

ANALISIS HUBUNGAN NILAI TUKAR DAN ARUS MASUK INVESTASI ASING LANGSUNG: STUDI EMPIRIS DI NEGARA-NEGARA *DEVELOPING-EIGHT* (D-8) PERIODE 2008-2021

Ummu Habibah Hakim

Program Studi Magister Ekonomi Syariah, Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam, UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta
habibahhakim661@gmail.com

Hikmah Endraswati

Program Studi Magister Ekonomi Syariah, Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam, UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta
197705072000032001@uin-suka.ac.id

Informasi Artikel

Tanggal Masuk:
17 Desember 2023

Tanggal Revisi:
2 Februari 2024

Tanggal Diterima:
20 Februari 2024

Publikasi On line:
28 Maret 2024

Abstract

Investment decisions are very important financial decisions, where investors look for accurate determining factors to decide whether to invest in another country. Meanwhile, there is no one set of explanatory variables that is universally accepted and can be considered as a true determinant of FDI. This research seeks to complement the literature by presenting new evidence from the perspective of D-8 countries, with an emphasis on the role and implications of the real exchange rate on FDI inflows. This research is quantitative research, using panel data regression analysis with Random Effect (REM) and Fixed Effect (FEM) models. Data was obtained from the World Bank, where the sample consists of time series data in the form of annual data for 13 years, from the 2008-2021 period. Data were analyzed using multiple linear regression analysis with the Ordinary Least Square (OLS) method in the Eviews 12 application. The study results revealed a significant positive relationship between the exchange rate and FDI inflows. Therefore, policies aimed at targeting exchange rate stability are very important in D-8 countries, so that they are neither too weak nor too strong, because investors are the ones who maximize profits. Therefore, investment uncertainty should be kept as low as possible.

Key Words: FDI, Exchange Rate, D-8 Countries

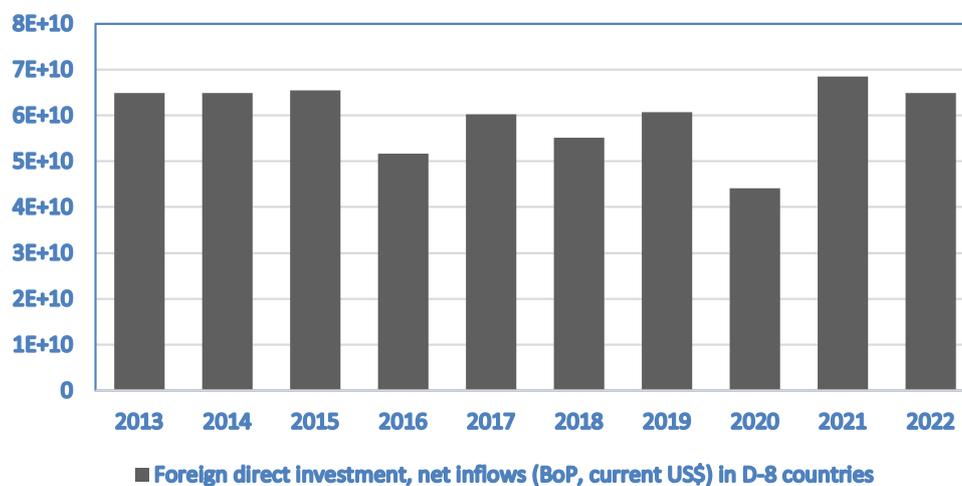
Abstrak

Keputusan investasi merupakan keputusan keuangan yang sangat penting, dimana investor mencari faktor penentu yang akurat untuk memutuskan apakah investasi di negara lain harus dilakukan. Sementara itu, tidak ada satu set variabel penjelas yang diterima secara universal dan dapat dianggap sebagai faktor penentu FDI yang sebenarnya. Penelitian ini berupaya melengkapi literatur dengan menghadirkan bukti baru dari perspektif negara-negara D-8, dengan menitikberatkan pada peran dan implikasi nilai tukar terhadap arus masuk FDI. Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif, menggunakan analisis regresi data panel dengan model Random Effect (REM) dan Fixed Effect (FEM). Data diperoleh dari World Bank, dimana sampelnya terdiri dari data time series berupa data tahunan selama 13 tahun, dari periode 2008-2021. Data dianalisis menggunakan analisis regresi linier berganda dengan metode Ordinary Least Square (OLS) aplikasi Eviews 12. Hasil studi mengungkap hubungan positif yang signifikan antara nilai tukar dan arus masuk FDI. Oleh karena itu, kebijakan yang ditujukan untuk menargetkan stabilitas nilai tukar sangat penting di negara-negara D-8, supaya tidak terlalu lemah dan juga tidak terlalu kuat, karena investor adalah pihak yang memaksimalkan keuntungan. Oleh karena itu, ketidakpastian investasi harus dijaga serendah mungkin.

Key Words: FDI, Nilai Tukar, Negara Negara D-8

PENDAHULUAN

Globalisasi telah mendorong arus perdagangan melewati batas-batas lintas negara. Salah satu bentuk dampak dari globalisasi adalah masuknya investasi asing. Tidak diragukan lagi bahwa *foreign direct investment* (FDI) atau investasi asing langsung memainkan peran penting dalam pembangunan perekonomian suatu negara (Chandra & Handoyo, 2020). FDI dibutuhkan oleh negara-negara berkembang dalam memajukan pembangunan ekonomi dan sosial, meningkatkan kapasitas produksi, meningkatkan laju pertumbuhan ekonomi, dan memperbaiki situasi perekonomian (Louail, 2019). Lebih dari itu, FDI tidak hanya meningkatkan investasi suatu negara tetapi juga berdampak pada terciptanya lapangan kerja baru dan juga mengarah pada pengalihan aset tak berwujud seperti keterampilan manajemen dan teknologi ke negara tuan rumah dan menyediakan sumber teknik organisasi baru (Cui & Xu, 2019). Negara-negara di seluruh dunia, termasuk negara-negara berkembang yang merupakan kelompok *Developing-Eight Countries* (D-8), berupaya memperbaiki iklim investasi mereka untuk menarik FDI sebanyak mungkin. D-8 adalah asosiasi kerja sama ekonomi antara delapan negara berkembang dengan mayoritas warga Muslim yang bertujuan untuk meningkatkan kerja sama pembangunan. Pada Konferensi Tingkat Tinggi (KTT) Kepala Negara dan Pemerintahan tanggal 15 Juni 1997, Deklarasi Istanbul digunakan untuk memproklamkan secara resmi pembentukan Organisasi Kerjasama Ekonomi D-8, yang beranggotakan delapan (8) negara-negara berkembang yaitu Bangladesh, Indonesia, Iran, Malaysia, Mesir, Nigeria, Pakistan, dan Turki. Organisasi Kerjasama Ekonomi D-8 berupaya untuk meningkatkan standar hidup, mendiversifikasi dan membuka kemungkinan perdagangan baru, memperkuat kedudukan negara-negara anggota dalam perekonomian global, dan mendorong keterlibatan dalam pengambilan keputusan internasional. Keuangan, perbankan, penelitian dan teknologi, pembangunan kemanusiaan, pembangunan pedesaan, pertanian, energi, lingkungan hidup, dan kesehatan merupakan bidang kolaborasi yang penting.



