didominasi oleh sektor lain-lain, sementara sektor perbankan relatif lebih kecil dibanding sektor pemerintah.

- Dalam hubungan dengan komposisi *capital flows* berdasarkan negara maupun instrumen yang digunakan (*option, swap, future*, lainnya), hampir semua ne-gara tidak memiliki data dimaksud secara rinci.

F. Permasalahan

- Pada umumnya negaran-negara ASEAN menghadapi masalah dengan statistik *capital/financial flows* yang dimiliki, kecuali Singapura yang menilai bahwa ti-dak ada masalah dengan statistik mereka. Masalah yang sering dihadapi an-tara lain sulitnya memperoleh cakupan (*coverage*) utang luar negeri melalui bank, kredit perdagangan, dan *debt securities*. Selain itu, masalah ketidak lengkapan informasi juga mewarnai *statistik direct investment* dan utang luar negeri sektor swasta. Masalah lain yang muncul yaitu ketidak jelasan aspek legal dalam pencatatan transaksi derivatif.
- Berkaitan dengan statistik *International Investment Position* (IIP), sampai saat ini belum ada negara ASEAN yang melaksanakan secara uuh diseminasi IIP, walaupun *Special Data Dissemination Standard* IMF telah menetapkan bahwa IIP akhir than 2001 harus luaskan pa-da bulan Juni 2002.

G. Statistik Pinjaman Luar Negeri

Seluruh negara ASEAN-5 pada hakekatnya telah melakukan diseminasi statistik pinjaman seluruh luar negeri, dan kebanyakan telah sesuai dengan BOP-manual 5 IMF (kecuali Indonesia, yang belum pasti). Lembaga yang bertanggung jawab dalam diseminasi antara lain bank Sentral (Indonesia, Philipina, Malaysia, Thailand) dan Departemen Statistik (Singapura).

Periodisasi diseminasi data pinjaman luar negeri adalah variasi, yaitu triwulan (Philipina, Malaysia, Thailand), tahunan (Singapura), dan tidak tetap sewaktu-waktu diperlukan (Indonesia). Adapun batas waktu antara diseminasi dengan periode laporan rata-rata lebih dari tiga bulan.

2.3. Dampak Shock Nilai Tukar dan Suku Bunga Terhadap Lalu Lintas Modal

Untuk mempertajam sistem monitoring lalu lintas modal dalam kerangka kebijakan *pre-emptive* perlu dipertimbangkan juga berbagai faktor yang bersifat *volatile* yang kemungkinan besar berpengaruh terhadap lalu lintas modal, an-tara lain nilai tukar riil dan suku bunga riil domestik maupun suku bunga riil luar negeri terhadap lalu lintas modal, serta *impluse respon* guna mengamati se-lang waktu (lag) shock tersebut terhadap lalu lintas modal. Selain itu diamati juga besarnya kontribusi masing-masing variabel tersebut (nilai tukar riil dan su-ku bunga riil domestik dan luar negeri) terhadap variasi lalu lintas modal, me-lalui *variance decomposition*.

A. *Granger Causality Test dan Impluse Response Shock Nilai Tukar Riil (REER)*

Di Indonesia, REER berpengaruh satu arah terhadap *other investment* de-ngan impluse respon 2 triwulan. Di Philipina, REER berpengaruh satu arah terhadap *others investment* dengan *impluse respon* 8 triwulan. Di dua arah ter-hadap *portfolio investment* dengan *impluse respon* 4 dan 10 triwulan. Di Singapura, REER berpengaruh dua arah terhadap *other investment* dengan *impluse respon* 3 triwulan. Di Thailand, REER berpengaruh dua arah terhadap *foreign direct invest-ment* dengan *impulse respon* 3 bulan dan *other investment* dengan *impulse respon* 4 triwulan dengan impluse respon 6 triwulan.

Shock Suku Bunga Riil Luar Negeri (Libor)

Di Indonesia, Libor berpengaruh satu arah terhadap *investment* dengan *impluse respon* 2 triwulan. Di Philipina, Libor tidak berpengaruh terhadap se-mua komponen modal. Di Singapura, Libor tidak berpengaruh terhadap *port-folio investment* dengan *impulse respon* 2 triwulan. Di thailand, libor berpengaruh satu arah terhadap *other investment* dengan impulse respon 4 triwulan. Di Ma-laysia, Libor berpengaruh satu arah terhadap *short-term private investment* de-ngan *impulse respon* 2 triwulan.

Tabel 1.
Granger Causality Test
Hubungan Kausalitas Indonesia Philipina Singapura Thailand Malaysia

Hubungan Kausalitas	Indonesia	Philipina	Singapura	Thailand	Malaysia
A. Antara nilai tukar riil dengan FDI					
= Satu arah dari nilai tukar riil ke FDI	-	-	-	-	-
= Dua arah	-	-	-	3.54 - 4.63	-
B. Antara nilai tukar riil dengan PFI					
= Satu arah dari nilai tukar riil ke PFI	-	-	-	-	-
= Dua arah	-	2.99 - 6.79	-	-	-
C. Antara nilai tukar riil dengan other investment					
= Satu arah dari nilai tukar riil ke other investment	8.09	7.70	-	-	-
= Dua arah	-	-	4.86 - 7.81	4.53 - 6.47	-
A. Antara Suku Bunga DN dengan FDI					
= Satu arah dari suku bunga DN ke FDI	-	-	7.74	-	-
= Dua arah	4.15 - 8.88	-	-	-	-
B. Antara suku bunga DN dengan portfolio					
= Satu arah dari Suku Bunga DN ke Portfolio	-	-	-	3.42	-
= Dua arah	3.73 - 15.50	4.36 - 4.44	-	-	-
C. Antara suku bunga DN dengan Other Investment					
= Satu arah dari suku bunga DN ke other investment	2.50	2.43	3.01	-	-
= Dua arah	-	-	-	-	-
A. Antara Suku Bunga LN dengan FDI					
= Satu arah dari suku bunga LN ke FDI	-	-	3.12	-	-
= Dua arah	-	-	-	-	-
B. Antara suku bunga LN dengan portfolio					
= Satu arah dari Suku Bunga LN ke Portfolio	-	-	-	-	-
= Dua arah	-	-	2.56 - 4.72	-	-
C. Antara suku bunga LN dengan Other Investment					
= Satu arah dari suku bunga LN ke other investment	2.92	-	-	2.69	-
= Dua arah	-	-	-	-	-
A. Antara nilai tukar riil dengan long-term private capital					
= Satu arah dari nilai tukar riil ke long-term private capital	-	-	-	-	-
= Dua arah	-	-	-	-	3.09 - 3.61
B. Antara nilai tukar riil dengan short-term private capital					
= Satu arah dari nilai tukar riil ke short-term private capital	-	-	-	-	-
= Dua arah	-	-	-	-	-
A. Antara suku bunga DN dengan long-term private capital					
= Satu arah dari suku bunga DN ke long-term private capital	-	-	-	-	-
= Dua arah	-	-	-	-	-
B. Antara suku bunga DN dengan short-term private capital					
= Satu arah dari suku bunga DN ke short-term private capital	-	-	-	-	-
= Dua arah	-	-	-	-	-
A. Antara suku bunga LN dengan long-term private capital					
= Satu arah dari suku bunga LN ke long-term private capital	-	-	-	-	-
= Dua arah	-	-	-	-	-
B. Antara suku bunga LN dengan short-term private capital					
= Satu arah dari suku bunga DN ke short-term private capital	-	-	-	-	5.39
= Dua arah	-	-	-	-	-

Keterangan : angka pada kolom 3 s.d. 7 merupakan F-statistik yang mencerminkan kekuatan hubungan antar variabel

Shock Suku Bunga Riil Dalam Negeri (Deposito Riil)

Di Indonesia, deposito riil berpengaruh satu arah terhadap *others investment* dengan *impulse respon* 2 atau 8 triwulan, serta berpengaruh dua arah terhadap *portfolio investment* dengan *impulse respon* 2 atau 3 triwulan. Di Philipina, deposito riil berpengaruh terhadap *portfolio investment* dengan *impulse respon* 7 atau 10 triwulan dan *others investment* dengan *impulse respon* 3 atau 6 triwulan. Di Singapura, deposito riil berpengaruh satu arah terhadap *others investment* dengan *impulse respon* 8 triwulan. Di Thailand, deposito riil berpengaruh satu arah terhadap *portfolio investment* dengan *impulse respon* 4 atau 9 triwulan. Di Malaysia, deposito riil tidak berpengaruh terhadap *long-term private investment* maupun *short-term private investment*.

B. Varians Decomposition

Hampir di sebagian besar negara ASEAN-5, kontribusi nilai tukar riil terhadap variasi *others investment* secara umum lebih tinggi dibanding kontribusi suku bunga riil dalam negeri dan luar negeri. Dalam hal suku bunga riil, untuk Indonesia, Philipina, Singapura, variasi *others investment* lebih banyak disumbang oleh kontribusi suku bunga riil dalam negeri dibanding suku bunga riil luar negeri. Sementara itu kontribusi terhadap variasi *others investment* dibandingkan suku bunga riil dalam negeri.

Tabel 2.
Variance Decomposition

Negara	Bunga DN	Bunga LN	Nilai Tukar Riil
Indonesia			
= FDI	2,6 - 6,3%	0,7 - 7,3%	15,5 - 41,5%
= PFI	12,6 - 17,8%	0,3 - 6,0%	8,3 - 12,9%
= NOI	2,4 - 8,3%	1,3 - 1,7%	16,8 - 27,1%
Philipina			
= FDI	0,4 - 5%	0,1 - 1,7%	4,1 - 5,3%
= PFI	0,1 - 28,9%	0 - 0,9%	11,1 - 12,1%
= NOI	2,0 - 13%	0,8 - 1,9%	3,4 - 18,3%
Singapura			
= FDI	0,1 - 10,7%	3,7 - 6,4%	0,03 - 20,9%
= PFI	0,01 - 0,8%	0,8 - 4,8%	7,7 - 23,7%
= NOI	2,9 - 8,6%	1,9 - 6,9%	3,2 - 4,8%
Thailand			
= FDI	0,3 - 1,1%	2,3 - 24,4%	12,8 - 23,2%
= PFI	1,9 - 2,8%	8,3 - 9,4%	0,5 - 15,1%
= NOI	0,01 - 1,9%	4,8 - 8,9%	1,7 - 18,6%
Malaysia			
= Long-term private capital	0,3 - 1,7%	0,3 - 1,4%	5,1 - 7,0%
= Short-term private capital	0,5 - 6,5%	12,7 - 15,1%	1,3 - 7,1%

Di seluruh negara ASEAN-5, kontribusi nilai tukar riil terhadap variasi FDI secara umum juga lebih besar dibandingkan kontribusi suku bunga riil dalam negeri dan luar negeri. Untuk Indonesia, Singapura, dan Thailand, kontribusi suku bunga riil luar negeri terhadap variasi FDI lebih besar dibandingkan kontribusi suku bunga riil luar negeri. Sebaliknya di Philipina, variasi FDI lebih banyak disumbangkan oleh kontribusi suku bunga riil dalam negeri dibandingkan suku bunga riil luar negeri.

Untuk komponen *portfolio investment*, penyumbangan terbesar variasi *portfolio investment* di Indonesia dan Philipina adalah kontribusi suku bunga riil dalam negeri, diikuti nilai tukar riil, dan kemudian suku bunga riil dalam negeri. Sedangkan di Singapura dan Thailand, variasi *portfolio investment* paling besar disumbangkan oleh suku bunga riil negeri, dan terkecil suku bunga riil dalam negeri.

Di Malaysia, suku bunga riil luar negeri merupakan penyumbangan terbesar terhadap variasi *short-term private capital*, diikuti oleh kontribusi nilai tukar riil dan terkecil dalam negeri. Sementara itu, variasi *long-term private capital* paling besar disumbangkan oleh kontribusi nilai tukar riil, kemudian diikuti oleh suku bunga riil dalam negeri maupun suku bunga riil luar negeri.

SISTEM NILAI TUKAR DAN PENGATURAN LALU LINTAS DEWISA/MODAL DI NEGARA ASEAN 5 TAHUN 1998

3.1. Sistem Nilai Tukar

Untuk meredakan serangan spekulasi terhadap mata uang negara ASEAN dan mencegah menipisnya cadangan devisa, pada tahun 1997-98 Indonesia, Philipina, dan Thailand menerapkan *more freely floating exchange rate*, Malaysia menerapkan *pegged exchange rate*, sementara Singapura tetap bertahan mem-berlakukan *managed floating* dengan band yang diperlebar.

Dalam menetapkan nilai tukar, negara ASEAN-5 (kecuali Indonesia) tidak memberlakukan pajak nilai tukar dan subsidi nilai tukar, tetapi pada umumnya mereka menerapkan pembatasan *forward exchange market* baik untuk transaksi komersial (ekspor dan impor), maupun transaksi keuangan.

3.2. Pengaturan Lalu Lintas Devisa Dan Modal⁴

Current Payment dan Transfer

Dalam hal pembayaran dan transfer transaksi *current account*, terdapat perbedaan penerapan di antara negara-negara ASEAN-5. Malaysia menerapkan restriksi terhadap pembayaran dan transfer transaksi *current account* dengan negara tertentu dan membatasi ekspor ringgit oleh pelancong residen/non re-siden, ekspor valas oleh residen, ekspor valas oleh non residen, impor ringgit, dan impor *bank notes* ringgit oleh lembaga di luar bank. Indonesia secara umum tidak menerapkan restriksi untuk transaksi devisa, tetapi memberlakukan per-aturan terhadap penerimaan valas dari transaksi ekspor dan *invisible*. Singapura juga tidak mengenakan persyaratan *prescription of currency* untuk pembayaran ke luar, tetapi melakukan *blocking* atas aset finansial yang dimiliki residen Irak dan Libya. Sementara itu, Thailand menerapkan kontrol devisa, khususnya restriksi terhadap ekspor *bank note* dalam baht.

Mengenai rekening valas milik residen, Malaysia membolehkan eksportir menempatkan sebagian devisa hasil ekspor dalam rekening valas dan bank bank di Malaysia dalam jumlah tertentu, selebihnya harus mendapat perse-tujuan terlebih dulu. Selain itu, residen juga dibolehkan membuka rekening valas pada cabang bank Malaysia maupun bank-bank di luar negeri, dengan persetujuan terlebih dulu untuk kasus tertentu. Di Indonesia, residen diizinkan memegang rekening giro dan tabungan valas di dalam negeri, serta membuka rekening valas di luar negeri. Philipina dan Singapura juga membolehkan re-siden memiliki rekening valas di dalam negeri dan di luar negeri. Thailand mensyaratkan persetujuan bagi residen yang membuka rekening valas di dalam negeri (yang bersumber dari luar negeri) maupun di luar negeri (bersumber dari dana domestik).

Di sisi lain, non residen dibolehkan membuka rekening valas di Malaysia, tetapi dibatasi dalam penggunaan rekening ringgit dan pendebitan rekening ringgit. Persetujuan awal juga disyaratkan bagi non residen yang mentransfer dana antar *external account* dan mengkonversikan ringgit pada *external account* menjadi valas. Sejak 15 Februari 1999, *foreign direct investor* dibolehkan me-repatriasi *portfolio investment* tanpa retriaksi, dengan membayar *levy* tertentu. Di Indonesia, non residen dibolehkan membuka rekening giro dan tabungan valas serta membuka rekening rupiah di Indonesia. DI Philipina, non resnden juga dibolehkan membuka rekening dalam peso, tetapi konversi ke mata uang asing ataupun pengreditan dibatasi. Di Singapura, non residen dibolehkan membuka rekening baik dalam mata uang

4 Disarikan dari Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 1999 IMF dan Jawaban Kuesioner.

asing maupun dolar Singapura. Di Thailand, non residen diperkenankan membuka rekening valas di Thailand (sejauh dana dari luar negeri) dan membuka rekening dalam mata uang domestik (sejauh dana ditransfer dari rekening baht non residen lain atau pinjaman bank).

Sehubungan dengan transaksi pembayaran impor dan penerimaan eks-por, sejak 1 September 1998 Pemerintah Malaysia menetapkan persyaratan pembayaran impor dengan valas, menerbitkan lisensi impor dan kuota berdasarkan negara asal dan jenis komoditas, serta memberlakukan non tarif *measure* lainnya dan *anti dumping duties* untuk komoditas tertentu. Di Indonesia, secara umum persyaratan transaksi pembayaran impor ditetapkan oleh bank komersial, dan pemerintah juga menerapkan lisensi impor, dan monopoli. Di Filipina, *registrasi documents againts acceptance* (D/As) dan *open account arrangements* (OA) untuk tujuan monitoring hanya diperlukan jika pembayaran berasal dari sistem perbankan. Selain itu, diberlakukan juga *reshipment inspection* dan *clearance* untuk impor. Singapura tidak memberlakukan *financing requirement* dan persyaratan pembiayaan untuk impor, tetapi importir diminta melengkapi formulir transaksi valas untuk nilai impor tertentu. Selain itu, pemerintah juga menerbitkan lisensi impor, pajak/tarif impor, dan bahkan larangan impor untuk komoditas tertentu.

