

## Risiko Pencucian Uang dan Portofolio: Hambatan atau Jembatan bagi Modal Asing?

Isnu Pujarama\*, Khoirunurrofik 

Departemen Ekonomi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Indonesia, Jakarta, 10430, Indonesia

Korespondensi penulis: isnu.pujarama@ui.ac.id

### Kata Kunci:

*Generalized Method of Moments (GMM) two-step*, investasi portofolio asing, negara maju, negara berkembang, risiko pencucian uang

### Abstrak

Investasi portofolio asing sangat sensitif terhadap risiko, termasuk risiko pencucian uang yang dapat menurunkan transparansi, meningkatkan volatilitas, dan melemahkan kepercayaan investor. Kajian mengenai dampak regulasi anti pencucian uang terhadap modal asing selama ini lebih banyak berfokus pada investasi langsung dan sektor perbankan, investasi portofolio yang bersifat lebih likuid dan responsif terhadap risiko tata kelola justru berpotensi lebih terdampak namun belum banyak diteliti. Perbedaan kapasitas kelembagaan dan efektivitas regulasi anti pencucian uang antarnegara juga menyebabkan dampak yang tidak seragam, khususnya antara negara maju dan berkembang. Penelitian ini menguji pengaruh risiko pencucian uang terhadap investasi portofolio asing dengan menggunakan pendekatan linier dan non-linier. Penelitian ini menggunakan data panel 104 negara selama 2012–2021, melalui *model Generalized Method of Moments (GMM) two-step* yang mampu menangani endogenitas dan heterogenitas antarnegara secara simultan. Temuan penelitian ini diharapkan dapat memberikan landasan empiris bagi pengambil kebijakan dalam merancang sistem pengawasan keuangan yang proporsional dan tidak kontraproduktif terhadap daya tarik investasi. Hasil penelitian pada kelompok negara berkembang pada tingkat risiko pencucian uang rendah investasi menurun hingga titik ambang tertentu dan meningkat setelah melewati ambang tersebut. Pada kelompok negara maju risiko pencucian uang memiliki peran non-linier dalam memengaruhi investasi portofolio asing, sehingga kebijakan perlu dirancang secara proporsional agar tidak menghambat arus modal yang dibutuhkan untuk pembangunan ekonomi.

Dikirimkan: 30 Maret 2026

Diterima: 9 Juni 2026

Diterbitkan: 28 Juni 2026

Copyright (c) Author



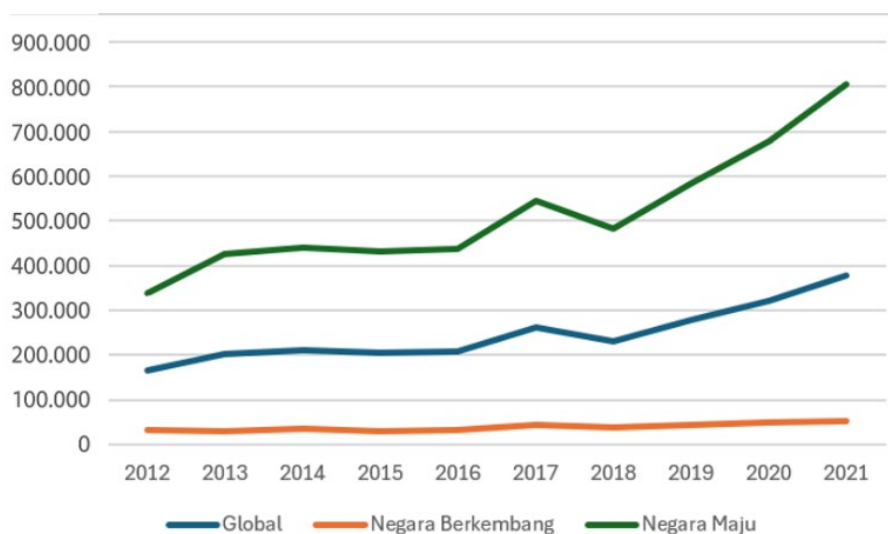
**Untuk mensitasi artikel ini:** Pujarama, I. & Khoirunurrofik. 2026. *Risiko Pencucian Uang dan Portofolio: Hambatan atau Jembatan bagi Modal Asing?*. *AML/CFT Journal: The Journal of Anti Money Laundering and Countering the Financing of Terrorism* 4(2):169-195, <https://doi.org/10.59593/amlcft.2025.v4i2.287>

### Pendahuluan

Investasi portofolio asing berperan penting dalam mendorong pertumbuhan ekonomi dan memperkuat stabilitas sistem keuangan yang mendukung pembiayaan investasi, perluasan pasar modal, serta peningkatan efisiensi distribusi sumber daya. Errunza (2001) menyatakan bahwa investasi ini juga memberikan manfaat berupa diversifikasi risiko, peningkatan

likuiditas, dan akses pada teknologi serta praktik manajerial global.<sup>1</sup> Camanho et al. (2022) menyatakan investasi portofolio asing turut mendorong perbaikan tata kelola dan reformasi kelembagaan di negara penerima melalui ekspektasi investor asing terhadap transparansi dan efisiensi.<sup>2</sup>

Investasi portofolio asing memberikan efek stabilisasi ekonomi dengan meningkatkan ketahanan pasar modal terhadap guncangan global sebagaimana ditemukan oleh Thapa & Poshakwale (2012), menunjukkan bahwa modal asing yang stabil memperkuat daya tahan sistem keuangan.<sup>3</sup> Kwabi et al. (2016) menyoroti bahwa kehadiran investor asing menurunkan biaya modal melalui peningkatan likuiditas dan penurunan premi risiko, berbeda dengan negara yang didominasi investasi domestik dan menghadapi bias investasi tinggi.<sup>4</sup> Berbeda dengan Durham (2004), manfaat tersebut sangat bergantung pada kapasitas absorptif suatu negara di mana sistem keuangan dan kelembagaan yang lemah justru dapat menjadikan investasi portofolio asing sebagai sumber volatilitas daripada motor pembangunan jangka panjang.<sup>5</sup>



**Grafik 1. Tren Investasi Portofolio Asing (Rata-Rata) dalam juta dollar USD**

Sumber: *External Wealth of Nations* (diolah)

Grafik tren investasi portofolio asing menunjukkan peningkatan signifikan dalam nilai portofolio secara global, dengan rata-rata global tumbuh dari sekitar 170 miliar USD pada 2012 menjadi hampir 300 miliar USD pada 2021. Pertumbuhan paling mencolok terjadi di negara maju yang meningkat dari sekitar 340 miliar USD menjadi lebih dari 850 miliar USD, mencerminkan dominasi negara-negara tersebut dalam menarik investasi portofolio asing dalam bentuk saham. Negara berkembang menunjukkan tren yang stagnan, hanya tumbuh dari sekitar 30 miliar USD pada 2012 menjadi sekitar 45 miliar USD pada 2021, mengindikasikan adanya kesenjangan besar akibat faktor seperti risiko sistemik, kelembagaan yang lemah, dan

<sup>1</sup> Vihang Errunza, "Foreign Portfolio Equity Investments, Financial Liberalization, and Economic Development," *Review of International Economics* 9, no. 4 (2001): 703–26, <https://doi.org/10.1111/1467-9396.00308>.

<sup>2</sup> N. Camanho, F. Silva, and J. Vicente, "The Long-Term Economic Impact of Foreign Portfolio Investment," *The Long-Term Economic Impact of Foreign Portfolio Investment* (3), 2022, 786–805.

<sup>3</sup> Chandra Thapa and Sunil Poshakwale, "Financial Market Development and Economic Volatility," *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 22, no. 1 (2012): 58–73.

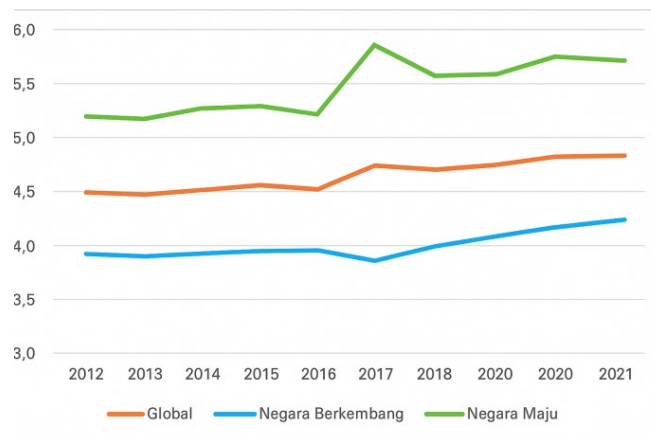
<sup>4</sup> Frank Kwabi et al., "Sub-Optimal International Portfolio Allocations and the Cost of Capital," *Journal of Multinational Financial Management* 35 (2016): 41–58, <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2016.04.001>.

<sup>5</sup> J. Benson Durham, "Absorptive Capacity and the Effects of Foreign Direct Investment and Equity Foreign Portfolio Investment on Economic Growth," *European Economic Review* 48, no. 2 (2004): 285–306, [https://doi.org/10.1016/S0014-2921\(02\)00264-7](https://doi.org/10.1016/S0014-2921(02)00264-7).

kurangnya kedalaman pasar modal. Temuan ini konsisten dengan Goldstein & Razin (2006) menyatakan bahwa investor portofolio cenderung menghindari pasar dengan risiko tinggi dan asimetri informasi.<sup>6</sup>

Faktor-faktor yang memengaruhi investasi portofolio asing mencakup pertumbuhan ekonomi, stabilitas politik, kerangka regulasi keuangan, keterbukaan perdagangan, dan risiko makroekonomi. Stulz (2005) menegaskan bahwa hambatan terhadap investasi internasional, seperti ketidakstabilan kebijakan dan tingginya risiko politik, dapat menurunkan daya tarik suatu negara bagi investor asing.<sup>7</sup> Negara dengan kebijakan fiskal dan moneter yang disiplin serta tingkat inflasi yang rendah umumnya lebih menarik bagi investor. Haider et al. (2016) menunjukkan bahwa variabel kelembagaan seperti efektivitas pemerintahan dan penegakan hukum yang baik dapat mengurangi ketidakpastian dan meningkatkan kepercayaan investor.<sup>8</sup>

Keterbukaan perdagangan dan reformasi regulasi memainkan peran penting sebagaimana dijelaskan oleh Agarwal (1997)<sup>9</sup> dan Gupta & Ahmed (2020),<sup>10</sup> yang menemukan bahwa pasar yang terbuka dan memiliki sistem regulasi yang efisien cenderung menerima lebih banyak investasi portofolio asing. Namun, risiko seperti pencucian uang dapat merusak kepercayaan investor dan mengancam stabilitas pasar keuangan. Schnorrenberger & Meurer (2018)<sup>11</sup> serta Khayat (2020)<sup>12</sup> mencatat bahwa ketidakpastian hukum dan risiko reputasi akibat praktik keuangan ilegal merupakan hambatan besar bagi investasi karena investor cenderung menghindari pasar yang tidak transparan dan rawan manipulasi.



**Grafik 2. Tren Risiko Pencucian Uang  
(semakin tinggi nilainya, semakin rendah risiko pencucian uang)**

Sumber: *AML Basel Index (diolah)*

<sup>6</sup> Itay Goldstein and Assaf Razin, "An Information-Based Trade off between Foreign Direct Investment and Foreign Portfolio Investment," *Journal of International Economics* 70, no. 1 (2006): 271–95, <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2005.12.002>.

<sup>7</sup> René M. Stulz, "The Limits of Financial Globalization," *The Journal of Finance* 60, no. 4 (2005): 1595–638, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00775.x>.

<sup>8</sup> M. Haider, M. A. Hashmi, and M. Ahmed, "Macroeconomic and Institutional Determinants of Foreign Portfolio Investment," *Economic Modelling* 58 (2016): 291–304.

<sup>9</sup> R. N. Agarwal, "Foreign Portfolio Investment In Some Developing Countries: A Study of Determinants and Macroeconomic Impact," *Indian Economic Review* 32, no. 2 (1997): 217–29.

<sup>10</sup> P. Gupta and S. Ahmed, "Regulatory Quality and Foreign Investment: Evidence from Emerging Markets," *Journal of Policy Modeling* 42, no. 4 (2020): 776–96.

<sup>11</sup> Tobias Schnorrenberger and Jörg Meurer, "Political Risk and Foreign Portfolio Flows in Emerging Markets," *Applied Economics Letters* 25, no. 5 (2018): 304–8.

<sup>12</sup> M. Khayat, "Trade Openness, Governance, and Foreign Investment: Evidence from MENA Countries," *Global Business Review* 21, no. 2 (2020): 56–72.

