

BAB II TINJAUAN PUSTAKA

A. Penelitian Pendahuluan

Banyak penelitian telah dilakukan dan hasilnya pun berbeda-beda, Červená (2006) melakukan penelitian mengenai pengukuran *capital flight* dan dampaknya terhadap pertumbuhan ekonomi negara-negara tersebut dalam jangka panjang, subjeknya adalah 75 negara berkembang di 5 benua termasuk negara-negara yang pernah mengalami krisis keuangan serius (contoh: Mexico, Argentina, Brazil, Venezuela, Indonesia, Malaysia, Philippines, Thailand dan Russia), hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa negara-negara dengan tingkat *capital flight* lebih tinggi terhadap PDB mengalami pertumbuhan PDB per kapita yang lebih lambat.

Penelitian yang dilakukan oleh Virgantari (2010) mengenai faktor yang menentukan *capital flight* dan dampaknya terhadap perekonomian Indonesia periode 1996:1 – 2009:1, penelitian tersebut mengkaji variabel yang mempengaruhi *capital flight* di Indonesia dan mengkaji hubungan kausalitas serta dampak *capital flight* terhadap variabel makroekonomi Indonesia dan menunjukkan bahwa fenomena *capital flight* di Indonesia dalam jangka panjang ternyata direspon atau berdampak terhadap perekonomian Indonesia dan variabel non ekonomi seperti rating serta kondisi ketidakstabilan ekonomi dan sosial politik secara empiris terbukti berpengaruh terhadap pelarian modal di Indonesia.

Selain itu penelitian yang dilakukan oleh Yalta (2010) tentang pengaruh *capital flight* terhadap penanaman modal terutama pada 22 negara

berkembangselama tahun 1975 hingga tahun 2000 membuktikan bahwa *capital flight* dapat memiliki efek buruk pada perekonomian dalam negeri dengan menurunkan sumber daya yang tersedia untuk investasi.

Yuniarti (2005) dalam penelitian tentang uji kausalitas utang luar negeri dan *capital flight* Indonesia membuktikan bahwa adanya hubungan kausal utang luar negeridan *capital flight* di Indonesia. Berdasarkan hasil tersebut, dapat dinyatakan, bahwa tingginya *capital flight* Indonesia selama ini disebabkan oleh besarnya utang luar negeri, fenomena ini yang disebut dengan *debt fueled capital flight* dimana utang luar negeri merupakan sumber untuk melarikan modal swasta ke luar negeri.

Tidak hanya penelitian tentang *capital flight* yang memicu permasalahan ekonomi, penelitian mengenai *hot money* dilakukan oleh Korinek (2011) menunjukkan hubungan antara *hot money* dan beberapa krisis finansial yang terjadi di dunia, penelitian ini juga membuktikan bahwa *capital inflows* yang besar membuat negara-negara penerima lebih rentan terhadap gejolak keuangan di masa mendatang, yang berisiko terciptanya krisis keuangan berantai.

Sejalan dengan penelitian Korinek (2011) penelitian yang telah dilakukan sebelumnya oleh Montiel (1998) mengenai masalah yang dihadapi oleh negara-negara berkembang penerima *capital inflows* berisiko terjadinya *macroeconomic overheating* sekaligus peningkatan *macroeconomic volatility* dan juga berisiko tinggi terjadi pembalikan arah *capital inflows* secara tiba-tiba seiring terjadinya krisis mata uang.

B. Tinjauan Pustaka

1. *Capital Flight*

Belum ada definisi pasti mengenai *capital flight* yang dapat diterima secara umum, menurut Cuddington (1986) (dalam Istikomah: 2003) mendefinisikan *capital flight* adalah semua arus modal keluar jangka pendek (*short term capital outflows*) baik yang tercatat maupun tidak tercatat. Arus modal keluar jangka pendek itu dapat disebabkan oleh adanya ketidakpastian situasi ekonomi, atau politik didalam negeri maupun untuk tujuan spekulasi.

