

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Penelitian

Dalam tatanan ekonomi makro kontemporer, kemampuan suatu negara untuk menarik modal internasional merupakan salah satu indikator vital dari kesehatan dan daya saing ekonominya. Aliran modal ini secara garis besar terbagi menjadi investasi langsung (*foreign direct investment*/FDI) yang berbasis pada aset fisik jangka panjang, dan investasi portofolio asing (*foreign portfolio investment*/FPI) yang bergerak aktif di pasar finansial. Idealnya, sebuah negara yang memiliki skala perekonomian besar, pasar yang luas, dan pertumbuhan *output* yang ekspansif akan secara otomatis menjadi magnet bagi masuknya investasi portofolio asing, khususnya pada komponen ekuitas (saham). Logika dasarnya cukup lugas: skala ekonomi yang besar mencerminkan kapasitas pasar yang mampu menyediakan ekosistem keuangan yang lebih dalam, likuid, dan bervariasi (Mankiw, 2016).

Konsep tersebut sejalan dengan Teori Portofolio Modern yang diletakkan oleh Markowitz (1952), di mana para pemilik modal global akan selalu bergerak rasional dengan menyebarkan instrumen investasinya ke berbagai negara untuk memburu imbal hasil (*return*) optimal pada tingkat risiko tertentu. Solnik (1974) kemudian memperluas landasan ini lewat pembuktian bahwa diversifikasi aset lintas negara menghasilkan penurunan risiko yang jauh lebih signifikan dibanding diversifikasi domestik, karena

rendahnya korelasi imbal hasil antarpasar modal internasional. Dari sudut pandang teoretis tersebut, indikator makro seperti Produk Domestik Bruto (PDB) memegang peran sentral sebagai sinyal utama kekuatan fundamental ekonomi riil yang melandasi profitabilitas perusahaan domestik, yang pada gilirannya menjadi pijakan bagi investor asing untuk menanamkan modalnya (Sijabat, 2023). Dalam praktik pasar keuangan internasional, PDB sering dipahami bukan hanya sebagai ukuran aktivitas ekonomi, tetapi juga sebagai representasi dari kapasitas suatu negara dalam mempertahankan pertumbuhan yang berkelanjutan. Negara dengan PDB yang terus meningkat umumnya dianggap memiliki basis permintaan domestik yang kuat, ruang ekspansi usaha yang lebih luas, serta ketahanan yang lebih baik terhadap guncangan eksternal. Bagi investor portofolio asing, kondisi tersebut menciptakan persepsi bahwa aset keuangan di negara bersangkutan memiliki prospek yang lebih menjanjikan, terutama ketika indikator lain seperti stabilitas inflasi dan nilai tukar juga berada dalam kondisi yang relatif terkendali (Mankiw, 2016; Markowitz, 1952).

Fenomena alokasi modal global ini menjadi sangat menarik ketika dibawa ke lingkup regional Asia Tenggara, khususnya kelompok ASEAN-4 yang terdiri atas Indonesia, Malaysia, Filipina, dan Thailand, empat perekonomian yang selama beberapa dekade terakhir dikenal sebagai salah satu poros pertumbuhan paling dinamis di dunia sekaligus memiliki karakteristik struktural yang relatif sebanding sebagai pasar berkembang dengan rezim nilai tukar mengambang terkendali. Namun, ketika mencermati data historis

pergerakan modal di kawasan ini sepanjang periode 2010 hingga 2025, aliran masuk bersih ekuitas justru menampilkan dinamika yang penuh teka-teki dan paradoks. Berdasarkan laporan resmi ASEAN Secretariat dan UNCTAD (2024), kawasan ASEAN sebenarnya sukses mencatatkan rekor penerimaan FDI agregat yang sangat fantastis, yakni menyentuh angka USD 230 miliar pada tahun 2023. Ironisnya, kegemilangan investasi langsung di sektor riil tersebut berbanding terbalik dengan kondisi di bursa saham.