Sumber: (World Bank, 2022)

Gambar 1. Pertumbuhan FDI di Negara-Negara Developing-Eight (D-8)

Berdasarkan Gambar 1, dapat dilihat bahwa selama 10 tahun terakhir, arus masuk FDI di negara-negara D-8 tumbuh secara fluktuatif. Aliran masuk tertinggi terjadi pada tahun 2021 yaitu mencapai 68 miliar US\$, setelah mengalami kenaikan sebesar 21% dari tahun sebelumnya atau tahun 2020, yang mana merupakan periode dengan perolehan investasi paling rendah, yang hanya memperoleh aliran masuk FDI sebesar 44 miliar US\$. Hal ini disebabkan oleh adanya pandemi covid-19 yang melanda hampir seluruh negara di dunia, termasuk negara-negara yang tergabung dalam kelompok developing-eight. Diantara delapan negara tersebut, pada tahun 2022, Indonesia menjadi negara yang paling banyak mendapatkan aliran masuk FDI, yaitu sebesar 21 miliar

US\$. Diikuti oleh Malaysia dengan perolehan 14,7 miliar US\$, Turki 13 miliar US\$ dan Mesir sebesar 11,4 miliar US\$ (World Bank, 2022).

Sebelum berinvestasi, investor asing menentukan kriteria yang menjadi dasar keputusan apakah negara tujuan layak untuk menjadi sasaran berinvestasi. Kriteria tersebut dapat mencakup berbagai faktor, seperti faktor ekonomi, faktor politik dan institusi, serta faktor sumber daya alam. Sejumlah penelitian terdahulu telah mencoba menghubungkan faktor-faktor tersebut dengan peningkatan FDI di berbagai negara. Faktor ekonomi yang mempunyai hubungan dengan FDI adalah ukuran pasar, keterbukaan perdagangan, dan stabilitas ekonomi yang meliputi tingkat suku bunga, tingkat inflasi, dan nilai tukar. Ukuran pasar menjadi faktor penentu FDI yang paling signifikan (Kumari & Sharma, 2017). Ukuran pasar biasanya merepresentasikan pemanfaatan sumber daya yang efisien dan skala ekonomi suatu negara. Korsah et al. (2022) menemukan bahwa ukuran pasar, tingkat ekspor dan impor, keterbukaan perdagangan dan nilai tukar berpengaruh terhadap FDI di negara Afrika bagian barat. Chandra & Handoyo (2020) mengonfirmasi keterbukaan perdagangan dan ukuran pasar mempunyai hubungan positif, dan tingkat inflasi berhubungan negatif dengan arus masuk FDI di 31 negara Asia. Sementara itu, temuan studinya menyatakan bahwa nilai tukar dan suku bunga tidak berhubungan dengan masuknya FDI ke negara tuan rumah. Faktor politik dan institusi atau kelembagaan juga menjadi salah satu perhatian utama calon investor asing. Negara yang memiliki kualitas kelembagaan dan stabilitas politik yang baik berpotensi meningkatkan FDI (Chandra & Handoyo, 2020). Sebagaimana dikemukakan, stabilitas politik yang lebih besar, yang berarti risiko politiknya lebih rendah, akan sangat mendorong aliran FDI ke negara tersebut. Sebagaimana penelitian Pratiwi (2020), yang menemukan bahwa stabilitas politik berpengaruh positif terhadap aliran masuk FDI di negara-negara ASEAN. Sementara Korsah et al. (2022) menemukan sebaliknya bahwa infrastruktur dan stabilitas politik tidak signifikan dalam menentukan arus masuk FDI di negara Afrika bagian barat.

Secara empiris, hubungan sumber daya alam dan aliran FDI juga turut mendapat banyak perhatian. Akan tetapi, tidak ada konsensus umum mengenai dampak sumber daya alam terhadap masuknya FDI (Shapiro et al., 2018). Literatur terdahulu melahirkan kontroversi baik secara teoritis maupun empiris. Negara-negara yang kaya sumber daya alam menarik volume FDI masuk yang lebih rendah dibandingkan negara-negara yang kekurangan sumber daya. Sebagaimana yang ditemukan oleh Eissa dan Elgammal (2020) bahwa cadangan minyak mempunyai dampak negatif terhadap FDI. Hal ini mungkin terjadi karena negara-negara dengan cadangan minyak yang besar seperti negara-negara GCC mempunyai sumber daya keuangan yang cukup untuk membiayai pembangunan ekonomi mereka. Hal ini menyebabkan pemerintah menerapkan pembatasan untuk melindungi sumber daya mereka, sehingga mengurangi jumlah FDI yang mencari sumber daya. Sementara hasil penelitian Lu et al. (2020) mengatakan sebaliknya. Terdapat hubungan yang positif dan signifikan antara sumber daya alam dan masuknya FDI. Hasil ini memperlihatkan adanya FDI yang mencari sumber daya di negara-negara Commonwealth of Independent State (CIS) dan mendukung teori faktor *endowment* yang menyatakan bahwa ketika suatu negara memiliki keunggulan komparatif dalam faktor *endowment*, seperti sumber daya alam, maka aliran investasi asing ke negara tersebut sebagian besar didorong oleh faktor tersebut.

Oleh karena keputusan investasi merupakan keputusan keuangan yang sangat penting, investor mencari faktor penentu yang akurat untuk memutuskan apakah investasi di negara lain harus dilakukan. Sementara itu, Kumari dan Sharma (2017) mengatakan bahwa tidak ada satu set variabel penjelas yang diterima secara universal dan dapat dianggap sebagai faktor penentu FDI yang sebenarnya. Selain itu, sebagaimana telah dipaparkan sebelumnya, hasil temuan pada literatur terdahulu mengemukakan hasil yang berbeda-beda. Oleh karena itu, penelitian ini berupaya melengkapi literatur dengan menghadirkan bukti baru dari perspektif negara-negara D-8, dengan menitikberatkan pada peran dan implikasi nilai tukar terhadap sektor investasi asing langsung. Meskipun beberapa studi mengenai nidan hubungan FDI telah dilakukan, sebagian besar studi tersebut dilakukan di negara-negara maju dan pada tingkat yang lebih rendah di negara-negara berkembang, sementara studi semacam ini untuk negara-negara D-8 jarang dilakukan. Selain itu, terdapat kebutuhan untuk menilai hubungan

nilai tukar dengan FDI yang sebelumnya ditemukan di negara lain pada literatur yang telah ada, juga memberikan dampak yang sama terhadap aliran masuk FDI ke negara-negara D-8.

KAJIAN TEORITIS / TINJAUAN PUSTAKA

Seiring dengan pertumbuhan FDI, teori yang menjelaskan hubungan nilai tukar dengan FDI. Teori yang paling berpengaruh mengenai hubungan nilai tukar dan FDI diajukan oleh Froot dan Stein (1991). Tulisannya menawarkan model FDI yang secara eksplisit menjelaskan hubungan antara nilai tukar dan FDI. Model ini memiliki ciri umum bahwa peningkatan kekayaan merangsang permintaan investasi. Karena perusahaan asing menyimpan sebagian kekayaan mereka dalam mata uang dalam negeri, depresiasi mata uang domestik meningkatkan posisi kekayaan relatif mereka dan karenanya menurunkan biaya modal relatif sehingga memungkinkan mereka untuk menawar aset dalam negeri secara lebih agresif.