Mohsin Khan - Ulhaque (1987)(dalam Istikomah: 2003) yang mendefinisikan *capital flight* sebagai semua arus modal keluar (*capital outflow*) dari negara sedang berkembang dengan tidak memperhatikan latar belakang terjadinya arus modal tersebut dari dalam negeri dan jenis modal tersebut. Diartikan sebagai *capital flight* karena pada umumnya modal di negara sedang berkembang kurang (langka), maka arus modal keluar dapat berarti menghilangkan potensi sumber daya modal yang tersedia, serta pada gilirannya menghilangkan pula potensi pertumbuhan ekonomi.

Menurut Dooley (1988) (dalam Iswantina, 2010) *capital flight* sebagai bagian dari stok aset Luar Negeri (stok tagihan Luar Negeri) yang menggrafikan pendapatan investasi yang tidak tercatat pada neraca pembayaran. Dooley membedakan antara aliran modal keluar secara normal dan tidak normal (*abnormal*). Pada pengaliran modal yang normal, investor menanamkan modalnya di luar negeri dengan pertimbangan memperoleh balas jasa tertentu, sehingga tingkat penerimaan investor domestik diluar negeri tercatat dalam neraca

Arus modal keluar yang normal (*normal capital outflow*) yang terjadi didasarkan pada fakta bahwa aliran arus modal terjadi karena perbedaan beberapa risiko ekonomi dan *return* yang dihasilkan di suatu negara. Ini terlihat pada bagian atas tabel yang mayoritas merepresentasikan perbedaan *return* berdasarkan tingkat risiko yang mungkin terjadi antar negara (*risk adjusted return across country*). Sedangkan dari bagian bawah tabel dapat disimpulkan faktor-faktor yang mempengaruhi aliran arus modal yang terjadi akibat intervensi pemerintah. Dari tabel tersebut di atas disimpulkan bahwa *true capital flight* adalah aliran modal satu arah (*one way flows*) yang terjadi atau disebabkan oleh faktor-faktor pada kuadran kiri bawah.

Capital flight berimplikasi pada hilangnya sumber daya yang bisa digunakan untuk investasi dalam negeri yang secara signifikan dapat meningkatkan kapasitas kemampuan membayar utang suatu negara. Setidaknya ada dua risiko utama yang disebabkan oleh *capital flight*; risiko gagal bayar langsung atau penolakan yang terkait dengan ketakutan akan pengambil alihan aset domestik dan risiko kerugian besar dinilai riil aset domestik yang timbul dari inflasi atau devaluasi nilai tukar (Rojas-Suárez, 1990).

2. Faktor yang Mendorong Capital Inflows

Penjelasan tentang aliran gelombang modal yang masuk ke negara-negara berkembang 2 jenis faktor, yaitu "*push*" dan "*pull*"

a. Faktor "*Pull*"

Faktor "*pull*" adalah semua hal yang menarik modal dari luar negeri sebagai hasil daripada peningkatan *risk-return* dari debitur negara

berkembang. Sebagai contoh tingkat *risk-return* dalam perdagangan domestik meningkat akibat adanya reformasi ekonomi, *capital inflows* tertarik oleh imbal hasil domestik yang lebih tinggi karena akan meningkatkan kesejahteraan (Montiel, 1998).

b. Faktor "*Push*"

Faktor "*push*" adalah segala sesuatu yang menyebabkan berkurangnya "*attractiveness*" untuk memberikan pinjaman kepada negara industri/maju. Hal ini bisa terjadi, misalnya dalam respon untuk faktor-faktor siklikal yang untuk sementara waktu menurunkan tingkat pengembalian aset di negara pemberi pinjaman (Montiel, 1998).

3. *Hot Money*

Belum ada definisi resmi "*hot money*", tetapi istilah ini paling sering digunakan di pasar keuangan untuk merujuk pada aliran dana dari satu negara ke negara lain untuk mendapatkan keuntungan jangka pendek pada perbedaan suku bunga dan / atau pergeseran nilai tukar yang diharapkan. Aliran modal spekulatif disebut "*hot money*" karena mereka dapat bergerak sangat cepat masuk dan keluar dari pasar, berpotensi menyebabkan ketidakstabilan pasar (Martin-Morrison, 2008).