Meskipun keempat negara tersebut sama-sama masuk dalam kategori pasar berkembang, masing-masing memiliki karakteristik ekonomi yang tidak sepenuhnya serupa. Indonesia memiliki ukuran pasar terbesar, Malaysia unggul dalam struktur industri yang lebih terdiversifikasi, Thailand memiliki basis ekspor yang kuat, sedangkan Filipina menunjukkan dinamika konsumsi domestik yang cukup tinggi. Perbedaan tersebut membuat aliran investasi portofolio asing di kawasan ini menjadi sangat menarik untuk dianalisis karena investor cenderung membandingkan antarnegara sebelum mengambil keputusan penempatan dana. Dalam konteks ini, arus modal tidak hanya dipengaruhi oleh kondisi internal masing-masing negara, tetapi juga oleh posisi relatifnya terhadap negara ASEAN lain yang sama-sama bersaing menarik modal asing (Rastiati & Khoirudin, 2024; Phommouny et al., 2024).

Data dari World Bank (2024) merekam fakta yang sulit diabaikan: Indonesia, sebagai negara dengan skala PDB paling jumbo di Asia Tenggara, justru berulang kali dihantam oleh fenomena net outflow pada komponen ekuitas, tepatnya pada tahun 2011, 2013, serta berturut-turut sepanjang era 2017 hingga

2020, dan kembali berulang pada 2024. Anomali empiris ini semakin dipertegas oleh kondisi negara tetangga; Thailand tercatat pernah kehilangan modal portofolio ekuitas dalam jumlah yang masif, melebihi USD 8.969 juta hanya dalam kurun waktu satu tahun pada 2015. Tren pelarian modal yang mengkhawatirkan juga membayangi Filipina yang didera oleh arus keluar bersih secara konsektif dari tahun 2021 hingga 2024.

Kondisi tersebut menunjukkan bahwa besarnya ukuran ekonomi tidak otomatis menjamin stabilitas aliran modal portofolio. Investor asing tampaknya lebih responsif terhadap perubahan ekspektasi terhadap imbal hasil dan risiko jangka pendek dibandingkan sekadar melihat ukuran pasar secara agregat. Oleh karena itu, ketika terjadi ketidakpastian kebijakan, tekanan eksternal, atau pelemahan nilai tukar, modal portofolio dapat segera bergerak keluar meskipun fundamental ekonomi riil masih tergolong kuat. Fenomena ini memperlihatkan bahwa daya tarik investasi portofolio bersifat sangat sensitif terhadap dinamika makrofinansial yang berubah cepat (Calvo et al., 1993; Koepke, 2015).

Keluarnya modal portofolio asing dari suatu negara pada dasarnya jarang disebabkan oleh satu faktor tunggal, melainkan interaksi antara faktor global dan domestik. Lin, Liu, dan Liang (2025) menjelaskan bahwa pengetatan kebijakan moneter Amerika Serikat secara langsung mempersempit bahkan membalikkan selisih suku bunga (IRD) yang selama ini menjadi daya tarik utama investor mencari imbal hasil lebih tinggi di pasar berkembang, sehingga begitu selisih tersebut menyempit, dana yang sebelumnya masuk