Dalam kaitan transaksi ekspor, pemerintah Malaysia menetapkan bahwa hasil ekspor harus diterima dan direpatriasi sesuai jadwal kontrak (tidak boleh lebih dari enam bulan) dan mensyaratkan dalam bentuk valas dan membatasi penempatan hasil ekspor pada rekening valas maksimum. Malaysia juga menetapkan lisensi ekspor berdasarkan negara tujuan dan jenis komoditas. Di Indonesia, pemerintah membolehkan eksportir menjual hasil ekspornya ke BI melalui fasilitas rediskonto, dengan batas maksimum periode rediskonto yaitu 720 hari. Pemerintah juga menerapkan lisensi ekspor, kuota dan pajak ekspor berdasarkan negara tujuan dan jenis komoditas. Di Filipina, dalam kaitan transaksi ekspor, pembayaran ekspor harus dilakukan dalam berbagai bentuk *acceptable currencies* tanpa persetujuan awal BSP dan semua ekspor harus dicover dengan deklarasi ekspor yang diterbitkan oleh Departemen Perdagangan dan Industri. Di Singapura, tidak berlaku persyaratan repatriasi, pembiayaan dan dokumentasi. Namun negara tersebut menerapkan lisensi ekspor, restriksi ekspor, dan pembatasan non tarif lainnya untuk komoditas tertentu. Di Thailand, hasil ekspor yang melampaui jumlah tertentu harus direpatriasi segera setelah pembayaran diterima dan 120 hari setelah tanggal ekspor. Selain itu, ketentuan *surrender*, kelengkapan dokumen, dan lisensi ekspor juga diberlakukan oleh Thailand.

Sementara itu, pembayaran transaksi *invisible* dan *current transfer* di Malaysia tidak dibatasi (kecuali untuk Negara Israel dan Yugoslavia) serta pengiriman pembayaran bunga

tidak memerlukan persetujuan (sejauh pembayaran tersebut sesuai persyaratan pinjaman). Di Indonesia, pembayaran transaksi *in-visible* dan *currents transfer* tidak dibatasi. Di Philipina, jumlah valas yang dapat dijual *agent bank* kepada residen untuk tujuan *non-trade*, yang tidak memerlukan dokumentasi, diturunkan. Selain itu, pemerintah memberlakukan limit kuantitatif dan *indicative limit/bonafide test* untuk pembayaran yang berkaitan dengan perdagangan, investasi, travel, personal, tenaga kerja asing, kartu kredit yang digunakan di luar negeri, dan lainnya. Di Singapura, pembayaran transaksi *invisible* dan *current transfer* tidak dibatasi. Di Thailand, untuk transaksi yang melebihi jumlah tertentu harus dilengkapi dengan formulir transaksi devisa.

Lalu Lintas Modal

Hasil dari ekspor dan *invisible transaction* di Malaysia harus direpatriasi sesuai jadwal yang telah disepakati dalam perjanjian. Penerimaan dalam bentuk mata uang asing boleh disimpan pada rekening valas, sementara penggunaannya tidak diatur secara jelas. Di Indonesia, hasil dari ekspor dan *invisible transaction* boleh direpatriasi tanpa batas, begitu pula penggunaan dananya tidak dibatasi sama sekali. Di Philipina, Pemerintah tidak mewajibkan repatriasi dan tidak membatasi penggunaan dana yang diperoleh dari *invisible transaction* dan *current transfer*. Di Singapura, pemerintah tidak mewajibkan repatriasi dan dikenakan ketentuan *surrender* pada rekening valas bank di Thailand, walaupun dari segi penggunaannya tidak terdapat pembatasan.

Dari sisi sekuritas pasar modal, sejak 15 Februari 1999 Malaysia telah mengeliminasi kewajiban bagi non residen pembeli surat berharga Malaysia untuk menahan *proceeds* selama 12 bulan sebelum direpatriasi, selanjutnya di-ganti dengan sistem *exit tax* secara berjenjang. Untuk transaksi beli surat berharga di pasar modal internasional, residen memerlukan persetujuan untuk jumlah di atas RM10.000. Untuk penjualan surat berharga di luar negeri tidak ada kontrol bagi residen, tetapi wajib mendapat persetujuan terlebih dahulu. Ketentuan yang sama diberlakukan juga untuk pembelian/penjualan *bond, debt securities*, instrumen pasar uang, dan *collective investment securities*. Di Indonesia, pemerintah membolehkan investor asing (non residen) membeli tanpa batas saham yang diterbitkan perusahaan Indonesia di pasar modal dalam negeri dan membolehkan non residen menerbitkan Indonesian *Depository Receipts* (IDRs) melalui *bank custodian* di Indonesia. Sementara itu penjualan dan penerbitan saham oleh residen di luar negeri tidak dibatasi, sejauh saham dimaksud tidak terdaftar pada *Indonesian Stock Exchange*. Dalam hal instrumen pasar uang, non residen dilarang melakukan transaksi penjualan atau penerbitan di dalam negeri, sementara residen memerlukan persetujuan dari TIM PKLN untuk menerbitkan instrumen pasar uang yang

berjangka waktu lebih dari dua tahun. Di Philipina, non residen secara umum tidak perlu melakukan registrasi atau persetujuan awal dari BSP atau bank yang ditunjuk untuk membeli surat ber-harga di pasar domestik Pilipina, (yang bersumber dari sistem perbankan) serta penjualan atau penerbitan surat berharga oleh non residen dengan denominasi peso di pasar domestik. Sementara itu residen dapat melakukan pembelian surat berharga di luar negeri tanpa persetujuan BSP atau bank yang ditunjuk, tetapi sebaliknya untuk residen yang menjual atau diberlakukan dalam pen-jualan atau penerbitan surat berharga di Singapura oleh non residen. Di Thai-land, ketentuan yang diberlakukan pada sekuritas pasar modal (maturitas kurang dari 1 tahun) lebih ketat dari pada sekurita pasar uang jangka pendek (ma-turitas kurang dari 1 tahun). Penyertaan asing dibatasi sampai dengan 25% dari total saham yang dijual oleh bank, perusahaan keuangan, perusahaan pem-biayaan kredit, dan perusahaan manajemen aset. Pembelian dan penjualan se-kuritas di luar negeri memerlukan persetujuan terlebih dulu dari BOT, begitu pula halnya dengan negeri memerlukan persetujuan terlebih dulu dari BOT, begitu pula halnya dengan penjualan dan pembelian sekuritas di pasar ob-ligasi, *debt*, pasar uang dan *collective investment* di luar negeri. Sedangkan pen-jualan atau penerbitan obligasi atau instrumen pasar uang di dalam negeri oleh non residen harus mendapatkan persetujuan dari MOF, BOT, dan SEC.

Mengenai instrumen derivatis dan lainnya, Malaysia mensyaratkan bagi non residen untuk mendapatkan persetujuan lebih dulu dalam membeli atau menjual *forward* ringgit dalam valas di dalam negeri, serta membayar di luar negeri untuk kontrak, atau *future interest*, atau untuk penerbitan dan penjualan instrumen keuangan. Di Indonesia, instrumen derivatif dan lainnya yang tidak terkait dengan devisa dan suku bunga tidak diperbolehkan, kecuali mendapat persetujuan dari BI. Kontrak penjualan *forward* dari bank nasional kepada non residen dibatasi USD 5 juta, kecuali terkait dengan transaksi perdagangan dan investasi. Sementara itu, kontrol diberlakukan untuk setiap pembelian dan pen-jualan instrumen derivatif yang dilakukan oleh residen dan non residen. Di Philipina, non residen yang melakukan pembelian dan penjualan atau pe-nerbitan surat berharga di pasar domestik Pilipina perlu mendapat persetujuan lebih dulu dari BSP. Demikian juga dengan residen yang melakukan pembelian dan penjualan atau penerbitan surat berharga di pasar luar negeri perlu men-dapat persetujuan lebih dulu dari BSP. Hanya Bank dan lembaga keuangan yang memperoleh otorisasi dari BSP diijinkan melakukan transaksi derivatif. Di Singapura oleh non residen. Di Thailand, non residen perlu mendapat per-setujuan untuk membeli atau menjual derivatif di dalam negeri, walaupun tidak terdapat deskriminasi bagi non residen untuk berpartisipasi di pasar keuangan. Untuk transaksi derivatif yang dilakukan residen, penjualan atau pembelian instrumen derivatif juga memerlukan persetujuan dari BOT.

Mengenai kredit komersial dari residen ke non residen, Malaysia melarang fasilitas kredit domestik kepada bank koresponden dari non residen, perusahaan stock *brokerage* (non residen), serta residen yang memperoleh fasilitas kredit ringgit dari non residen individual. Sementara itu, untuk memperoleh kredit komersial dari non residen, residen harus mendapatkan izin untuk memperoleh fasilitas tersebut dan residen tidak dibolehkan menerima pinjaman ringgit dari non residen. Di Indonesia, pada umumnya kredit komersial dari residen ke non residen dilarang, sementara sektor swasta non bank (residen) dibolehkan meminjam pada non residen dengan disertai penyampaian laporan kepada BI secara berkala. Persetujuan BI diperlukan untuk pinjaman yang terkait dengan proyek pembangunan yang menggunakan *non resource, limited resource, advance payment, trustee borrowing, leasing*; pembiayaan berdasarkan BOT, B&T; pinjaman yang terkait dengan BUMN termasuk penyertaan dan jaminan provisi stock. Di Philipina, kredit komersial dari non residen kepada residen memerlukan persetujuan awal dari BSP dan registriasi untuk kontrak kredit yang terkait dengan perdagangan jangka pendek oleh residen non bank. Selain itu, untuk *debt servicing* penggunaan valas dari sistem perbankan juga memerlukan registriasi. Di Singapura, ketentuan tentang kredit komersial tidak diatur. Di Thailand, kredit tersebut dimungkinkan untuk dikontrakkan dalam bentuk *deferred payments, bilateral netting, atau open account*.

Mengenai kredit finansial, Malaysia tidak memberlakukan kontrol untuk kredit dari residen kepada non residen, pinjaman dalam Ringgit dari lembaga perbankan, properti perumahan, pembiayaan dibolehkan sampai sejumlah tertentu, selebihnya diwajibkan memperoleh persetujuan terlebih dulu. Dalam kaitan dengan *guarantee, sureties, dan fasilitas financial back up*, untuk transaksi dari residen kepada non residen, dibolehkan sejauh diinformasikan kepada COFE dan dalam bentuk valas. Di sisi lain, transaksi sejenis dari non residen kepada residen (dalam bentuk valas) dibolehkan sampai dengan RM5 juta. Selebihnya, harus mendapatkan persetujuan terlebih dulu. Di Indonesia, kredit finansial dari residen (di luar bank) kepada non residen, secara umum tidak terdapat pembatasan, sebaliknya, kontrol diberlakukan untuk kredit finansial dari non residen kepada residen. Di Philipina, residen perlu memperoleh persetujuan awal dari BSP untuk memberikan kredit keuangan kepada non residen. Secara umum, semua kontrak kredit valas dari non residen yang dilakukan oleh residen non bank dengan jaminan sektor publik atau bank lokal memerlukan persetujuan awal atau registriasi BSP. Ketentuan yang sama berlaku untuk fasilitas *back up guarantee, surety* dan finansial. Di Singapura, ketentuan tentang kredit kepada non residen, sementara residen dibolehkan tanpa persetujuan, memberikan kredit kepada perusahaan yang terafiliasi apabila mereka memiliki 25% saham perusahaan. Sebaliknya, untuk kredit dari non residen kepada residen tidak ada pembatasan.

Dalam hal *direct investment*, pemerintah Malaysia memberlakukan per-syaratan persetujuan untuk investasi ke luar negeri (*abroad/outward*) yang melebihi jumlah tertentu dan *equity share investment* dari luar negeri (*inward*), selain itu, penambahan modal perusahaan Malaysia yang bersumber dari luar negeri juga memerlukan persetujuan *Foreign Investment Committee* (FIC). Di Indonesia, tidak terdapat kontrol untuk investasi masuk (dari luar negeri). Beberapa ke-tentuan yang diberlakukan meliputi antara lain periode divestasi bagi perusahaan PMA, bea masuk *preferential* untuk impor bahan baku, dan tenaga ahli asing. Perkembangan sampai akhir Desember 1998 menunjukkan bahwa pemerin-tah telah melepaskan hambatan formal dan informal di bidang PMA perkebunan kelapa sawit, perdagangan retail dan *wholesale*, menyederhanakan *negative list*, dan melepaskan kontrol bagi PMA dibidang perbankan. Di Philipina, pena-naman modal di luar negeri (*outward direct investment*) melebihi jumlah tertentu memerlukan persetujuan dulu dari BSP. Di Singapura, pemerintah tidak mem-berlakukan persyaratan dalam penanaman modal langsung. Di Thailand, peme-rintah mensyaratkan adanya persetujuan BOT untuk investasi ke luar negeri melampaui \$ 10 Juta. Sementara itu, modal asing dibolehkan masuk tanpa restriksi, tetapi hasil yang diperoleh harus ditahan (*surrendered*) di bank atau didepositokan dalam rekening valas bank-bank di Thailand, tujuh hari sete-lah diterima.

Berkaitan dengan likuidasi *direct investment*, Malaysia membolehkan me-repatriasi keuntungan investasi secara bebas setelah melengkapi formulir statistik untuk jumlah yang melampaui RM10.000. Di Indonesia, investor dibolehkan merepatriasi modal, mentrasfer keuntungan, dan mentransfer biaya berkaitan dengan tenaga kerja asing dan *allowances*. Di Philipina, investasi yang ter-daftar pada BSP dapat melakukan repatriasi modal dan *remittance profit, deviden*, dan pendapatan lainnya. Di Singapura, tidak memberlakukan ketentuan liku-diasi *direct investment*. Di Thailand, seluruh hasilnya boleh direpatriasi tanpa restriksi, sejauh didukung oleh bukti-bukti.

Dalam hal ketentuan tentang transaksi *real estate*, Malaysia tidak men-cantumkan secara jelas. Di Indonesia, non residen dibolehkan membeli tanah dengan status Hak Pakai, tetapi sejak status tanah real estate di Indonesia adalah HGB (Hak Guna Bangunan), non residen tidak dibolehkan membeli real estate. Namun demikian, non residen dibolehkan terlibat dalam PMA real estate. Di Philipina, pemerintah melakukan kontrol terhadap pembelian yang dilakukan residen di luar negeri. Kepemilikan tanah oleh non residen seperti eskplorasi, pengembangan, dan penggunaan sumber daya alam dibatasi se-besar 40% *equity*. Sementara itu, dari hasil penjualan real estate yang tidak terdaftar pada BSP, non residen hanya dapat membeli valas sejumlah yang mereka jual kepada AAB untuk mendapatkan peso. Di

Singapura, Pemerintah melakukan kontrol terhadap pembelian real estate yang dilakukan residen di luar negeri dan pembelian real estate di Singapura oleh non residen. Di Thai-land, residen perlu memperoleh persetujuan terlebih dulu dalam membeli real estate di luar negeri, begitu pula halnya dengan pembelian/penjualan *real estate* di dalam negeri oleh non residen.

Mengenai provisi khusus kepada bank komersial dan lembaga kredit lainnya di kawasan ASEAN-5, seperti meminjam ke luar negeri, memelihara rekening di luar negeri, memberi pinjaman valas kepada non residen, membeli sekuritas lokal dalam valas, ketentuan investasi (bank ke luar negeri ataupun non re-siden ke bank), dan posisi devisa neto, semuanya memerlukan persetujuan terlebih dulu dan bankan dibatasinya. Begitu pula halnya dengan provisi khusus untuk lembaga investor, seperti batasan maksimum portfolio yang ditanamkan ke luar negeri, batasan minimum portfolio yang ditanamkan di dalam negeri, diberlakukan persyaratan yang ketat baik berupa asuransi, persetujuan, dan batasan lainnya.

3.3. Indikator Kontrol Devisa/Modal Di Negara ASEAN 5 Tahun 1998

Sebagaimana diuraikan pada butir 3.1. dan 3.2 pengaturan lalu lintas devisa/modal dapat dibedakan menjadi dua faktor kategori, yaitu *current pay-ment* and transfer dan lalu lintas modal. Masing-masing kategori tersebut selanjutnya dijabarkan menjadi beberapa transaksi individual, baik *current ac-count* maupun *capital account*. Adapun mengenai rincian transaksi individual, baik *current account* maupun *capital account*. Adapun mengenai rincian transaksi individual dapat diamati pada lampiran 4.