Grafik tersebut menunjukkan tren *AML Basel Index* 2012–2021, di mana skor lebih tinggi mencerminkan risiko pencucian uang yang lebih rendah. Negara maju secara konsisten mencatatkan skor tinggi dengan lonjakan pada 2017 dan stabil di kisaran 5.5–5.8, menandakan sistem AML (*Anti Money Laundering*) yang kuat. Negara berkembang mencatat peningkatan bertahap dari 3.8 ke 4.4, menunjukkan perbaikan upaya menekan risiko pencucian uang meski masih tertinggal dari negara maju.

Pencucian uang mengancam stabilitas pasar keuangan dengan menyamarkan aliran dana ilegal melalui transaksi sah, terutama di pasar saham, yang menciptakan ilusi likuiditas, distorsi harga, dan volatilitas buatan. Hal ini merugikan investor asing karena nilai aset tidak mencerminkan kinerja fundamental, melainkan hasil manipulasi. Ajide & Ojeyinka (2023) menyatakan untuk menanggulangnya, regulasi Anti-Money Laundering (AML) dikembangkan guna menjaga integritas sistem keuangan dan mencegah kejahatan keuangan.<sup>13</sup> Kang (2018) menyatakan regulasi AML yang efektif meningkatkan kepercayaan investor dan penegakan hukum.<sup>14</sup> Sharman & Chaikin (2009) menyatakan ketiadaannya memperbesar risiko keterlibatan investor dalam jaringan dana ilegal.<sup>15</sup>

Savona & Riccardi (2019)<sup>16</sup> menekankan pentingnya pendekatan berbasis risiko dalam perancangan sistem AML yang sesuai dengan kapasitas institusional masing-masing negara untuk mencegah modal berisiko tinggi. Studi Ofoeda et al. (2020)<sup>17</sup> menunjukkan bahwa sistem AML yang efektif berperan penting dalam meningkatkan kredibilitas pasar keuangan dengan menciptakan lingkungan investasi yang stabil dan dapat diprediksi, Hal ini merupakan faktor penting bagi investor portofolio yang sangat sensitif terhadap risiko jangka pendek. Namun demikian, Antwi et al. (2023)<sup>18</sup> memperingatkan bahwa regulasi AML yang terlalu ketat dan tidak proporsional dapat menciptakan hambatan administratif, khususnya di negara-negara dengan kapasitas kelembagaan terbatas karena tingginya biaya kepatuhan dapat mengurangi efisiensi intermediasi keuangan, memperlambat inovasi, dan menurunkan daya tarik pasar modal. Menjaga keseimbangan antara pengawasan dan kemudahan berbisnis menjadi penting agar AML tidak kontraproduktif terhadap investasi portofolio asing. Ofoeda et al. (2024)<sup>19</sup> juga menegaskan bahwa dampak AML terhadap pertumbuhan sektor keuangan bersifat tidak selalu linier dan sangat bergantung pada kualitas implementasi serta kapasitas kelembagaan, di mana regulasi yang kuat namun tidak konsisten justru kehilangan efektivitas, sementara regulasi yang lebih sederhana namun dijalankan dengan disiplin mampu membangun kepercayaan pasar dan mendukung stabilitas investasi.

Kajian dari berbagai penelitian menunjukkan bahwa tingkat risiko pencucian uang di suatu negara memiliki implikasi langsung maupun tidak langsung terhadap posisi investasi portofolio asing. Dalam era globalisasi keuangan yang semakin intensif dan meningkatnya sensitivitas investor terhadap isu tata kelola, integritas sistem AML menjadi variabel kunci dalam menarik

<sup>13</sup> K. B. Ajide and T. A. Ojeyinka, "Anti-Money Laundering Policy and Economic Governance in Africa," *Journal of Money Laundering Control* 26, no. 1 (2023): 77–90.

<sup>14</sup> M. Kang, "Anti-Money Laundering Regulation and Banking Behavior: Theory and Evidence," *Journal of Banking Regulation* 19 (2018): 34–49.

<sup>15</sup> Jason C. Sharman and David Chaikin, *Corruption and Money Laundering: A Symbiotic Relationship* (London: Palgrave Macmillan, 2009).

<sup>16</sup> Ernesto U. Savona and Michele Riccardi, *Assessing the Risks of Money Laundering: Concepts and Approaches* (Cham: Springer, 2019).

<sup>17</sup> Isaac Ofoeda et al., "Anti-Money Laundering Regulations and Financial Sector Development," *International Journal of Finance & Economics* 27, no. 4 (2020): 4085–104, <https://doi.org/10.1002/ijfe.2360>.

<sup>18</sup> Samuel Antwi et al., "Anti-Money Laundering Measures and Financial Sector Development: Empirical Evidence from Africa," *Cogent Economics & Finance* 11, no. 1 (2023): 2209957, <https://doi.org/10.1080/23322039.2023.2209957>.

<sup>19</sup> Isaac Ofoeda, Elikplimi Agbloyor, and Joshua Yindenaba Abor, "Financial Sector Development, Anti-Money Laundering Regulations and Economic Growth," *International Journal of Emerging Markets* 19, no. 1 (2024): 191–210, <https://doi.org/10.1108/IJOEM-12-2021-1823>.

maupun mempertahankan investasi asing. Analisis terhadap hubungan antara risiko pencucian uang dan investasi portofolio lintas negara menjadi semakin relevan, terutama dalam menjawab pertanyaan apakah tingkat risiko tersebut memengaruhi keputusan investor asing dalam menanamkan modalnya.

Ofoeda et al. (2020)<sup>20</sup> menyatakan risiko pencucian uang yang tercermin dari efektivitas regulasi AML diakui penting dalam menjaga transparansi dan stabilitas sektor keuangan global. Namun, masih terdapat perdebatan mengenai efektivitasnya, terutama di negara dengan kapasitas institusional terbatas. Stulz (2005)<sup>21</sup> dan Issah et al.(2022)<sup>22</sup> menyatakan kajian AML selama ini lebih banyak difokuskan pada FDI dan sektor perbankan, padahal investasi portofolio asing yang lebih likuid dan sensitif terhadap risiko tata kelola justru dapat lebih terdampak oleh lemahnya sistem AML. Analisis lebih lanjut diperlukan terhadap peran *AML Basel Index* sebagai proksi risiko pencucian uang terhadap investasi portofolio lintas negara termasuk kemungkinan adanya titik ambang efektivitasnya.

Urgensi penelitian ini terletak pada kebutuhan bukti empiris lintas negara yang dapat menjadi landasan kebijakan AML yang proporsional dan berbasis kapasitas institusional, mengingat tekanan global dari lembaga internasional terhadap negara berkembang untuk memperkuat rezim AML terus meningkat. Kebaruan penelitian ini terletak pada pengujian hubungan non-linier antara risiko pencucian uang dan investasi portofolio asing melalui pendekatan kuadratik dalam model panel dinamis, yang belum banyak dikaji dalam literatur sebelumnya. Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh risiko pencucian uang terhadap investasi portofolio asing secara lintas negara, dengan rumusan masalah utama yaitu dampak risiko pencucian uang terhadap investasi portofolio asing, dan apakah hubungan tersebut bersifat non-linier serta berbeda antara negara maju dan berkembang.

## Tinjauan Pustaka

### Risiko, Investor dan Investasi Portofolio Asing

Penelitian Erb et al. (1996)<sup>23</sup> mengembangkan model risiko negara yang menekankan bahwa risiko politik, ekonomi, dan finansial secara signifikan memengaruhi ekspektasi *return* investasi, dengan investor internasional menjadikan peringkat risiko negara sebagai indikator utama dalam pengambilan keputusan lintas negara. Pandangan ini diperkuat oleh Stulz (2005)<sup>24</sup> yang menyoroti pentingnya kepercayaan terhadap integritas institusi dan perlindungan hukum dalam menarik modal. Negara dengan indikator makro yang kuat tetap dapat kesulitan menarik investasi jika tidak disertai sistem hukum yang kredibel. Meier (2015)<sup>25</sup> menyediakan bukti empiris bahwa kepercayaan investor berkorelasi positif dengan aktivitas pasar saham dan kecenderungan mengambil risiko, hal ini menunjukkan bahwa kepercayaan bukan sekadar konsep psikologis tetapi berdampak nyata pada dinamika pasar. Kerangka *good governance* yang mencakup prinsip-prinsip seperti akuntabilitas, transparansi, dan supremasi hukum,<sup>26</sup> berperan penting dalam menciptakan stabilitas institusional dan efisiensi pasar, sementara

<sup>20</sup> Ofoeda et al., "Anti-Money Laundering Regulations and Financial Sector Development."

<sup>21</sup> Stulz, "The Limits of Financial Globalization."

<sup>22</sup> Mohammed Issah et al., "Anti-Money Laundering Regulations and Banking Sector Stability in Africa," *Cogent Economics & Finance* 10, no. 1 (2022): 2069207, <https://doi.org/10.1080/23322039.2022.2069207>.

<sup>23</sup> Claude B. Erb, Campbell R. Harvey, and Tadas E. Viskanta, "Political Risk, Economic Risk, and Financial Risk," *Financial Analysts Journal* 52, no. 6 (1996): 29–46, <https://doi.org/10.2469/faj.v52.n6.2038>.

<sup>24</sup> Stulz, "The Limits of Financial Globalization."

<sup>25</sup> Christoph Meier, "Aggregate Investor Confidence in the Stock Market," *SSRN Electronic Journal*, ahead of print, 2015, <https://doi.org/10.2139/ssrn.2721487>.

<sup>26</sup> Daniel Kaufmann, Aart Kraay, and Massimo Mastruzzi, "The Worldwide Governance Indicators: Methodology and Analytical Issues," *Hague Journal on the Rule of Law* 3, no. 02 (2011): 220–46, <https://doi.org/10.1017/S1876404511200046>.

Rodrik et al. (2004)<sup>27</sup> menegaskan bahwa kualitas institusi lebih menentukan pembangunan ekonomi dibanding faktor geografis atau integrasi perdagangan. Keberadaan ekonomi bayangan (*shadow economy*) juga menjadi indikator lemahnya institusi. Schneider & Enste (2000)<sup>28</sup> dan La Porta et al. (1999)<sup>29</sup> menyatakan aktivitas ekonomi yang tidak tercatat mencerminkan ketidakmampuan negara dalam menegakkan aturan dan transparansi fiskal, yang pada akhirnya menurunkan kepercayaan dan meningkatkan persepsi risiko negara. Persepsi risiko, tingkat kepercayaan, dan skala ekonomi informal saling terkait dan diperantarai oleh kualitas tata kelola. Negara yang menerapkan prinsip *good governance* secara konsisten akan lebih mampu menciptakan iklim investasi yang kondusif, kredibel, dan berkelanjutan di mata investor global.

Bekaert & Harvey (2000)<sup>30</sup> menyatakan investasi portofolio asing merupakan penanaman modal lintas negara melalui pembelian aset keuangan tanpa keterlibatan langsung dalam pengelolaan perusahaan, sehingga bersifat likuid dan sensitif terhadap perubahan sentimen pasar. Masoud & Hardaker (2012)<sup>31</sup> menyatakan investasi ini meningkatkan likuiditas dan efisiensi alokasi modal, namun menurut Froot et al. (2001)<sup>32</sup> menjelaskan investasi juga membawa risiko ketidakstabilan karena sifatnya yang mudah keluar-masuk dan spekulatif. Durham (2004)<sup>33</sup> menyimpulkan jika didukung kelembagaan yang kuat, investasi ini dapat mendorong pertumbuhan ekonomi berkelanjutan. Goldstein & Razin (2006) serta Alfaro et al. (2004) menyatakan dibandingkan FDI, investasi portofolio lebih fleksibel dan cepat namun manfaatnya lebih dapat dirasakan pada jangka pendek dan tergantung kualitas pasar domestik.<sup>34</sup>

### Pencucian Uang dan Hubungannya dengan Investasi Portofolio Asing

Reuter dan Truman (2004)<sup>35</sup> mengungkapkan bahwa pencucian uang adalah proses menyamarkan dana ilegal melalui tiga tahap, yaitu *placement*, *layering*, dan *integration*, yang berdampak negatif pada stabilitas sistem keuangan dan kepercayaan investor.<sup>36</sup> Risiko meningkat di negara dengan regulasi lemah dan struktur kepemilikan kompleks.<sup>37</sup> Kerangka hukum *Anti-Money Laundering* (AML) yang didorong oleh FATF menjadi instrumen penting

<sup>27</sup> Dani Rodrik, Arvind Subramanian, and Francesco Trebbi, "Institutions Rule: The Primacy of Institutions Over Geography and Integration in Economic Development," *Journal of Economic Growth* 9, no. 2 (2004): 131–65, <https://doi.org/10.1023/B:JOEG.0000031425.72248.85>.

<sup>28</sup> Friedrich Schneider and Dominik H. Enste, "Shadow Economies: Size, Causes, and Consequences," *Journal of Economic Literature* 38, no. 1 (2000): 77–114, <https://doi.org/10.1257/jel.38.1.77>.