Hubungan antara FDI dan nilai tukar juga telah dijelaskan oleh teori penentuan harga opsi dan penghindaran risiko dalam literatur. Menurut model penetapan harga opsi, pilihan untuk memasuki suatu pasar dipengaruhi oleh volatilitas nilai tukar selain antisipasi keuntungan dan biaya masuk yang hangus. Menurut model ini, akan ada lebih sedikit entri dan pilihan nilai yang lebih tinggi untuk memasuki suatu pasar, semakin tidak pasti pasar tersebut dan semakin banyak biaya investasi yang diperlukan untuk memasuki pasar tersebut. Teori penghindaran risiko menyatakan bahwa suatu perusahaan akan berinvestasi di luar negeri jika antisipasi keuntungannya mempertimbangkan tingkat risiko yang ditimbulkan oleh ketidakpastian nilai tukar selama periode waktu antara investasi dan keuntungan (Babubudjnauth & Seetana, 2020).

Kontribusi teoritis terbaru terhadap literatur mengenai FDI mengkaji endogenitas dalam nilai tukar dan motivasi di balik FDI. Menurut Lin et al. (2006), motivasi penanaman modal asing menentukan seberapa terbukanya suatu keuntungan terhadap volatilitas nilai tukar. Misalnya, FDI yang mencari pasar mungkin membuat keuntungan lebih rentan terhadap risiko nilai tukar, sementara substitusi ekspor mungkin mempunyai dampak sebaliknya. Di sisi lain, Russ (2007) menunjukkan bahwa reaksi MNE terhadap volatilitas nilai tukar merupakan fungsi dari sumber guncangan internal dengan memperkenalkan endogenitas nilai tukar dalam model keseimbangan umum. Menurut model tersebut, kebijakan moneter yang ekspansif akan meningkatkan penjualan perusahaan multinasional dengan melemahkan nilai mata uang negara tuan rumah, sedangkan mata uang negara tuan rumah yang lebih kuat menghasilkan nilai tukar yang lebih baik untuk mengkonversi keuntungan namun menurunkan penjualan perusahaan multinasional di pasar dalam negeri.

Sejumlah penelitian telah mengkaji hubungan nilai tukar dengan arus masuk FDI di berbagai negara dengan periode waktu yang berbeda-beda. Eregba (2019) menguji pengaruh nilai tukar, volatilitas dan ketidakpastiannya terhadap aliran masuk FDI di zona moneter Afrika Barat (WAMZ). Studi ini mencakup periode 1980–2014, dan digunakan estimator untuk Fixed Effect Model (FEM). Studi ini memperhitungkan volatilitas nilai tukar dan langkah-langkah ketidakpastian yang masing-masing merupakan langkah-langkah inovasi nilai tukar yang diantisipasi dan tidak diantisipasi. Hasilnya menunjukkan bahwa pergerakan nilai tukar di negara-negara WAMZ lebih merupakan inovasi yang tidak diantisipasi dibandingkan dengan inovasi yang diantisipasi dalam mempengaruhi aliran masuk FDI. Asmae dan Ahmed (2019) mengkaji secara empiris dampak volatilitas harga dan nilai tukar terhadap masuknya Foreign Direct Investment (FDI). Sampel yang digunakan berdasarkan negara Mediterania Maroko dan Turki periode 1990-2017. Temuan empiris di Maroko menunjukkan bahwa baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang, volatilitas nilai tukar bersifat negatif dan sangat signifikan. Sementara untuk Turki, volatilitas nilai tukar ternyata berdampak positif namun tidak signifikan. Selain itu, ditemukan bahwa potensi ukuran pasar, kualitas institusi, dan infrastruktur tampaknya menjadi faktor kunci dalam menarik modal asing di kedua negara. Dalam hal keterbukaan perdagangan, dampak positif terhadap aliran FDI hanya terlihat di Maroko. Kubo (2019) menginvestigasi pengaruh nilai tukar dan faktor lainnya terhadap FDI baru Jepang di Indonesia, Malaysia, Filipina, dan Thailand, dengan menggunakan data panel spesifik industri dari tahun 2008 hingga 2015. Ditemukan bahwa FDI baru berkorelasi lebih kuat dengan ekspektasi permintaan konsumsi dibandingkan dengan pergerakan nilai tukar di Indonesia dan Thailand, sementara aglomerasi perusahaan-perusahaan Jepang lebih banyak mempengaruhi penanaman modal asing baru di Malaysia dan Filipina. Wong et al. (2019) mengkaji hubungan jangka panjang antara kebijakan makroekonomi, nilai tukar dan investasi asing langsung di negara-negara ASEAN-empat-plus-satu terpilih dari tahun 1995 hingga 2015. Analisis didasarkan pada uji akar unit panel, uji kointegrasi panel, uji kointegrasi panel, dan uji kointegrasi panel. penduga kuadrat terkecil biasa yang dimodifikasi dan penduga kuadrat terkecil biasa dinamis. Hasilnya menunjukkan bahwa kebijakan fiskal dan moneter, nilai tukar, dan penanaman modal asing