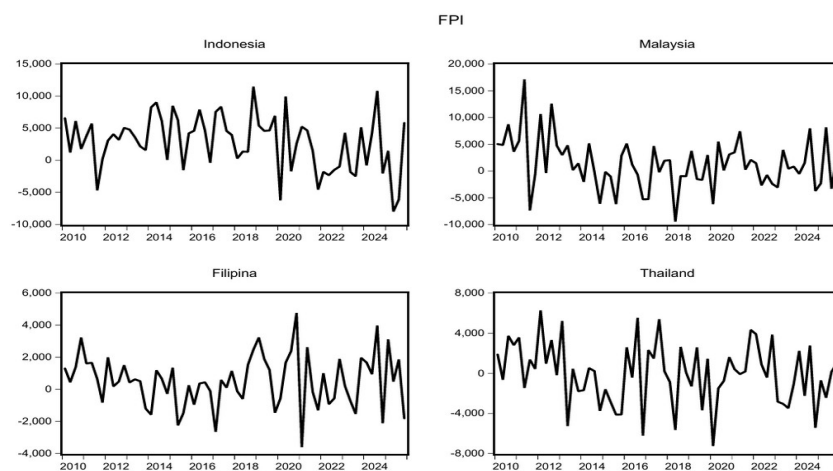
untuk memburu imbal hasil akan ditarik kembali ke negara maju, dan Bettendorf dan Karadimitropoulou (2022) menambahkan bahwa dominasi faktor global semacam ini bersifat berubah dari waktu ke waktu, artinya sensitivitas investor terhadap guncangan global jauh lebih tinggi pada periode tertentu seperti saat siklus pengetatan moneter berlangsung agresif. Selain faktor global, pelemahan nilai tukar riil turut mendorong investor keluar karena mengikis nilai aset dalam denominasi mata uang asing saat dikonversi kembali, sebagaimana ditemukan oleh Shahmi, Andriany, Erpita, Bimantara, dan Toibun (2023) bahwa gejolak nilai tukar yang dalam terbukti menekan minat investor asing di empat negara ASEAN karena meningkatkan risiko ketidakpastian nilai aset, dan Zainuri (2021) menegaskan bahwa tanpa kapabilitas otoritas moneter dalam mengelola volatilitas nilai tukar dan suku bunga domestik secara responsif, terutama pada kasus Indonesia dan Thailand, arus keluar portofolio asing cenderung sulit dikendalikan begitu sentimen investor berbalik negatif.

Penting dicatat bahwa besarnya skala ekonomi atau PDB tidak serta merta membuat suatu negara kebal dari arus keluar modal, sebagaimana ditemukan oleh Wardhono, Qori'ah, Nasir, dan Aprilia (2020) bahwa investor portofolio asing lebih responsif terhadap perubahan ekspektasi jangka pendek dibandingkan ukuran pasar agregat semata, dan diperkuat oleh Nguyen, Nasir, dan Vo (2024) yang menunjukkan bahwa tidak semua jenis aliran modal bereaksi sama terhadap dinamika nilai tukar, sehingga negara dengan PDB besar seperti Indonesia tetap dapat mengalami arus keluar bersih yang

signifikan ketika kondisi nilai tukar atau suku bunga relatif kurang kompetitif dibanding negara tetangga. Dinamika arus keluar masuk portofolio asing ini tercermin cukup jelas pada pergerakan saham dengan kapitalisasi pasar terbesar di masing-masing negara ASEAN-4, mengingat investor asing, khususnya dana kelolaan institusional dan reksa dana yang mengacu pada indeks, cenderung menempatkan porsi terbesar portofolionya pada emiten unggulan yang mendominasi bobot indeks; di Indonesia posisi tersebut dipegang oleh PT Bank Central Asia Tbk (BBCA) sebagai emiten dengan kapitalisasi pasar terbesar di Bursa Efek Indonesia, di Malaysia oleh Malayan Banking Berhad (Maybank) di Bursa Malaysia, di Filipina oleh International Container Terminal Services, Inc. (ICTSI) di Philippine Stock Exchange, dan di Thailand oleh Delta Electronics (Thailand) PCL di Stock Exchange of Thailand.

Pola dominasi sektor pada keempat emiten tersebut secara tidak langsung mencerminkan tiga jalur transmisi yang menjadi variabel utama dalam penelitian ini, karena BBCA dan Maybank sebagai institusi perbankan sangat sensitif terhadap pergerakan suku bunga domestik dan selisihnya terhadap suku bunga *The Fed*, sementara ICTSI dan Delta Electronics sebagai perusahaan berorientasi perdagangan dan ekspor sangat terpengaruh oleh pergerakan nilai tukar riil efektif yang memengaruhi daya saing dan proyeksi laba mereka di mata investor asing, dan ketiganya pada gilirannya tetap terikat pada kapasitas ekonomi domestik sebagai basis permintaan dan likuiditas pasar modal, sehingga ketika investor asing menarik dana dari emiten-emiten

berkapitalisasi besar ini akibat pergeseran ekspektasi terhadap PDB, REER, atau IRD, dampaknya langsung tercermin pada data Portfolio Investment Liabilities yang menjadi variabel dependen dalam penelitian ini, memperkuat relevansi ketiga variabel tersebut sebagai determinan utama yang perlu diuji secara empiris.