<sup>29</sup> Rafael La Porta et al., "The Quality of Government," *Journal of Law, Economics, and Organization* 15, no. 1 (1999): 222–79, <https://doi.org/10.1093/jleo/15.1.222>.

<sup>30</sup> Geert Bekaert and Campbell R. Harvey, "Foreign Speculators and Emerging Equity Markets," *The Journal of Finance* 55, no. 2 (2000): 565–613, <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00220>.

<sup>31</sup> N. Masoud and G. Hardaker, "The Impact of Foreign Portfolio Investment on Capital Markets: Evidence from Emerging Economies," *International Journal of Economics and Finance* 4, no. 9 (2012): 1–15.

<sup>32</sup> Kenneth A. Froot, Paul G. J. O'Connell, and Mark S. Seasholes, "The Portfolio Flows of International Investors," *Journal of Financial Economics* 59, no. 2 (2001): 151–93, [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00084-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00084-2).

<sup>33</sup> Durham, "Absorptive Capacity and the Effects of Foreign Direct Investment and Equity Foreign Portfolio Investment on Economic Growth."

<sup>34</sup> Goldstein and Razin, "An Information-Based Trade off between Foreign Direct Investment and Foreign Portfolio Investment"; Laura Alfaro et al., "FDI and Economic Growth: The Role of Local Financial Markets," *Journal of International Economics* 64, no. 1 (2004): 89–112, [https://doi.org/10.1016/S0022-1996\(03\)00081-3](https://doi.org/10.1016/S0022-1996(03)00081-3).

<sup>35</sup> Peter Reuter and Edwin M. Truman, *Chasing Dirty Money: The Fight against Money Laundering* (Washington, DC: Institute for International Economics, 2004).

<sup>36</sup> Financial Action Task Force, *International Standards on Combating Money Laundering and the Financing of Terrorism & Proliferation: The FATF Recommendations* (Paris: FATF/OECD, 2012).

<sup>37</sup> Dev Kar and Joseph Spanjers, *Illicit Financial Flows from Developing Countries: 2004–2013*, vol. 20 (Washington, DC: Global Financial Integrity, 2015); John S. Zdanowicz, "Trade-Based Money Laundering and Terrorist Financing," *Review of Law & Economics* 5, no. 2 (2009): 855–78.

untuk memperkuat reputasi negara di mata investor.<sup>38</sup> Pasar saham merupakan sektor yang rentan terhadap praktik pencucian uang melalui *nominee account* dan perdagangan saham lintas negara. Eulaiwi et al. (2024)<sup>39</sup> mengungkapkan bahwa sistem AML yang lemah memungkinkan manipulasi nilai transaksi serta menurunkan transparansi dan kepercayaan pasar. Maraknya praktik pencucian uang dapat menurunkan kepercayaan investor asing dan memicu berkurangnya investasi portofolio asing akibat kekhawatiran terhadap risiko reputasi dan potensi sanksi internasional, yang pada akhirnya meningkatkan volatilitas pasar keuangan.<sup>40</sup> Sebaliknya, penerapan sistem AML yang efektif dan transparan dapat meningkatkan keyakinan pelaku pasar, menurunkan *cost of capital*, dan mendorong pertumbuhan investasi portofolio asing.<sup>41</sup>

Berbagai penelitian menggunakan tingkat risiko pencucian uang sebagai variabel independen untuk menjadi proksi kekuatan regulasi AML guna menunjukkan bahwa AML bukan hanya alat pencegah kejahatan keuangan tetapi juga sinyal tata kelola yang baik di mata komunitas internasional.<sup>42</sup> Studi empiris mendukung bahwa regulasi AML mampu meningkatkan transparansi dan stabilitas keuangan, khususnya di negara berkembang yang lebih rentan terhadap dana ilegal. Implementasi yang terlalu ketat dapat menciptakan hambatan administratif dan menurunkan akses terhadap layanan keuangan formal terutama di negara-negara dengan kapasitas institusional terbatas.<sup>43</sup>

Regulasi *Anti-Money Laundering* (AML) juga berdampak luas terhadap indikator makroekonomi dan tata kelola publik. Sistem yang transparan dan kredibel mampu meningkatkan kepercayaan investor internasional, namun regulasi yang kompleks dapat menghambat jumlah modal masuk.<sup>44</sup> Beban kepatuhan terhadap AML sering kali menyita sumber daya yang besar dan menekan efisiensi operasional lembaga keuangan,<sup>45</sup> sehingga mengurangi peran strategis sektor keuangan terhadap pertumbuhan ekonomi. Ketika diterapkan secara kaku di negara dengan kelembagaan lemah dan tingkat korupsi tinggi, regulasi AML justru dapat menghambat intermediasi keuangan dan menurunkan kontribusi sektor keuangan terhadap perekonomian.<sup>46</sup>

<sup>38</sup> Financial Action Task Force, *FATF Annual Report 2019–2020* (Paris: FATF/OECD, 2020).

<sup>39</sup> Baban Eulaiwi et al., “Money Laundering Governance and Income Shifting: Evidence from Australian Financial Institutions,” *Economic Modelling* 132 (2024): 106653, <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2024.106653>.

<sup>40</sup> Mihir A. Desai, *The Corporate Profit Base, Tax Sheltering Activity, and the Changing Nature of Employee Compensation* (Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2002).

<sup>41</sup> Sarah E. Bonner, Zoe-Vonna Palmrose, and Susan M. Young, “Fraud Type and Auditor Litigation: An Analysis of SEC Accounting and Auditing Enforcement Releases,” *The Accounting Review* 73, no. 4 (1998): 503–32.

<sup>42</sup> Isaac Ofoeda, Elikplimi Komla Agbloyor, and Joshua Yindenaba Abor, “How Do Anti-Money Laundering Systems Affect FDI Flows across the Globe?,” *Cogent Economics & Finance* 10, no. 1 (2022): 2058735, <https://doi.org/10.1080/23322039.2022.2058735>.

<sup>43</sup> Antwi et al., “Anti-Money Laundering Measures and Financial Sector Development”; Issah et al., “Anti-Money Laundering Regulations and Banking Sector Stability in Africa.”

<sup>44</sup> Imen Khelil, Hichem Khelif, and Imen Achek, “The Economic Consequences of Money Laundering: A Review of Empirical Literature,” *Journal of Money Laundering Control* 27, no. 5 (2024): 901–16, <https://doi.org/10.1108/JMLC-09-2023-0143>; Ofoeda, Agbloyor, and Abor, “Financial Sector Development, Anti-Money Laundering Regulations and Economic Growth.”

<sup>45</sup> Killian J. McCarthy, Peter Van Santen, and Ingo Fiedler, “Modeling the Money Launderer: Microtheoretical Arguments on Anti-Money Laundering Policy,” *International Review of Law and Economics* 43 (2015): 148–55, <https://doi.org/10.1016/j.irl.2014.04.006>; Christian Bühner, Ivo Hubli, and Eliane Marti, “The Regulatory Burden in the Swiss Wealth Management Industry,” *Financial Markets and Portfolio Management* 19, no. 1 (2005): 99–108, <https://doi.org/10.1007/s11408-005-2299-2>.

<sup>46</sup> Ofoeda, Agbloyor, and Abor, “Financial Sector Development, Anti-Money Laundering Regulations and Economic Growth.”

Risiko pencucian uang menurunkan persepsi stabilitas pasar keuangan, menciptakan ketidakpastian regulasi, serta mendorong investor menghindari pasar dengan pengawasan lemah karena kekhawatiran terhadap keterlibatan dalam aktivitas ilegal.<sup>47</sup> Negara dengan risiko pencucian uang yang tinggi cenderung mengalami pengurangan posisi investasi portofolio asing, karena investor portofolio yang oportunistik dan sensitif terhadap risiko reputasi bereaksi lebih cepat terhadap sinyal negatif dibandingkan *foreign direct investment* (FDI).<sup>48</sup> Sejumlah studi, seperti Issaoui et al. (2017),<sup>49</sup> menunjukkan bahwa kebijakan AML yang diterapkan secara proporsional dan kontekstual dapat memperkuat transparansi, penegakan hukum, dan kredibilitas institusi, yang pada akhirnya mendorong pertumbuhan ekonomi yang sehat dan stabil.

### Risiko Pencucian Uang, Institusi Finansial dan Tingkat Pembangunan Ekonomi

Dalam lanskap keuangan global yang semakin kompleks, keberadaan kerangka kerja AML tidak hanya mencerminkan kepatuhan hukum domestik, tetapi juga menjadi determinan krusial dalam kelayakan dan preferensi investor internasional karena risiko pencucian uang kini dinilai sebagai faktor independen yang secara langsung memengaruhi jumlah masuk dan keluar investasi lintas negara.<sup>50</sup> AML berfungsi sebagai korektor distorsi dalam sistem keuangan serta sebagai indikator komitmen terhadap hukum dan tata kelola yang kredibel, menjadikannya prasyarat penting untuk integrasi keuangan global dan sebagai ambang batas minimal dalam penilaian risiko investasi oleh lembaga keuangan internasional.<sup>51</sup> Negara dengan kerangka AML yang lemah berisiko masuk daftar hitam internasional (*blacklist*) yang dapat meningkatkan persepsi risiko, menurunkan peringkat kredit, serta menghambat transaksi lintas yurisdiksi dan kelayakan investasi.<sup>52</sup>

Investor portofolio yang sangat sensitif terhadap sinyal pasar dan risiko reputasi mempertimbangkan kerangka hukum pencucian uang sebagai faktor utama dalam pengambilan keputusan, bukan hanya imbal hasil atau stabilitas ekonomi. *Anti-Money Laundering* (AML) bukan sekadar cerminan dari kekuatan lembaga keuangan, melainkan kerangka hukum yang berdiri sendiri dan mengikat perilaku lembaga tersebut; bahkan pasar keuangan maju tetap dapat menghadapi risiko pencucian uang tinggi apabila penegakan AML lemah.<sup>53</sup> Implementasi elemen-elemen AML, seperti *due diligence*, pelaporan transaksi mencurigakan, pelatihan staf, dan audit internal, memperkuat fungsi intermediasi keuangan dan mencegah efek destruktif eksternalitas negatif dari praktik pencucian uang,<sup>54</sup> serta membangun kepercayaan terhadap

<sup>47</sup> Mohammed Ahmad Naheem, "Money Laundering Using Investment Companies," *Journal of Money Laundering Control* 18, no. 4 (2015): 438–46, <https://doi.org/10.1108/JMLC-10-2014-0031>.

<sup>48</sup> Ulku Yuksel and Asli Yuksel-Mermod, "A Risky Mode Of Foreign Market Entry: International Portfolio Investments," *Journal of Business & Economics Research (JBER)* 8, no. 8 (2010), <https://doi.org/10.19030/jber.v8i8.746>; Khelil, Khelif, and Achek, "The Economic Consequences of Money Laundering."

<sup>49</sup> Fakhri Issaoui, Toumi Hassen, and Touili Wassim, "The Effects of Money Laundering (ML) on Growth Application to the Gulf Countries:," *International Journal of Cyber Warfare and Terrorism* 7, no. 1 (2017): 13–24, <https://doi.org/10.4018/IJCWT.2017010102>.

<sup>50</sup> Ofoeda et al., "Anti-Money Laundering Regulations and Financial Sector Development."

<sup>51</sup> Antwi et al., "Anti-Money Laundering Measures and Financial Sector Development"; Khelil, Khelif, and Achek, "The Economic Consequences of Money Laundering."

<sup>52</sup> Ofoeda, Agbloyor, and Abor, "How Do Anti-Money Laundering Systems Affect FDI Flows across the Globe?"

<sup>53</sup> Husni Ali Khrawish, "The Impact of Anti-Money Laundering on Investment Funding: Evidence from Jordanian Financial Institutions," *International Journal of Economics and Finance* 6, no. 3 (February 2014): p227, <https://doi.org/10.5539/ijef.v6n3p227>.

<sup>54</sup> Husni Ali Khrawish, "The Impact of Anti-Money Laundering on Investment Funding: Evidence from Jordanian Financial Institutions," *International Journal of Economics and Finance* 6, no. 3 (2014): p227, <https://doi.org/10.5539/ijef.v6n3p227>; G. R. Loureiro, A. D. Araújo, and A. Pinho Neto, "The Economic

integritas keuangan suatu negara.<sup>55</sup> Indikator risiko pencucian uang tidak merefleksikan efisiensi atau ukuran lembaga keuangan, melainkan kualitas tata kelola hukum dan penerapan regulasi yang mencegah aktivitas ilegal, sehingga negara dengan sistem keuangan canggih tetap bisa berisiko tinggi jika pengawasan AML lemah.<sup>56</sup>

Risiko pencucian uang sering diasumsikan sebagai hasil dari indikator pembangunan seperti PDB per kapita, padahal PDB hanya mencerminkan output ekonomi dan tidak menunjukkan integritas hukum atau efektivitas lembaga pengawas. Negara berpendapatan tinggi tetap dapat menjadi target pencucian uang jika memiliki sistem finansial yang tidak transparan, sementara negara berpendapatan rendah dapat memiliki risiko pencucian rendah bila menunjukkan komitmen kuat terhadap tata kelola dan penegakan regulasi.<sup>57</sup> Indikator risiko pencucian uang harus dipandang sebagai pengukuran atas dimensi kelembagaan dan hukum yang tidak linier terhadap variabel makroekonomi, namun sangat menentukan legitimasi dan kelayakan suatu negara dalam arsitektur investasi global.