Hot money bisa mendongkrak nilai rupiah dan sekaligus menjatuhkannya. Ketika *hot money* masuk, maka secara otomatis harus berubah wujud dari dolar AS ke Rupiah sehingga terjadi pembelian Rupiah besar-besaran. Inilah yang membuat nilai Rupiah kini bertengger kuat di level Rp 9.000-an. Selanjutnya, di pasar modal, *hot money* mampu mengontrol harga saham sehingga pada gilirannya

IHSG juga terbang tinggi. Nilai transaksi, volume transaksi maupun frekuensi semuanya naik signifikan (Tim BEI, 2010).

4. Pengukuran *Capital Flight*

Hampir tidak mungkin memastikan jumlah *capital flight* dari suatu negara, terutama bagi negara-negara yang menganut sistem devisa bebas. Bahkan untuk negara yang menganut devisa ketat sekalipun, seperti Taiwan, arus modal tetap saja keluar tanpa diketahui oleh otoritas moneter Negara tersebut (Istikomah, 2003). Adanya perbedaan definisi dan asumsi *capital flight* yang ada menyebabkan pengukuran yang terjadi di suatu negara tidak dapat digeneralisir karena menghasilkan suatu besaran angka yang berbeda-beda, beberapa alat pengukuran yang lazim digunakan:

a. *Narrow Measure*

$$CF_{CUDDINGTON} = -(EO + STCO)$$

Pendekatan ini digunakan oleh Cuddington (1986) dalam mengestimasi *capital flight*. Pendekatan ini merupakan pendekatan tradisional yang memfokuskan pada komponen neraca pembayaran dimana EO adalah *errors and omissions* dan STCO adalah *short-term capital outflows* yang merespon terhadap krisis politik atau keuangan, pajak yang lebih berat, perkiraan pengetatan kontrol devisa, devaluasi mata uang dan hiper-inflasi.

b. *Errors and Omissions*

$$CF_{EO} = -EO$$

Pendekatan ini dilakukan jika tidak ada data-data aktual yang diperlukan tidak tersedia, *capital flight* dapat disetarakan dengan *errors and omissions*

(EO) dari statistik neraca pembayaran, meskipun pengukuran ini sangat terbatas dan diragukan.

c. *Erbe and The World Bank*

$$CF_{WB} = \Delta ED + FDI + CAS + FR$$

World Bank termasuk pihak yang pertama kali menggunakan pendekatan *indirect measure* dalam pengukuran *capital flight* terhadap beberapa negara di dunia. World Bank menggunakan 4 (empat) komponen ED *external debt*, FDI *foreign direct investment*, CAS *current account surplus* dan FR *change in foreign reserves* dengan modifikasi pada data hutang luar negeri. Data hutang luar negeri yang digunakan bukan bersumber pada neraca pembayaran melainkan data yang bersumber pada World Debt Table yang dipublikasikan oleh World Bank sendiri. Hal tersebut dilakukan dengan pertimbangan bahwa data hutang pada neraca pembayaran tidak konsisten yang kemungkinan dipengaruhi oleh perubahan nilai tukar dan perubahan yang terjadi dalam pengklasifikasian hutang yang dilaporkan World Bank.

d. *Morgan Guaranty Trust Co.*

$$CF_{MORGAN} = \Delta ED + FDI + CAS + FR + B$$

Pengembangan pengukuran *capital flight* dari sebelumnya sejak ditambahkan akuisisi aset asing oleh bank. Alasan di balik ini belum dijelaskan oleh penulis dari tindakan ini tetapi kami berasumsi bahwa hal ini dilakukan untuk memungkinkan adanya penyesuaian portofolio sektor perbankan (B) (Červená, 2006)

5. Krisis Ekonomi

Sebuah krisis ekonomi adalah gangguan terhadap pasar keuangan sehingga mengacaukan kemampuan pasar untuk mengalokasikan modal - intermediasi keuangan sehingga investasi berhenti. Definisi krisis ekonomi menurut KBBI adalah kemerosotan dalam kegiatan ekonomi yang dapat menimbulkan depresi, sebagai akibat dari kepekaan konjungtur ekonomi bebas. Pemahaman mengenai penyebab terjadinya krisis masih sangat beragam tergantung dari kondisi negara yang dijadikan kasus.