Gambar 1. 1 Perkembangan *Portfolio Investment Liabilities* ASEAN-4 Periode 2010 Kuartal I–2025 Kuartal IV (Juta USD)

Sumber: *World Bank* (BN.KLT.PTXL.CD), diolah penulis (2026).

Grafik di atas memperlihatkan dinamika aliran FPI tahunan ke empat negara ASEAN selama periode 2010 sampai 2025. Fluktuasi yang tajam terlihat jelas pada hampir seluruh negara, dengan beberapa periode mengalami arus masuk modal yang besar namun diikuti oleh pembalikan arah menjadi arus keluar atau *capital outflow* yang signifikan, misalnya Indonesia pada tahun 2022, Malaysia pada tahun 2018, serta Thailand pada tahun 2015 dan 2023. Karakteristik inilah yang menjadi alasan mengapa FPI sering disebut sebagai *hot money*, yaitu modal jangka pendek yang sangat sensitif terhadap perubahan

kondisi pasar global maupun domestik karena investasinya cenderung likuid dan fleksibel.

Kegagalan hipotesis sederhana bahwa ukuran ekonomi besar otomatis menarik modal menjadi semakin nyata ketika dilihat dari data kuartalan. Berdasarkan data IMF *Balance of Payments Statistics* yang diolah penulis, nilai agregat equity net inflows ke ASEAN-4 sepanjang periode 2010 hingga 2025 menunjukkan volatilitas luar biasa dengan standar deviasi lintas panel mencapai lebih dari empat kali lipat nilai rata-ratanya. Lebih mengejutkan lagi, dari 256 observasi kuartalan yang membentuk panel penelitian ini, sebanyak 95 observasi atau 37 persen dari total menunjukkan nilai negatif yang berarti modal asing keluar secara masif dari pasar ekuitas empat negara tersebut. Pola ini bukan anomali sesaat, melainkan kondisi struktural yang berulang secara periodik. Indonesia mencatat net outflow pada 16 dari 64 kuartal pengamatan, Malaysia pada 27 kuartal, Filipina pada 22 kuartal, dan Thailand pada 30 kuartal.

Temuan awal ini menegaskan bahwa hubungan antara variabel makroekonomi domestik dan arus masuk portofolio asing jauh lebih kompleks, dinamis, dan tidak linear dibandingkan dengan apa yang diasumsikan sebagian besar literatur terdahulu yang berbasis pada data tahunan. Bhattarai et al. (2021) dalam *Journal of International Money and Finance* menemukan bahwa pengetatan kebijakan moneter Amerika Serikat memiliki efek spillover yang signifikan terhadap equity flows ke pasar berkembang, dengan dampak kejutan yang jauh lebih besar dan lebih cepat teridentifikasi dalam data berfrekuensi

tinggi. Hal ini secara metodologis mempertegas urgensi krusial penggunaan data kuartalan dalam penelitian ini guna menghindari bias agregasi data tahunan.

Volatilitas jangka pendek ini bukan tanpa konsekuensi makroekonomi yang serius. Rekam jejak historis mencatat bahwa antara tahun 1995 dan 2008, total aliran portofolio masuk mengalami penurunan signifikan di hampir semua kawasan berkembang kecuali negara-negara Arab. Ketika periode *boom* ekonomi 2002 sampai 2007 berakhir, FPI di sebagian besar kawasan jatuh hingga di bawah nol dengan penurunan drastis lebih dari 100 persen. Pola serupa juga terjadi di kawasan ASEAN di mana volatilitas FPI mulai meningkat secara eskalatif setelah krisis ekonomi global 2008. Hal tersebut menunjukkan kerentanan ekstrem portfolio domestik terhadap pembalikan arah secara tiba-tiba (*sudden reversal*), meskipun secara nominal total aliran FPI masuk ke ASEAN sempat meningkat hampir enam belas kali lipat dari USD 3,2 miliar pada tahun 2001 menjadi USD 51 miliar pada tahun 2017.