### Non-Linieritas dalam Risiko Pencucian Uang

Pencucian uang berdampak signifikan terhadap stabilitas ekonomi dan kredibilitas kelembagaan, sehingga mendorong negara-negara menerapkan regulasi *Anti-Money Laundering* (AML). Namun, dampaknya terhadap aktivitas ekonomi bersifat non-linier dan tergantung pada intensitas penerapan serta kapasitas institusi suatu negara.<sup>58</sup> Di negara dengan kelembagaan lemah, regulasi AML dapat menimbulkan biaya kepatuhan tinggi dan menghambat efisiensi pasar, sementara pada ambang tertentu justru memperkuat kredibilitas dan kepercayaan investor.<sup>59</sup> Pendekatan teori Kuznets relevan dalam menjelaskan dinamika ini, di mana dampak negatif AML pada tahap awal dapat berbalik menjadi positif seiring adaptasi pasar dan institusi.<sup>60</sup> Oleh karena itu, dibutuhkan kebijakan AML yang progresif, adaptif, dan sesuai dengan tingkat perkembangan ekonomi dan kelembagaan negara.

### Metodologi Penelitian

#### Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan data panel sekunder dari 104 negara selama 2012–2021 dengan unit analisis negara dan observasi tahunan, untuk mengevaluasi pengaruh risiko pencucian uang terhadap investasi portofolio asing dalam jangka panjang. Pemisahan 104 negara menjadi 59 negara berkembang dan 45 negara maju dilakukan menggunakan klasifikasi World Bank tahun 2021 berdasarkan kriteria *Gross National Income* (GNI) per kapita, struktur ekonomi, serta tingkat pembangunan sosial dan kelembagaan, sehingga replikasi penelitian ini

---

Foundations of Anti-Money Laundering: A Pigovian Approach,” *Journal of Money Laundering Control* 18, no. 4 (2015): 442–53.

<sup>55</sup> Bonnie Buchanan, “Money Laundering—a Global Obstacle,” *Research in International Business and Finance* 18, no. 1 (2004): 115–27, <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2004.02.001>.

<sup>56</sup> Ofoeda et al., “Anti-Money Laundering Regulations and Financial Sector Development.”

<sup>57</sup> Amarillys Enika Noora Ariesiyani and Lalu Garin Alham, “Money Laundering in APEC Countries: A Gravity Model Analysis of Attractiveness and Destination Choices,” *AML/CFT Journal: The Journal of Anti Money Laundering and Countering the Financing of Terrorism* 1, no. 2 (2023): 146–66, <https://doi.org/10.59593/amlcft.2023.v1i2.56>; Mile Šikman and Miloš Grujić, “Relationship of Anti-Money Laundering Index with GDP, Financial Market Development, and Human Development Index,” *Nauka, Bezbednost, Policija* 26, no. 1 (2021): 21–33, <https://doi.org/10.5937/nabepo26-29725>.

<sup>58</sup> Ofoeda, Agbloyor, and Abor, “How Do Anti-Money Laundering Systems Affect FDI Flows across the Globe?”; Antwi et al., “Anti-Money Laundering Measures and Financial Sector Development.”

<sup>59</sup> Siong Hook Law, Hui Boon Tan, and W. N. W. Azman-Saini, “Financial Development and Income Inequality at Different Levels of Institutional Quality,” *Emerging Markets Finance and Trade* 50, no. sup1 (2014): 21–33, <https://doi.org/10.2753/REE1540-496X5001S102>.

<sup>60</sup> Michael P. Todaro and Stephen C. Smith, *Economic Development*, 12th ed. (Boston: Pearson Education, 2015).

dapat dilakukan secara konsisten. Pendekatan panel dipilih karena mampu menangkap dinamika lintas waktu dan negara secara simultan. Variabel dependen adalah investasi portofolio asing (dalam juta USD), variabel ini tidak menghitung arus harian jual beli saham melainkan menyajikan nilai stok aset keuangan. Variabel independen utamanya adalah risiko pencucian uang yang diukur melalui Basel AML Index (skala 0–10), dalam studi ini *AML Basel Index* di-rescale menggunakan formula  $-1*(AMLR-10)$  mengikuti Agoba et al. (2019) dan Ofoeda et al. (2020) sehingga nilai yang lebih tinggi mencerminkan risiko pencucian uang yang lebih rendah.<sup>61</sup> Basel AML Index merupakan proksi komposit yang menggabungkan dimensi risiko (kerentanan terhadap pencucian uang) dan kapasitas regulasi (kerangka AML/CTF). Dalam studi ini, AMLR digunakan sebagai proksi gabungan yang mencerminkan posisi suatu negara dalam lanskap AML global, bukan semata kekuatan regulasi formal. Model juga mengontrol tujuh variabel lain, yaitu *trade openness*, inflasi, *stability and violence*, angkatan kerja, akses terhadap institusi keuangan, dan kredit domestik.

**Tabel 1. Operasional Variabel Penelitian**

Variabel	Definisi	Unit	Sumber
<b>VARIABEL DEPENDEN</b>			
Investasi Portofolio Asing (Portfolio)	Jumlah kumulatif investasi asing yang berupa kepemilikan saham di pasar modal domestik dalam satuan juta (USD)	ln	External Wealth of Nations
<b>VARIABEL INDEPENDEN</b>			
Tingkat Risiko Pencucian Uang (AMLR)	Tingkat risiko pencucian uang di suatu negara dalam satuan indeks (0-10, rendah-tinggi)	nominal	Basel AML Index
<b>VARIABEL KONTROL</b>			
Trade Openness (Trade)	Jumlah total ekspor dan impor barang dan jasa sebagai persentase dari Produk Domestik Bruto (PDB). Dihitung sebagai (Ekspor + Impor) / PDB × 100%.	persentase (%)	World Development Indicators
Inflasi (Infl)	Inflasi berdasarkan Indeks Harga Konsumen (CPI) mengukur persentase perubahan tahunan dalam tingkat harga rata-rata dari sekelompok barang dan jasa yang dikonsumsi oleh rumah tangga dalam suatu negara.	persentase (%)	World Development Indicators
Stability and Violence (Violence)	Ukuran sejauh mana suatu negara mengalami ketidakstabilan politik, konflik kekerasan, terorisme, dan penggulingan pemerintahan secara tidak konstitusional, yang dapat mempengaruhi lingkungan investasi dan pembangunan ekonomi dalam satuan indeks (-2.5 – 2.5, buruk-baik)	nominal	World Governance Index
Labor Force (Labor)	Jumlah total individu yang berpartisipasi dalam pasar tenaga kerja, termasuk mereka yang bekerja (employed) dan yang aktif mencari pekerjaan (unemployed), mencerminkan kapasitas tenaga kerja suatu negara dalam mendorong pertumbuhan ekonomi.	ln	World Development Indicators
Financial Institution Access (Access)	Aksesibilitas layanan keuangan bagi individu dan bisnis dalam suatu negara dalam satuan indeks (0-1, rendah-tinggi)	nominal	International Monetary Fund
Kredit Domestik (Domestic)	Total kredit yang diberikan oleh sektor keuangan domestik kepada sektor ekonomi suatu negara	persentase (%)	World Development Indicators

Sumber : Penulis (diolah)

Penelitian ini menggunakan beberapa variabel yang berupa indeks, yaitu *AML Basel Index*, *stability and violence*, dan *financial institution access*. Ketiga indeks tersebut memiliki satuan yang berbeda dan tetap diestimasi dalam satuan masing-masing. Wooldridge (2010)<sup>62</sup>

<sup>61</sup> Abel Mawuko Agoba et al., “Central Bank Independence, Elections and Fiscal Policy in Africa: Examining the Moderating Role of Political Institutions,” *International Journal of Emerging Markets* 14, no. 5 (2019): 809–30, <https://doi.org/10.1108/IJOEM-08-2018-0423>; Ofoeda et al., “Anti-Money Laundering Regulations and Financial Sector Development.”

<sup>62</sup> Jeffrey M. Wooldridge, *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, 2nd ed. (Cambridge, MA: MIT Press, 2010).

menyatakan bahwa penggunaan indeks berskala berbeda dalam model regresi diperbolehkan selama model dirancang dengan benar dan interpretasinya diperjelas. Asteriou dan Hall (2011)<sup>63</sup> juga menekankan bahwa variabel institusional seperti korupsi, tata kelola, dan risiko politik memang memiliki skala berbeda namun tetap dapat digunakan bersamaan untuk menangkap dimensi institusional yang kompleks. Banyak studi empiris, seperti Agoba et al. (2019) dan Issah et al. (2022),<sup>64</sup> telah menggunakan *AML Basel Index* bersama indeks tata kelola dan makro lainnya tanpa menyamakan skala, cukup dengan transformasi arah interpretasi. Chinn dan Ito (2006) menyebut bahwa variabel indeks dapat digunakan langsung dalam regresi panel lintas negara tanpa penyamaan skala.<sup>65</sup>

### Model Empiris

Penelitian ini menggunakan pendekatan *Generalized Method of Moments (GMM) two-step dynamic panel estimator* yang dikembangkan oleh Arellano dan Bond (1991), kemudian disempurnakan oleh Arellano dan Bover (1995) serta Blundell dan Bond (1998), karena ketepatannya dalam menangani endogenitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi pada data panel lintas negara. *GMM two-step* tidak memerlukan asumsi distribusi normal dan memungkinkan penggunaan instrumen internal, menjadikannya ideal untuk studi dengan keterbatasan instrumen eksternal serta kompleksitas hubungan antarvariabel.<sup>66</sup> Keunggulan *GMM two-step* menjadi semakin relevan karena model ini menggunakan variabel dependen dinamis, yakni investasi portofolio asing yang *dilag* satu periode ( $t-1$ ) untuk menangkap efek inersia dari perilaku investor asing yang cenderung dipengaruhi oleh posisi investasi sebelumnya. Dalam pasar portofolio global yang sangat likuid dan responsif terhadap risiko, penggunaan lag ini penting agar model mencerminkan dinamika penyesuaian yang tidak bersifat instan, di mana investor tidak langsung menarik atau menanamkan dana hanya karena perubahan kebijakan jangka pendek.

Persamaan regresi berdasarkan pendekatan model empiris tersebut :

$$Portfolio_{it} = \beta_0 + \beta_1 Portfolio_{it-1} + \beta_2 AMLR_{it} + \beta_3 Trade_{it} + \beta_4 Infl_{it} + \beta_5 Violence + \beta_6 Labor_{it} + \beta_7 Access_{it} + \beta_8 Domestic_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it}$$

Hubungan antara risiko pencucian uang dan investasi portofolio asing diduga bersifat non-linier, yaitu di mana efek regulasi anti pencucian uang terhadap investasi portofolio asing dapat bervariasi tergantung pada tingkat pembangunan ekonomi suatu negara. Karena arah hubungan ini belum pasti, penelitian ini menguji secara empiris dengan menyusun model regresi yang mengakomodasi kemungkinan hubungan non-linier tersebut.

$$Portfolio_{it} = \beta_0 + \beta_1 Portfolio_{it-1} + \beta_2 AMLR_{it} + \beta_3 AMLR^2 + \beta_4 Trade + \beta_5 Infl_{it} + \beta_6 Violence + \beta_7 Labor_{it} + \beta_8 Access_{it} + \beta_9 Domestic_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it}$$

<sup>63</sup> Dimitrios Asteriou and Stephen G. Hall, *Applied Econometrics*, 2nd ed. (London: Palgrave Macmillan, 2011).

<sup>64</sup> Agoba et al., "Central Bank Independence, Elections and Fiscal Policy in Africa"; Issah et al., "Anti-Money Laundering Regulations and Banking Sector Stability in Africa."

<sup>65</sup> Menzie D. Chinn and Hiro Ito, "What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions," *Journal of Development Economics* 81, no. 1 (2006): 163–92, <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2005.05.010>.