Menurut Radelet dan Sachs (1999) hakekat dari krisis ekonomi adalah terjadinya pemutarbalikan arus modal yang sangat besar secara mendadak. Perekonomian yang telah menarik modal asing dalam jumlah besar mendadak menjadi subyek penarikan fasilitas kredit jangka pendek, terjadi eksodus modal portofolio, dan pelarian modal oleh investor dalam negeri. Salah satu alasan sejumlah besar modal bisa begitu cepat pergi adalah porsi modal tersusun secara substansial dengan waktu jatuh tempo berjangka sangat pendek. Ada 5 jenis utama krisis keuangan menurut Radelet dan Sachs (1998) yaitu:

a. *Macroeconomic policy-induced crisis*

Mengacu pada penelitian Krugman (1979), krisis neraca pembayaran (depresiasi mata uang; hilangnya cadangan valuta asing; jatuhnya nilai tukar yang telah ditentukan) muncul ketika pertumbuhan kredit domestik oleh bank sentral tidak konsisten dengan nilai tukar yang telah ditentukan. Seringkali dalam model Krugman, penyaluran kredit dihasilkan dari komersialisasi anggaran yang defisit. Cadangan devisa turun secara

bertahap sampai bank sentral rentan terhadap pelarian modal secara mendadak, yang menguras cadangan yang tersisa, dan mendesak ekonomi beralih ke suku bunga mengambang.

b. *Financial panic*

Berdasarkan Dybvig-Diamond (1983), penyebab terjadinya krisis adalah dikarenakan terjadinya penarikan besar-besaran atas dana kredit yang diberikan oleh kreditor asing, terutama pinjaman jangka pendek secara mendadak sehingga mengakibatkan kekurangan likuiditas. Secara umum, kepanikan finansial dapat terjadi pada tiga kondisi: utang jangka pendek melebihi aset jangka pendek, tidak ada satupun kreditor swasta yang cukup besar untuk menyediakan semua kredit yang diperlukan untuk melunasi utang jangka pendek yang sudah ada, dan tidak ada pemberi pinjaman.

c. *Bubble collapse*

Menurut Blanchard and Watson (1982), *financial* terjadi jika spekulasi membeli aset keuangan pada harga di atas harga fundamentalnya dengan harapan mendapatkan *capital gain*. Ketika *bubble* terjadi, sangat di luar dugaan namun tidak sepenuhnya tak terlihat, karena para pelaku pasar menyadari adanya *bubble* dan distribusi probabilitasnya.

d. *Moral-hazard crisis*

Menurut Akerlof and Romer (1996), krisis *moral-hazard* muncul karena adanya regulasi dan jaminan pemerintah sehingga bank mampu meminjam kredit lebih besar daripada kemampuan bank tersebut. Jika bank kekurangan modal (*undercapitalized*) dan kurang pengaturan (*under-*

regulated) mereka dapat menggunakan dana tersebut untuk usaha yang terlalu berisiko atau bahkan usaha yang melanggar hukum. Krugman (1998) juga berpendapat bahwa krisis Asia adalah refleksi dari spekulasi berlebihan dan tentu saja pencurian oleh bank yang memperoleh akses ke simpanan dalam negeri dan asing yang dijamin pemerintah.

e. *Disorderly workout*

Menurut Sachs (1995), *disorderly workout* terjadi saat peminjam yang tidak likuid atau tidak bisa melunasi hutang memicu kreditor untuk memaksakan likuidasi kendati peminjam jauh lebih bernilai sebagai perusahaan yang sedang berjalan. *Disorderly workout* khususnya terjadi saat pasar berjalan tanpa manfaat dari koordinasi kreditur melalui undang-undang kepailitan. Masalah ini sering dikenal sebagai “*debt overhang*”