Untuk mengetahui perkembangan tingkat restriksi sistem devisa di ne-gara-negara ASEAN, penelitian ini mengadopsi metode perhitungan *exchange* dan *capital control index* yang dilakukan oleh Natalia T. Tamirisa⁵ berdasarkan data-data yang diperoleh dari *IMF's Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* (AREAR). Metode perhitungan tersebut menyebutkan bahwa setiap kategori kontrol (*Current atau capital*), merupakan hasil perhitungan rata-rata *variable dummy* keseluruhan transaksi individual (berkisar 0 s.d 1). Konvensi penetapan variabel dummy transaksi individual adalah sebagai be-riku (spesifikasi perhitungan indeks dijabarkan dalam lampiran 5) :

- Pencantuman nilai variabel dummy "1" apabila pengaturan terkait dengan pemberlakuan kontrol (*partially atau fully*) berupa larangan, batasan kuantitatif, persyaratan persetujuan

5 Johnston, R. B., and Others, "Exchange Rate Arrangements and Currency Convertibility". Developments and Issues, World Economic and Financial Surveys, IMF –Chapter VII. 1999.

Lihat juga Natalia T. Tamirisa. "Exchange and Capital Controls as Barriers to Trade". IMF Staff Papers Vo. 46.No. 1, 1999.

dan registrasi, restriksi peluang investasi (misal tipe dan maturitas sekuritas), dan *transactions infeasible* akibat tidak ber-fungsinya pasar.

- Pencantuman nilai variabel dummy “0” apabila pengaturan dikaitkan dengan keperluan statistik, verifikasi administratif, *optional official cover of forward operations*, liberalisasi pemberian lisensi, dan rendahnya akses transaksi valas ke pasar formal.

Tabel 3.
Pengaturan Lalu Lintas Devisa dan Modal Di Negara-Negara ASEAN-5 Tahun 1998

EXCHANGE AND CAPITAL MOVEMENT	CONTROLLED ($0.6 < ECI < 1.0$)	SELECTIVE CONTROL ($0.3 \leq ECI \leq 0.6$)	FREE ($ECI < 0.3$)
EXCHANGE AND CAPITAL MOVEMENT (A dan B)		Philippina; Thailand; Malaysia	Singapura; Indonesia
A. CURRENT PAYMENTS & TRANSFERS	-	Malaysia	Singapura; Thailand; Philippina; Indonesia
1 Exchange arrangement	-	-	Singapura; Thailand; Philippina; Indonesia; Malaysia;
2 Arrangements for payments and receipts	-	Philippina; Malaysia	Singapura; Thailand; Indonesia
3 Resident accounts	-	Thailand; Malaysia	Indonesia; Philippina; Singapura;
4 Nonresident accounts	-	Singapura; Malaysia	Indonesia; Philippina; Thailand
5 Imports and import payments	-	Indonesia; Malaysia	Philippina; Singapura; Thailand;
6 Exports and export proceeds	-	Indonesia	Singapura; Thailand; Malaysia; Philippina
7 Payments for invisible transactions and current transfers	Thailand; Philippina	-	Indonesia; Singapura
B. CAPITAL MOVEMENT	Thailand; Malaysia	Indonesia; Philippina;	Singapura;
1 Proceeds from exports, invisibles, and current transfers	-	Malaysia; Thailand	Indonesia; Philippina; Singapura;
2 Capital and money market instruments	Thailand; Malaysia	-	Philippina; Indonesia;
3 Derivatives and other instruments	Malaysia; Indonesia; Thailand; Philippina	Singapura	-
4 Credit operations	Indonesia; Philippina; Thailand; Malaysia	-	Singapura
5 Direct foreign investment	Malaysia	Philippina; Thailand	Indonesia; Singapura
6 Liquidation of direct investment	Thailand; Malaysia	-	Indonesia; Philippina; Singapura;
7 Real estate transactions	Indonesia; Singapura; Philippina; Malaysia	Thailand	-
8 Provisions specific to commercial banks and other credit institutions	Singapura; Indonesia; Thailand	Malaysia; Philippina;	-
9 Provisions specific to institutional investors	Singapura; Malaysia	Indonesia; Philippina;	Thailand; -

Catatan : ECI = Exchange and Capital Control Index ($0 \leq ECI \leq 1$)

0 = Fully Free ; 1 = Fully control

Sumber : IMF's Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions

Tabel di atas menyajikan hasil perhitungan *exchange* dan *capital control* index di negara-negara ASEAN-5 pada tahun 1998. Untuk mengetahui sejauh mana posisi masing-masing negara ASEAN 5 dalam restriksi lalu lintas devisa/modal, diasumsikan indeks kontrol agregat terbagi menjadi tiga, yaitu *controlled* (indeks $> 0,6$), *selective control* ($0,3 < \text{indeks} < 0,6$) dan *free/liberal* (indeks $< 0,3$).

Dalam kontrol lalu lintas devisa/modal pada tahun 1998, Singapura dan Indonesia termasuk dalam kelompok yang menganut sistem devisa bebas, sedangkan Philipina, Thailand, dan Malaysia dikelompokkan sebagai negara yang menerapkan *selective control devisa*. Kinerja berdasarkan komponen *current pay-ments and transfer* menunjukkan bahwa Malaysia termasuk dalam kelompok *selective control*, sebagai akibat diterapkannya restriksi pada *arrangement for pay-ments and transfer, resident/non residents accounts, dan imports and import pay-ments and transfer*, sedangkan negara ASEAN-5 lainnya termasuk dalam kelompok liberal. Di sisi lain, kinerja berdasarkan komponen *capital movement* menunjukkan bahwa Malaysia dan Thailand termasuk dalam kelompok control, sebagai akibat ketatnya restriksi yang diberlakukan pada hampir semua aspek, yaitu *capital and money market instrumen, derivatives and other instruments, credit operation, direct foreign investment* (khususnya Thailand), *provision specific to commercial banks and other credit transaction, dan provision specific to institutional investor* (khususnya Malaysia). Sementara itu, Indonesia dan Philipina termasuk kelompok negara yang menerapkan *selective capital control*, sedangkan Singapura dikelompokkan sebagai negara yang liberal.

DETERMINAN LALU LINTAS MODAL SWASTA : Dampak Kebijakan Kontrol Devisa Terhadap Lalu Lintas Modal Swasta

4.1. Liberalisasi Lalu Lintas Modal

Liberalisasi lalu lintas modal (*capital account*) telah berkembang menjadi issue penting yang dibahas dalam berbagai forum internasional, berkaitan dengan besar manfaat yang diperoleh dan biaya yang ditimbulkan dari liberalisasi pergerakan modal. Kecenderungan proses liberalisasi keuangan internasional mendorong perkembangan transaksi modal ke arah *free capital mobility* dimana residents mempunyai akses terhadap pasar keuangan internasional dan non-residents dapat mengakses pasar keuangan domestik. Integrasi sistem keuangan internasional, termasuk di antaranya liberalisasi lalu lintas modal, telah membawa sejumlah manfaat bagi yang menerapkannya. Namun demikian, liberalisasi lalu lintas modal juga telah mendatangkan sejumlah resiko dan kebutuhan manajemen lalu lintas modal yang baik.

Dampak positif dari liberalisasi lalu lintas modal dapat terwujud antara lain dari kesempatan diversifikasi investment portfolio, diversifikasi resiko, *smoothing consumption* karena akses pembiayaan menjadi lebih baik dan hambatan likuiditas mengendur, serta peningkatan kapasitas produksi perekonomian yang berasal dari investasi asing. Disamping itu, meningkatnya persaingan internasional dalam sistem keuangan yang terintegrasi mendorong lembaga keuangan domestik berusaha lebih efisien, merangsang inovasi dan

memperbaiki produktivitas, dan mendorong Pemerintah untuk meningkatkan kredibilitas dan koordinasi kebijakan moneter, ekonomi dan keuangan. Dengan kata lain, mobilitas modal memungkinkan investor mencapai risk adjusted rates of return lebih tinggi yang lebih lanjut dapat mendorong saving dan investasi sehingga dapat menjadi pemicu pertumbuhan ekonomi agar lebih tinggi.

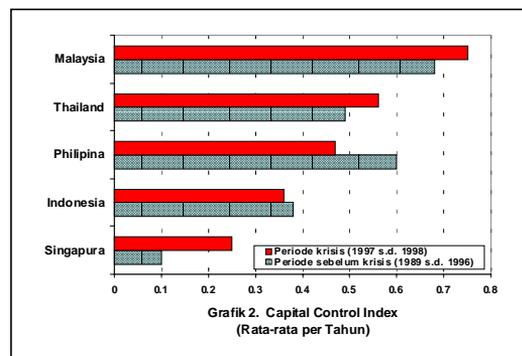
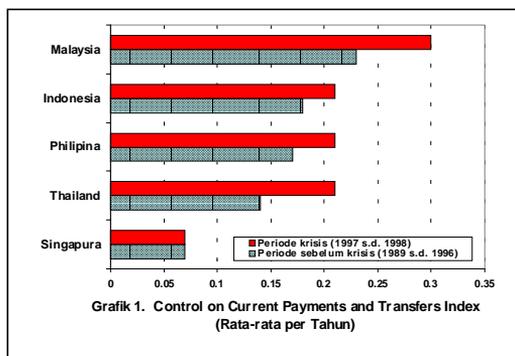
Dampak negatif dari liberalisasi lalu lintas modal dapat timbul akibat informasi pasar yang tidak simetris (*asymmetric information*) sehingga pasar keuangan dan modal tidak berfungsi secara efisien. Masalah-masalah yang timbul dari *asymmetric information* adalah *adverse selection*, *moral hazard* dan *herding behavior*. *Adverse selection* dapat terjadi karena lenders tidak memiliki informasi yang lengkap mengenai kualitas peminjam. *Moral hazard* dapat terjadi karena peminjam cenderung mengubah prilakunya setelah transaksi terjadi misalnya menggunakan pinjamannya pada proyek yang beresiko lebih tinggi daripada yang disepakati sewaktu dia mengajukan pinjaman. Akibatnya lenders enggan untuk memberikan pinjaman lagi, sehingga *level of intermediation* menjadi tidak optimal. *Moral hazard* di pasar keuangan juga dapat ditimbulkan oleh perubahan perilaku investor karena adanya pemberian jaminan pemerintah yang membebaskan investor dari resiko tertentu, misalnya kebijakan pemerintah yang menargetkan tingkat depresiasi nilai tukar pada level tertentu menjadi semacam *implicit guarantee* yang mendorong para peminjam utang luar negeri tidak melakukan *hedging*. Di samping itu, di pasar keuangan yang belum berkembang dengan ciri tidak memiliki informasi yang lengkap, para investor cenderung untuk bertindak mengikuti perilaku pihak lain yang mereka duga memiliki informasi yang lebih baik (*herding behavior*), misalnya perilaku investor domestik di pasar saham yang cenderung mengikuti perilaku investor asing. Masalah-masalah *asymmetric information* umumnya menjadi ciri umum di pasar keuangan yang belum berkembang baik dengan infrastruktur kelembagaan yang belum memadai dan berpotensi mengganggu sistem keuangan. Terjadinya lalu lintas modal keluar secara mendadak dalam jumlah besar pada periode krisis telah mengangkat persepsi bahwa liberalisasi lalu lintas modal telah meningkatkan volatilitas pergerakan modal yang mengganggu stabilitas perekonomian.

Dengan demikian, liberalisasi lalu lintas modal memerlukan dukungan ketersediaan infrastruktur kelembagaan yang dapat memperkuat kemampuan intermediasi lembaga keuangan dan peserta pasar untuk memmanage resiko dan mendukung kebijakan moneter dan nilai tukar. Dalam kaitan ini, pemberlakuan *capital control* sampai batas tertentu dapat ditolerir untuk melindungi sistem keuangan sambil memberikan kesempatan bagi negara yang bersangkutan mengembangkan dan menyempurnakan infrastruktur sistem keuangannya.

4.2. Indeks Kontrol Devisa (Exchange dan Capital Control) Negara ASEAN-5

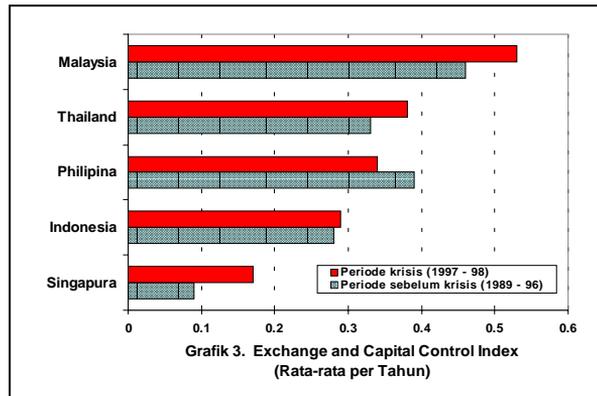
Sebagaimana telah diuraikan dalam butir 3.3, *Indeks Exchange* dan *Capital Control* (ECI) merupakan rata-rata dari *Indeks Control on Current Payments and Transfer* (CCI) dan *Indeks Capital Control* (KCI). Indeks CCI mencerminkan sejauhmana kontrol pemerintah terhadap transaksi-transaksi current payment dan transfer, sedangkan indeks KCI mengukur seberapa besar kontrol pemerintah terhadap pergerakan modal. Sehingga ECI yang mencakup kontrol pemerintah terhadap pembayaran transaksi berjalan dan transaksi modal mencerminkan kebijakan sistem devisa masing-masing negara.

Dalam periode 1989-1998, secara umum, negara-negara ASEAN-5 cukup liberal dalam kebijakan kontrol terhadap *current payment and transfer*, dengan indeks berkisar antara 0,07 - 0,34. Hasil perhitungan indeks menunjukkan adanya kecenderungan negara-negara ASEAN-5, kecuali Singapura, meningkatkan kontrol terhadap *current payment and transfer* pada periode krisis. Dalam periode krisis tersebut, Thailand dan Philipina menjalankan kebijakan kontrol terhadap *current payment* dan *transfer* yang relatif sama intensitasnya dengan Indonesia (0,21), padahal, pada periode sebelum krisis kedua negara tersebut relatif lebih liberal dibandingkan Indonesia. Sementara itu, dalam periode 1989-1998, Singapura relatif tidak mengubah kebijakan kontrol terhadap *current payment and transfer*, dan paling liberal dibanding negara ASEAN-4 lainnya, sebaliknya Malaysia merupakan negara yang paling tinggi intensitas kebijakan kontrolnya terhadap *current payment and transfer*.



Apabila CCI dan KCI diperbandingkan, negara-negara ASEAN-5 cenderung menerapkan kebijakan capital control yang lebih ketat dibandingkan dengan *current payments and transfers control* sebagaimana dapat dilihat dalam grafik 1 dan grafik 2 di atas. Dalam kurun waktu yang sama, *indeks capital control* (KCI) bervariasi antara 0,10-0,77. Sepanjang

periode observasi, kelima negara ASEAN tersebut memberikan respons yang tidak seragam dalam kebijakannya terhadap pergerakan modal. Singapura, Malaysia dan Thailand cenderung memperketat kontrol modalnya dalam periode krisis, sedangkan Indonesia dan Philipina cenderung melonggarkan kebijakan kontrol modal. Hasil perhitungan indeks menggambarkan bahwa dalam periode krisis, Indonesia berada di urutan kedua terliberal setelah Singapura. Sementara itu, Philipina yang pada periode krisis melonggarkan kebijakan kontrol modalnya menempati urutan ketiga terliberal, menggeser posisi Thailand yang sebelum krisis lebih liberal dibanding Philipina.



Gabungan kedua indeks CCI dan KCI menunjukkan intensitas kebijakan kontrol devisa (exchange and capital control/ECI). Hasil perhitungan indeks tersebut menunjukkan bahwa dalam periode krisis intensitas kontrol terhadap sistem devisa di negara-negara ASEAN bervariasi dengan intensitas kontrol tertinggi di Malaysia (0.53), diikuti Thailand (0.38), Philipina (0.34), Indonesia (0.29) dan terendah di Singapura (0.17).