Permasalahan mendasar yang melatarbelakangi fenomena ini terletak pada kompleksitas determinan yang memengaruhi volatilitas FPI, yang dalam literatur ekonomi makro konvensional dirujuk pada kerangka Calvo et al. (1993) serta Fernandez-Arias (1996). Kerangka ini menegaskan bahwa arus modal internasional dikendalikan oleh interaksi antara *push factors* (faktor pendorong global seperti tingkat suku bunga di negara maju) dan *pull factors* (faktor penarik domestik seperti fundamental ekonomi). Dari hasil studi spasial panel terdahulu, ditemukan bahwa selisih suku bunga atau *interest rate*

differential (IRD) dan peringkat utang pemerintah (*sovereign debt rating*) suatu negara berpengaruh positif signifikan terhadap aliran masuk FPI, sementara inflasi yang tinggi justru menurunkan minat investor. Lebih menarik lagi, terdapat indikasi hubungan kompetitif (*zero-sum game*) antarnegara ASEAN dalam menarik FPI, di mana peningkatan aliran masuk di satu negara cenderung diikuti oleh penurunan aliran masuk di negara tetangga karena adanya perebutan modal portofolio lintas batas.

Dari dimensi moneter domestik, Shahmi et al. (2023) menemukan bahwa gejolak nilai tukar yang dalam terbukti menekan minat investor asing karena meningkatkan risiko ketidakpastian nilai aset. Sementara dari dimensi suku bunga, penelitian kontemporer menegaskan pentingnya *Interest Rate Differential* (IRD), yakni selisih suku bunga domestik terhadap suku bunga acuan negara maju (seperti *Federal Funds Rate*/FFR), sebagai determinan utama yang menggerakkan aliran modal portofolio ke pasar berkembang.

Teori *Uncovered Interest Rate Parity* (UIP) yang dikembangkan dari pemikiran Keynes (1923) dan Fisher (1930) menjelaskan mekanisme mendasar ini: investor internasional yang rasional akan memindahkan modal ke negara yang menawarkan tingkat suku bunga riil lebih tinggi hingga *differential* tersebut terhapuskan oleh ekspektasi depresiasi kurs. Dalam konteks ASEAN-5, kondisi kebijakan moneter yang divergen antaranggota menciptakan peluang *carry trade* yang memengaruhi arus modal portofolio secara signifikan. Ketika bank sentral suatu negara ASEAN menaikkan suku bunga merespons tekanan

domestik, selisih imbal hasil terhadap negara maju melebar, yang secara teoretis meningkatkan daya tarik aset keuangan domestik bagi investor asing.

Temuan mengenai pentingnya *pull-push factors* ini mendapat konfirmasi kuat dari hasil riset terbaru yang dipublikasikan di jurnal-jurnal internasional bereputasi tinggi. Koepke (2019) dalam *Journal of Economic Surveys* (Q1 Scopus) melakukan meta-analisis komprehensif terhadap lebih dari 40 studi empiris tentang determinan aliran modal ke pasar berkembang. Studi tersebut menemukan bahwa IRD adalah satu-satunya variabel yang secara konsisten signifikan di semua spesifikasi model, jauh melampaui variabel pertumbuhan ekonomi maupun nilai tukar dalam hal stabilitas statistik.

Lebih lanjut, Brandao-Marques et al. (2022) dalam *Journal of Banking and Finance* (Q1 Scopus) membuktikan bahwa perubahan komposisi investor global yang ditandai oleh meningkatnya porsi reksa dana dan *Exchange-Traded Funds* (ETF) sebagai pemegang utama aset pasar berkembang telah memperkuat respons *equity flows* terhadap perubahan IRD dalam hitungan minggu, bukan lagi bulan. Pergeseran institusional ini secara langsung menjustifikasi pilihan frekuensi kuartalan dalam penelitian ini, mengingat data tahunan dipastikan tidak akan mampu menangkap dinamika transmisi kebijakan moneter global dan respons portofolio investor yang semakin singkat tersebut.