terkointegrasi di seluruh panel negara. Lebih lanjut, estimator panel mengungkapkan bahwa hubungan antara kebijakan makroekonomi, nilai tukar dan FDI adalah positif dan signifikan secara statistik. Asiamah et al. (2018) menggunakan pendekatan Johansen pada uji kointegrasi dan model autoregresif vektor untuk mempelajari hubungan nilai tukar dan beberapa faktor lain terhadap aliran masuk FDI di Ghana pada periode 1990–2015. Model regresi melaporkan stok FDI sebagai variabel terikat, dan variabel bebasnya adalah: Tingkat inflasi, tingkat suku bunga, nilai tukar efektif riil dan tingkat produk domestik bruto riil, produksi listrik, dan penggunaan telepon. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tingkat inflasi, nilai tukar, dan suku bunga mempunyai pengaruh negatif yang signifikan secara statistik terhadap FDI di Ghana, sedangkan produk domestik bruto, produksi listrik, dan TU mempunyai pengaruh positif terhadap FDI baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek. Lebih lanjut, hasil uji kausalitas Granger menunjukkan adanya hubungan kausalitas dua arah antara produksi listrik, penggunaan telepon, dan FDI. Namun tingkat inflasi, suku bunga, nilai tukar, PDB, dan FDI mempunyai hubungan sebab akibat yang searah. Untuk menguji dampak nilai tukar terhadap aliran masuk bersih FDI di Sri Lanka, Vijesandiran dan Vinayagathan (2020) melakukan penelitian menggunakan prosedur uji ARDL Bounds selama periode 1996–2017. Selain nilai tukar, tingkat tagihan Treasury, indeks harga konsumen produk domestik bruto riil, pajak perusahaan, biaya tenaga kerja, keterbukaan perdagangan, ketidakstabilan politik, adanya kekerasan atau terorisme, dan pengendalian korupsi juga menjadi variabel independen. Berdasarkan hasil persamaan jangka panjang yang menunjukkan proksi ukuran pasar (PDB), depresiasi mata uang domestik, tingkat suku bunga, dan tingkat upah mempunyai dampak positif terhadap aliran masuk FDI dalam jangka panjang, sedangkan tingkat inflasi, pajak perusahaan, perdagangan Variabel keterbukaan, ketidakstabilan politik, dan korupsi mempunyai dampak negatif terhadap arus masuk FDI dalam jangka panjang. Berdasarkan hasil jangka pendek, tidak ada faktor ekonomi dan non-ekonomi yang mempunyai dampak signifikan secara statistik terhadap arus masuk FDI. Di Mauritius, Babubudjauth dan Seetana (2020) mengeksplorasi hubungan jangka pendek dan jangka panjang antara nilai tukar riil dan arus masuk bersih FDI di Mauritius menggunakan data tahunan dari tahun 1980 hingga 2016. Dengan menggunakan pendekatan pengujian terikat ARDL, ditemukan bahwa selain nilai tukar riil, nilai riil tingkat pertumbuhan domestik, sumber daya manusia, nilai perdagangan dan investasi swasta juga mempengaruhi arus masuk FDI baik dalam jangka pendek atau jangka panjang atau pada kedua periode tersebut (Faisal, Pudjihardjo M, 2020). Selain itu, Moraghen et al. (2020) juga menyelidiki interaksi FDI dengan nilai tukar dan volatilitas nilai tukar serta dengan variabel makroekonomi lain yang sama pentingnya di Mauritius, menggunakan data tengah tahunan mulai tahun 1990 hingga 2015. Meskipun volatilitas nilai tukar dan nilai tukar memiliki dampak yang dapat diabaikan terhadap aliran masuk FDI dalam jangka pendek, hasil ARDL menunjukkan bahwa depresiasi nyata Rupee Mauritius terhadap dolar AS selama beberapa dekade terakhir bermanfaat karena secara konsisten meningkatkan aliran masuk FDI. Model ARDL juga menunjukkan bahwa investor terutama menaruh perhatian pada modal infrastruktur, peluang perdagangan, dan sumber daya manusia, terutama ketika menyangkut industri padat karya seperti manufaktur, konstruksi dan pariwisata. Alshubiri (2022) menyelidiki pengaruh tingkat suku bunga riil, nilai tukar dan stabilitas politik terhadap arus masuk investasi asing langsung (FDI) di negara-negara G7 dan Dewan Kerjasama Teluk (GCC) dari tahun 2005 hingga 2019. Dengan metode Least Square dan Panel Dynamic Least Square, hasil estimasi menunjukkan hubungan negatif jangka panjang yang signifikan antara nilai tukar dan arus masuk FDI di negara-negara G7; hubungan ini tidak signifikan di negara-negara GCC. Terdapat juga hubungan negatif jangka panjang yang signifikan antara stabilitas politik dan arus masuk FDI di negara-negara GCC; hubungan ini tidak signifikan di negara-negara G7. Kekuatan pasar harus diperbolehkan untuk menentukan tingkat bunga riil, dan kebijakan moneter harus fokus pada pengembangan nilai tukar yang sistematis untuk meningkatkan stabilitas politik dan keberlanjutan investasi asing di negara maju dan berkembang.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif, menggunakan analisis regresi data panel dengan model Random Effect (REM) dan Fixed Effect (FEM). Model ini sejalan dengan beberapa penelitian sebelumnya (Faisal; Pudjihardjo M; Dwi Budi Santoso, 2018). Selain untuk menganalisis hubungan antara nilai tukar dan arus masuk FDI, penelitian ini juga menguji pengaruh variabel independen lain yang sebelumnya menjadi determinan arus masuk FDI di studi empiris terdahulu, apakah memberikan dampak yang sama terhadap arus masuk FDI di delapan (8) negara yang menjadi anggota D-8. Oleh karenanya terdapat tujuh (7) variabel independen yang diteliti. Seluruh data yang diuji diperoleh dari World Bank. Adapun sampelnya terdiri dari data time series berupa data tahunan selama 13 tahun, dari periode 2008-2021, yang dikumpulkan melalui teknik dokumentasi. Data-

data penelitian yang telah dikumpulkan selanjutnya dianalisis menggunakan software eviews 12. Adapun persamaan model dalam penelitian ini tersaji sebagai berikut:

$$FDI = \alpha + \beta_1 \text{LOG}(\text{EXR}) + \beta_2 \text{LOG}(\text{GDP}) + \beta_3 \text{INFL} + \beta_4 \text{LOG}(\text{IMP}) \\ + \beta_5 \text{LOG}(\text{EXP}) + \beta_6 \text{SDA} + \beta_7 \text{TRADE} + e$$

FDI merupakan jumlah investasi bersih yang masuk pada suatu negara di periode tertentu, mengacu pada aliran ekuitas investasi langsung dalam suatu perekonomian. FDI adalah kategori investasi lintas batas yang terkait dengan penduduk di suatu perekonomian yang memiliki kendali atau tingkat pengaruh yang signifikan terhadap manajemen suatu perusahaan yang bertempat tinggal di perekonomian lain. Kepemilikan 10 persen atau lebih saham biasa dalam saham berhak suara merupakan kriteria untuk menentukan adanya hubungan investasi langsung. FDI adalah jumlah modal ekuitas, investasi kembali pendapatan, dan modal lainnya (World Bank, 2022). Oleh karenanya, untuk FDI menggunakan indikator sebagai berikut:

$$FDI = \text{Foreign direct investment, net inflows (BoP, current US\$)}$$

LOG(EXR) merupakan nilai tukar antara mata uang setiap negara dan dollar. Nilai tukar resmi mengacu pada nilai tukar yang ditentukan oleh otoritas nasional atau nilai yang ditentukan di pasar mata uang yang disetujui secara hukum. Ini dihitung sebagai rata-rata tahunan berdasarkan rata-rata bulanan (satuan mata uang lokal relatif terhadap dolar AS). Adapun nilai tukar dalam penelitian ini diformulasikan sebagai berikut:

$$EXR = \text{Official exchange rate (LCU per US\$, period average)}$$

Adapun LOG(GDP) adalah produk domestik bruto (PDB) masing-masing negara pada periode tertentu yang merepresentasikan ukuran dan skala ekonomi negara dan ini diekspektasikan bahwa ketika skala ekonomi suatu negara lebih besar, maka akan lebih menarik lebih banyak FDI, karena negara menyediakan kondisi pasar yang baik bagi investasi asing (Renani & Mirfatah, 2012). PDB dalam penelitian ini diambil dari data world bank dengan indikator sebagai berikut:

$$GDP = \text{GDP (current US\$)}$$

INFL merupakan tingkat inflasi setiap negara yang merepresentasikan stabilitas makroekonomi suatu negara (Shah, 2016). Tingginya inflasi menunjukkan bahwa kondisi makroekonomi yang tidak stabil, termasuk kebijakan fiskal dan moneter, dan menyebabkan semakin sedikit arus FDI yang masuk (Khan & Mitra, 2014). Tingkat inflasi dalam studi ini diukur dengan indeks harga konsumen menggunakan indikator sebagai berikut:

$$INFL = \text{Inflation, consumer prices (annual \%)}$$

LOG(IMP) merupakan nilai dari semua barang dan jasa yang diterima oleh negara dari berbagai belahan dunia yang dihitung dalam US dollar, termasuk nilai barang, biaya travel, asuransi, biaya lisensi, royalti, bisnis, keuangan dan jasa lainnya (World Bank, 2022). Adapun impor dalam studi ini menggunakan indikator sebagai berikut:

$$IMP = \text{Imports of goods and services (current US\$)}$$

LOG(EXP) adalah total nilai ekspor barang dan jasa mewakili nilai seluruh barang dan jasa pasar lainnya yang diberikan ke seluruh dunia. Nilai tersebut mencakup nilai barang dagangan, pengangkutan, asuransi, transportasi, perjalanan, royalti, biaya lisensi, dan layanan lainnya, seperti komunikasi, konstruksi, keuangan, informasi, bisnis, pribadi, dan layanan pemerintah (World Bank, 2022). Nilai ekspor dalam penelitian ini menggunakan indikator sebagai berikut:

$$EXP = \text{Exports of goods and services (current US\$)}$$

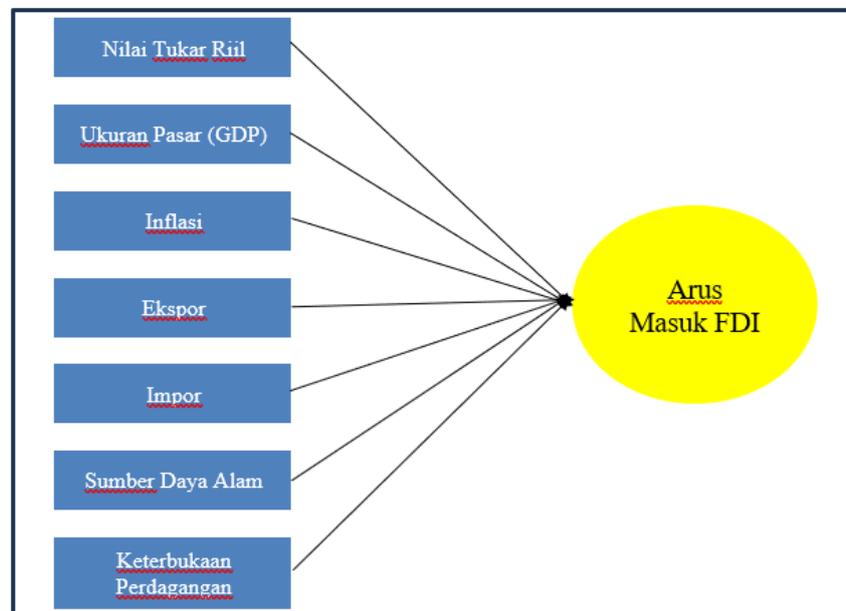
Adapun SDA merupakan harga sumber daya alam yang terdiri dari seluruh pendapatan yang diterima oleh negara dari sumber daya alamnya. Biasanya terdiri dari sewa hutan, mineral, minyak, batu bara dan gas bumi (World Bank, 2022). Oleh karena itu, SDA dalam studi ini menggunakan indikator sebagai berikut:

$$SDA = Total\ natural\ resources\ rents\ (\% \ of\ GDP)$$

TRADE merupakan keterbukaan perdagangan yang diukur dari total ekspor dan impor barang dan jasa yang disajikan dalam persentase dari besaran PDB. Untuk itu, indikator yang digunakan untuk mengetahui nilai keterbukaan perdagangan masing-masing negara yang menjadi variabel adalah sebagai berikut:

$$TRADE = Trade\ (\% \ of\ GDP)$$

Semua variabel, kecuali FDI, INFL, SDA dan TRADE ditransformasikan ke dalam model logaritma untuk memudahkan. FDI dan INFL tidak dikonversi ke dalam log sebab terdapat sebagian data observasi yang negatif. Sementara SDA dan TRADE dihitung dalam persentase.



Gambar 2. Kerangka Penelitian

Data yang diperoleh kemudian dianalisis menggunakan analisis regresi linier berganda dengan metode Ordinary Least Square (OLS) aplikasi Eviews 12, yang digunakan untuk menguji pengaruh eksistensi nilai tukar suatu negara terhadap arus masuk FDI di negara-negara D-8, dengan melibatkan analisis faktor determinan FDI lainnya. Analisis dilakukan melalui beberapa tahap pengujian, yaitu: 1) Statistik deskriptif, 2) Uji pemilihan model estimasi antara REM dan FEM, 3) Uji asumsi klasik meliputi uji normalitas residual, uji autokorelasi, uji multikolinearitas dan uji heteroskedastisitas. Adapun step pengujian yang terakhir yaitu Uji hipotesis, meliputi uji parsial (uji statistik t), uji simultan (uji statistik F), dan uji koefisien determinasi.

HASIL PENELITIAN

Tabel 1 menyajikan ringkasan statistik untuk seluruh variabel untuk memperoleh pemahaman yang adil tentang setiap variabel dan memutuskan apakah variabel memerlukan transformasi. Tabel 1 menunjukkan FDI rata-rata semua negara D-8 untuk seluruh periode sampel mulai dari 2008 hingga 2021 adalah sebesar 7.29E+09 US\$. Aliran masuk FDI terbanyak diperoleh negara Indonesia pada tahun 2014 sebesar 2.51E+10 US\$. Diantara negara-negara D-8 lainnya, Mesir menjadi negara yang paling sedikit menerima FDI pada tahun 2011, bahkan negatif yaitu sebesar -4.83E+08 US\$. Selain itu, Tabel 1 juga menunjukkan rata-rata nilai tukar yang dialami negara-negara D-8, yaitu sebesar 4730.042. Iran menjadi negara yang memiliki nilai tukar paling tinggi selama

tiga (3) tahun berturut-turut dari tahun 2019-2021, yaitu sebesar 42000. Dan Nilai tukar Turki di tahun 2008, diantara nilai tukar negara lainnya, merupakan nilai tukar terendah yang artinya selisihnya lebih sedikit dengan mata uang US\$.

Tabel 1.
Statistik Deskriptif

Variabel	Mean	Maximum	Minimum	SD
FDI (Y)	7.29E+09	2.51E+10	-4.83E+08	6.40E+09
EXR (X1)	4730.042	42000.11	1.301000	9945.121
GDP (X2)	4.58E+11	1.19E+12	9.16E+10	2.65E+11
INFL (X3)	9.978732	43.38900	-1.139000	7.872866
IMP (X4)	1.18E+11	2.91E+11	2.29E+10	7.63E+10
EXP (X5)	1.16E+11	2.89E+11	1.62E+10	8.37E+10
SDA (X6)	7.327054	34.24000	0.260000	7.812487
TRADE (X7)	53.52379	176.6700	16.35000	35.20569

Data Diolah, 2023

Sifat sampel data memerlukan untuk menjalankan model regresi FEM dan REM untuk memperhitungkan heterogenitas individu di antara entitas. Perbedaan model tergantung pada bagaimana intersepsi berkorelasi dengan regresi (Gyimah et al., 2021). Dalam menjalankan REM, kami berasumsi bahwa variabel invarian waktu tidak berkorelasi dan acak dengan prediktor dan karenanya memainkan peran penting dalam menjelaskan variabel dependen. Uji Hausman digunakan untuk memutuskan apakah akan mengadopsi model FEM atau REM (Appiah et al., 2020). Hipotesis nol adalah "model yang diterima adalah REM" sedangkan hipotesis alternatif adalah "model yang diterima adalah FEM." Tabel 2 menyajikan hasil uji empiris dari model FEM dan REM, serta hasil uji estimasi pemilihan model dengan Uji Hausman. Oleh karena nilai probabilitas uji Hausman pada Tabel 7 lebih besar dari 0,05, maka hipotesis nol tidak dapat ditolak. Oleh karena itu, model REM dipilih, dan semua interpretasi dan kesimpulan didasarkan pada hasil model ini. Dalam uji asumsi klasik, tahapan uji normalitas residual menghasilkan nilai Jarque–Bera sebesar 0.533190 dengan nilai probabilitas sebesar 0.765983. Oleh karena nilai probabilitasnya > 0.05, maka dapat disimpulkan bahwa residual berdistribusi normal. Uji Breusch–Godfrey serial correlation LM dan Uji Heteroskedastisitas White diterapkan pada model regresi untuk mengetahui apakah residunya berkorelasi serial dan variansnya mengandung heteroskedastisitas. Hasil uji korelasi menghasilkan nilai 0.1452, yang menunjukkan bahwa tidak ada korelasi serial di dalam model. Adapun hasil uji white menunjukkan bahwa nilai probabilitas chi-square adalah 0.0692. Hasil ini mengonfirmasi bahwa model tidak mengandung gejala heteroskedastisitas. Sementara uji multikolinearitas dilakukan untuk mengidentifikasi apakah terdapat hubungan yang linier diantara variabel bebasnya (Widarjono, 2018). Hasilnya menunjukkan bahwa nilai korelasi antara variabel independen seluruhnya lebih kecil dari 0.09, dengan itu dapat diketahui bahwa tidak terdapat unsur multikolinearitas di antara variabel bebas dalam penelitian ini.