Tabel 4. Index of Control on Current Payment & Transfers

	Indonesia	Malaysia	Philipina	Singapura	Thailand
1989	0.18	0.22	0.18	0.07	0.21
1990	0.18	0.22	0.18	0.07	0.21
1991	0.18	0.22	0.18	0.07	0.11
1992	0.18	0.22	0.16	0.07	0.11
1993	0.18	0.23	0.14	0.07	0.10
1994	0.18	0.23	0.14	0.07	0.10
1995	0.18	0.23	0.16	0.07	0.10
1996	0.21	0.25	0.19	0.07	0.16
Rata-rata 1989-96 *)	0.18	0.23	0.17	0.07	0.14
1997	0.20	0.26	0.18	0.07	0.19
1998	0.22	0.34	0.23	0.07	0.23
Rata-rata 1997-98 **)	0.21	0.30	0.21	0.07	0.21

*) Periode sebelum krisis Asia

**) Periode krisis Asia

Tabel 5. Capital Control Index

	Indonesia	Malaysia	Philipina	Singapura	Thailand
1989	0.38	0.68	0.59	0.10	0.51
1990	0.38	0.68	0.59	0.10	0.51
1991	0.38	0.68	0.59	0.10	0.48
1992	0.38	0.68	0.73	0.10	0.48
1993	0.38	0.68	0.73	0.10	0.56
1994	0.38	0.68	0.67	0.10	0.45
1995	0.38	0.68	0.45	0.10	0.47
1996	0.38	0.70	0.48	0.10	0.47
Rata-rata 1989-96 *)	0.38	0.68	0.60	0.10	0.49
1997	0.36	0.73	0.48	0.20	0.51
1998	0.35	0.77	0.45	0.30	0.60
Rata-rata 1997-98 **)	0.36	0.75	0.47	0.25	0.56

*) Periode sebelum krisis Asia

**) Periode krisis Asia

Tabel 6.
Exchange and Capital Control Index

	Indonesia	Malaysia	Philipina	Singapura	Thailand
1989	0.28	0.45	0.39	0.09	0.36
1990	0.28	0.45	0.39	0.09	0.36
1991	0.28	0.45	0.39	0.09	0.31
1992	0.28	0.45	0.45	0.09	0.31
1993	0.28	0.46	0.44	0.09	0.35
1994	0.28	0.46	0.41	0.09	0.29
1995	0.28	0.46	0.31	0.09	0.30
1996	0.30	0.48	0.34	0.09	0.33
Rata-rata	0.28	0.46	0.39	0.09	0.33
1989-96 *)					
1997	0.28	0.50	0.33	0.14	0.35
1998	0.29	0.56	0.34	0.19	0.41
Rata-rata 1997-98 **)	0.29	0.53	0.34	0.17	0.38

*) Periode sebelum krisis Asia

***) Periode krisis Asia

4.3 Determinal Lalu Lintas Modal Swasta

Bagaimana liberalisasi keuangan internasional dapat mempengaruhi lalu lintas modal swasta suatu negara? Aliran modal swasta mencerminkan re-alokasi antara negara dan *diversifikasi investment portfolios*. Aliran modal ini dapat terjadi karena adanya insentif yang timbul dari kondisi fundamental ekonomi, distorsi pasar modal dan kebijakan-kebijakan pemerintah.

Menurut pendekatan konvensional **portfolio balance** berdasarkan "*the mar-kowitz-Tobin portfolio selection model*"⁶, lalu lintas tergantung pada *risk adjusted rates of return* yang mencerminkan kesempatan investasi, *covariance antara expected return* dari berbagai investasi, kekayaan para investor dan *risk preference* para investor. "**Monetary approach to balance of payments**" menyatakan lalu lintas modal terjadi karena adanya ketidak seimbangan moneter

6 Markowitz, Halold M, "*Portfolio Selection : Efficient Diversification of Instruments*". New York : John Wiley and Sins. 1959.

akibat per-bedaan antara permintaan uang dan kredit domestik (kouri and Porter, 1974). Di samping itu, distorsi pasar modal seperti informasi yang tidak simetris dan tidak lengkap menyebabkan terjadinya *adverse selection*, *moral hazard* dan *herding*, yang dapat meningkatkan ketidakseimbangan pasar dan volatilitas har-ga aset sehingga memerlukan penyesuaian yang lebih besar di pasar modal intenasional (Eichengreen, Mussa, and others, 1998)⁷

Calvo, leiderman, dan Reinhart (1996) membagi faktor-faktor yang men-dorong atau menghambat arus modal ke dalam faktor-faktor eksternal dan internal. Faktor eksternal yang terpenting adalah suku bunga luar negeri, misal-nya suku bunga jangka pendek di Amerika Serikat. Kecenderungan menurunkan suku bunga jangka pendek AS dan resesi di AS dan Jepang pada awal tahun 1990s mendorong terjadinya aliran modal masuk ke negara-negara *emerging market*, termasuk ke negara-negara ASEAN-5, karena tingkat pengembalian in-vestasi (*rate of return*) di negara-negara tersebut lebih menarik. Dari sisi internal, faktor-faktor yang menarik lalu lintas modal antara lain kebijakan moneter dan fiskal yang sehat dan reformasi yang berorientasi pasar (antara lain libe-ralisasi perdagangan dan pasar modal).

Bukti empiris menunjukkan bahwa *capital control* memiliki dampak yang terbatas pada *capital flows*. Mathieson dan Rojas-Suarez (1992) misalnya menemukan bahwa *capital control* gagal untuk mencegah terjadinya *capital flight* dari suatu negara yang tingkat inflansi dari resiko defaultnya tinggi. Dengan menggunakan data *cross section* 52 negara periode 1985-1990, Johnston dan Ryan (1994) me-nunjukkan bahwa *capital control* membantu membatasi aliran keluar FDI dan *portfolio investment* di negara industri, namun tidak demikian halnya di negara berkembang. Sementara itu Cardoso dan goldfajn (1998)⁸ menyimpulkan bahwa *capital control* di Brazil berjalan efektif hanya dalam jangka pendek dalam mem-pengaruhi level dan struktur lalu lintas modal. Levine (1996) menunjukkan konsekwensi dari pembukaan sektor keuangan domestik untuk bersaing dengan pihak asing yaitu kemudahan terjadi arus modal masuk, namun juga mening-katnya kemungkinan terjadi *capital flight*.

4.4 Model Empiris

Untuk mengetahui dampak dari liberalisasi neraca modal terhadap lalu lintas modal, telah dikembangkan model empiris dari lalu lintas modal *netto* berdasarkan *portfolio balance approach* yang mengasumsikan bahwa asset domestik dan asset luar negeri adalah *imperfect substitutes*. Dalam pendekatan ini, pe-milik asset berkeinginan untuk mengalokasikan *portofolio*

7 Eichengreen, Barry, Mchel Mussa, and Others; "Capital account Liberalization : Theoretical and Practical Aspects". IMF Occasional Paper No. 172.IMF.1998

8 Cardos, Eliana, and Ilan Golfajn; "Capital Flows to Brazil : The Endogeneity of Capital Controls". Staff Papers, IMF. March 1998.

assetnya apakah dalam bentuk *financial asset domestik* atau *financial asset* asing, dalam rangka memaksi-mumkan *expected return*.

Arus modal swasta *netto* (dalam persentasi PDB) dimodelkan sebagai fung-si linear dari suku bunga riil domestik dan dana suku bunga riil luar negeri, perubahan nilai tukar riil dan kebijakan pemerintah. Yang termasuk dalam kebijakan pemerintah di sini adalah riil dan kebijakan terhadap pergerakan modal (*capital control*) dan kontrol devisa (*exchange and capital control*).

$$CAPQ_{it} = \alpha_1 + \beta_1 RD_{it} + \beta_2 RE_{it} + \beta_3 EREER_{it} + \beta_4 KCI_{it} + e_{it} \quad (1)$$

$$CAPQ_{it} = \alpha_1 + \beta_1 RD_{it} + \beta_2 RD_{it} + \beta_3 EREER_{it} + \beta_4 KCI_{it} + e_{it} \quad (2)$$

dimana :

α_1	=	individual intercepts
CAPQ	=	rasio arus modal swasta netto terhadap PDB
RD	=	suku bunga domestik
RE	=	suku bunga luar negeri
EREER	=	persentasi perubahan nilai tukar riil efektif
KCI	=	<i>capital control index</i>
ECI	=	<i>exchange and capital control index</i>

Suku bunga riil domestik diharapkan berpengaruh positif terhadap aliran modal masuk swasta, sementara suku bunga riil luar negeri berpengaruh negatif terhadap aliran modal masuk swasta karena investor pada dasarnya menginginkan tingkat pengembalian investasi yang lebih tinggi. Perubahan nilai tukar riil diperkirakan berpengaruh positif terhadap aliran modal. Ekpektasi depre-siasi nilai tukar mata uang domestik menurunkan nilai investasi dalam mata uang domestik relatif terhadap mata uang asing. Sementara itu, kebijakan kontrol devisa dan kontrol modal diperkirakan dapat menghambat aliran modal masuk swasta.

Untuk mengontrol efek masing-masing negara secara individual, model dispesifikasikan dalam *panel regression* dengan *estimasi cross section weighted fixed effects*. *Fixed effect model* mengasumsikan bahwa kecenderungan pada masing-masing negara adalah sama namun memiliki *intercept* yang berbeda. Estimasi persamaan dilakukan dengan metode *Generalized Least Square* (GLS) menggu-nakan *cross section residual standard deviation* sebagai timbangan⁹.

⁹ Beck, Nathaniel and Jonathan N. Katz; "What to do (and not to do) with Time Series Cross Section Data". American Political Science Review, 89, p.634 - 647. 1995.

4.5. Data

Studi empiris menggunakan panel data untuk negara-negara ASEAN-5 mencakup periode 1989-1998. Sampel meliputi negara-negara Indonesia, Malaysia, Philipina, Singapura dan Thailand. Besar sampel dan periode observasi ditentukan terutama berdasarkan ketersediaan materi untuk perhitungan *capital dan exchange control index*.

Variable yang digunakan dan sumber data

a. Arus Modal Swasta Netto (CAP) terjadi dari

- NPVI = total lalu lintas modal swasta netto
- NPVIEO = total lalu lintas modal swasta netto + error and omission
- NPFI = portfolio investments
- NOI = investasi swasta lain

⇒ sumber : IMF, International Financial Statistics

b. Produk Domestik Bruto

Data PDB dalam mata uang domestik dikonversi ke dalam USD dengan menggunakan kurs rata-rata.

⇒ sumber : IMF, Internasional Financial Statistics

c. Suku Bunga

- RD = Suku bunga deposito 3 bulan di masing-masing negara setelah dikurangi dengan laju inflasi IHK tahunan.
- RF = LIBOR US Dolar 3 bulan dikurangi dengan laju inflasi IHK Amerika Serikat.

⇒ sumber : CEIC

d. Nilai Tukar Riil

- ER = persentase perubahan nilai tukar riil efektif tahun dasar 1990.

⇒ sumber : CEIC

4.6. Hasil Estimasi

Pengujian statistik dilakukan terhadap berbagai bentuk lalu lintas modal swasta netto sebagai variabel dependennya, baik total lalu lintas modal swasta (NPVI), NPVI + error and omission (NPVIEO) maupun dalam bentuk *portfolio investment* (NPFI) dan pinjaman swasta (NOI). Dalam estimasi persamaan digunakan juga *dummy variabel* 1997 untuk mencakup efek krisis di Asia ($D=0$ untuk periode observasi sebelum 1997, dan $D=1$ untuk tahun 1997 dan 1998). Tidak ada perbedaan signifikan antara hasil estimasi dengan menggunakan

variabel Independen Indeks Capital Control (KCI) dengan estimasi yang menggunakan Indeks Exchange dan Capital Control (ECI).

Goodness of fit dari hasil estimasi cukup baik dengan R^2 berkisar antara 0,70-0,85, kecuali untuk persamaan lalu lintas modal *netto portfolio investment*. Estimator GLS adalah konsisten dan *white heteroscedasticity*. Koreksi terhadap autokorelasi pada beberapa persamaan dilakukan dengan metode cohran orcutt untuk menghasilkan residual yang *white noise*.

Fixed effect panel regression menghasilkan kecenderungan (slope) regresi GLS menunjukkan bahwa *intercept* Singapura relatif jauh lebih rendah diban-dingkan dengan *intercept* ke empat negara ASEAN lainnya. Adapun urutan besar *intercept* dari yang terendah adalah Singapura, Indonesia, Thailand, Phi-lipina dan Malaysia. Hal ini sesuai dengan kondisi pasar keuangan Singapura yang paling liberal dan pergerakan lalu lintas modal swastanya lebih dipe-ngaruhi oleh pasar.

Arah koefisien estimasi seluruh variabel independen pada persamaan NPVI, NPVIEO dan NOI sesuai dengan hipotesa :

- Suku bunga riil domestik sesuai hipotesa berpengaruh positif terhadap NPVI, NPVIEO dan NOI. Koefisien estimasi relatif rendah dan secara statistik sig-nifikan pada $\mu = 5\%$ NPVI, dan $\mu = 1\%$ untuk persamaan NPVIEO dan NOI. Yang menunjukkan bahwa suku bunga riil domestik mempunyai pengaruh yang paling berarti terhadap lalu lintas modal riil domestik mempunyai pengaruh yang paling berarti terhadap lalu lintas modal swasta dalam bentuk pinjaman komersial (jangka pendek dan jangka panjang) serta deposito.
- Koefisien suku bunga domestik riil pada persamaan NPFI (*portfolio invest-ment*) bertanda negatif namun tidak signifikan. Berarti arus modal masuk bentuk portfolio tidak dipengaruhi oleh suku bunga domestik riil.
- Suku bunga riil luar negeri berpengaruh negatif terhadap lalu lintas modal swasta netto (NPVI, NPVIEO, NPFI dan NOI) dan signifikan pada $\mu = 1\%$. Diasumsikan bahwa ekspektasi apresiasi/depresiasi nilai tukar adalah sama dengan perubahan nilai tukar riil aktual. Apabila diekspretasikan bah-wa nilai tukar riil di negara ASEAN-5 mengalami depresiasi maka arus modal swasta netto cenderung berkurang.
- Perubahan nilai tukar riil efektif berpengaruh positif terhadap lalu lintas modal swasta netto (NPVI, NPVIEO, NPFI dan NOI) dan signifikan pada $\mu = 1\%$. Diasumsikan bahwa ekspektasi apresiasi/depresiasi nilai tukar riil aktual. Apabila diekspektasikan bahwa nilai tukar riik di negara ASEAN-5 mengalami depresiasi maka arus modal masuk swasta netto cenderung berkurang.

- Pemberlakuan kebijakan pemerintah, baik berupa kontrol modal (KCI) mau-pun kontrol devisa (ECI) berpengaruh negatif terhadap lalu lintas modal masuk swasta netto (NPVI, NPVIEO, NPFI dan NOI) dan signifikan pada $\mu = 1\%$. Hal ini menunjukkan bahwa pemberlakuan kontrol modal ataupun kontrol devisa yang semakin ketat cenderung *mendiscourage* arus modal ma-suk swasta netto. Namun kebijakan kontrol devisa ini tidak signifikan penga-ruhnya terhadap lalu lintas modal dalam bentuk *portfolio investment*. Koefisien estimasi indeks harus diinterpretasikan secara hati-hati, karena besaran indeks berada dalam kisaran 0-1, dan perubahan indeks umumnya terjadi dalam dua desimal.
- Dummy variabel yang menunjukkan dampak *contagion effect* dari krisis Asia berpengaruh negatif dan signifikan terhadap lalu lintas modal negara ASEAN-5.