Sementara itu, Sahoo et al. (2023) dalam *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* turut mengonfirmasi bahwa

apresiasi nilai tukar riil efektif, tingkat suku bunga domestik yang kompetitif, dan ukuran pasar yang besar secara bersama-sama merupakan prediktor terkuat bagi *equity inflows* di negara berkembang Asia, dengan *Real Effective Exchange Rate* (REER) terbukti menjadi variabel dengan koefisien paling stabil lintas berbagai spesifikasi estimasi.

Penguatan lebih lanjut terhadap dominansi faktor global datang dari Ceballos dan Ng (2018) dalam *Economics Letters*, yang menemukan bahwa *risk aversion* global yang diproksikan oleh VIX merupakan determinan yang konsisten signifikan terhadap *comovement* imbal hasil pasar saham di negara berkembang, tanpa bergantung pada karakteristik struktural masing-masing negara.

Bettendorf dan Karadimitropoulou (2022) melalui *dynamic factor model* Bayesian turut menunjukkan bahwa pengaruh *push* dan *pull factors* terhadap arus portofolio bersifat *time-varying*, di mana dominansi faktor global cenderung menguat tajam pada periode guncangan seperti pengetatan moneter *The Fed*. Konsistensi temuan ini juga tampak pada Alba, Cuadra, Hernandez, dan Ibarra (2024) yang membuktikan melalui model VAR bahwa kontribusi *risk aversion* global terhadap arus modal utang ke negara berkembang meningkat tajam pada periode guncangan seperti pandemi COVID-19, meskipun pengaruhnya kembali mengecil seiring pulihnya likuiditas bank sentral utama.

Pada level kebijakan dan teori, terdapat pula kesenjangan riset (*research gap*) yang relevan untuk diisi oleh penelitian ini. Pertama, mayoritas

penelitian mengenai aliran modal di kawasan ASEAN masih sangat bergantung pada data tahunan yang kurang sensitif terhadap pergerakan *hot money*. Penggunaan data kuartalan jauh lebih tepat karena investor portofolio asing merespons perubahan kondisi makroekonomi secara taktis dalam rentang waktu sub-periode. Kedua, mayoritas studi terdahulu menggunakan kurs bilateral konvensional yang mengabaikan distorsi inflasi. Penggunaan REER dalam penelitian ini jauh lebih akurat karena mengukur nilai tukar rata-rata tertimbang terhadap seluruh mitra dagang utama yang sudah disesuaikan dengan faktor inflasi domestik dan mitra dagang (Fiandy & Saadah, 2024; Nguyen et al., 2024).

Ketiga, meskipun *Interest Rate Differential* (IRD) secara konsisten muncul sebagai determinan paling signifikan dalam literatur global, belum ditemukan model empiris yang secara simultan mengintegrasikan tiga pilar penarik modal yang berbeda yakni skala *output* ekonomi (PDB) sebagai representasi pasar riil, daya saing nilai tukar riil (REER) sebagai representasi stabilitas eksternal, dan daya tarik imbal hasil moneter (IRD) sebagai representasi insentif keuangan ke dalam satu model panel yang berfokus khusus pada komponen *Portfolio Investment Liabilities* di ASEAN-4 menggunakan data kuartalan. Sebagian besar studi terdahulu cenderung mengabaikan fase guncangan struktural terbaru, seperti episode pengetatan moneter global 2022 hingga 2023 yang menyebabkan pembalikan arus modal besar-besaran di kawasan. Di sinilah letak keterbaruan (*novelty*) dari penelitian

ini, yang menguji ketiga variabel tersebut secara simultan pada periode dinamis 2010 hingga 2025.