<sup>66</sup> Manuel Arellano and Stephen Bond, "Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations," *The Review of Economic Studies* 58, no. 2 (1991): 277–97, <https://doi.org/10.2307/2297968>; Manuel Arellano and Olympia Bover, "Another Look at the Instrumental Variable Estimation of Error-Components Models," *Journal of Econometrics* 68, no. 1 (1995): 29–51, [https://doi.org/10.1016/0304-4076\(94\)01642-D](https://doi.org/10.1016/0304-4076(94)01642-D); Richard Blundell and Stephen Bond, "Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models," *Journal of Econometrics* 87, no. 1 (1998): 115–43, [https://doi.org/10.1016/S0304-4076\(98\)00009-8](https://doi.org/10.1016/S0304-4076(98)00009-8).

Total effect dari peningkatan risiko pencucian uang terhadap investasi portofolio asing dapat dihitung dengan melihat turunan parsial dari investasi portofolio terhadap variabel risiko pencucian uang, sebagai berikut:

$$\frac{\partial \ln Portfolio_{it}}{\partial AMLR_{it}} = \beta_2 + 2\beta_3 AMLR_{it}$$

Koefisien linier ( $\beta_2$ ) dan koefisien kuadrat ( $\beta_3$ ) dalam model kuadratik tidak dapat diinterpretasikan secara terpisah karena pengaruh total dari variabel independen tergantung pada nilainya sendiri. Efek marginal dihitung agar bisa melihat bagaimana perubahan pada AMLR secara aktual memengaruhi investasi, tergantung pada level AMLR itu sendiri.<sup>67</sup>

## Hasil dan Pembahasan

### Analisis Statistik Deskriptif

Analisis deskriptif dalam penelitian ini bertujuan memberikan gambaran awal mengenai karakteristik statistik variabel-variabel yang digunakan termasuk distribusi dan perbedaan antara negara maju dan berkembang. Statistik disajikan untuk keseluruhan data serta dibedakan menurut kategori negara guna mengidentifikasi pola struktural yang membedakan kedua kelompok terkait investasi portofolio asing dan faktor-faktor penentunya.

**Tabel 2. Ringkasan Statistik**

<i>Variable</i>	<i>Obs</i>	<i>Mean</i>	<i>Std. Dev.</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>
<b>Full</b>					
<i>Portfolio*</i>	1,040	245,815.9	956,383.2	0	15,300,000
<i>AMLR</i>	1,040	4.69502	1.167897	1.51	8.221319
<i>TradeOpenness</i>	1,027	91.54223	59.62541	23.10475	442.62
<i>Stability and Violence</i>	1,040	.0015997	.8541218	-2.996031	1.619648
<i>Inflation</i>	1,023	4.224474	11.2367	-3.749145	254.9485
<i>Labor Force</i>	1,040	27,900,000	91,800,000	186,239	781,000,000
<i>Financial Access</i>	1,040	.4442981	.2542578	0	1
<i>Domestic Credit</i>	985	68.59842	48.38373	.0030488	259.184
<b>Developing</b>					
<i>Portfolio*</i>	590	39,058.97	131,786.5	0	1,338,625
<i>AMLR</i>	590	3.954656	.9426167	1.506261	6.78
<i>TradeOpenness</i>	578	72.02708	30.13348	24.31973	186.6758
<i>Stability and Violence</i>	590	-.4736152	.7135543	-2.996031	1.104041
<i>Inflation</i>	573	6.222474	14.61284	-3.749145	254.9485
<i>Labor Force</i>	590	38,200,000	119,000,000	201,742	781,000,000
<i>Financial Access</i>	590	.3268983	.2043019	.03	.97
<i>Domestic Credit</i>	557	47.36412	33.87032	.0030488	182.8681
<b>Developed</b>					
<i>Portfolio*</i>	450	516,897.2	1,401,416	179.6795	15,300,000
<i>AMLR</i>	450	5.484042	.8050618	3.219452	8.221319
<i>TradeOpenness</i>	449	116.6642	76.47651	23.10475	442.62
<i>Stability and Violence</i>	450	.6246591	.5782813	-1.335418	1.619648
<i>Inflation</i>	450	1.680354	1.945305	-2.540315	15.53441
<i>Labor Force</i>	450	14,400,000	27,700,000	186,239	167,000,000
<i>Financial Access</i>	450	.5982222	.2301853	0	1
<i>Domestic Credit</i>	428	96.23277	50.47068	22.17053	259.184

\*dalam juta USD,

Sumber : Penulis (diolah)

<sup>67</sup> Thomas Brambor, William Roberts Clark, and Matt Golder, "Understanding Interaction Models: Improving Empirical Analyses," *Political Analysis* 14, no. 1 (2006): 63–82, <https://doi.org/10.1093/pan/mpi014>.

Tabel 2 menunjukkan ringkasan statistik yang memperlihatkan disparitas signifikan antara negara maju dan berkembang dalam hal investasi portofolio asing, di mana rata-rata negara maju mencapai 516 miliar USD, jauh di atas negara berkembang yang hanya 39 miliar USD. Perbedaan ini mencerminkan kedalaman pasar modal dan daya tarik investasi yang lebih tinggi di negara maju. Indeks AMLR juga menunjukkan skor lebih tinggi di negara maju (5.48) dibandingkan negara berkembang (3.95), menandakan sistem anti pencucian uang yang lebih kuat. Negara maju juga lebih terbuka terhadap perdagangan (116.66% vs. 72.03%), lebih stabil secara politik (0.62 vs. -0.47), dan memiliki inflasi lebih rendah (1.68% vs. 6.22%). Meskipun negara berkembang memiliki angkatan kerja lebih besar, hal ini lebih mencerminkan ukuran populasi bukan efisiensi tenaga kerja. Indeks akses keuangan (0.60 vs. 0.33) dan rasio kredit domestik terhadap PDB (96.23% vs. 47.36%) juga menunjukkan bahwa negara maju memiliki sistem keuangan yang lebih dalam dan stabil.

### Analisis Korelasi Variabel

Tabel korelasi dan nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) disajikan untuk menguji kemungkinan adanya masalah multikolinearitas dalam model regresi. Multikolinearitas terjadi ketika dua atau lebih variabel independen dalam model memiliki hubungan linier yang sangat tinggi satu sama lain, yang dapat mengganggu estimasi koefisien dan membuat interpretasi menjadi bias. Untuk itu korelasi antar variabel diukur dan nilai VIF dihitung sebagai indikator numerik dari kekuatan multikolinearitas.

**Tabel 3. Korelasi Variabel**

Variabel	Portfoli o	AMLR	Trade Openness	Stability and Violence	Inflati on	Labor Force	Financial Institution Access	Domesti c Credit	VIF
Portfolio	1.0000								
AMLR	0.3838	1.0000							1.56
Trade Openness	0.1117	0.2115	1.0000						1.41
Stability and Violence	0.2543	0.5282	0.4107	1.0000					2.10
Inflation	-0.2750	-0.3348	-0.2016	-0.3847	1.0000				1.29
Labor Force	0.4900	-0.2126	-0.4136	-0.4362	0.1636	1.0000			1.64
Financial Institution Access	0.3959	0.4506	0.0858	0.3988	- 0.2999	- 0.0382	1.0000		1.49
Domestic Credit	0.6529	0.3247	0.2639	0.4183	- 0.3674	0.1132	0.4445	1.0000	1.73

Sumber: Penulis (diolah)

Hasil analisis korelasi variabel (Tabel 3) menunjukkan tidak adanya masalah multikolinearitas serius dalam model. Korelasi tertinggi antar variabel independen sebesar 0.5282, masih jauh di bawah ambang batas 0.80. Seluruh nilai VIF berkisar antara 1.29 hingga 2.10, di bawah batas kritis 5. Dengan demikian, model ini dapat diinterpretasikan secara andal.

### Identifikasi Variabel Endogen dan Eksogen

Penelitian ini menggunakan uji *Durbin-Wu-Hausman* (DWH) untuk menguji endogenitas *AML Basel Index* (AMLR), dengan hasil signifikan ( $\chi^2 = 8.12$ ;  $p = 0.0044$ ), menunjukkan bahwa AMLR bersifat endogen. Wooldridge (2010) menyatakan bahwa pengujian ini penting sebelum menerapkan GMM karena *ordinary least squares* (OLS) atau *fixed effects* tidak valid jika

variabel utama endogen.<sup>68</sup> Hanya AMLR yang diuji karena paling berisiko terhadap simultanitas dan bias variabel terlewat, sementara variabel kontrol dianggap eksogen. Pendekatan ini konsisten dengan literatur yang menyarankan membatasi jumlah variabel endogen untuk menjaga validitas instrumen.<sup>69</sup>

### Hasil Analisis Regresi

Hasil estimasi regresi untuk keseluruhan sampel, negara berkembang, maupun negara maju, disajikan pada tabel berikut ini untuk menggambarkan hubungan antar variabel penelitian secara rinci:

**Tabel 4. Hasil Regresi Linier**

<i>Variables</i>	<i>Full Sample</i>	<i>Developing Country</i>	<i>Developed Country</i>
<i>Lag ln Portfolio t-1</i>	<b>0.891***</b> (0.072)	<b>0.767***</b> (0.258)	<b>0.925***</b> (0.0412)
<i>AMLR</i>	0.133 (0.130)	<b>-0.141*</b> (0.0707)	<b>0.215***</b> (0.0649)
<i>Trade Openness</i>	0.00105 (0.000922)	-0.00177 (0.00244)	0.000927 (0.000572)
<i>Stability and Violence</i>	0.0821 (0.094)	0.111 (0.0914)	-0.0122 (0.0566)
<i>Inflasi</i>	-0.00435 (0.00637)	-0.00860 (0.0132)	0.00194 (0.0104)
<i>In Labor Force</i>	0.169 (0.110)	0.315 (0.357)	<b>0.135**</b> (0.0613)
<i>Financial Institution Access</i>	0.0549 (0.206)	0.566 (0.629)	-0.00677 (0.176)
<i>Kredit Domestik</i>	0.00328 (0.00223)	0.00866 (0.00851)	<b>0.00172*</b> (0.000969)
<i>Constant</i>	-2.687 (1.687)	-3.340 (4.391)	-2.686*** (0.824)
<i>Observation</i>	879	495	384
<i>No. of Group</i>	104	59	45
<i>No. of Instruments</i>	11	12	12
<i>AR (1)</i>	0.015**	0.021**	0.000***
<i>AR (2)</i>	0.990	0.602	0.108
<i>Hansen Test</i>	0.466	0.704	0.290

*Robust standard error in parentheses* \*\*\*p<0.01, \*\*p<0.05, \*p<0.1

Sumber: Penulis (diolah)

Hasil estimasi GMM *two-step* (Tabel 4) menunjukkan bahwa *lag* investasi portofolio asing (*lnPortfolio t-1*) memiliki koefisien positif dan signifikan di semua model, mencerminkan adanya persistensi yang kuat dalam posisi investasi portofolio lintas waktu.<sup>70</sup> Pada seluruh sampel, AMLR menunjukkan hubungan positif tetapi tidak signifikan, sementara pada negara maju, AMLR berpengaruh positif dan signifikan dengan tingkat 1%, mendukung pandangan

<sup>68</sup> Wooldridge, *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*.

<sup>69</sup> David Roodman, "How to Do Xtabond2: An Introduction to Difference and System GMM in Stata," *The Stata Journal: Promoting Communications on Statistics and Stata* 9, no. 1 (2009): 86–136, <https://doi.org/10.1177/1536867X0900900106>.

<sup>70</sup> Arellano and Bond, "Some Tests of Specification for Panel Data."

bahwa tata kelola yang kuat memperkuat daya tarik investor asing.<sup>71</sup> Sebaliknya pada negara berkembang, AMLR justru menunjukkan pengaruh negatif dan signifikan pada tingkat 10%, menandakan bahwa penguatan regulasi tanpa kesiapan institusional dapat menciptakan friksi pasar dan meningkatkan ketidakpastian.<sup>72</sup>

Perbedaan respons ini menunjukkan bahwa efektivitas kebijakan AML sangat dipengaruhi oleh kapasitas institusional masing-masing negara sesuai penelitian Knack & Keefer (1995) dan Campos & Nugent (2003).<sup>73</sup> Variabel *labor force* menunjukkan pengaruh positif di semua sampel namun hanya signifikan di negara maju, mengindikasikan pentingnya ukuran tenaga kerja sebagai penarik investasi.<sup>74</sup> Kredit domestik terhadap PDB juga berperan signifikan pada negara maju dengan arah positif, memperkuat argumen Beck et al. (2000) tentang pentingnya pendalaman keuangan domestik.<sup>75</sup> Sementara itu, variabel kontrol lain seperti *trade openness*, *stability and violence*, inflasi, dan akses terhadap institusi keuangan tidak menunjukkan signifikansi.