Tabel 7. Variabel Dependen : Rasio Arus Modal Swasta Netto Terhadap PDB

VARIABEL	NPVI	NPVIEO	NPFI	NOI
RD	0.0899	0.1098	-0.14851	0.2279
t-stat	2.5034 **)	2.6594 ***)	-1.19786	7.2154 ***)
RF	-0.9182	-0.8994	-0.13498	-0.8912
t-stat	-7.7636 ***)	-6.3669 ***)	-2.908641 **)	-8.5260 ***)
ER	0.2685	0.1457	0.145970	0.0895
t-stat	10.1779 ***)	5.0608 ***)	14.13685 ***)	3.9056 ***)
KCI	-38.1269	-25.0645	-3.78745	-27.3884
t-stat	-13.4868 ***)	-9.4877 ***)	-0.491351	-11.4738 ***)
DUM98?	-2.2856	-4.4146	-0.47424	-2.7407
t-stat	-4.2744 ***)	-7.2668 ***)	-2.31414 **)	-5.8646 ***)
Fixed Effects				
_SIN--C	4.5807	2.1874	-6.1520	4.3628
_MLY--C	36.7907	28.4906	2.0158	23.7192
_THAI--C	23.7031	17.4245	2.7317	15.5528
_PHI--C	30.5898	21.9741	3.1482	21.5602
_IND--C	19.1891	13.6242	3.1727	11.6447
Weighted Statistics				
R-squared	0.82	0.72	0.59	0.75
Adjusted R-squared	0.80	0.69	0.54	0.72
S.E. of regression	4.50	4.56	2.51	3.86
F-statistic	507.62	286.99	160.49	329.58
Durbin-Watson stat	1.69	1.88	1.76	1.93

***(**, *) = signifikan pada $\alpha = 1\%$ (5%, 10%)

Tabel 8. Variabel Dependen : Rasio Arus Modal Swasta Netto Terhadap PDB

VARIABEL	NPVI	NPVIEO	NPFI	NOI
RD	0.0742	0.0973	-0.1486	0.2294
t-stat	2.1076 **)	2.3547 **)	-1.0520	8.1978 ***)
RF	-0.7397	-0.7338	-0.1709	-0.7358
t-stat	-6.3445 ***)	-5.2470 ***)	-3.7395 ***)	-7.8812 ***)
ER	0.2650	0.1428	0.1449	0.0763
t-stat	10.2326 ***)	4.9640 ***)	13.8172 ***)	3.6954 ***)
ECI	-68.4728	-44.7747	-1.5996	-53.6133
t-stat	-13.4082 ***)	-8.5804 ***)	-0.8260	-13.0626 ***)
DUM98?	-1.3460	-3.9479	-0.4952	-2.1499
t-stat	-2.5212 **)	-6.4516 ***)	-2.3585 **)	-5.0305 ***)
Fixed Effects				
_SIN--C	6.1974	3.1359	-6.5704	5.9433
_MLY--C	41.9653	31.6910	0.0361	29.4135
_THAI--C	26.8459	19.3258	1.2613	19.1718
_PHI--C	33.9720	24.0185	1.4754	25.5686
_IND--C	23.7092	16.4457	2.1030	15.9455
Weighted Statistics				
R-squared	0.82	0.71	0.58	0.78
Adjusted R-squared	0.79	0.68	0.53	0.76
S.E. of regression	4.63	4.67	2.50	3.84
F-statistic	490.14	273.13	151.61	403.10
Durbin-Watson stat	1.69	1.86	1.73	1.91

***(**,*) = signifikan pada $\alpha = 1\%$ (5%, 10%)

HASIL EMPIRIS DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5.1. Hasil Empiris

- Krisis keuangan yang berlangsung pada tahun 1997 membawa perubahan besar terhadap sistem nilai tukar dan pengaturan lalu lintas devisa dan modal di negara-negara ASEAN-5. Indonesia, Philipina, dan Thailand telah beralih ke sistem *more freely floating exchange rate*. Malaysia beralih ke sistem nilai tukar peg, sementara Singapura tetap bertahan untuk melakukan *managed floating* dengan *band* yang diperlebar.
- Dalam hal implementasi monitoring lalu lintas modal, hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa :

- Aspek legal; Secara umum negara ASEAN-5 (kecuali Singapura) memiliki UU dan perangkat peraturan lain yang mencantumkan kewajiban pihak-pihak terkait dengan lalu lintas modal untuk menyampaikan informasi tentang transaksi modal/keuangan internasional yang dilakukan kepada lembaga yang ditunjuk, beserta sanksi pelanggarannya. Philipina dan Malaysia bahkan secara tegas mewajibkan non residen menyampaikan informasi transaksi modal/keuangan.
 - Pelaksanaan; Secara umum beberapa negara ASEAN-5 mempunyai pengertian serupa tentang lalu lintas modal/keuangan yang cakupannya *capital/financial flows* (dengan mengacu pada *Balance of Payment Manual-5 IMF*), walaupun belum ada keseragaman pengertian tentang monitoring. Konsep monitoring yang dianut (*cross border atau residency*) bervariasi antar negara, sementara dalam hal pencatatan, negara ASEAN-5 (kecuali Singapura) menganut kombinasi *cash basis dan accrual basis*. Periode laporan dan batas waktu (pendek, menengah dan panjang) digunakan *contractual basis*, bukan *remaining maturity*. Berdasarkan komponen *capital, other investment* mendominasi *capital flows* negara ASEAN-5.
 - Permasalahan yang masih mewarnai sistem monitoring lalu lintas modal di negara ASEAN-5 antara lain statistik *capital/financial flows* yang dimiliki masih belum memadai (kecuali Singapura), kewajiban melaporkan dalam UU yang berlaku belum mencakup seluruh transaksi, negara ASEAN-5 belum melaksanakan utuh diseminasi internasional Position (IIP).
- c. Uji kausalitas *Granger, Impulse Response, dan Variance Decomposition shock* nilai tukar riil (REER) dan suku bunga riil (luar negeri dan domestik) terhadap lalu lintas modal menunjukkan hasil sebagai berikut :
- Di seluruh negara ASEAN-5, shock nilai tukar riil terutama berpengaruh pada *net other investment*. Kontribusi REER terhadap variasi *net other investment* secara umum lebih besar dibanding kontribusi suku bunga riil luar negeri maupun suku bunga dalam negeri.
 - Dampak shock suku bunga riil dalam negeri terhadap *net other investment* terlihat di Indonesia dan Thailand, kontribusi suku bunga riil luar negeri terhadap variasi *net other investment* lebih besar dibanding kontribusi suku bunga riil luar negeri.
 - Di Singapura, Thailand, dan Malaysia, kontribusi suku bunga riil luar negeri terhadap variasi *foreign direct investment dan portfolio investment* lebih besar dibandingkan kontribusi suku bunga riil luar negeri. Sebaliknya di Indonesia dan Philipina, kontribusi

suku bunga riil luar negeri terhadap variasi *foreign direct investment dan port-folio investment* lebih rendah dibanding kontribusi suku bunga riil dalam negeri.

- d. Hasil perhitungan Indeks Kontrol Devisa (*Exchange and Capital control Index*) menunjukkan bahwa dari segi pengaturan lalu lintas devisa dan model, Singapura dan Indonesia dapat dikelompokkan sebagai negara yang liberal, sementara Philipina, Thailand, dan Malaysia dikelompokkan sebagai negara yang menerapkan *selective control*. Ditinjau dari segi *current payments and transfer*, Singapura, Thailand, Philipina dan Indonesia termasuk dalam rezim yang bebas, sementara Malaysia termasuk negara yang menerapkan *selective control*. Adapun ditinjau dari segi lalu lintas modal, Singapura tergolong negara yang paling liberal, Indonesia dan Philipina tergolong negara yang menganut kontrol modal.
- e. Hasil empiris terhadap modal determinal lalu lintas modal swasta menunjukkan bahwa:
- Perubahan nilai tukar riil efektif secara signifikan berpengaruh positif terhadap lalu lintas modal swasta neto
 - Suku bunga riil luar negeri secara signifikan berpengaruh negatif terhadap lalu lintas modal swasta neto (kecuali *portfolio investment*).
 - Pemberlakuan kebijakan pemerintah, baik berupa kontrol modal (KCI) maupun kontrol devisa (ECI) secara signifikan berpengaruh positif terhadap lalu lintas modal swasta neto (kecuali *portfolio investment*).
 - Pemberlakuan kebijakan pemerintah, baik berupa kontrol modal (KCI) maupun kontrol devisa (ECI) secara signifikan berpengaruh negatif terhadap lalu lintas modal swasta.
 - Dampak *contagion effect* dari krisis Asia secara signifikan berpengaruh negatif terhadap lalu lintas modal di negara-negara ASEAN-5.

5.2. Implikasi Kebijakan

Berdasarkan pemaparan hasil kuesioner, pengujian dan model dapat ditarik beberapa terhadap lalu lintas modal di negara-negara ASEAN-5.

a. Sistem Monitoring Lalu Lintas Modal

Adanya tindaksamaan pengertian tentang monitoring dan bervariasinya pelaksanaan monitoring khususnya dalam hal konsep monitoring, periode laporan, dan pencatatan merupakan suatu kendala tersendiri dalam mewujudkan sinergi sistem monitoring lalu lintas modal di kawasan ASEAN-5. Selain itu, permasalahan

lain yang masih menghadang di hadapan negara-negara ASEAN-5 (kecuali Singapura) seperti belum memadainya statistik lalu lintas modal yang dimiliki, belum tercakupnya seluruh transaksi modal dalam laporan yang diwajibkan, dan belum diterapkannya secara utuh diseminasi IIP merupakan pekerjaan rumah tambahan bagi negara ASEAN-5 dalam rangka mengisolasi negatif shock terhadap perekonomian kawasan.

b. Kebijakan Nilai Tukar

Besarnya pengaruh nilai tukar riil terhadap lalu lintas modal swasta memberikan sinyal bagi masing-masing negara ASEAN-5 untuk tetap mempertimbangkan nilai tukar sebagai instrumen kebijakan penting guna menghindari volatilitas nilai tukar yang merugikan perekonomian.

c. Kebijakan Suku Bunga

Pengaruh suku bunga riil luar negeri terhadap lalu lintas modal swasta yang lebih besar dibanding suku bunga riil dalam negeri perlu mendapat pengelolaan moneter kawasan ASEAN-5. Hal ini terkait dengan adanya kecenderungan beberapa negara untuk semata-mata bergantung pada instrumen suku bunga dalam negeri dalam merespon shock yang terjadi dalam perekonomian.

d. Kebijakan Kontrol Devisa

Kontrol devisa yang diterapkan negara ASEAN-5 secara signifikan terbukti mampu mengurangi *net capital flows*. Namun demikian, muncul pertanyaan sejauh mana kontrol devisa dikatakan efektif. Penelitian ini memang belum mengarah pada pemisahan kontrol devisa untuk *outflows* ataupun *inflows*, sehingga prioritas tujuan kebijakan kontrol devisa belum tergambar utuh dalam hasil penelitian

DAFTAR PUSTAKA

- Beck, Nathaniel and Jonathan N. Katz; "What to do (and not to do) with Time Series Cross Section Data". *American Political Science Review*, 89, p. 634-647. 1995.
- Cardoso, Eliana, and Ilan Goldfajn; "Capital Flows to Brazil : The Endogeneity of Capital Controls". *Staff Papers*, IMF. March 1998.
- Eichengreen, Barry, Michael Missa, and Others; "Capital Account Liberalization : Theoretical and Practical Aspects". *IMF Occasional Paper* No. 172. IMF. 1998

International Monetary Fund. "Annual Report on Exchange Arrangement and Exchange Restrictions". (Various edition from 1989 to 1999).

International Monetary Fund. "Exchange Rate regimes in an Increasingly integrated World Economy". IMF Document No. SM/99/216. August 27, 1999 (Not for public use).

Jonsto, R. B., and Jorge Ivan Canales-Kriljenko. "use and Liberalization of Capital Controls : Countries' Experiences and Issues". SEACEN-IMF On Issues and Policies of Capital Account Convertibility. Seoul, 17-18 May 1999.

Markowitz, Harold M, " Potfolio Selection : Efficient Diversification of Instruments". New York : John Wiley and Sons. 1959.

Mussa, Michail, Alexander Swoboda, Jeromin Zettelmeyer, and Oliver Jeanne, "Moderating Fluctuations in Capital Flows to emerging Market Economies". IMF WP/99/89. July 1999.

Tamirisi, Natalia T. "Exchange and Capital Controls as Barriers to trade". IMF Staff Papers. Vol 46. No. 1 (March 1999).

The SEACE Centre. SEACE Seminar on managing Short-Term Capital flows. Kuala Lumpur, 12-13 October 1999.

Yeyati, Eduardo L. "Global Moral Hazard, Capital Account Liberalization and The Overlending Syndrome". IMF Working Paper WP/99/100.1999.

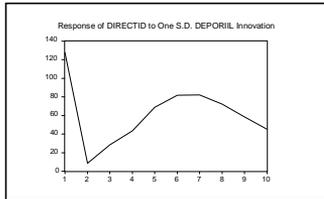
LAMPIRAN - LAMPIRAN

LAMPIRAN 1 (Lanjutan)

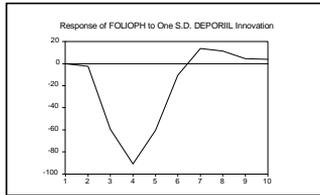
LAMPIRAN 2.

IMPULSE RESPONSE KOMPONEN CAPITAL FLOWS TERHADAP INOVASI SUKU BUNGA DN SATU S.D.

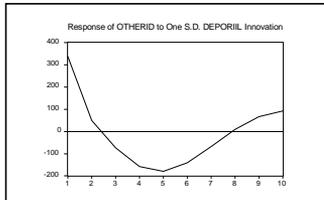
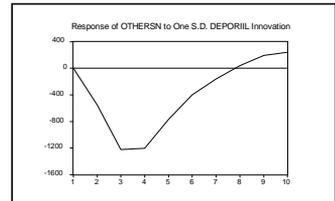
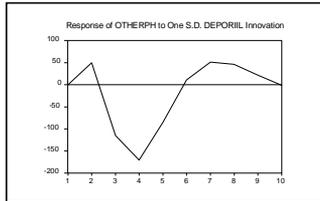
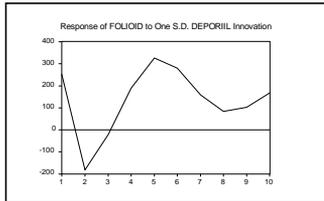
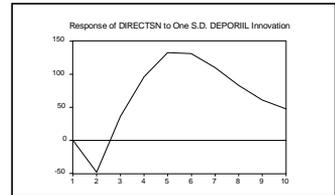
Indonesia



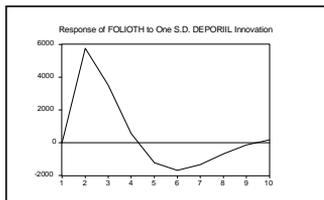
Philipina



Singapura



Thailand



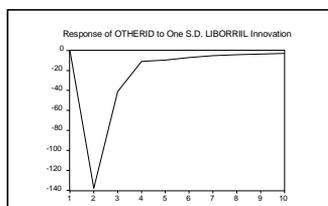
Malaysia

Tidak signifikan

LAMPIRAN 2 (lanjutan)

IMPULSE RESPONSE KOMPONEN CAPITAL FLOWS TERHADAP INOVASI SUKU BUNGA LIBOR SATU S.D.

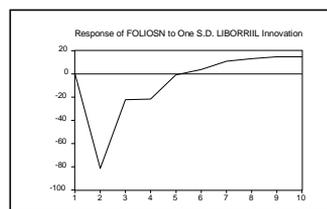
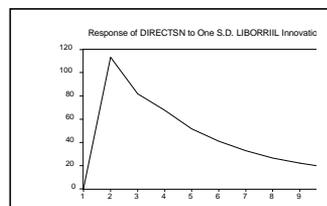
Indonesia



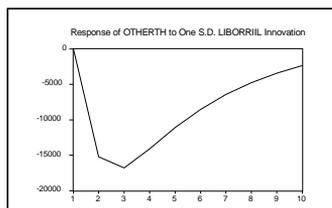
Philipina

Tidak signifikan

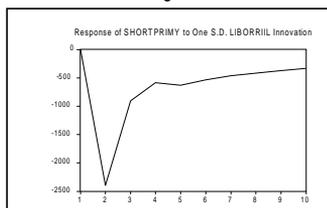
Singapura



Thailand



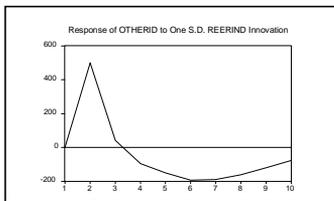
Malaysia



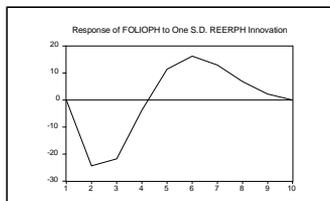
LAMPIRAN 2 (lanjutan)

IMPULSE RESPONSE KOMPONEN CAPITAL FLOWS TERHADAP INOVASI NILAI TUKAR RIIL SATU S.D.

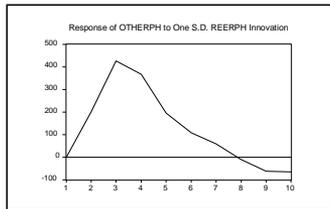
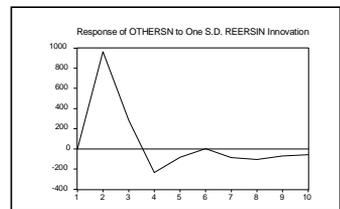
Indonesia



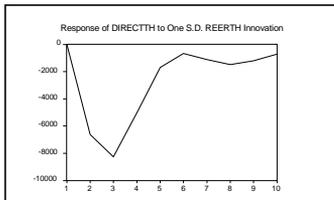
Philipina



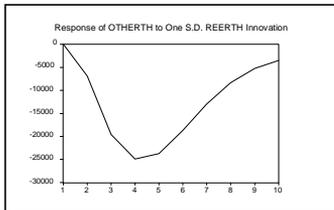
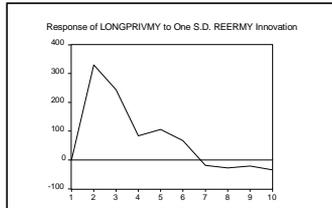
Singapura



Thailand



Malaysia



LAMPIRAN 3

PENGATURAN LALU LINTAS DEvisa DAN MODAL DI NEGARA- NEGARA ASEAN-5 TAHUN 1998

Malaysia

A. *Sistem Nilai Tukar*

Sampai dengan 1 September 1998, nilai tukar ringgit ditentukan oleh penawaran dan permintaan. Selanjutnya pada tanggal 2 September 1998, Bank Negara Malaysia (BNM) mengumumkan bahwa nilai tukar ringgit terhadap dolar di peg pada 3,80 ringgit per US\$1.