Melihat besarnya risiko dampak dan adanya celah dalam literatur, penelitian ini menjadi sangat mendesak dan penting untuk dilakukan saat ini. Kondisi perekonomian global saat ini sedang berada dalam ketidakpastian yang tinggi, ditandai dengan guncangan pemulihan pasca-pandemi serta kebijakan pengetatan moneter agresif oleh Bank Sentral Amerika Serikat (*The Fed*) melalui kenaikan suku bunga acuan (*Federal Funds Rate*) yang memicu fenomena penarikan modal kembali ke negara maju atau *capital reversal* (UNCTAD, 2023). Rekam jejak sejarah memperlihatkan betapa rapuhnya Asia Tenggara terhadap guncangan eksternal semacam ini; Krisis Finansial Asia 1997-1998 adalah contoh nyata bagaimana guncangan kurs dan pembalikan dana portofolio secara mendadak sanggup meruntuhkan fondasi ekonomi riil kawasan dalam sekejap (Krugman & Obstfeld, 2018).

Urgensi makro-finansial ini semakin dipertegas oleh temuan terbaru dari *BIS Quarterly Review* (September 2024) yang mendokumentasikan bahwa sejak krisis keuangan global 2008, aliran portofolio masuk ke pasar berkembang Asia telah bergeser menjadi komponen pembiayaan eksternal yang jauh lebih dominan dibandingkan dengan pinjaman perbankan tradisional internasional. Pergeseran struktural ini bermakna bahwa volatilitas *equity inflows* kini memiliki transmisi dampak makroekonomi dan stabilitas sistem keuangan yang jauh lebih destruktif daripada era sebelumnya.

Khusus untuk kawasan Asia Tenggara, episode pengetatan moneter *The Fed* pada kurun 2022 hingga 2023 menjadi ujian empiris riil teranyar: diferensial suku bunga ASEAN terhadap FFR menyempit tajam, bahkan sempat berbalik negatif untuk kasus Malaysia dan Thailand, yang secara simultan berjalan beriringan dengan pembalikan arus modal yang masif di pasar finansial regional. Oleh karena itu, penelitian kuantitatif yang mampu mengidentifikasi secara presisi seberapa besar tingkat sensitivitas *equity inflows* terhadap perubahan IRD, REER, dan PDB secara kuartalan menjadi kebutuhan kebijakan (*policy urgency*) yang sangat mendesak bagi bank sentral dan regulator keuangan di kawasan ASEAN-4.

Perdebatan mengenai arah pengaruh *Real Effective Exchange Rate* terhadap investasi portofolio asing sesungguhnya belum sepenuhnya tuntas dalam literatur. Sebagian studi, mengikuti kerangka *Portfolio Balance Approach*, memandang apresiasi nilai tukar riil sebagai insentif langsung bagi investor karena menambah imbal hasil dari selisih kurs. Namun sebagian studi lain menunjukkan bahwa depresiasi nilai tukar riil justru dapat menarik modal portofolio melalui jalur daya saing sektor *tradable*, di mana harga aset domestik yang relatif lebih murah bagi investor asing dan prospek laba emiten berorientasi ekspor yang membaik menjadi daya tarik tersendiri, terlepas dari kerugian nilai tukar yang harus ditanggung investor.

Ketidaksepakatan ini menjadi salah satu alasan penting mengapa penelitian ini perlu menguji secara empiris arah pengaruh REER yang

sesungguhnya berlaku pada konteks ASEAN-4 kontemporer, alih-alih mengasumsikan satu arah tertentu semata berdasarkan teori konvensional.

1.2 Rumusan Masalah Penelitian

Rumusan masalah dalam penelitian ini disusun untuk mengarahkan analisis pada tiga faktor utama yang secara teoretis maupun empiris sering memengaruhi aliran investasi portofolio asing, yakni PDB, REER, dan selisih suku bunga. Ketiga variabel tersebut dipilih karena mewakili aspek fundamental ekonomi, stabilitas nilai tukar, serta daya tarik imbal hasil yang menjadi perhatian utama investor global. Dengan perumusan masalah yang lebih terfokus, penelitian ini diharapkan mampu menghasilkan jawaban yang lebih tajam mengenai faktor mana yang paling dominan memengaruhi arus modal portofolio asing di ASEAN-4 (Mankiw, 2016; Sijabat, 2023).