Ketidaksignifikanan sebagian besar variabel kontrol dapat dijelaskan oleh sifat model dinamis GMM, di mana *lag* dari variabel dependen menyerap sebagian besar variasi dalam model, sehingga mengurangi peluang variabel kontrol untuk menunjukkan pengaruh yang signifikan.<sup>76</sup> Validitas model dikonfirmasi melalui uji Arellano-Bond dan Hansen. AR(1) signifikan dan AR(2) tidak signifikan menunjukkan tidak adanya autokorelasi residual orde dua, sementara Hansen test yang tidak signifikan ( $p > 0.1$ ) menandakan bahwa instrumen yang digunakan tidak *overidentified*. Model yang diestimasi dinyatakan *valid* dan *robust* untuk menarik kesimpulan mengenai hubungan antara regulasi AML dan investasi portofolio asing.

Estimasi awal dengan model linier GMM *two-step* menunjukkan adanya pengaruh signifikan antara risiko pencucian uang dan investasi portofolio asing, analisis dilanjutkan dengan pendekatan non-linier melalui variabel AMLR<sup>2</sup> untuk menangkap kemungkinan hubungan non-linier. Secara teoritis, hubungan ini mencerminkan adanya efek ambang, di mana penguatan regulasi AML pada tahap awal dapat menimbulkan resistensi pasar, namun setelah melewati titik tertentu justru mendorong kepercayaan investor melalui peningkatan kepastian hukum dan transparansi. Model non-linier ini lebih representatif dalam menggambarkan kompleksitas hubungan antar negara dengan tingkat kelembagaan berbeda. Sejalan dengan Beck et al. (2000), Law et al (2014), dan Kaufmann et al. (2011),<sup>77</sup> pengaruh kebijakan terhadap

---

<sup>71</sup> Simeon Djankov, Caralee McLiesh, and Rita Maria Ramalho, "Regulation and Growth," *Economics Letters* 92, no. 3 (2006): 395–401, <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2006.03.021>.

<sup>72</sup> Antwi et al., "Anti-Money Laundering Measures and Financial Sector Development"; David Stasavage, "Private Investment and Political Institutions," *Economics & Politics* 14, no. 1 (2002): 41–63, <https://doi.org/10.1111/1468-0343.00099>.

<sup>73</sup> Stephen Knack and Philip Keefer, "Institutions and Economic Performance: Cross-Country Tests Using Alternative Institutional Measures," *Economics & Politics* 7, no. 3 (1995): 207–27, <https://doi.org/10.1111/j.1468-0343.1995.tb00111.x>; Nauro F. Campos and Jeffrey B. Nugent, "Aggregate Investment and Political Instability: An Econometric Investigation," *Economica* 70, no. 279 (2003): 533–49, <https://doi.org/10.1111/1468-0335.01081>.

<sup>74</sup> Philip R. Lane and Gian Maria Milesi-Ferretti, "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004," *Journal of International Economics* 73, no. 2 (2007): 223–50, <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2007.02.003>.

<sup>75</sup> Thorsten Beck, Ross Levine, and Norman Loayza, "Finance and the Sources of Growth," *Journal of Financial Economics*, Special Issue on International Corporate Governance, vol. 58, no. 1 (2000): 261–300, [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00072-6](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00072-6).

<sup>76</sup> Roodman, "How to Do Xtabond2"; Blundell and Bond, "Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models."

<sup>77</sup> Thorsten Beck, Asli Demirgüç-Kunt, and Ross Levine, "A New Database on the Structure and Development of the Financial Sector," *The World Bank Economic Review* 14, no. 3 (2000): 597–605, <https://doi.org/10.1093/wber/14.3.597>; Law, Tan, and Azman-Saini, "Financial Development and Income Inequality at Different Levels of Institutional Quality"; Kaufmann, Kraay, and Mastruzzi, "The Worldwide Governance Indicators."

investasi sangat bergantung pada kapasitas institusi, di mana perbaikan awal dapat menimbulkan resistensi jika belum mencapai ambang efektivitas minimum, sementara institusi yang kredibel justru menjadi katalis pertumbuhan pasar keuangan.

**Tabel 5. Hasil Regresi Non-Linier**

Variables	Full Sample	Developing Country	Developed Country
<i>Lag ln Portfolio t-1</i>	<b>0.876***</b> (0.144)	<b>0.712***</b> (0.199)	<b>0.929***</b> (0.0307)
<i>AMLR</i>	-0.480 (1.324)	<b>-1.044*</b> (0.0529)	0.401 (0.578)
<i>AMLR2</i>	0.0623 (0.147)	<b>0.108*</b> (0.0589)	-0.0216 (0.0532)
<i>Trade Openness</i>	0.00118 (0.00166)	-0.00217 (0.00278)	0.000598 (0.000398)
<i>Stability and Violence</i>	0.114 (0.114)	0.114 (0.114)	0.00412 (0.0418)
Inflasi	-0.00775 (0.0125)	-0.0136 (0.0136)	0.00181 (0.00809)
In Labor Force	0.199 (0.232)	0.415 (0.299)	<b>0.119**</b> (0.0635)
<i>Financial Institution Access</i>	0.237 (0.529)	0.959 (0.655)	-0.0660 (0.125)
Kredit Domestik	0.00370 (0.00427)	0.00965 (0.00691)	<b>0.00182**</b> (0.000755)
<i>Constant</i>	-1.729 (1.882)	-2.900 (3.975)	-2.780* (1.017)
<i>Observation</i>	879	495	384
<i>No. of Group</i>	104	59	45
<i>No. of Instruments</i>	14	18	16
<i>AR (1)</i>	0.006***	0.037**	0.000***
<i>AR (2)</i>	0.827	0.505	0.054
<i>Hansen Test</i>	0.777	0.859	0.327

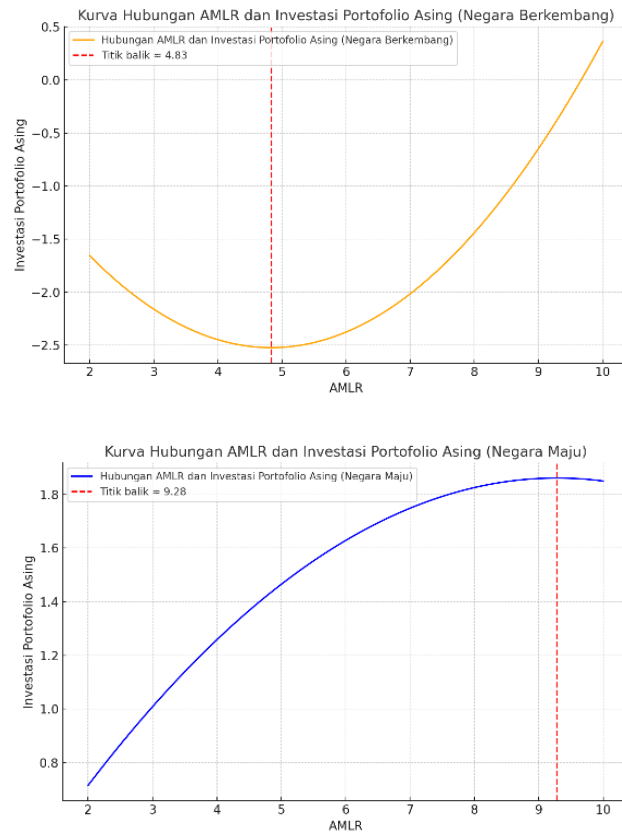
Robust standard error in parentheses \*\*\*p<0.01, \*\*p<0.05, \*p<0.1

Sumber : Penulis (diolah)

Pada model non-linier untuk negara berkembang, jumlah instrumen meningkat dari 12 (model linier) menjadi 18 (model non-linier) dengan jumlah grup sebesar 59, dan Hansen test menghasilkan p-value sebesar 0,859. Nilai *p-value* Hansen yang sangat tinggi dapat mengindikasikan penurunan daya uji akibat proliferasi instrumen, sehingga hasil ini perlu diinterpretasikan dengan hati-hati. Selain itu, pada model negara maju, uji AR(2) menghasilkan p-value sebesar 0,054 yang berada sangat dekat dengan batas signifikansi konvensional, yang menunjukkan potensi autokorelasi residual orde kedua yang belum sepenuhnya dapat diabaikan. Spesifikasi instrumen yang digunakan mencakup lag ke-2 hingga ke-4 dari variabel endogen AMLR dalam pendekatan *two-step System GMM*. Untuk mengantisipasi hal tersebut, penelitian ini melakukan *robustness test* dengan pendekatan yang lebih parsimonious melalui pembatasan lag instrumen (*lag limits*) dan penggunaan opsi *collapse* pada GMM.

Hasil regresi non-linier (Tabel 5) menemukan bahwa adanya ambang batas hubungan antara AMLR dan investasi portofolio, yang menunjukkan adanya variasi berdasarkan tingkat perkembangan negara. Pada kelompok negara berkembang, ambang batas AMLR yang signifikan ditemukan pada nilai 4,83, mengindikasikan bahwa penguatan regulasi anti-pencucian uang mulai berdampak positif terhadap investasi setelah melewati titik tersebut.

Sebaliknya, pada full sample dan negara maju meskipun ambang batas masing-masing berada pada level 3,85 dan 9,28, keduanya tidak signifikan secara statistik, sehingga tidak dapat disimpulkan adanya turning point yang meyakinkan pada kelompok tersebut. Hasil regresi di atas dapat dijelaskan dengan pola kurva yang terbentuk seperti berikut:



### Kurva 1. Kurva Hubungan AMLR dan Investasi Portofolio Asing

Sumber: Penulis (diolah)

Hasil regresi non-linier dengan model GMM two-step pada negara berkembang menunjukkan adanya hubungan kuadratik signifikan antara AMLR dan investasi portofolio asing, dengan pola kurva U. Koefisien AMLR negatif dan  $AMLR^2$  positif mengindikasikan bahwa pada tahap awal, penguatan regulasi AML cenderung menurunkan investasi akibat biaya kepatuhan tinggi dan ketidakpastian implementasi, namun setelah melewati titik ambang skor AMLR sebesar 4,83, efeknya menjadi positif. Temuan ini konsisten dengan studi Ofoeda et al. (2020) dan Antwi et al. (2023),<sup>78</sup> yang menekankan bahwa AML efektif hanya setelah melewati ambang tertentu. Sebaliknya, pada negara maju, hubungan tidak signifikan secara statistik.

Mengingat rata-rata AMLR negara berkembang dalam sampel adalah 3,95 di bawah *threshold* 4,83, mayoritas negara berkembang berada pada bagian kiri kurva U di mana peningkatan AMLR masih berkorelasi negatif dengan investasi. Hal ini mengindikasikan bahwa mayoritas negara berkembang belum mencapai ambang kredibilitas minimum, sehingga penguatan AML yang terburu-buru tanpa reformasi institusional justru kontra produktif. Temuan ini mendukung pendekatan kebijakan berbasis tahapan, di mana penguatan AML tidak dapat langsung diharapkan berdampak positif tanpa dukungan reformasi institusi, transparansi, dan stabilitas hukum. Penelitian terdahulu juga menemukan bahwa pada negara berkembang, fase awal reformasi AML sering kali dianggap simbolik atau bersifat *window dressing*, semata

<sup>78</sup> Ofoeda et al., “Anti-Money Laundering Regulations and Financial Sector Development”; Antwi et al., “Anti-Money Laundering Measures and Financial Sector Development.”

untuk memenuhi tekanan internasional tanpa komitmen substantif terhadap penegakan hukum.<sup>79</sup> Hal ini menjelaskan mengapa pada tahap awal, penguatan AML justru dapat memunculkan efek kontra-produktif bagi investor asing. Reformasi AML perlu diintegrasikan dalam agenda tata kelola menyeluruh agar mampu melampaui ambang kredibilitas dan menjadi sinyal positif bagi pasar.

Variabel kontrol menunjukkan hasil yang beragam. Di negara maju, *Labor Force* dan Kredit Domestik berpengaruh positif dan signifikan, mencerminkan pentingnya faktor fundamental ekonomi dalam menarik investasi. Namun, variabel seperti *Trade Openness*, *Stability and Violence*, Inflasi, dan *Financial Institution Access* tidak signifikan di seluruh kelompok. Validitas model GMM dikonfirmasi melalui uji Arellano-Bond dan Hansen yang menunjukkan tidak adanya autokorelasi orde kedua serta tidak terjadi overidentification, memperkuat keandalan model untuk menangkap dinamika lintas negara.