Dalam menetapkan nilai tukar, Malaysia tidak memberlakukan pajak nilai tukar dan subsidi nilai tukar, tetapi di sisi lain menerapkan pembatasan forward exchange market baik untuk transaksi komersial (ekspor dan impor), maupun transaksi keuangan. Transaksi forward untuk impor disediakan untuk jangka waktu dua belas bulan, sementara forward untuk tujuan ekspor ditetapkan berjangka waktu enam bulan. Selain itu, forward untuk transaksi keuangan memerlukan persetujuan terlebih dulu dari The Controller of Foreign Exchange (COFE). COFE merupakan lembaga yang mengatur kontrol devisa, dalam hal ini dikelola oleh BNM.

B. **Pengaturan Lalu Lintas Devisa Dan Modal.**

Current Payment dan Transfer

Malaysia memberlakukan restriksi tertentu terhadap pembayaran dan transfer transaksi current account dengan Republik Federal Yugoslavia. Sementara itu, sejak 1 September 1998, pemerintah membatasi ekspor ringgit oleh pelancong residen dan non residen maksimum RM 1.000 per orang dan membatasi ekspor valas oleh residen maksimum RM10.000 per orang. Pemerintah juga membatasi ekspor valas oleh non residen maksimum sejumlah valas yang dibawa masuk ke Malaysia, dan membatasi impor ringgit maksimum RM1.000, sementara impor bank notes ringgit oleh lembaga di luar bank memerlukan persetujuan dari COFE.

Mengenai rekening valas milik residen, eksportir dibolehkan menempatkan sebagian devisa hasil ekspor dalam rekening valas pada bank di Malaysia dengan overnight limit antara USD1 juta - 10 juta, dihitung dari rata-rata penerimaan ekspor dalam 12 bulan. Untuk penempatan yang melampaui limit harus mendapat persetujuan terlebih dulu. Selain itu,

residen yang tidak memiliki pinjaman domestik dibolehkan membuka rekening valas pada cabang bank Malaysia di luar negeri, untuk menampung penerimaan devisa (termasuk ekspor). Residen individual dibolehkan membuka rekening valas pada bank-bank di luar negeri untuk tujuan pendidikan dan tenaga kerja dengan overnight limit USD50.000, sementara bagi residen yang mempunyai pinjaman domestik memerlukan persetujuan terlebih dulu apabila bermaksud membuka rekening valas di bank-bank luar negeri.

Non residen dibolehkan membuka rekening valas, tetapi sebaliknya penggunaan rekening ringgit dibatasi (sejak 1 September 1999) hanya untuk menampung penjualan valas, instrumen ringgit, sekuritas, dan aset lain di Malaysia; upah/gaji, sewa, komisi, hasil bunga, profit, dan pembagian keuntungan. Pendebitan atas rekening ringgit juga dibatasi untuk pembelian aset dalam ringgit dan penempatan deposito; biaya administrasi di Malaysia; pembayaran barang dan jasa; pinjaman dan uang muka kepada staf di Malaysia. Persetujuan awal juga disyaratkan untuk transfer dana antar external account dan penggunaan di luar yang diizinkan. Pemerintah juga mensyaratkan adanya persetujuan BNM bagi non residen yang mengkonversikan ringgit pada external account menjadi valas. Selain itu, sejak 15 Februari 1999, foreign direct investor dibolehkan merepatriasi portfolio investment tanpa restriksi, dengan membayar levy tertentu.

Sehubungan dengan transaksi pembayaran impor dan penerimaan ekspor, sejak 1 September 1998 pemerintah menetapkan persyaratan pembayaran impor dengan valas, menerbitkan lisensi impor dan kuota berdasarkan negara asal dan jenis komoditas, serta memberlakukan nontariff measure lainnya dan anti dumping duties untuk komoditas tertentu. Dalam kaitan transaksi ekspor, pemerintah menetapkan bahwa hasil ekspor harus diterima dan direpatriasi sesuai jadwal kontrak, tetapi tidak boleh lebih dari enam bulan. Sejak 1 September 1998, pemerintah mensyaratkan hasil ekspor dalam bentuk valas dan membatasi penempatan hasil ekspor pada rekening valas maksimum antara USD1 juta - 10 juta. Tidak berbeda halnya dengan transaksi impor, pemerintah juga menetapkan lisensi ekspor berdasarkan negara tujuan dan jenis komoditas. Sementara itu, pembayaran transaksi invisible dan current transfer tidak dibatasi, kecuali untuk negara Israel dan Yugoslavia. Sejak 1 September 1998, pengiriman pembayaran bunga tidak memerlukan persetujuan sejauh pembayaran tersebut sesuai persyaratan pinjaman yang diperoleh.

Lalu Lintas Modal

Hasil dari ekspor dan invisible transaction harus direpatriasi sesuai jadwal yang telah disepakati dalam perjanjian. Penerimaan dalam bentuk mata uang asing boleh disimpan pada rekening valas, sementara penggunaannya tidak diatur secara jelas.

Sejak 1 September 1998, pemerintah mewajibkan non residen pembeli surat berharga Malaysia untuk menahan proceed selama 12 bulan sebelum direpatriasi. Pada 15 Februari 1999, persyaratan tersebut dieliminasi, dan selanjutnya diganti dengan sistem exit-tax secara berjenjang. Untuk transaksi beli surat berharga di pasar modal internasional, residen memerlukan persetujuan untuk jumlah di atas RM10.000. Untuk penjualan surat berharga di luar negeri tidak ada kontrol bagi residen, tetapi wajib mendapat persetujuan terlebih dulu. Ketentuan yang sama diberlakukan juga untuk pembelian/penjualan bonds, debt securities, instrumen pasar uang, dan collective investment securities.

Selanjutnya mengenai instrumen derivatif dan lainnya, non residen perlu mendapat persetujuan lebih dulu untuk membeli atau menjual forward ringgit dalam valas di dalam negeri. Sementara itu, non residen perlu memperoleh izin untuk segala bentuk pembayaran sesuai kontrak, atau future interest, atau untuk penerbitan dan penjualan instrumen keuangan di luar negeri.

Mengenai kredit komersial dari residen ke non residen, sejak tanggal 1 September 1998 pemerintah melarang fasilitas kredit domestik kepada bank koresponden non residen dan perusahaan stock brokerage (non residen), serta residen yang memperoleh fasilitas kredit ringgit dari non residen individual. Sementara itu, untuk memperoleh kredit komersial dari non residen, residen harus mendapatkan izin untuk memperoleh fasilitas tersebut dan residen tidak dibolehkan menerima pinjaman ringgit dari non residen. Namun, residen dibolehkan menerima kredit komersial dari non residen (< 12 bulan) untuk mengimpor barang modal.

Mengenai kredit finansial dari residen kepada non residen, tidak ada kontrol untuk kredit sampai dengan RM10.000. Pinjaman dalam Ringgit dari lembaga per-bankan dibolehkan sampai dengan RM200.000 untuk tujuan di luar pembiayaan properti di Malaysia. Untuk properti perumahan, pembiayaan dibolehkan sampai dengan 60% harga beli properti tersebut. Pembiayaan melampaui batas tersebut memerlukan persetujuan lebih dulu. Di sisi lain, kredit finansial dari non residen kepada residen dibolehkan sampai dengan RM5 juta, sedangkan untuk kredit melampaui batasan, diwajibkan memperoleh persetujuan terlebih dulu. Dalam kaitan dengan guarantee, sureties, dan fasilitas financial backup, untuk transaksi dari residen kepada non residen, dibolehkan sejauh diinformasikan kepada COFE dan dalam bentuk valas. Di sisi lain, transaksi sejenis dari non residen kepada residen dibolehkan sampai dengan RM5 juta, dalam bentuk valas. Selebihnya, harus mendapatkan persetujuan terlebih dulu.

Dalam hal direct investment, sejak 1 September 1998 pemerintah memberlakukan persyaratan persetujuan untuk investasi ke luar negeri (abroad/outward) yang melebihi

RM10.000. Begitu pula, persyaratan persetujuan juga berlaku bagi equity share investment dari luar negeri (inward), seperti akuisisi aktiva tetap oleh pihak asing; akuisisi aktiva atau bunga, merger, dan take over perusahaan; akuisisi lebih dari 15% voting power (equity interest) oleh pihak-pihak asing, sehingga secara keseluruhan melampaui 30% voting power perusahaan; kontrol dari perusahaan Malaysia dalam bentuk joint-venture agreement, management agreement, ataupun bantuan teknis; merger atau take over perusahaan di Malaysia; dan setiap usulan akuisisi yang melampaui RM5 juta. Selain itu, penambahan modal perusahaan Malaysia yang bersumber dari luar negeri juga memerlukan persetujuan Foreign Investment Committee (FIC). Selanjutnya, persentase equity yang dimiliki asing juga tergantung pada persentase produksi yang diekspor, pembelian teknologi tinggi, atau prioritas produksi untuk pasar domestik.

Berkaitan dengan likuidasi direct investment, keuntungan investasi boleh direpatriasi secara bebas setelah melengkapi formulir statistik untuk jumlah yang melampaui RM10.000. Ketentuan yang sama dengan direct investment juga diterapkan untuk pembelian share atau security transaksi real estate oleh residen di luar negeri. Sementara itu sejak tanggal 22 April 1998, tidak ada pembatasan atau persyaratan yang diberlakukan untuk pembelian rumah tinggal, toko ataupun perkantoran oleh non residen yang memenuhi kriteria nilai pembelian lebih dari RM250.000; proyek baru atau 50%; yang bersumber dari dana luar negeri.

Dalam hal lalu lintas modal perorangan, ketentuan pinjaman dari residen kepada non residen diberlakukan sama seperti kredit finansial, sementara pinjaman dari non residen kepada residen diberlakukan kontrol. Sebaliknya, lalu lintas modal perorangan lainnya, seperti gifts, warisan, sumbangan, dan transfer aset keluar/masuk oleh emigran/imigran tidak dibatasi.

Mengenai provisi khusus kepada bank komersial dan lembaga kredit lainnya, seperti meminjam ke luar negeri, memelihara rekening di luar negeri, memberi pinjaman valas kepada non residen, memberi pinjaman valas kepada residen, membeli securities lokal dalam valas, ketentuan investasi (bank ke luar negeri ataupun non residen ke bank), dan posisi devisa neto, semuanya memerlukan persetujuan terlebih dulu dan bahkan dibatasi nilainya. Begitu pula halnya dengan provisi khusus untuk lembaga investor, seperti batasan maksimum portfolio yang ditanamkan ke luar negeri, batasan minimum portfolio yang ditanamkan di dalam negeri, diberlakukan persyaratan yang ketat baik berupa asuransi, persetujuan, dan batasan lainnya.

Sementara itu, tidak ada kontrol bagi perusahaan asing untuk bergerak dalam utang perusahaan (corporate debt), equity, dan pasar derivatif, sejauh memenuhi ketentuan yang

ditetapkan oleh FIC. Ketentuan dimaksud meliputi antara lain akuisisi 15% atau lebih dari voting power oleh setiap kelompok usaha asing, atau secara keseluruhan mencapai 30% atau lebih dari voting power perusahaan; akuisisi aset, merger, dan take over perusahaan Malaysia, dan lainnya.

Indonesia

A. Sistem Nilai Tukar

Sejak tanggal 14 Agustus 1997 nilai tukar ditentukan secara bebas di pasar valas. Namun pada saat krisis, tepatnya bulan Februari 1998, pemerintah memberlakukan dual exchange rate, dengan memberikan subsidi nilai tukar bagi pembiayaan impor beras pada tingkat Rp.5000 per USD. Dalam penetapan nilai tukar, transaksi forward foreign currency contract dibatasi maksimum USD5 juta per bank dan per nasabah. Namun restriksi tersebut tidak berlaku untuk transaksi yang terkait dengan perdagangan dan investasi.

B. Pengaturan Lalu Lintas Devisa dan Modal

Current Payment dan Transfer

Dalam rangka barter dan open account, terdapat perjanjian countertrade sebagai bagian dari proyek konstruksi yang dikelola pemerintah atau proyek pemeliharaan, yang komponennya diimpor senilai lebih dari Rp.500 juta. Secara umum, tidak ada restriksi untuk transaksi devisa, meskipun tim PKLN mempunyai otoritas untuk mengatur ketentuan berkaitan dengan pinjaman komersial luar negeri. Sehubungan dengan ekspor dan impor bank note, pelancong dibolehkan membawa mata uang dan koin Rupiah ke luar negeri maksimum Rp.5 juta per orang, selebihnya diwajibkan untuk melakukan declare dan mendapat persetujuan BI terlebih dulu. Dalam hal impor Rupiah, pelancong dibolehkan membawa masuk Rupiah maksimum Rp.5 juta per orang, dan selebihnya harus dideclare.

Mengenai pembukaan rekening, residen diizinkan memegang rekening giro dan tabungan valas di dalam negeri, serta membuka rekening valas di luar negeri. Sementara itu, non residen juga dibolehkan membuka rekening giro dan tabungan valas, serta membuka rekening rupiah di Indonesia.

Sehubungan dengan transaksi pembayaran impor dan penerimaan ekspor, secara umum persyaratan ditetapkan oleh bank komersial. Namun demikian, eksportir mensyaratkan bank untuk menjamin 100% nilai red-clause LC dan advance payment. Pemerintah juga menerapkan lisensi impor dan kebijakan non tarif dalam bentuk negative list, pendaftaran importir, pajak/tarif impor, dan monopoli. Dalam kaitan dengan transaksi ekspor,

pemerintah membolehkan eksportir menjual hasil ekspornya ke BI melalui fasilitas rediskonto, dengan batas maksimum periode rediskonto yaitu 720 hari. Tidak berbeda halnya dengan transaksi impor, pemerintah juga menerapkan lisensi ekspor, kuota dan pajak ekspor berdasarkan negara tujuan dan jenis komoditas. Sementara itu, pembayaran transaksi invisible dan current transfer tidak dibatasi.

Lalu Lintas Modal

Hasil dari ekspor dan invisible transaction boleh direpatriasi tanpa batasan, begitu pula penggunaan dananya tidak dibatasi sama sekali. Selanjutnya, dalam kaitan dengan instrumen pasar modal, pemerintah membolehkan investor asing (non residen) membeli tanpa batas saham yang diterbitkan perusahaan Indonesia di pasar modal dalam negeri. Selain itu non residen dibolehkan menerbitkan Indonesian Depository Receipts (IDRs) melalui bank custodian di Indonesia, guna memfasilitasi perdagangan saham milik perusahaan asing di pasar modal Indonesia. Adapun penjualan dan penerbitan saham oleh residen di luar negeri tidak dibatasi, sejauh saham dimaksud tidak terdaftar pada Indonesian Stock Exchange. Dalam hal instrumen pasar uang, non residen dilarang melakukan transaksi penjualan atau penerbitan di dalam negeri, sementara itu residen memerlukan persetujuan dari Tim PKLN untuk menerbitkan instrumen pasar uang yang berjangka waktu lebih dari dua tahun atau dengan nilai melampaui USD20 juta per tahun, dan penerbitan total tidak melampaui 30% dari modal bank.

Selanjutnya mengenai instrumen derivatif dan lainnya yang tidak terkait dengan devisa dan suku bunga tidak diperbolehkan, kecuali mendapat persetujuan dari BI. Kontrak penjualan forward dari bank nasional kepada non residen dibatasi USD5 juta, kecuali terkait dengan transaksi perdagangan dan investasi. Sementara itu, kontrol diberlakukan untuk setiap pembelian dan penjualan instrumen derivatif yang dilakukan oleh residen dan non residen.

Mengenai kredit komersial dari residen ke non residen pada umumnya dilarang, sementara residen khususnya sektor swasta non-bank dibolehkan meminjam pada non residen dengan disertai penyampaian laporan kepada BI secara berkala. Persetujuan BI diperlukan untuk pinjaman yang terkait dengan proyek pembangunan yang menggunakan non recourse, limited recourse, advance payment, trustee borrowing, leasing; pembiayaan berdasarkan BOT, B&T; pinjaman yang terkait dengan BUMN termasuk penyertaan dan jaminan provisi stock.

Mengenai kredit finansial dari residen (di luar bank) kepada non residen, secara umum tidak terdapat pembatasan. Sebaliknya, kontrol diberlakukan untuk kredit finansial dari non residen kepada residen. Dalam kaitan dengan guarantees, sureties, dan fasilitas financial

backup, untuk transaksi dari residen kepada non residen, bank dibolehkan dengan syarat antara lain terdapat contraguarantee yang cukup dari bona fide overseas banks (di luar cabang-cabang bank asing); terdapat deposito tunai senilai 100% dari garansi yang diberikan.