1. Apakah Produk Domestik Bruto berpengaruh positif dan signifikan terhadap investasi portofolio asing di ASEAN-4 periode 2010 Kuartal I–2025 Kuartal IV?
2. Apakah *Real Effective Exchange Rate* (REER) berpengaruh signifikan terhadap investasi portofolio asing di ASEAN-4 periode 2010 Kuartal I–2025 Kuartal IV?

3. Apakah selisih suku bunga berpengaruh positif dan signifikan terhadap investasi portofolio asing di ASEAN-4 periode 2010 Kuartal I–2025 Kuartal IV?

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini tidak hanya untuk mengetahui ada atau tidaknya pengaruh masing-masing variabel, tetapi juga untuk memahami arah dan kekuatan hubungan antarvariabel dalam konteks kawasan ASEAN-4. Dengan mengetahui pengaruh PDB, REER, dan selisih suku bunga secara simultan, penelitian ini dapat memberikan gambaran yang lebih lengkap mengenai bagaimana investor asing menilai suatu negara tujuan investasi. Pada akhirnya, hasil penelitian diharapkan menjadi dasar empiris yang dapat dipakai untuk membaca perilaku modal asing dengan lebih akurat (Markowitz, 1952; Koepke, 2015).

1. Menganalisis dan menguji pengaruh PDB terhadap *Portfolio Investment Liabilities* sebagai proksi investasi portofolio asing di ASEAN-4 periode 2010 Kuartal I–2025 Kuartal IV.
2. Menganalisis dan menguji pengaruh REER terhadap *Portfolio Investment Liabilities* sebagai proksi investasi portofolio asing di ASEAN-4 periode 2010 Kuartal I–2025 Kuartal IV.
3. Menganalisis dan menguji pengaruh selisih suku bunga terhadap *Portfolio Investment Liabilities* sebagai proksi investasi portofolio asing di ASEAN-4 periode 2010 Kuartal I–2025 Kuartal IV.

1.4 Manfaat Penelitian

1.4.1 Manfaat teoretis

Secara teoretis, penelitian ini diharapkan memperkaya literatur ekonomi internasional mengenai determinan *Foreign Portfolio Investment* (FPI) di ASEAN-4 menggunakan data kuartalan periode 2010–2025, serta menguji kembali relevansi teori portofolio modern, teori gravitasi, dan pendekatan push-pull ketika diterapkan pada data yang lebih sensitif terhadap dinamika jangka pendek dibanding data tahunan yang selama ini mendominasi studi terdahulu (Sahoo et al., 2023; Brandao-Marques et al., 2022). Penelitian ini juga diharapkan menjadi rujukan bagi penelitian selanjutnya yang mengkaji topik serupa dengan pendekatan data panel kuartalan pada negara berkembang di Asia Tenggara.

1.4.2 Manfaat praktis

Secara praktis, hasil penelitian ini diharapkan menjadi parameter evaluasi bagi otoritas moneter, khususnya Bank Indonesia dan bank sentral ASEAN lainnya, dalam merumuskan bauran kebijakan (*policy mix*) berbasis data frekuensi tinggi, elastisitas REER dan IRD kuartalan dapat digunakan untuk mengukur batas aman selisih suku bunga domestik terhadap *Federal Funds Rate* (FFR) guna memitigasi risiko *sudden reversal* tanpa menekan pertumbuhan sektor riil, sekaligus membantu otoritas mengantisipasi risiko pembalikan arus modal sebelum dampaknya meluas ke sektor keuangan domestik (UNCTAD, 2023; BIS, 2024). Bagi investor dan pelaku pasar modal, penelitian ini memberikan acuan empiris

untuk menyusun strategi alokasi aset regional yang optimal (*efficient frontier*) di pasar saham dan obligasi ASEAN-4, sekaligus indikator peringatan dini (*early warning system*) atas volatilitas sub-periode. Bagi pemerintah negara-negara ASEAN-4, khususnya kementerian keuangan, hasil pengujian variabel PDB dan IRD dapat menjadi landasan dalam merancang insentif fiskal adaptif untuk menjaga stabilitas likuiditas pasar surat utang negara sekaligus mendukung pembiayaan defisit anggaran jangka pendek hingga menengah.