Tabel 2.
Hasil Uji Empiris

Variabel	Fixed Effect Model		Random Effect Model	
	Koefisien	Probabilitas	Koefisien	Probabilitas
C	-1.32E+11	0.0013	-1.42E+11	0.0000
EXR (X1)	1.87E+09	0.0538	3.47E+08	0.0177**
GDP (X2)	4.64E+09	0.2032	5.49E+09	0.0378**
INFL (X3)	-1.08E+08	0.1368	-30819489	0.6067
IMP (X4)	7.23E+09	0.0465	5.74E+09	0.0078***
EXP (X5)	3.65E+09	0.1958	6.19E+09	0.0014***
SDA (X6)	-2.81E+08	0.0675	-2.91E+08	0.0002***
TRADE (X7)	-41626901	0.5567	-89000569	0.0127**
Hasil Model:				
Jumlah Obs	112		112	
R-Squared	0.769088		0.669558	
Prob > F	0.000000		0.000000	

Hausman test:	
Chi-square	4.1809
p-value	0.896
Catatan: Tingkat signifikansi (***) nilai $p < 1\%$; ** nilai $p < 5\%$)	

Data Diolah, 2023

Hasil pengujian menggunakan model REM mengungkapkan bahwa determinan FDI yang signifikan meliputi nilai tukar, ukuran pasar, impor, ekspor, sumber daya alam dan keterbukaan perdagangan (nilai $p < 0.05$). Oleh karenanya, variabel-variabel tersebut dapat digunakan dalam analisis lebih lanjut. Koefisien nilai tukar, ukuran pasar, impor, dan ekspor menggambarkan arah yang positif. Sementara koefisien sumber daya alam dan keterbukaan perdagangan bernilai negatif. Disamping itu, variabel inflasi tidak signifikan berkontribusi pada arus masuk FDI di negara-negara D-8. Selain itu, nilai R^2 pada Tabel 2 adalah sebesar 0.769088, sehingga menunjukkan bahwa seluruh variabel independen dapat menjelaskan 76.9% perubahan dan variabel dependennya, yaitu arus masuk FDI. Adapun nilai probabilitas (p) dari statistik F model ini adalah 0.000, yang mana dapat diartikan bahwa seluruh variabel independen dapat bersama-sama mempengaruhi arus masuk FDI di negara-negara D-8, sebab nilainya kurang dari 0.05/5%.

PEMBAHASAN

Hasil uji estimasi mengungkap hubungan positif yang signifikan antara nilai tukar dan arus masuk FDI. Kenaikan nilai tukar atau depresiasinya senilai 1% akan meningkatkan arus masuk FDI ke negara-negara D-8 sebesar $3.47E+08$. Dampak yang positif ini mengonfirmasi hipotesis yang diajukan oleh Froot & Stein (1991), yang menjelaskan bahwa perusahaan asing menyimpan sebagian kekayaan mereka dalam mata uang dalam negeri, depresiasi mata uang domestik meningkatkan posisi kekayaan relatif mereka dan karenanya menurunkan biaya modal relatif sehingga memungkinkan mereka untuk menawar aset dalam negeri secara lebih agresif. Oleh karena itu, kebijakan yang ditujukan untuk menargetkan stabilitas nilai tukar sangat penting di negara-negara D-8, supaya tidak terlalu lemah dan juga tidak terlalu kuat, karena investor adalah pihak yang memaksimalkan keuntungan. Oleh karena itu, ketidakpastian investasi harus dijaga serendah mungkin (Eregba, 2019).

Kenaikan satu unit GDP diikuti oleh peningkatan arus masuk FDI sebesar $5.49E+09$, yang merefleksikan fakta bahwa arus masuk FDI dan ukuran pasar berinteraksi secara positif di negara-negara D-8. Penelitian Korsah et al. (2022) Mudiyansele et al. (2021) serta penelitian Chandra & Handoyo (2020) mengungkapkan hasil yang serupa dimana ukuran pasar mempengaruhi arus masuk FDI. Negara-negara dengan ukuran pasar yang lebih besar dan tingkat pertumbuhan pasar yang lebih tinggi cenderung menarik lebih banyak FDI dibandingkan negara-negara lain. Investor diharapkan menunjukkan preferensi untuk berinvestasi di negara-negara dengan ukuran pasar dan tingkat pertumbuhan yang lebih besar. Menurut Charkrabarti (2001), investor asing yang mempertimbangkan untuk berinvestasi di luar negeri biasanya lebih memilih untuk berinvestasi di pasar yang besar dan berkembang pesat. Negara-negara D-8 dapat mengandalkan pada ekspansi sektor konstruksi, teknologi, bisnis dan layanan keuangan untuk menarik lebih banyak arus masuk FDI dari berbagai negara. Sektor-sektor ini harus terus memanfaatkan fundamental yang kuat supaya dapat terus tumbuh.

Mengacu pada hasil uji estimasi, impor memiliki dampak positif terhadap arus masuk FDI di negara-negara D-8. Kenaikan satu unit nilai impor akan meningkatkan arus masuk FDI sebesar $5.74E+09$. Hasil ini mengindikasikan bahwa negara sumber yang merupakan importir dari negara D-8 bersedia memberikan investasi langsung kepada negara tuan rumah untuk mengambil alih kepemilikan sumber daya, produksi dan kegiatan operasional lainnya (Yoo & Reimann, 2017). Hasil ini sejalan dengan penelitian Korsah et al. (2022) yang menemukan bahwa impor berpengaruh terhadap arus masuk FDI di negara-negara Afrika Barat. Selain itu, nilai ekspor juga mempengaruhi arus masuk FDI di negara-negara D-8 secara positif signifikan. Teori mata uang yang disampaikan oleh Aliber (1970) lebih lanjut menjelaskan bahwa semakin lemah mata uangnya, semakin mudah bagi negara asal untuk melakukan ekspor dari negara tuan rumah, sehingga menarik lebih banyak FDI. Hasil penelitian ini mengonfirmasi penelitian Davis dan Akbar (2022) yang mengemukakan bahwa arus masuk FDI ke negara-negara ASEAN dipengaruhi secara positif dan signifikan oleh faktor-faktor yang berhubungan dengan ekspor. Peningkatan output merupakan indikasi terjadinya ekspor. Karena output yang meningkat, diperlukan pasar yang semakin besar, yang akan menghasilkan keuntungan yang sangat besar dan menarik minat investor internasional.