Dalam hal direct investment, tidak terdapat kontrol untuk investasi ke luar negeri (abroad/outward), tetapi sebaliknya dengan investasi masuk (dari luar negeri). Beberapa sektor yang dikontrol bagi penanam modal masuk antara lain perusahaan PMA yang bergerak di bidang proyek infrastruktur seperti pelabuhan laut, pembangkit tenaga listrik, transmisi, dan fasilitas umum, telekomunikasi, perkapalan, maskapai penerbangan, dan lainnya yang dibentuk dalam rangka joint venture antara mitra asing dan Indonesia, dan share mitra Indonesia paling sedikit 5% dari modal serta perusahaan PMA 100% milik non residen. Beberapa ketentuan yang diberlakukan meliputi antara lain periode divestasi bagi perusahaan PMA, bea masuk preferential untuk impor bahan baku, dan tenaga ahli asing. Perkembangan sampai akhir Desember 1998 menunjukkan bahwa pemerintah telah melepaskan hambatan formal dan informal di bidang PMA perkebunan kelapa sawit, perdagangan retail dan wholesale, menyederhanakan negative list, dan melepas kontrol bagi PMA di bidang perbankan.

Berkaitan dengan likuidasi direct investment, investor dibolehkan merepatriasi modal, mentransfer keuntungan, dan mentransfer biaya berkaitan dengan tenaga kerja asing dan allowances. Selanjutnya dalam hal transaksi real estate, non residen dibolehkan membeli tanah dengan status Hak Pakai, tetapi sejak status tanah real estate di Indonesia adalah HGB, non residen tidak dibolehkan membeli real estate. Namun demikian, non residen dibolehkan terlibat dalam PMA real estate. Sementara itu dalam kaitan lalu lintas modal perorangan, pemerintah tidak menerapkan kontrol yang berarti.

Mengenai provisi khusus kepada bank komersial dan lembaga kredit lainnya, seperti meminjam ke luar negeri, memelihara rekening di luar negeri, memberi pinjaman valas kepada non residen di dalam negeri, membeli securities lokal dalam valas, memperlakukan residen/non residen yang memiliki rekening deposito valas, ketentuan investasi, dan posisi devisa neto, semuanya dibatasi dan dibedakan perlakuannya. Sementara itu, provisi khusus untuk lembaga investor, seperti batas maksimum portfolio yang ditanamkan di luar negeri dibatasi tidak boleh melampaui 10% dari shareholders' equity. Begitu pula ketentuan surat berharga lainnya juga dikontrol oleh pemerintah.

Philipina

A. Sistem Nilai Tukar

Sampai dengan 15 Maret 1998, nilai tukar peso ditentukan oleh penawaran dan permintaan. Namun Bangko Sentral ng Pilipinas (BSP) dapat membatasi fluktuasi nilai tukar yang tajam dan melakukan intervensi guna mempertahankan orderly conditions dalam pasar valas. Selanjutnya sejak 15 Maret 1998 BSP menerapkan more freely floating exchange rate dengan menghapus band nilai tukar.

Dalam menetapkan nilai tukar, Pilipina tidak memberlakukan pajak nilai tukar dan subsidi nilai tukar. Namun demikian, semua transaksi forward untuk pembelian valas dari nonresiden memerlukan prior clearance dari BSP. Semua kontrak forward untuk penjualan valas kepada non residen dengan no full delivery principal (termasuk pembatalan, rollover, dan perpanjangan) memerlukan prior clearance oleh BSP. Hanya bank dengan lisensi expanded derivatives yang boleh memasuki transaksi forward di-cover dengan nondeliverable forward contracts.

B. Pengaturan Lalu Lintas Devisa Dan Modal.

Current Payment dan Transfer

Philipina tidak mengenakan persyaratan prescription of currency untuk pembayaran keluar. Namun demikian, semua penerimaan valas dari ekspor dan invisible harus dalam mata uang dolar Australia, dinar Bahrain, francs Belgia, dolar Brunei, dolar Kanada, euro, dolar Hongkong, rupiah Indonesia, yen Jepang, dinar Kuwait, ringgit Malaysia, pounds sterling, riyal Saudi Arabia, dolar Singapura, francs Swiss, baht Thailand, dirham UAE, dolar Amerika, dan beberapa mata uang lainnya yang ditentukan oleh BSP. Sementara itu, sejak 11 Juli 1998 BSP memberlakukan Bilateral Payment Arrangement dengan Bank Negara Malaysia (BNM) untuk jangka waktu 1 tahun, di mana pembayaran dilakukan dalam bentuk dolar Amerika.

Pelancong residen dan non residen yang membawa keluar (ekspor) dan membawa masuk (impor) peso (dalam bentuk uang kertas & logam, check, money order dan bill lain) melebihi 10.000 peso perlu memperoleh prior authorization dari BSP. Sementara itu, pelancong diperkenankan membawa masuk (impor) mata uang asing dengan jumlah tidak dibatasi.

Residen diperbolehkan memiliki rekening valas di dalam negeri dan luar negeri. Rekening residen dalam mata uang domestik tidak konvertibel terhadap mata uang asing. Sementara itu, non residen juga dibolehkan membuka rekening dalam mata uang peso yang dapat ditarik secara bebas. Namun demikian konversi dari peso kedalam mata uang asing

dibatasi sebesar jumlah ekuivalen valas yang dikirimkan ke Pilipina dan jumlah ekuivalen pendapatan peso yang diperolehnya. Berkenaan dengan rekening valas yang dimiliki non-residen, pengkreditan hanya dapat dilakukan dengan pendapatan yang dihasilkan dari inward remittance valas dan dengan pendapatan peso yang diperolehnya dari Pilipina.

Sehubungan dengan impor dan transaksi pembayaran impor, bank komersial boleh menjual valas untuk pembayaran impor di bawah LCs, documents against acceptance (D/As), documents against payments (D/Ps), open account arrangements (OA), dan direct remittance. Registrasi D/A dan OA dengan BSP untuk tujuan monitoring hanya diperlukan jika pembayaran dari sistem perbankan. Impor dari semua negara dengan nilai melebihi \$ 500 memerlukan preshipment inspection. Walaupun secara umum tidak diperlukan lisensi, namun impor regulated product memerlukan clearance atau izin dari badan pemerintah (termasuk BSP) dan untuk impor beras dibatasi jumlahnya. Dalam kaitan transaksi ekspor, pembayaran ekspor harus dilakukan dalam acceptable currencies dalam berbagai bentuk tanpa persetujuan awal BSP yaitu LCs, D/Ps, D/As, OA arrangements, cash against documents arrangements, consignments, export advances, dan prepayments. Semua ekspor harus di-cover dengan deklarasi ekspor yang diterbitkan oleh Departemen Perdagangan dan Industri. Sementara itu berkaitan dengan pembayaran transaksi invisible dan current transfer, jumlah valas yang dapat dijual agent bank kepada residen untuk tujuan nontrade, yang tidak memerlukan dokumentasi, diturunkan dari \$25.000 menjadi \$10.000 per 7 April 1998. Selain itu, Pemerintah memberlakukan limit kuantitatif dan indicative limit/bona fide test untuk pembayaran yang berkaitan dengan perdagangan, investasi, travel, personal, tenaga kerja asing, kartu kredit yang digunakan di luar negeri, dan lainnya.

Lalu Lintas Modal

Pemerintah tidak mewajibkan repatriasi dan tidak membatasi penggunaan dana yang diperoleh dari invisible transaction dan current transfer.

Berkaitan dengan instrumen pasar modal dan uang, nonresiden secara umum tidak perlu melakukan registrasi dengan BSP atau bank yang ditunjuk untuk membeli surat berharga di pasar domestik Pilipina. Registrasi diperlukan jika sumber valas untuk repatriasi dan remittance deviden, profit, dan pendapatan diperoleh dari sistem perbankan. Nonresiden yang melakukan penjualan atau penerbitan surat berharga dengan denominasi peso di pasar domestik memerlukan persetujuan awal BSP. Sementara itu residen dapat melakukan pembelian surat berharga di luar negeri tanpa persetujuan BSP jika (i) investasi dibiayai dengan pencairan dari foreign currency deposit unit (FCDU); (ii) dana yang ditanamkan tidak termasuk yang diperlukan untuk dijual kepada authorized agent bank (AAB); dan (iii)

sumber dana yang didapatkan dari sistem perbankan kurang dari \$ 6 juta. Residen yang menjual atau menerbitkan surat berharga di luar negeri perlu melakukan registrasi dengan BSP atau bank yang ditunjuk.

Selanjutnya mengenai instrumen derivatif dan lainnya, non residen yang melakukan pembelian dan penjualan atau penerbitan surat berharga di pasar domestik Pilipina perlu mendapat persetujuan lebih dulu dari BSP. Demikian juga dengan residen yang melakukan pembelian dan penjualan atau penerbitan surat berharga di pasar luar negeri perlu mendapat persetujuan lebih dulu dari BSP. Hanya bank dan lembaga keuangan yang memperoleh otorisasi dari BSP diijinkan melakukan transaksi derivatif.

Mengenai kredit komersial dari non residen kepada residen, diperlukan persetujuan awal dari BSP dan registrasi untuk kontrak kredit yang terkait dengan perdagangan jangka pendek oleh residen non bank. Selain itu, untuk debt servicing penggunaan valas dari sistem perbankan juga memerlukan registrasi. Sementara itu residen perlu memperoleh persetujuan awal dari BSP untuk memberikan kredit keuangan kepada nonresiden. Secara umum, semua kontrak kredit valas dari nonresiden yang dilakukan oleh residen non bank dengan jaminan sektor publik atau bank lokal memerlukan persetujuan awal atau registrasi BSP. Ketentuan yang sama berlaku untuk fasilitas backup guarantee, surety dan finansial.

Dalam hal direct investment, penanaman modal di luar negeri (outward direct investment) dengan jumlah melebihi 6 juta peso memerlukan persetujuan dulu dari BSP. Berkaitan dengan likuidasi direct investment, investasi yang terdaftar pada BSP dapat melakukan repatriasi modal dan remittance profit, deviden, dan pendapatan lainnya. Untuk transaksi real estate, Pemerintah melakukan kontrol terhadap pembelian yang dilakukan residen di luar negeri. Kepemilikan tanah oleh nonresiden, sebagaimana eksplorasi, pengembangan, dan penggunaan sumber daya alam dibatasi sebesar 40% equity. Sementara itu, untuk penjualan real estate oleh nonresiden yang tidak terkait investasi yang terdaftar pada BSP, mereka dapat membeli hanya sebesar valas yang mereka jual kepada AAB untuk mendapatkan peso.

Dalam hal lalu lintas modal perorangan seperti gifts, warisan, sumbangan, dan legacies tidak diperkenankan mentransfer tanah pribadi, kecuali kepada individu, perusahaan atau asosiasi yang memenuhi kualifikasi untuk memiliki tanah untuk publik domain. Pemerintah melakukan kontrol atas transfer pendapatan dari judi dan hadiah.

Mengenai provisi khusus kepada bank komersial dan lembaga kredit lainnya, seperti meminjam ke luar negeri, memberi pinjaman kepada non residen, memberi pinjaman valas kepada residen, membeli securities lokal dalam valas, reserve requirement dalam mata uang

peso, dan posisi devisa neto, semuanya harus memenuhi berbagai persyaratan dan dan bahkan dibatasi nilainya. Begitu pula halnya dengan provisi khusus untuk lembaga investor, seperti batasan maksimum portfolio yang ditanamkan ke luar negeri, diberlakukan persyaratan yang ketat.

Singapura

A. Sistem Nilai Tukar

Singapura menerapkan sistem nilai tukar managed floating, namun tidak mengumumkan lebar band nilai tukar. Pemerintah menggunakan nilai tukar sebagai intermediate target, dengan membiarkan pergerakan dolar Singapura berfluktuasi pada target band. Sejak krisis Asia, Pemerintah memperlebar target band dimaksud. Dalam menetapkan nilai tukar, Singapura tidak memberlakukan pajak nilai tukar dan subsidi nilai tukar. Namun demikian, foreign currency future diperdagangkan di Singapura International Monetary Exchange (SIME). Bank dapat melakukan hedging terhadap resiko nilai tukar melalui transaksi forward foreign exchange.

B. Pengaturan Lalu Lintas Devisa Dan Modal.

Current Payment dan Transfer

Singapura tidak mengenakan persyaratan prescription of currency untuk pembayaran keluar. Berkaitan dengan sanksi PBB, Singapura melakukan blocking atas aset finansial yang dimiliki residen Irak dan Libya.

Residen diperbolehkan memiliki rekening valas di dalam negeri dan luar negeri. Rekening residen dalam mata uang dolar Singapura konvertibel terhadap mata uang asing. Sementara itu, non residen juga dibolehkan membuka rekening baik dalam mata uang dolar Singapura maupun dalam mata uang asing. Rekening nonresiden dalam mata uang dolar Singapura konvertibel terhadap mata uang asing.

Sehubungan dengan impor dan pembayaran impor, Singapura tidak memberlakukan financing requirement dan persyaratan dokumentasi untuk merealisasi valas untuk impor. Impor beras memerlukan lisensi. Selain itu, impor beberapa jenis barang dikontrol untuk tujuan kesehatan dan keamanan. Berkaitan dengan transaksi ekspor dan pembayaran ekspor, Singapura tidak memberlakukan persyaratan repatriasi, pembiayaan dan dokumentasi. Ekspor timber, karet, dan barang yang dapat merusak lapisan ozon memerlukan lisensi. Selain itu, ekspor beberapa barang seperti tekstil dan pakaian dikenakan restriksi kuantitatif dan pembatasan non tarif lainnya dari negara pengimpor.

Lalu Lintas Modal

Pemerintah tidak mewajibkan repatriasi dan tidak membatasi penggunaan dana yang diperoleh dari invisible transaction dan current transfer.

Berkaitan dengan instrumen pasar modal dan uang, Singapura mengenakan sedikit persyaratan dalam penjualan atau penerbitan surat berharga di Singapura oleh nonresiden. Selanjutnya mengenai instrumen derivatif dan lainnya, Singapura mengenakan kontrol terhadap pembelian dan penjualan atau penerbitan surat berharga di Singapura oleh nonresiden.

Dalam hal direct investment, Singapura tidak memberlakukan persyaratan dalam penanaman modal langsung dan likuidasi terhadap investasi langsung. Sementara untuk transaksi real estate, Pemerintah melakukan kontrol terhadap pembelian real estate yang dilakukan residen di luar negeri dan pembelian real estate di Singapura oleh nonresiden. Berkaitan dengan lalu lintas modal perorangan, Singapura tidak memberlakukan persyaratan tertentu. Mengenai provisi khusus kepada bank komersial dan lembaga kredit lainnya, seperti meminjam ke luar negeri, memberi pinjaman kepada non residen, memberi pinjaman valas kepada residen, membeli securities lokal dalam valas, reserve requirement, dan posisi devisa neto, semuanya harus memenuhi berbagai persyaratan dan bahkan dibatasi nilainya. Begitu pula halnya dengan provisi khusus untuk lembaga investor, seperti batasan maksimum terhadap penerbitan sekuritas oleh nonresiden dan investasi portofolio di luar negeri dan batasan maksimum portofolio yang ditanamkan ke luar negeri, diberlakukan persyaratan yang ketat.

Thailand

A. Sistem Nilai Tukar

Nilai tukar baht ditetapkan sesuai penawaran dan permintaan di pasar valas. Nilai tukar baht-dolar diumumkan setiap hari berdasarkan rata-rata nilai tukar pada hari sebelumnya. Pemerintah mengindikasikan bahwa intervensi di pasar valas adalah dibatasi pada smoothing operation.

Dalam menetapkan nilai tukar, pemerintah tidak memberlakukan pajak nilai tukar dan subsidi nilai tukar, dan sejak 30 Januari 1998 kebijakan di bidang pasar valas diterapkan yaitu lembaga keuangan dapat terlibat transaksi di pasar spot valas dengan non residen. Selanjutnya, transaksi forward tidak lagi terkait dengan transaksi underlying trade dan keuangan. Untuk mengatasi spekulasi, fasilitas kredit dalam Thai baht, termasuk swap dan

forward exchange contract yang disediakan oleh lembaga keuangan kepada non residen dibatasi sampai B50 juta per counterpart.

B. Pengaturan Lalu Lintas Devisa

Current Payment dan Transfer

Bank of Thailand (BOT) atas nama Departemen Keuangan melaksanakan kontrol devisa, tetapi wewenang otoritas persetujuan transaksi didelegasikan kepada bank. Sementara itu, lisensi impor dan ekspor diterbitkan oleh Menteri Perdagangan. Mengenai ekspor bank note dalam baht, pelancong dibolehkan membawa ke luar negeri mata uang maksimum 50.000 baht, sedangkan pelancong ke Vietnam dan negara yang berbatasan dengan Thailand, dibolehkan membawa ke luar negeri sampai dengan 500.000 baht.

Mengenai rekening valas milik residen di dalam negeri, persetujuan dipersyaratkan apabila dananya berasal dari luar negeri, dan bagi deposan diminta untuk menyerahkan dokumen yang menunjukkan kewajiban untuk membayar valas kepada non residen, bank residen, Exim Bank of Thailand, atau perusahaan pembiayaan industri selama 3 bulan sejak tanggal deposito. Total posisi rekening tidak boleh melampaui \$5 juta untuk juridical person dan \$500.000 untuk natural person. Adapun ketentuan yang mewajibkan bagi non residen untuk mengkonversi hasil penjualan stock ke valas, sejak 30 Januari 1998 telah dihapus. Sementara itu, persetujuan juga dipersyaratkan apabila rekening valas milik residen yang berada di luar negeri bersumber dari dana domestik.