5. Krisis *subprime-mortgage* Amerika Serikat

Krisis kredit macet perumahan berisiko tinggi (*subprime mortgage*) di AS secara tiba-tiba berkembang menjadi krisis keuangan global, dan kemudian dalam hitungan bulan telah berubah menjadi krisis ekonomi yang melanda ke seluruh dunia. Pengumuman BNP Paribas, Perancis, pada 9 Agustus 2007 yang menyatakan ketidaksanggupannya untuk mencairkan sekuritas yang terkait dengan *subprime mortgage* dari AS, menandai dimulainya krisis yang dengan segera meluas menjadi krisis likuiditas terburuk di berbagai belahan dunia. *Subprime mortgage* merupakan istilah untuk kredit perumahan (*mortgage*) yang diberikan kepada debitur dengan sejarah kredit yang buruk atau belum memiliki sejarah kredit sama sekali, sehingga digolongkan sebagai kredit yang berisiko

tinggi. Kerugian besar yang terjadi sebenarnya bersumber dari praktik pengemasan *subprime mortgage* tersebut kedalam berbagai bentuk sekuritas lain, yang kemudian diperdagangkan di pasar finansial global. Dalam sistem keuangan modern, praktik sekuritisasi MBS (*mortgage-backed securities*) ini merupakan suatu hal yang telah lazim, dan bahkan pada tahun 2006 jumlah kredit perumahan di AS (*mortgage*) yang disekuritisasi menjadi MBS telah mencapai hampir 60% dari seluruh *outstanding* kredit perumahan. Pengumuman BNP Paribas pada Agustus 2007 secara tiba-tiba memicu krisis kepercayaan di pasar keuangan global. Sulitnya mendeteksi bank atau institusi mana yang memiliki aset yang terkait dengan *subprime mortgage* dari AS, menyebabkan munculnya perilaku menghindar dari risiko (*risk aversion*) yang berlebihan dari pelaku pasar. Kondisi ini segera menciptakan kekeringan likuiditas yang sangat parah di pasar keuangan global. Untuk mengatasi kekurangan likuiditas tersebut, Federal Reserve (The Fed) dan ECB bertindak cepat dengan memompa likuiditas ke pasar sebesar masing-masing USD 24 miliar dan € 95 miliar pada Agustus 2007. Selain menambah likuiditas, The Fed juga mengambil langkah menurunkan suku bunga. Namun tindakan ini ternyata tidak mampu meredam gejolak pasar keuangan. Setelah pengumuman BNP Paribas di Agustus 2007, berturut-turut terungkap kerugian besar yang dialami bank maupun lembaga keuangan lain, akibat kepemilikan lembaga-lembaga ini pada *subprime mortgage* dari AS. Selanjutnya, laporan kerugian dari berbagai lembaga keuangan berskala besar terus bermunculan yang dibarengi dengan kekeringan likuiditas di pasar keuangan berbagai negara, khususnya AS dan Eropa. Akhirnya, pada September 2008

Fannie Mae dan Freddie Mac, dua lembaga penyalur kredit perumahan yang menguasai hampir separuh *outstanding* kredit perumahan di AS juga terkena imbas krisis. Dan pada 15 September 2008 Lehman Brothers dinyatakan bangkrut, menjadikannya sebagai bank investasi besar pertama yang benar-benar mengalami kolaps sejak terjadinya krisis.