Eregha (2019) menyampaikan bahwa kebijakan harus diarahkan pada diversifikasi sektor ekspor untuk mengatasi guncangan global yang tidak dapat diantisipasi akibat pergerakan harga komoditas yang berdampak pada nilai tukar melalui saluran cadangan devisa. Hubungan telekomunikasi, transportasi udara dan laut harus ditingkatkan untuk meminimalisir kerugian jarak yang ada antara perusahaan yang memproduksi di negara-negara D-8 dengan pasar ekspor mereka. Selain itu, diperlukan kebijakan atau upaya dari pemerintah untuk mengurangi kemacetan, dalam rangka menunjang kelancaran pergerakan barang dari titik produksi ke bandara atau pelabuhan, yang selanjutnya sampai pada titik tujuan (Korsah et al., 2022).

Faktor lain yang memiliki pengaruh terhadap arus masuk FDI di negara-negara D-8 adalah sumber daya alam. Berdasarkan hasil uji estimasi, ditemukan bahwa sumber daya alam berinteraksi dengan arus masuk FDI secara negatif. Peningkatan sumber daya alam sebesar satu unit dapat menyebabkan penurunan arus masuk FDI sebesar 2.91E+08. Temuan ini menguatkan apa yang disampaikan oleh Eissa dan Elgammal (2020), dimana negara-negara dengan sumber daya alam yang melimpah, seperti negara-negara GCC yang memiliki cadangan minyak yang besar, mempunyai sumber daya keuangan yang cukup untuk membiayai pembangunan ekonomi mereka. Hal ini menyebabkan pemerintah menerapkan pembatasan untuk melindungi sumber daya mereka, sehingga mengurangi jumlah arus masuk FDI dari negara lain yang memiliki motif untuk mencari sumber daya alam.

Terkait keterbukaan perdagangan, hasil uji estimasi menunjukkan bahwa keterbukaan perdagangan menjadi salah satu determinan arus masuk FDI di negara-negara D-8, dengan hubungan yang positif signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa keterbukaan merupakan variabel penting dalam menjelaskan masuknya FDI di negara-negara D-8. Namun, keterbukaan perdagangan berdampak negatif terhadap arus masuk FDI, hal ini berlawanan dengan teori yang menyatakan bahwa tingkat keterbukaan yang lebih tinggi cenderung tidak menarik FDI (Aprianto et al., 2020; Astot & Sentosa, 2021). Alasan ditemukannya hasil yang negatif antara keterbukaan dan masuknya FDI karena keterbukaan perekonomian negara-negara D-8 mungkin tidak efisien dalam menarik FDI dibandingkan dengan negara-negara pesaing di dunia. Temuan ini tidak sejalan dengan teori risiko politik yang menjelaskan bahwa hambatan perdagangan yang ada sebagai akibat risiko politik yang tidak kondusif mengurangi arus masuk penanaman modal asing (Korsah et al., 2022). Temuan penelitian ini menguatkan apa yang ditemukan oleh (Adow & Tahmad., 2018; Cantah et al., 2018; Mudiyansele et al., 2021) bahwa keterbukaan perdagangan berhubungan negatif dengan arus masuk FDI.

Berbeda dari apa yang diharapkan, koefisien tingkat inflasi domestik yang diprosikan dengan indeks harga konsumen adalah negatif, namun tidak memberikan pengaruh terhadap arus masuk FDI di negara-negara D-8. Hal ini disebabkan tingkat inflasi di negara-negara D-8 cenderung stabil dan rendah, dimana nilainya kurang dari 10% selama 10 tahun terakhir, sehingga tidak begitu dipertimbangkan oleh investor asing. Hal tersebut mencerminkan stabilitas makroekonomi yang berlaku pada perekonomian di negara-negara D-8. Temuan ini serupa dengan yang ditemukan oleh (Babubudjnauth & Seetanah, 2020) yang mengungkapkan bahwa tidak terdapat signifikansi dalam hubungan inflasi dan arus masuk FDI di Mauritius, baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Korsah et al. (2022) juga menemukan hasil yang sama bahwa inflasi tidak mempengaruhi arus masuk FDI di negara-negara Afrika bagian barat, begitu pula di Turki (Meftah & Nassour, 2019).

SIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini mengeksplorasi hubungan antara nilai tukar dan arus masuk FDI di negara-negara D-8 menggunakan data tahunan yang bersumber dari World Bank, dari periode 2008 sampai 2021. Dengan menggunakan metode Ordinary Least Square (OLS), ditemukan bahwa nilai tukar berpengaruh positif terhadap arus masuk FDI di negara-negara D-8. Selain nilai tukar, ukuran pasar, impor, ekspor, sumber daya alam dan keterbukaan perdagangan juga mempengaruhi arus masuk FDI di negara-negara D-8. Oleh karenanya, selain nilai tukar, variabel-variabel tersebut juga harus dipertimbangkan ketika mengambil keputusan untuk berinvestasi di negara-negara D-8. Peneliti menyarankan agar penelitian selanjutnya menggunakan populasi dan rentang sampel yang lebih besar serta periode penelitian yang lebih lama agar dapat memberikan gambaran jangka panjang mengenai investasi asing langsung di berbagai belahan dunia. Peneliti juga memberikan saran untuk menambah atau mengganti variabel independen yang lain sebagai pertimbangan sebelum berinvestasi pada suatu negara, serta mencoba variabel lain sebagai variabel intervening atau moderasi untuk mendukung hubungan dengan variabel independen sebab keputusan investasi merupakan keputusan keuangan yang sangat

penting, sehingga investor mencari faktor penentu yang akurat untuk memutuskan apakah investasi di negara lain harus dilakukan.