Perbandingan antara model linier dan non-linier menunjukkan bahwa model kuadrat lebih mampu menangkap kompleksitas hubungan AMLR dengan investasi portofolio, khususnya di negara berkembang. Model linier hanya menunjukkan efek negatif dari AMLR, sementara model non-linier mengungkap adanya ambang titik balik di mana efek regulasi AML berubah dari negatif menjadi positif. Hal ini memperkuat argumen dari Beck et al. (2006) dan Law et al. (2014) bahwa hubungan antara regulasi keuangan, institusi, dan investasi bersifat non-linier, sehingga pendekatan model non-linier lebih tepat digunakan dalam merumuskan kebijakan berbasis bukti di sektor keuangan global.<sup>80</sup>

Temuan hubungan negatif pada fase awal tidak mengimplikasikan bahwa penguatan AML perlu dikurangi atau dilonggarkan. Sebaliknya, temuan ini menegaskan pentingnya reformasi AML yang terstruktur, bertahap, dan didukung penguatan kapasitas institusional agar dapat melampaui ambang kredibilitas dan berdampak positif pada iklim investasi. Reputasi kelembagaan berperan penting dalam membentuk persepsi risiko investor, di mana institusi yang kredibel, hukum yang konsisten, dan regulasi yang transparan mampu menarik investasi karena dianggap tahan terhadap ketidakpastian.<sup>81</sup> Kepatuhan terhadap regulasi AML menjadi sinyal kredibilitas institusional yang menunjukkan komitmen suatu negara dalam menjaga integritas sistem keuangan dan mengikuti norma internasional.<sup>82</sup> Ketegasan dalam penerapan AML mencerminkan kapasitas administratif dan kemauan politik, serta menegaskan keberadaan institusi inklusif yang menjamin *rule of law* dan tata kelola yang akuntabel, sehingga meningkatkan kepercayaan investor internasional.<sup>83</sup>

## Kesimpulan dan Rekomendasi

### Kesimpulan

Model linier menunjukkan bahwa adanya hubungan tingkat risiko pencucian uang dengan investasi portofolio asing. Hubungan ini terlihat positif dan signifikan pada model linier untuk negara-negara maju yang memiliki sistem keuangan dan tata kelola yang mapan, namun perlu

<sup>79</sup> Michael Levi and Peter Reuter, "Money Laundering," *Crime and Justice* 34 (2006): 289–375, <https://doi.org/10.1086/501508>; Jason Sharman, "Offshore and the New International Political Economy," *Review of International Political Economy* 17, no. 1 (2010): 1–19, <https://doi.org/10.1080/09692290802686940>.

<sup>80</sup> Thorsten Beck, Asli Demirgüç-Kunt, and Ross Levine, "Bank Concentration, Competition, and Crises: First Results," *Journal of Banking & Finance* 30, no. 5 (2006): 1581–603, <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2005.05.010>; Law, Tan, and Azman-Saini, "Financial Development and Income Inequality at Different Levels of Institutional Quality."

<sup>81</sup> Kaufmann, Kraay, and Mastruzzi, "The Worldwide Governance Indicators"; Rodrik, Subramanian, and Trebbi, "Institutions Rule."

<sup>82</sup> Sharman, "Offshore and the New International Political Economy."

<sup>83</sup> Daron Acemoglu, Simon Johnson, and James A. Robinson, "Chapter 6 Institutions as a Fundamental Cause of Long-Run Growth," in *Handbook of Economic Growth*, vol. 1, ed. Philippe Aghion and Steven N. Durlauf (Elsevier, 2005), 385–472, [https://doi.org/10.1016/S1574-0684\(05\)01006-3](https://doi.org/10.1016/S1574-0684(05)01006-3).

dicatat bahwa signifikansi ini hanya berlaku pada model linier, karena pada model non-linier AMLR tidak signifikan untuk negara maju. Sementara di negara berkembang pada model linier, penurunan risiko pencucian uang justru dikaitkan dengan penurunan investasi secara signifikan, yang mengindikasikan bahwa penurunan risiko pencucian uang dapat menimbulkan biaya transisi ketika tidak dibarengi dengan kesiapan kelembagaan.

Ketika model diperluas secara non-linier dengan memasukkan komponen kuadrat AMLR, ditemukan pola hubungan berbentuk kurva U, terutama di negara berkembang. Ini menunjukkan bahwa pada tahap awal, penguatan AML dapat meningkatkan biaya kepatuhan dan menciptakan ketidakpastian sehingga menurunkan investasi. Namun setelah melewati ambang batas tertentu, penguatan AML justru meningkatkan kepercayaan investor melalui kepastian hukum dan kredibilitas pasar. Di negara maju, variabel AMLR tidak signifikan dalam model non-linier, menandakan bahwa tata kelola yang telah mapan membuat investasi tidak terlalu dipengaruhi oleh variasi risiko pencucian uang.

Pendekatan non-linier memberikan pemahaman yang lebih kontekstual dibandingkan model linier, dengan menangkap heterogenitas antar negara berdasarkan kapasitas tata kelola. Temuan ini menggarisbawahi bahwa reformasi AML di negara berkembang harus dilakukan secara proporsional dan terintegrasi dengan penguatan institusional. Hal ini sejalan dengan teori Kuznets dan argumen Rodrik et al. (2004) serta Acemoglu et al. (2005),<sup>84</sup> bahwa dampak regulasi terhadap iklim investasi bersifat bertahap dan sangat bergantung pada ambang kredibilitas institusi. Regulasi AML yang dirancang sesuai kapasitas lokal dapat menjadi katalis masuk investasi portofolio asing.

## **Rekomendasi**

Penerapan standar AML di negara berkembang disesuaikan dengan kapasitas domestik. Penguatan sistem AML sebaiknya dilakukan secara bertahap dan berbasis pendekatan berbasis risiko (*risk-based approach*) agar tidak membebani institusi lokal yang belum siap. Implementasi yang terburu-buru tanpa kesiapan sumber daya dapat menimbulkan *over compliance*, memperlambat proses bisnis, dan mengurangi minat investor asing. Untuk menjaga stabilitas selama masa transisi, pemerintah perlu mengantisipasi peningkatan biaya kepatuhan (*compliance cost*) melalui pemberian insentif fiskal atau regulatif bagi institusi domestik dan investor.

Peningkatan kredibilitas tata kelola AML di negara berkembang menjadi keharusan agar penguatan regulasi tidak berujung pada penurunan investasi portofolio asing. Hal ini dapat dicapai melalui integrasi data antar lembaga, penguatan infrastruktur pengawasan, serta penegakan hukum yang transparan. *Financial Action Task Force* (FATF) perlu memperkuat perannya dengan tidak hanya menekankan kepatuhan formal, tetapi juga mempertimbangkan dampak ekonomi dari penguatan AML. FATF perlu memberikan asistensi dan perhatian khusus kepada negara berkembang agar penguatan regulasi tidak menghambat jumlah modal yang dibutuhkan untuk pembangunan.

## **Keterbatasan Penelitian dan Saran**

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang spesifik dan perlu dicatat. Pertama, data penelitian mencakup periode 2012–2021 sehingga belum mencerminkan perkembangan rezim AML pasca-2021, termasuk gelombang evaluasi FATF terbaru dan dampak keanggotaan penuh berbagai negara berkembang. Studi lanjutan disarankan untuk memperbarui data hingga tahun terkini atau menggunakan spesifikasi waktu yang lebih relevan dengan kondisi terkini. Kedua, proksi Basel AML Index memiliki keterbatasan inheren karena merupakan indeks komposit yang mencampurkan berbagai dimensi risiko (hukum, korupsi, transparansi, politik),

---

<sup>84</sup> Rodrik, Subramanian, and Trebbi, "Institutions Rule"; Acemoglu, Johnson, and Robinson, "Chapter 6 Institutions as a Fundamental Cause of Long-Run Growth."

sehingga tidak dapat mengidentifikasi secara presisi dimensi mana yang paling berpengaruh terhadap investasi portofolio. Studi lanjutan dapat memisahkan komponen-komponen indeks ini sebagai variabel independen tersendiri. Ketiga, pendekatan regresi kuadratik yang digunakan untuk menguji non-linieritas memiliki keterbatasan dalam menentukan titik ambang yang akurat dibandingkan metode *panel threshold*. Keempat, model belum mempertimbangkan diferensiasi regional secara eksplisit, sehingga analisis berdasarkan kawasan geografis diperlukan guna mengidentifikasi pola respons investor yang spesifik terhadap risiko AML di tiap wilayah. Kelima, penelitian ini tidak melakukan analisis khusus terhadap posisi Indonesia dalam model estimasi. Indonesia tidak dapat dikonfirmasi secara statistik karena model yang digunakan adalah estimasi lintas negara yang tidak menghasilkan koefisien spesifik per negara. Studi lanjutan yang menggunakan pendekatan *time-series* atau studi kasus tunggal untuk Indonesia, khususnya dengan mempertimbangkan keanggotaan penuh FATF sejak tahun 2023, akan dapat memberikan analisis yang lebih presisi mengenai posisi dan trajektori Indonesia dalam kaitannya dengan daya tarik investasi portofolio asing. Lalu Selain itu masih dimungkinkan adanya variabel penting yang belum dimasukkan dalam model, termasuk pengukuran kualitas institusi yang lebih presisi serta penggunaan variabel interaksi (*interaction term*) untuk menangkap dinamika hubungan yang lebih kompleks. Terakhir, pengujian ambang batas yang saat ini menggunakan regresi kuadratik dapat diperluas dengan pendekatan *panel threshold* untuk memperkaya hasil analisis dan memberikan sudut pandang baru.

## Daftar Pustaka

- Acemoglu, Daron, Simon Johnson, and James A. Robinson. "Chapter 6 Institutions as a Fundamental Cause of Long-Run Growth." In *Handbook of Economic Growth*, vol. 1, edited by Philippe Aghion and Steven N. Durlauf, 385–472. Elsevier, 2005. [https://doi.org/10.1016/S1574-0684\(05\)01006-3](https://doi.org/10.1016/S1574-0684(05)01006-3).
- Agarwal, R. N. "Foreign Portfolio Investment In Some Developing Countries: A Study of Determinants and Macroeconomic Impact." *Indian Economic Review* 32, no. 2 (1997): 217–29.
- Agoba, Abel Mawuko, Joshua Yindenaba Abor, Kofi Osei, Jarjisu Sa-Aadu, Benjamin Amoah, and Gloria Clarissa Odotor Dzeha. "Central Bank Independence, Elections and Fiscal Policy in Africa: Examining the Moderating Role of Political Institutions." *International Journal of Emerging Markets* 14, no. 5 (2019): 809–30. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-08-2018-0423>.
- Ajide, K. B., and T. A. Ojeyinka. "Anti-Money Laundering Policy and Economic Governance in Africa." *Journal of Money Laundering Control* 26, no. 1 (2023): 77–90.
- Alfaro, Laura, Areendam Chanda, Sebnem Kalemlı-Ozcan, and Selin Sayek. "FDI and Economic Growth: The Role of Local Financial Markets." *Journal of International Economics* 64, no. 1 (October 2004): 89–112. [https://doi.org/10.1016/S0022-1996\(03\)00081-3](https://doi.org/10.1016/S0022-1996(03)00081-3).
- Antwi, Samuel, Anthony Buawolor Tetteh, Patience Armah, and Eric Opoku Dankwah. "Anti-Money Laundering Measures and Financial Sector Development: Empirical Evidence from Africa." *Cogent Economics & Finance* 11, no. 1 (2023): 2209957. <https://doi.org/10.1080/23322039.2023.2209957>.
- Arellano, Manuel, and Stephen Bond. "Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations." *The Review of Economic Studies* 58, no. 2 (1991): 277–97. <https://doi.org/10.2307/2297968>.
- Arellano, Manuel, and Olympia Bover. "Another Look at the Instrumental Variable Estimation of Error-Components Models." *Journal of Econometrics* 68, no. 1 (1995): 29–51. [https://doi.org/10.1016/0304-4076\(94\)01642-D](https://doi.org/10.1016/0304-4076(94)01642-D).