Non residen diperkenankan membuka rekening valas di dalam negeri tanpa persetujuan, sejauh dana berasal dari luar negeri. Non residen juga dibolehkan membuka rekening dalam mata uang domestik tanpa persetujuan, apabila dana mereka ditransfer dari rekening baht non residen lainnya, atau apabila keuntungan dari baht dipinjam dari bank.

Sehubungan dengan transaksi pembayaran impor dan penerimaan ekspor, pemerintah tidak menentukan persyaratan pembiayaan untuk impor. Namun demikian, importir diminta untuk melengkapi formulir transaksi valas untuk transaksi impor yang melebihi 500.000 baht. Pemerintah menerbitkan lisensi impor dan pajak/tarif impor untuk komoditas tertentu, bahkan untuk beberapa komoditas dilarang diimpor dengan alasan proteksi dan sosial. Dalam kaitan transaksi ekspor, sejak tanggal 7 Januari 1998 pemerintah menetapkan bahwa hasil ekspor yang melampaui 500.000 baht harus direpatriasi segera setelah pembayaran diterima dan 120 hari setelah tanggal ekspor. Selain itu, ketentuan surrender, kelengkapan dokumen, dan lisensi ekspor juga diberlakukan oleh Thailand. Begitu pula dalam hal transfer, untuk transaksi yang melebihi \$5.000 harus dilengkapi dengan formulir transaksi devisa.

Lalu Lintas Modal

Hasil dari invisible transaction dan current transfer harus direpatriasi sebagaimana yang berlaku pada hasil ekspor. Sejak tanggal 7 Januari 1998, hasil tersebut dikenakan ketentuan surrender pada rekening valas bank di Thailand. Namun dari segi penggunaannya, tidak terdapat pembatasan.

Dalam hal transaksi di pasar uang dan modal, ketentuan yang berlaku pada sekuritas pasar modal (maturitas lebih dari 1 tahun) lebih ketat dari pada sekuritas pasar uang jangka pendek (maturitas kurang dari 1 tahun). Di pasar modal, penyertaan asing dibatasi sampai dengan 25% dari total saham yang dijual oleh bank, perusahaan keuangan, perusahaan pembiayaan kredit, dan perusahaan manajemen aset. Pembelian dan penjualan sekuritas di luar negeri memerlukan persetujuan terlebih dulu dari BOT. Selanjutnya, residen juga memerlukan persetujuan terlebih dulu dalam melakukan penjualan dan pembelian sekuritas di pasar obligasi, debt, pasar uang dan collective investment di luar negeri. Sedangkan penjualan atau penerbitan obligasi atau instrumen pasar uang di dalam negeri oleh non residen harus mendapatkan persetujuan dari MOF, BOT, dan SEC.

Mengenai instrumen derivatif dan lainnya, non residen perlu mendapat persetujuan untuk membeli atau menjual derivatif di dalam negeri, walaupun tidak terdapat deskriminasi bagi non residen untuk berpartisipasi di pasar keuangan. Untuk transaksi derivatif yang dilakukan residen, penjualan atau pembelian instrumen derivatif juga memerlukan persetujuan dari BOT.

Sementara itu, fasilitas kredit (dalam Thai baht) yang disediakan oleh lembaga keuangan kepada non residen dibatasi maksimum 50 juta baht per counterparty. Mengenai kredit komersial, kredit tersebut dimungkinkan untuk dikontrakkan dalam bentuk deferred payments, bilateral netting, atau open account. Selanjutnya untuk kredit finansial, hanya bank yang diperbolehkan memberikan kredit kepada non residen, sementara residen dibolehkan tanpa persetujuan memberikan kredit kepada perusahaan yang terafiliasi apabila mereka memiliki 25% saham perusahaan. Sebaliknya, untuk kredit dari non residen kepada residen tidak ada pembatasan.

Dalam hal direct investment, pemerintah mensyaratkan adanya persetujuan BOT untuk investasi ke luar negeri melampaui \$10 juta. Sementara itu, modal asing dibolehkan masuk tanpa restriksi, tetapi hasil yang diperoleh harus ditahan (surrendered) di bank atau didepositokan dalam rekening valas bank-bank di Thailand, tujuh hari setelah diterima. Berkaitan dengan likuidasi direct investment, seluruh hasilnya boleh direpatriasi tanpa

restriksi, sejauh didukung oleh bukti-bukti. Selanjutnya dalam transaksi real estate, residen perlu memperoleh persetujuan terlebih dulu dalam membeli real estate di luar negeri, begitu pula halnya dengan pembelian/penjualan real estate di dalam negeri oleh non residen.

Mengenai lalu lintas modal perorangan, pinjaman dari residen kepada non residen memerlukan persetujuan dari BOT. Di samping itu, transfer gifts, sumbangan, dan warisan dari residen kepada non residen dibolehkan sampai \$100.000, tanpa persetujuan BOT. Emigran Thailand juga dibolehkan mentransfer aset sampai dengan \$1 juta per tahun, tanpa persetujuan BOT.

Dalam hal provisi khusus kepada bank komersial dan lembaga kredit lainnya, sejak 30 Januari 1998 lembaga keuangan pemerintah, kecuali Exim Bank of Thailand, tidak boleh memberikan pinjaman kepada non residen. Namun demikian perbankan dibolehkan memberikan pinjaman valas kepada non residen, tanpa restriksi. Selanjutnya, mengenai rekening deposito yang dimiliki non residen diberlakukan liquid asset requirement, yang mana bank komersial disyaratkan memelihara sedikitnya 6% dari rekening valas non residen, sedangkan perusahaan keuangan dan perusahaan sekuritas tidak dibolehkan menerima deposito valas. Begitu pula dengan ketentuan investasi bank ke luar negeri, investasi non residen ke dalam negeri (bank), dan posisi devisa neto, pemerintah menerapkan berbagai pembatasan.

Mengenai provisi khusus untuk lembaga investor, persetujuan dari BOT dipersyaratkan untuk penerbitan sekuritas oleh non residen dan portfolio yang ditanamkan di luar negeri. Sebaliknya, tidak ada restriksi bagi non residen yang memiliki penyertaan equity di perusahaan sekuritas Thailand, walaupun 50% batasan non resident's equity pada perusahaan Thailand diberlakukan.

LAMPIRAN 4

RINCIAN KONTROL TRANSAKSI INDIVIDUAL

INDEX OF CONTROLS ON CURRENT PAYMENTS & TRANSFERS
Exchange arrangement
Exchange rate structure
Dual
Multiple
Exchange tax
Exchange subsidy
Forward exchange market (prohibited, official cover of forward operations required)
Prohibited
Official cover of forward operations required
Arrangements for payments and receipts
Prescription of currency requirements
Bilateral payments arrangements (operative, inoperative)
Operative
Inoperative
Other payments arrangements (regional, clearing, barter, and open accounts)
Regional
Clearing agreement
Barter agreement & open account
International security restrictions
In accordance with IMF Executive Board Decision No. 144-(52/51)
In accordance with UN sanctions
Other
Payments arrears (official, private)
Official
Private
Controls on trade in gold (coins and/or bullion)
Controls on domestic ownership and/or trade
Controls on external trade
Controls on exports and imports of banknotes
On export
Domestic currency
Foreign currency
On import
Domestic currency

Resident accounts
Foreign exchange accounts held domestically
Prohibited
Approval required
Foreign exchange accounts held abroad
Prohibited
Approval required
Nonresident accounts
Foreign exchange accounts
Prohibited
Approval required
Domestic currency accounts
Prohibited
Approval required
Blocked accounts
Imports and import payments
Foreign exchange budget
Financing requirements for imports
minimum financing
advanced payments
advance import deposit
Documentation requirements for release of foreign exchange for imports
Domiciliation requirements
Preshipment inspections
Letter of credit
Import licenses used as exchange licenses
Others
Exports and export proceeds
Documentation requirements
Letter of credit
Guarantees
Domiciliation
Preshipment inspection
Others
Export taxes collected through the exchange system
Payments for invisible transactions and current transfers

INDEX OF CAPITAL CONTROL
Proceeds from exports, invisibles, and current transfers
Repatriation requirements for export proceeds
Surrender requirements for export proceeds
Repatriation requirements for proceeds from invisibles and current transfers
Surrender requirements for proceeds from invisibles and current transfers
Restrictions on use of funds
Controls on capital and money market instruments
On capital market securities
purchase in the country by nonresidents
sale or issue locally by nonresidents
purchase abroad by residents
sale or issue abroad by residents
On money market instruments
purchase in the country by nonresidents
sale or issue locally by nonresidents
purchase abroad by residents, sale or issue abroad by
sale or issue abroad by residents
On collective investment securities
purchase in the country by nonresidents
sale or issue locally by nonresidents
purchase abroad by residents
sale or issue abroad by residents
Controls on derivatives and other instruments
purchase in the country by nonresidents
sale or issue locally by nonresidents
purchase abroad by residents
sale or issue abroad by residents
Controls on credit operations
Commercial credits
by residents to nonresidents, to residents from nonresidents)
to residents from nonresidents
Financial credits
by residents to nonresidents
to residents from nonresidents
Guarantees, sureties, and financial backup facilities
by residents to nonresidents
to residents from nonresidents

Controls on direct foreign investment
Outward direct investment
Inward direct investment
Controls on liquidation of direct investment
Controls on real estate transactions
Purchase abroad by residents
Purchase locally by nonresidents
Sale locally by nonresidents
Provisions specific to commercial banks and other credit institutions
Borrowing abroad
Maintenance of accounts abroad
Lending to nonresidents (financial or commercial credits)
Lending locally in foreign exchange
Purchase of locally issued securities denominated in foreign exchange
Differential treatment of nonresident deposit accounts and/or deposit
accounts in foreign exchange :
reserve requirements
liquid asset requirements
interest rate controls
investment regulations
credit controls
open foreign exchange position limits
Provisions specific to institutional investors
Limits (max.) on portfolio invested abroad
Limits (min.) on portfolio invested locally
Currency-matching regulations on assets/liabilities composition

LAMPIRAN 4 (Lanjutan)

RINCIAN KONTROL TRANSAKSI INDIVIDUAL

INDEX OF CAPITAL CONTROL
Proceeds from exports, invisibles, and current transfers
Repatriation requirements for export proceeds
Surrender requirements for export proceeds
Repatriation requirements for proceeds from invisibles and current transfers
Surrender requirements for proceeds from invisibles and current transfers
Restrictions on use of funds
Controls on capital and money market instruments
<i>On capital market securities</i>
purchase in the country by nonresidents
sale or issue locally by nonresidents
purchase abroad by residents
sale or issue abroad by residents
<i>On money market instruments</i>
purchase in the country by nonresidents
sale or issue locally by nonresidents
purchase abroad by residents, sale or issue abroad by
sale or issue abroad by residents
<i>On collective investment securities</i>
purchase in the country by nonresidents
sale or issue locally by nonresidents
purchase abroad by residents
sale or issue abroad by residents
Controls on derivatives and other instruments
<i>purchase in the country by nonresidents</i>
<i>sale or issue locally by nonresidents</i>
<i>purchase abroad by residents</i>
<i>sale or issue abroad by residents</i>
Controls on credit operations
<i>Commercial credits</i>
by residents to nonresidents, to residents from nonresidents)
to residents from nonresidents
<i>Financial credits</i>
by residents to nonresidents
to residents from nonresidents
<i>Guarantees, sureties, and financial backup facilities</i>
by residents to nonresidents
to residents from nonresidents
Controls on direct foreign investment
<i>Outward direct investment</i>
<i>Inward direct investment</i>
Controls on liquidation of direct investment
Controls on real estate transactions
<i>Purchase abroad by residents</i>
<i>Purchase locally by nonresidents</i>
<i>Sale locally by nonresidents</i>
Provisions specific to commercial banks and other credit institutions
<i>Borrowing abroad</i>
<i>Maintenance of accounts abroad</i>
<i>Lending to nonresidents (financial or commercial credits)</i>
<i>Lending locally in foreign exchange</i>
<i>Purchase of locally issued securities denominated in foreign exchange</i>
<i>Differential treatment of nonresident deposit accounts and/or deposit</i>
<i>accounts in foreign exchange :</i>
reserve requirements
liquid asset requirements
interest rate controls
investment regulations
credit controls
open foreign exchange position limits
Provisions specific to institutional investors
<i>Limits (max.) on portfolio invested abroad</i>
<i>Limits (min.) on portfolio invested locally</i>
<i>Currency-matching regulations on assets/liabilities composition</i>

LAMPIRAN 5

METODE PERHITUNGAN INDEKS KONTROL DEvisa/MODAL

Indeks kontrol devisa/modal (*exchange* dan *capital control*) diperoleh dari tabulasi informasi yang diperoleh dari Laporan Tahunan IMF mengenai *Exchange Arrangement and Exchange Restrictions* (AREAER) yang mengklasifikasikan dan menstandarisasikan informasi mengenai sistem devisa dari setiap negara anggota. AREAER juga mempertimbangkan pembatasan dari rezim kontrol devisa/modal ditinjau dari sisi ekonomi.

Penyajian tabulasi AREAER mengidentifikasi 142 jenis kontrol devisa/ modal yang dibagi secara hirarki kedalam 16 kategori. Kategori tersebut dijumlahkan dalam indikator yang mengukur penerapan kontrol pada *current payment and transfer*, *capital control*, serta *exchange and capital control*.

Secara matematis, struktur indeks dapat dijelaskan sebagai berikut:

- Penerapan kontrol I pada negara j diwakili dengan variabel dummy D_{ij} , yang angkanya sama dengan 1 apabila suatu jenis kontrol diberlakukan, dan 0 apabila tidak terdapat kontrol.
- Indeks kontrol pada kategori k, C_{ij} , didefinisikan sebagai angka kontrol yang sesungguhnya yang dinormalisasikan dengan seluruh jumlah kontrol yang mungkin diterapkan.

$$C_{ij} = \frac{\sum_{k=1}^N D_{ijk}}{N_k} \quad (1)$$

Dimana N_k adalah jumlah kontrol pada kategori k.

- Indeks kontrol current payments and transfer serta capital control, yang masing-masing ditunjukkan dengan simbol CC_{ij} dan KCI_{ij} , didefinisikan sebagai rata-rata indeks dari masing-masing kategori, yaitu:

$$CC_{ij} = \frac{\sum_{k=1}^N N_{cci} C_{ijk}}{NCCI} \quad (2)$$

1 Nkci

$$KCI_j = \frac{\sum_{i=1}^n CCI_{ij}}{\sum_{i=1}^n NKCI_{ij}} \quad (3)$$

NKCI 1

Dimana NCCI dan NKCI masing-masing menunjukkan jumlah kategori dalam CCI dan KCI. Indeks exchange and capital controls, ECIJ, adalah rata-rata CCIJ dan KCIJ, yaitu:

$$ECIJ = \frac{1}{2} (CCIJ + KCIJ) \quad (4)$$

Masing-masing indeks mempunyai range dari nol (terkecil) sampai dengan 1 (tertinggi).

- CCI mengukur sampai sejauh mana kontrol terhadap current payments and transfers.
- KCI mengukur penerapan kontrol langsung pada pergerakan modal.
- ECI terdiri dari kontrol payments dan transfer untuk current dan capital transactions sehingga mencerminkan seluruh indeks exchange controls.
- Nilai dari variabel dummy ditetapkan berdasarkan aturan konvensional, sebagai berikut:

Angka 1 berarti : - pelarangan
 - pembatasan kuantitatif
 - persyaratan persetujuan dan registrasi
 - pembatasan terhadap kesempatan bagi investor

Angka 0 dimaksudkan untuk :
 - pengukuran statistis
 - verifikasi administrasi
 - opsi resmi yang meng-cover forward operations
 - pemberian lisensi secara bebas
 - kurangnya akses kepada pasar formal untuk transaksi devisa.

- Dalam yurisdiksi IMF, penggunaan registrasi atau lisensi lebih dimaksudkan untuk tujuan monitor, daripada untuk tujuan membatasi pembayaran dan persyaratan verifikasi, misalnya persyaratan untuk menyerahkan bukti dokumentasi bahwa pembayaran adalah benar-benar dilakukan bukan merupakan pembatasan devisa, kecuali proses yang terjadi menyebabkan keterlambatan. Adanya batasan-batasan indikatif (indicative limits) memberi

arti bahwa otoritas menyetujui seluruh permintaan devisa untuk current international transactions yang benar-benar dilakukan yang melebihi dari yang telah dibatasi atau yang diperuntukkan bagi transaksi dimana alokasi dasar cadangan devisa tidak ada. Dalam hal masyarakat sadar akan kebijakan tersebut, maka batasan indikatif bukanlah merupakan suatu pembatasan.