DAFTAR PUSTAKA

- Adow, A. H., & Tahmad., A. M. I. (2018). The impact of trade openness on foreign direct invest-ment in Sudan by sector in the 1990–2017 period: An empirical analysis. *Economic Annals-XXI*, 172, 14–21.
- Aliber, R. Z. (1970). A theory of direct foreign investment. In C. P. Kindleberger (Ed.), *The International Corporation* (pp. 17–34). MIT Press.
- Alshubiri, F. (2022). The Impact of the Real Interest Rate, the Exchange Rate and Political Stability on Foreign Direct Investment Inflows: A Comparative Analysis of G7 and GCC Countries. *Asia-Pacific Financial Markets*, 29, 569–603.
- Aprianto, R., Alla Asmara, & Sahara. (2020). Determinan Aliran Masuk Foreign Direct Investment ke Negara-Negara Berpendapatan Rendah. *Jurnal Ekonomi Dan Kebijakan Pembangunan*, 7(2), 174–188. <https://doi.org/10.29244/jekp.7.2.2018.174-188>
- Asiamah, M., Ofori, D., & Afful, J. (2018). Analysis of the determinants of foreign direct investment in Ghana. *Journal of Asian Business and Economic Studies*, 26, 56–75.
- Asmae, A., & Ahmed, B. (2019). Impact of the Exchange Rate and Price Volatility on FDI Inflows: Case of Morocco and Turkey. *Applied Economics and Finance*, 6(3), 87. <https://doi.org/10.11114/aef.v6i3.4218>
- Astot, V., & Sentosa, S. U. (2021). The Effect of Foreign Direct Investment and Foreign Exchange Reserves on Economic Growth in ASEAN Countries. *Advances in Economics, Business and Management Research*, 222(8), 451–456. <https://doi.org/10.56225/ijfeb.v2i1.143>
- Babubudjnauth, A., & Seetanah, B. (2020). An empirical investigation of the relationship between the real exchange rate and net FDI inflows in Mauritius. *African Journal of Economic and Management Studies*, 11(1), 63–74. <https://doi.org/10.1108/AJEMS-02-2019-0081>
- Cantah, G. W., Brafu-Insaidoo, G. W., Wiafe, E. A., & Adams, A. (2018). FDI and Trade Policy Open-ness in Sub-Saharan Africa. *Eastern Economic Journal*, 44, 97–116.
- Chandra, T. A., & Handoyo, R. D. (2020). Determinants of Foreign Direct Investment in 31 Asian Countries for the 2002-2017 Period. *Contemporary Economics*, 14(4), 566–581. <https://doi.org/10.5709/ce.1897-9254.428>
- Charkrabarti, A. (2001). The determinants of foreign direct investment: sensitivity analyses of cross country regressions. *Kyklos*, 54(1), 89–110.
- Cui, L., & Xu, Y. (2019). Outward FDI and profitability of emerging economy firms: Diversifying from home resource dependence in early stage internationalization. *Journal of World Business*, 54(4), 372–386. <https://doi.org/doi.org/10.1016/j.jwb.2019.04.002>
- Davis, B. K., & Akbar, M. A.-F. R. (2022). Determinan Foreign Direct Investment Di 6 Negara Asean Dengan Menggunakan Pendekatan Data Panel. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Bisnis*, 27(3), 403–417. <https://doi.org/10.35760/eb.2022.v27i3.5555>
- Eissa, M. A., & Elgammal, M. M. (2020). Foreign Direct Investment Determinants in Oil Exporting Countries: Revisiting the Role of Natural Resources. *Journal of Emerging Market Finance*, 19(1), 33–65. <https://doi.org/10.1177/0972652719880153>
- Eregha, P. B. (2019). Exchange Rate, Uncertainty and Foreign Direct Investment Inflow in West African Monetary Zone. *Global Business Review*, 20(1), 1–12. <https://doi.org/10.1177/0972150918803835>
- Faisol, Pudjihardjo M, S. D. B. H. A. (2020). Does The Effectiveness of The Government Expenditure Accelerate Economic Growth ? *Advances in Economics, Business and Management Research*, Volume 144, 144(Afbe 2019), 7–14. <https://doi.org/10.2991/aebmr.k.200606.002>
- Faisol; Pudjihardjo M; Dwi Budi Santoso, A. H. (2018). The Impact of Public Expenditure and Efficiency for Economic Growth in Indonesia. *Journal of Applied Economics Sciences*, XIII(7), 1992–2003. <http://cesmaa.org/Extras/JAESArchive>
- Froot, K., & Stein, J. (1991). Exchange rates and foreign direct investment: an imperfect capital markets approach. *Quarterly Journal of Economics*, 106(4), 1191–1217.
- Khan, G. S., & Mitra, P. (2014). A causal linkage between FDI inflows with select macroeconomic variable in India – an econometric analysis. *IOSR Journal of Economics and Finance*, 5(5), 124–133.
- Korsah, E., Amanamah, R. B., & Gyimah, P. (2022). Drivers of foreign direct investment: new evidence from

- West African regions. *Journal of Business and Socio-Economic Development*, 1–17. <https://doi.org/10.1108/jbsed-12-2021-0173>
- Kubo, A. (2019). A note on determinants of Japanese foreign direct investment in Southeast Asia, 2008–2015. *Economic Analysis and Policy*, 62, 192–196. <https://doi.org/10.1016/j.eap.2019.03.003>
- Kumari, R., & Sharma, A. K. (2017). Determinants of foreign direct investment in developing countries: a panel data study. *International Journal of Emerging Markets*, 12(4), 658–682. <https://doi.org/10.1108/IJoEM-10-2014-0169>
- Lin, C., Chen, M., & Rau, H. (2006). Exchange rate volatility and the timing of direct investment: market seeking versus export-substitution. *Department of Trade, National Chengchi University*, 1–36.
- Louail, B. (2019). Determinants of foreign direct investment in Arab countries during 1970–2016. *International Journal of Advanced and Applied Sciences Pakistan*, 6(3), 102–110.
- Lu, W., Kasimov, I., Karimov, I., & Abdullaev, Y. (2020). Foreign direct investment, natural resources, economic freedom, and sea-access: Evidence from the commonwealth of independent states. *Sustainability*, 12(8), 1–18. <https://doi.org/10.3390/SU12083135>
- Meftah, S., & Nassour, A. (2019). Macroeconomic Variables and Foreign Direct Investment Inflows in Turkey. *Signifikan: Jurnal Ilmu Ekonomi*, 8(2), 195–206. <https://doi.org/10.15408/sjie.v8i2.10560>
- Moraghen, W., Seetanah, B., & Sookia, N. U. H. (2020). The impact of exchange rate and exchange rate volatility on Mauritius foreign direct investment: A sector-wise analysis. *International Journal of Finance and Economics*, 28(1), 208–224. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2416>
- Mudiyanselage, M. M. R., Epuran, G., & Tescaşiu, B. (2021). Causal Links between Trade Openness and Foreign Direct Investment in Romania. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(90), 1–18. <https://doi.org/10.3390/jrfm14030090>
- Pratiwi, D. R. (2020). Analysis of Foreign Direct Investment (FDI) Determinant in ASEAN. *Jurnal Budget*, 5(1), 47–66.
- Renani, H. S., & Mirfatah, M. (2012). The Impact of Exchange Rate Volatility on Foreign Direct Investment in Iran. *Procedia Economics and Finance*, 1(12), 365–373. [https://doi.org/10.1016/s2212-5671\(12\)00042-1](https://doi.org/10.1016/s2212-5671(12)00042-1)
- Russ, K. (2007). The endogeneity of the exchange rate as a determinant of FDI: a model entry and multinational firms. *Journal of International Economics*, 71, 344–372.
- Shah, M. H. (2016). Financial development and foreign direct on investment: the case of Middle East and North African (MENA) developing nations. *Journal of Management*, 1(2), 93–109.
- Shapiro, D., Hobdari, B., & Oh, C. H. (2018). Natural resources, multinational enterprises and sustainable development. *Journal Eorld Bus*, 53, 1–14.
- Vijesandiran, S., & Vinayagathan, T. (2020). An Empirical Analysis of the Impact of Economic and Noneconomic Determinants on Foreign Direct Investment of Sri Lanka. *The Studies in Regional Development*, 5, 1–35.
- Widarjono, A. (2018). *Ekonometrika: Pengantar dan Aplikasinya Disertai Panduan EViews* (5th ed.). UPP STIM YKPN.
- Wong, M. F., Fai, C. K., Yee, Y. C., & Cheng, L. S. (2019). Macroeconomic policy and exchange rate impacts on the foreign direct investment in ASEAN economies. *International Journal of Economic Policy in Emerging Economies*, 12(1), 1–10. <https://doi.org/10.1504/IJEPEE.2019.098629>
- World Bank. (2022). *World Development Indicators*.
- Yoo, D., & Reimann, F. (2017). Internationalization of developing country firms into developed countries: the role of host country knowledge-based assets and IPR protection in FDI location choice. *Journal of International Management*, 23(3), 242–254.