Tabel 2. Kronologis Krisis Finansial Global Tahun 2007-2009

Tahun	Bulan	Kronologis
2007	Agustus	BNP Paribas tidak sanggup mencairkan sekuritas yang terkait dengan <i>subprime mortgage</i> di AS. The Fed dan ECB memompa likuiditas ke pasar masing-masing USD 24 miliar dan hampir € 95 miliar. The Fed menurunkan suku bunga menjadi 4,75%.
	Oktober	Kerugian besar dialami bank maupun lembaga keuangan seperti UBS Bank (Swiss), Citibank, dan Merrill Lynch. Bank of England (BOE) melakukan injeksi likuiditas sebesar £10 miliar akibat penarikan uang besar-besaran (<i>bank run</i>). The Fed kembali menurunkan suku bunga 25 bps menjadi 4,5%.
	Desember	The Fed mengambil langkah memompa likuiditas melalui kerjasama dengan lima bank sentral lain, yaitu Bank of Canada, BOE, Bank of Japan, ECB, dan Swiss National Bank. The Fed memangkas suku bunga 25 bps menjadi 4,25%.
2008	Januari-Maret	Pasar saham global berjatuh, terendah sejak September 2001. The Fed kembali memangkas suku bunganya dalam 3 bulan sebanyak 200 bps menjadi 2,25% dan terus melakukan injeksi likuiditas. Bear Stearns, salah satu dari lima bank investasi terbesar di AS, terpaksa diakuisisi oleh rivalnya JP Morgan Chase, menyusul kerugian besar yang diderita.
	September	Pemerintah AS memutuskan untuk menyelamatkan Fannie Mae dan Freddie Mac, yang menjadi program <i>bailout</i> terbesar dalam sejarah AS selama ini. Lehman Brothers dinyatakan bangkrut, menjadikannya sebagai bank investasi besar pertama yang benar-benar mengalami kolaps sejak terjadinya krisis. American International Group (AIG), perusahaan asuransi terbesar di AS, juga diambang kebangkrutan. The Fed memutuskan untuk memberikan <i>bailout</i> sebesar USD85 miliar. Dampak

Tabel 2. Kronologis Krisis Finansial Global Tahun 2007-2009 (lanjutan)

		<p>krisis keuangan telah semakin berimbas ke sektor riil, seperti tercermin dari turunnya angka penjualan eceran dan meningkatnya pengangguran di AS dan berbagai negara Eropa.</p> <p>Intensitas krisis ke seluruh dunia semakin meningkat, dipicu oleh kebangkrutan Lehman Brothers. <i>Flight to quality</i> memicu <i>outflows</i> yang menyebabkan melemahnya nilai tukar. Pemerintah AS akhirnya mengumumkan paket penyelamatan sektor finansial sebesar USD700 miliar, Inggris mengumumkan paket penyelamatan perbankan sedikitnya sebesar £50 miliar. Jerman menyediakan bantuan sebesar €50 miliar untuk menyelamatkan Hypo Real Estate Bank. Tindakan tersebut juga ditambah aksi bersama penurunan suku bunga sebesar 0,5% dengan lima bank sentral lain yaitu ECB, BoE, Bank of Canada, Swedia, dan Swiss.</p> <p>Tiga negara yaitu Ukraina, Pakistan, dan Eslandia menerima bantuan finansial dari IMF, disusul oleh Hongaria dan Belarusia. AS secara resmi dinyatakan berada dalam kondisi resesi oleh Economic Research National Bureau of (NBER). The Fed terus menurunkan suku bunga hingga mencapai level 0,25%, yang merupakan level terendah dalam sejarah.</p> <p>Angka pengangguran di AS pada bulan Desember 2008 tercatat sebesar 7,2%, yang merupakan angka tertinggi dalam 16 tahun terakhir. Ekspor Cina dilaporkan mengalami penurunan terbesar dalam satu dekade terakhir. Inggris secara resmi dinyatakan berada dalam kondisi resesi. Senat AS akhirnya menyetujui paket penyelamatan ekonomi senilai US\$838 miliar. Pada bulan yang sama, US Treasury mengumumkan paket penyelamatan bank senilai USD1,5 triliun.</p>
	Oktober	
	November-Desember	
2009	Januari-Februari	

Sumber: BBC 2008-2009, Timeline: Global Credit Crunch dalam Outlook Ekonomi Indonesia, 2009

Kuatnya intensitas krisis membuat negara-negara kawasan Asia, yang semula dianggap relatif steril dari dampak krisis, akhirnya sulit bertahan dan turut pula terkena imbas krisis. Walaupun Indonesia termasuk 3 negara yang pertumbuhannya positif selama terjadi krisis disamping China dan India

Sementara itu, kesulitan likuiditas keuangan global dan meningkatnya perilaku *risk aversion* dari pemodal asing memicu terjadinya realokasi ke aset yang lebih aman (*flight to quality*) juga berdampak pada menurunnya kinerja neraca transaksi modal dan finansial.