- Ariesiyani, Amarillys Erika Noora, and Lalu Garin Alham. "Money Laundering in APEC Countries: A Gravity Model Analysis of Attractiveness and Destination Choices." *AML/CFT Journal: The Journal of Anti Money Laundering and Countering the Financing of Terrorism* 1, no. 2 (2023): 146–66. <https://doi.org/10.59593/amleft.2023.v1i2.56>.
- Asteriou, Dimitrios, and Stephen G. Hall. *Applied Econometrics*. 2nd ed. London: Palgrave Macmillan, 2011.
- Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, and Ross Levine. "A New Database on the Structure and Development of the Financial Sector." *The World Bank Economic Review* 14, no. 3 (2000): 597–605. <https://doi.org/10.1093/wber/14.3.597>.
- . "Bank Concentration, Competition, and Crises: First Results." *Journal of Banking & Finance* 30, no. 5 (2006): 1581–603. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2005.05.010>.
- Beck, Thorsten, Ross Levine, and Norman Loayza. "Finance and the Sources of Growth." *Journal of Financial Economics*, Special Issue on International Corporate Governance, vol. 58, no. 1 (2000): 261–300. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00072-6](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00072-6).
- Bekaert, Geert, and Campbell R. Harvey. "Foreign Speculators and Emerging Equity Markets." *The Journal of Finance* 55, no. 2 (2000): 565–613. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00220>.
- Blundell, Richard, and Stephen Bond. "Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models." *Journal of Econometrics* 87, no. 1 (1998): 115–43. [https://doi.org/10.1016/S0304-4076\(98\)00009-8](https://doi.org/10.1016/S0304-4076(98)00009-8).
- Bonner, Sarah E., Zoe-Vonna Palmrose, and Susan M. Young. "Fraud Type and Auditor Litigation: An Analysis of SEC Accounting and Auditing Enforcement Releases." *The Accounting Review* 73, no. 4 (1998): 503–32.
- Brambor, Thomas, William Roberts Clark, and Matt Golder. "Understanding Interaction Models: Improving Empirical Analyses." *Political Analysis* 14, no. 1 (2006): 63–82. <https://doi.org/10.1093/pan/mpi014>.
- Buchanan, Bonnie. "Money Laundering—a Global Obstacle." *Research in International Business and Finance* 18, no. 1 (2004): 115–27. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2004.02.001>.
- Bührer, Christian, Ivo Hubli, and Eliane Marti. "The Regulatory Burden in the Swiss Wealth Management Industry." *Financial Markets and Portfolio Management* 19, no. 1 (2005): 99–108. <https://doi.org/10.1007/s11408-005-2299-2>.
- Camanho, N., F. Silva, and J. Vicente. "The Long-Term Economic Impact of Foreign Portfolio Investment." *The Long-Term Economic Impact of Foreign Portfolio Investment* (3), 2022, 786–805.
- Campos, Nauro F., and Jeffrey B. Nugent. "Aggregate Investment and Political Instability: An Econometric Investigation." *Economica* 70, no. 279 (2003): 533–49. <https://doi.org/10.1111/1468-0335.01081>.
- Chinn, Menzie D., and Hiro Ito. "What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions." *Journal of Development Economics* 81, no. 1 (2006): 163–92. <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2005.05.010>.
- Desai, Mihir A. *The Corporate Profit Base, Tax Sheltering Activity, and the Changing Nature of Employee Compensation*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2002.
- Djankov, Simeon, Caralee McLiesh, and Rita Maria Ramalho. "Regulation and Growth." *Economics Letters* 92, no. 3 (2006): 395–401. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2006.03.021>.
- Durham, J. Benson. "Absorptive Capacity and the Effects of Foreign Direct Investment and Equity Foreign Portfolio Investment on Economic Growth." *European Economic Review* 48, no. 2 (2004): 285–306. [https://doi.org/10.1016/S0014-2921\(02\)00264-7](https://doi.org/10.1016/S0014-2921(02)00264-7).

- Erb, Claude B., Campbell R. Harvey, and Tadas E. Viskanta. "Political Risk, Economic Risk, and Financial Risk." *Financial Analysts Journal* 52, no. 6 (1996): 29–46. <https://doi.org/10.2469/faj.v52.n6.2038>.
- Errunza, Vihang. "Foreign Portfolio Equity Investments, Financial Liberalization, and Economic Development." *Review of International Economics* 9, no. 4 (2001): 703–26. <https://doi.org/10.1111/1467-9396.00308>.
- Eulaiwi, Baban, Nihad Shareef Khalaf, Ahmed Al-Hadi, Lien Duong, and Grantley Taylor. "Money Laundering Governance and Income Shifting: Evidence from Australian Financial Institutions." *Economic Modelling* 132 (2024): 106653. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2024.106653>.
- Financial Action Task Force. *FATF Annual Report 2019–2020*. Paris: FATF/OECD, 2020.
- . *International Standards on Combating Money Laundering and the Financing of Terrorism & Proliferation: The FATF Recommendations*. Paris: FATF/OECD, 2012.
- Froot, Kenneth A., Paul G. J. O’Connell, and Mark S. Seasholes. "The Portfolio Flows of International Investors." *Journal of Financial Economics* 59, no. 2 (2001): 151–93. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00084-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00084-2).
- Goldstein, Itay, and Assaf Razin. "An Information-Based Trade off between Foreign Direct Investment and Foreign Portfolio Investment." *Journal of International Economics* 70, no. 1 (2006): 271–95. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2005.12.002>.
- Gupta, P., and S. Ahmed. "Regulatory Quality and Foreign Investment: Evidence from Emerging Markets." *Journal of Policy Modeling* 42, no. 4 (2020): 776–96.
- Haider, M., M. A. Hashmi, and M. Ahmed. "Macroeconomic and Institutional Determinants of Foreign Portfolio Investment." *Economic Modelling* 58 (2016): 291–304.
- Issah, Mohammed, Samuel Antwi, Solomon Kofi Antwi, and Patience Amarh. "Anti-Money Laundering Regulations and Banking Sector Stability in Africa." *Cogent Economics & Finance* 10, no. 1 (2022): 2069207. <https://doi.org/10.1080/23322039.2022.2069207>.
- Issaoui, Fakhri, Toumi Hassen, and Touili Wassim. "The Effects of Money Laundering (ML) on Growth Application to the Gulf Countries." *International Journal of Cyber Warfare and Terrorism* 7, no. 1 (2017): 13–24. <https://doi.org/10.4018/IJCWT.2017010102>.
- Kang, M. "Anti-Money Laundering Regulation and Banking Behavior: Theory and Evidence." *Journal of Banking Regulation* 19 (2018): 34–49.
- Kar, Dev, and Joseph Spanjers. *Illicit Financial Flows from Developing Countries: 2004–2013*. Vol. 20. Washington, DC: Global Financial Integrity, 2015.
- Kaufmann, Daniel, Aart Kraay, and Massimo Mastruzzi. "The Worldwide Governance Indicators: Methodology and Analytical Issues." *Hague Journal on the Rule of Law* 3, no. 02 (2011): 220–46. <https://doi.org/10.1017/S1876404511200046>.
- Khayat, M. "Trade Openness, Governance, and Foreign Investment: Evidence from MENA Countries." *Global Business Review* 21, no. 2 (2020): 56–72.
- Khelil, Imen, Hichem Khlif, and Imen Achek. "The Economic Consequences of Money Laundering: A Review of Empirical Literature." *Journal of Money Laundering Control* 27, no. 5 (2024): 901–16. <https://doi.org/10.1108/JMLC-09-2023-0143>.
- Khrawish, Husni Ali. "The Impact of Anti-Money Laundering on Investment Funding: Evidence from Jordanian Financial Institutions." *International Journal of Economics and Finance* 6, no. 3 (2014): p227. <https://doi.org/10.5539/ijef.v6n3p227>.
- Knack, Stephen, and Philip Keefer. "Institutions and Economic Performance: Cross-Country Tests Using Alternative Institutional Measures." *Economics & Politics* 7, no. 3 (1995): 207–27. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0343.1995.tb00111.x>.
- Kwabi, Frank, Robert Faff, Andrew Marshall, and Chandra Thapa. "Sub-Optimal International Portfolio Allocations and the Cost of Capital." *Journal of Multinational Financial Management* 35 (2016): 41–58. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2016.04.001>.

- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny. "The Quality of Government." *Journal of Law, Economics, and Organization* 15, no. 1 (1999): 222–79. <https://doi.org/10.1093/jleo/15.1.222>.
- Lane, Philip R., and Gian Maria Milesi-Ferretti. "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004." *Journal of International Economics* 73, no. 2 (2007): 223–50. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2007.02.003>.
- Law, Siong Hook, Hui Boon Tan, and W. N. W. Azman-Saini. "Financial Development and Income Inequality at Different Levels of Institutional Quality." *Emerging Markets Finance and Trade* 50, no. sup1 (2014): 21–33. <https://doi.org/10.2753/REE1540-496X5001S102>.
- Levi, Michael, and Peter Reuter. "Money Laundering." *Crime and Justice* 34 (2006): 289–375. <https://doi.org/10.1086/501508>.
- Loureiro, G. R., A. D. Araújo, and A. Pinho Neto. "The Economic Foundations of Anti-Money Laundering: A Pigovian Approach." *Journal of Money Laundering Control* 18, no. 4 (2015): 442–53.
- Masoud, N., and G. Hardaker. "The Impact of Foreign Portfolio Investment on Capital Markets: Evidence from Emerging Economies." *International Journal of Economics and Finance* 4, no. 9 (2012): 1–15.
- McCarthy, Killian J., Peter Van Santen, and Ingo Fiedler. "Modeling the Money Launderer: Microtheoretical Arguments on Anti-Money Laundering Policy." *International Review of Law and Economics* 43 (2015): 148–55. <https://doi.org/10.1016/j.irl.2014.04.006>.
- Meier, Christoph. "Aggregate Investor Confidence in the Stock Market." *SSRN Electronic Journal*, ahead of print, 2015. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2721487>.
- Naheem, Mohammed Ahmad. "Money Laundering Using Investment Companies." *Journal of Money Laundering Control* 18, no. 4 (2015): 438–46. <https://doi.org/10.1108/JMLC-10-2014-0031>.
- Ofoeda, Isaac, Elikplimi Agbloyor, and Joshua Yindenaba Abor. "Financial Sector Development, Anti-Money Laundering Regulations and Economic Growth." *International Journal of Emerging Markets* 19, no. 1 (2024): 191–210. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-12-2021-1823>.
- Ofoeda, Isaac, Elikplimi K. Agbloyor, Joshua Y. Abor, and Kofi A. Osei. "Anti-Money Laundering Regulations and Financial Sector Development." *International Journal of Finance & Economics* 27, no. 4 (2020): 4085–104. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2360>.
- Ofoeda, Isaac, Elikplimi Komla Agbloyor, and Joshua Yindenaba Abor. "How Do Anti-Money Laundering Systems Affect FDI Flows across the Globe?" *Cogent Economics & Finance* 10, no. 1 (2022): 2058735. <https://doi.org/10.1080/23322039.2022.2058735>.
- Reuter, Peter, and Edwin M. Truman. *Chasing Dirty Money: The Fight against Money Laundering*. Washington, DC: Institute for International Economics, 2004.
- Rodrik, Dani, Arvind Subramanian, and Francesco Trebbi. "Institutions Rule: The Primacy of Institutions Over Geography and Integration in Economic Development." *Journal of Economic Growth* 9, no. 2 (2004): 131–65. <https://doi.org/10.1023/B:JOEG.0000031425.72248.85>.
- Roodman, David. "How to Do Xtabond2: An Introduction to Difference and System GMM in Stata." *The Stata Journal: Promoting Communications on Statistics and Stata* 9, no. 1 (2009): 86–136. <https://doi.org/10.1177/1536867X0900900106>.
- Savona, Ernesto U., and Michele Riccardi. *Assessing the Risks of Money Laundering: Concepts and Approaches*. Cham: Springer, 2019.
- Schneider, Friedrich, and Dominik H. Enste. "Shadow Economies: Size, Causes, and Consequences." *Journal of Economic Literature* 38, no. 1 (2000): 77–114. <https://doi.org/10.1257/jel.38.1.77>.

- Schnorrenberger, Tobias, and Jörg Meurer. "Political Risk and Foreign Portfolio Flows in Emerging Markets." *Applied Economics Letters* 25, no. 5 (2018): 304–8.
- Sharman, Jason. "Offshore and the New International Political Economy." *Review of International Political Economy* 17, no. 1 (2010): 1–19. <https://doi.org/10.1080/09692290802686940>.
- Sharman, Jason C., and David Chaikin. *Corruption and Money Laundering: A Symbiotic Relationship*. London: Palgrave Macmillan, 2009.
- Šikman, Mile, and Miloš Grujić. "Relationship of Anti-Money Laundering Index with GDP, Financial Market Development, and Human Development Index." *Nauka, Bezbednost, Policija* 26, no. 1 (2021): 21–33. <https://doi.org/10.5937/nabepo26-29725>.
- Stasavage, David. "Private Investment and Political Institutions." *Economics & Politics* 14, no. 1 (2002): 41–63. <https://doi.org/10.1111/1468-0343.00099>.
- Stulz, René M. "The Limits of Financial Globalization." *The Journal of Finance* 60, no. 4 (2005): 1595–638. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00775.x>.
- Thapa, Chandra, and Sunil Poshakwale. "Financial Market Development and Economic Volatility." *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 22, no. 1 (2012): 58–73.
- Todaro, Michael P., and Stephen C. Smith. *Economic Development*. 12th ed. Boston: Pearson Education, 2015.
- Wooldridge, Jeffrey M. *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*. 2nd ed. Cambridge, MA: MIT Press, 2010.
- Yuksel, Ulku, and Asli Yuksel-Mermod. "A Risky Mode Of Foreign Market Entry: International Portfolio Investments." *Journal of Business & Economics Research (JBER)* 8, no. 8 (2010). <https://doi.org/10.19030/jber.v8i8.746>.
- Zdanowicz, John S. "Trade-Based Money Laundering and Terrorist Financing." *Review of Law & Economics* 5, no. 2 (2009): 855–78.





