Jurnal Ekonomi Malaysia 50(2) 2016 133 - 142
http://dx.doi.org/10.17576/JEM-2016-5002-11

Pelarian Dana: Bukti Baharu Peranan Modal Manusia

(Capital Flight: New Evidence on the Role of Human Capital)

Tamat Sarmidi
Abu Hasan Shaari Md Nor
Mohd Azlan Shah Zaidi
Umar Abdul Basar
Universiti Kebangsaan Malaysia

ABSTRAK

Masalah pelarian dana telah diselidik sejak awal tahun 1980-an. Namun kajian sedia ada hanya tertumpu kepada memperbaiki kaedah pengiraan pelarian dana dan faktor utama punca pelarian dana. Kajian ini mengorak selangkah lagi kehadapan dengan mengkaji faktor yang mampu untuk mengurangkan kesan negatif daripada dua faktor utama pelarian dana iaitu kesan risiko ekonomi dan risiko institusi melalui saluran pengukuhan modal manusia. Tujuan kajian ini adalah untuk menyelidik hubungan antara pelarian dana dan modal manusia dengan menggunakan kaedah sistem panel dinamik. Hasil kajian menunjukkan bahawa pekali regrasi modal manusia mempunyai hubungan negatif dengan aktiviti pelarian dana. Dapatan ini menerangkan bahawa modal manusia mampu mengurangkan aktiviti pelarian dana dengan meningkatkan keyakinan pelabur untuk melabur dan mengekalkan pelaburan sedia ada. Oleh itu polisi yang digubal untuk menangani masalah pelarian dana semestinya mengambil kira faktor pengukuhan sektor modal manusia.

Kata kunci: Pelarian Dana; Panel Dinamik; Modal Manusia

ABSTRACT

Many studies have been initiated to investigate issues of capital flight since early 1980s. However, the studies focused mainly on fine-tuning the calculation method and major causes of capital flight. This study takes a step further by proposing human capital factor to moderate the negative impacts of economic risk and institutional risk to the capital flight. The purpose of this paper is to examine the relationship between the capital flight and human capital using dynamic panel system. The result shows that the estimated coefficient of human capital has a negative relationship with the capital flight activities. This finding explains that human capital can reduce the intensity of capital flight by increasing the confidence of investors to invest and maintain existing investments. Thus strengthening of human capital should be a priority in curbing capital flight problem.

Keywords: Capital Flight; Dynamic Panel; Human Capital

PENDAHULUAN

Pelarian dana (*capital flight*) merupakan suatu masalah ekonomi yang kerap berlaku dan hanya diberi perhatian jika berlaku krisis. Namun begitu, pelarian dana kurang dibincangkan kerana kesukaran dalam menjelaskan definisi pelarian dana itu sendiri. Terdapat definisi pelarian dana yang masih tidak disepakati oleh ahli-ahli ekonomi kerana mereka mempunyai pendapat dan andaian yang berbeza mengenai pelarian dana tersebut. Walaupun definisi pelarian dana masih tidak disepakati, kesan negatif pengaliran keluar dana yang besar dari sesebuah negara ternyata merencatkan pertumbuhan ekonomi. Oleh itu, bagi sesetengah ahli ekonomi, faktor pelarian dana adalah perkara yang utama untuk dikaji bagi menyelesaikan atau mengurangkan impak negatif masalah tersebut.

Pelarian dana mula diberi perhatian sejak awal tahun 1980-an apabila jumlah dana yang keluar dari sesebuah negara lebih besar berbanding dengan dana yang mengalir masuk ke dalam negara (Alam & Quazi 2003). Masalah tersebut menjadi semakin meruncing apabila negara berkenaan mempunyai sumber dana yang terhad (Yalta & Yalta 2012). Kekurangan dana pelaburan domestik dari dalam negara menyebabkan masalah pelarian dana semakin tinggi dan seterusnya memperlahankan pertumbuhan ekonomi (Brada et al. 2011). Pelarian dana juga menimbulkan masalah pengerahan sumber domestik yang menarik perhatian serius daripada penggubal dasar serta pelabur asing (Yalta 2010). Pengaliran keluar dana dari sesebuah negara berkemungkinan juga tidak akan kembali dan menyebabkan pelaburan domestik menurun dan merendahkan sumber cukai tempatan (Cuddington 1986).

Kebanyakan kajian empirik yang berkaitan dengan pelarian dana memfokus kepada kaedah pengukuran seperti kajian Cuddington (1986); Cumby dan Levich (1987). Kajian yang lain pula tertumpu kepada faktor-

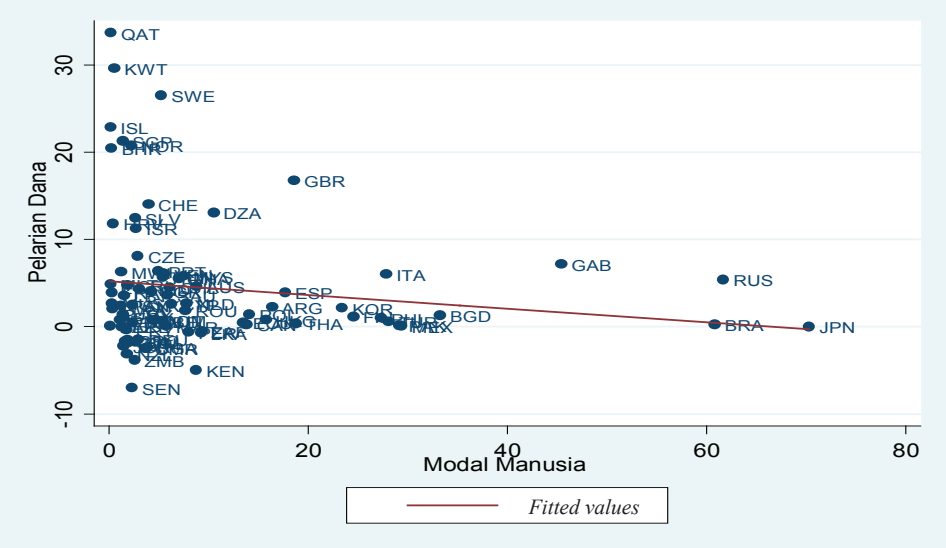
faktor yang mempengaruhi pelarian dana. Antara faktor yang dikaji adalah pertumbuhan ekonomi, kadar inflasi, perbezaan keuntungan (Al-Fayoumi, AlZoubi & Abuzayed 2012), keterbukaan perdagangan, dan salah catat invois import eksport (Lan, Wu & Zhang 2010), kadar korupsi (Swaleheen 2008), kekangan kuasa pegawai eksekutif dan kadar keyakinan politik (Cerra, Rishi & Saxena 2008). Selain daripada kedua-dua isu tersebut, terdapat satu lagi faktor yang penting tetapi jarang dikaji dalam masalah pelarian dana iaitu modal manusia. Ini kerana, secara teori, pembangunan modal manusia dapat meningkatkan pendapatan (Kottaridi & Stengos 2010), meningkatkan taraf kesihatan (Colantonio, Marianacci & Mattoscio 2010) serta mempercepatkan proses penyebaran teknologi (Mastromarco & Ghosh 2009). Disamping itu model manusia juga mampu untuk meningkatkan pulangan pelabur dan meningkatkan aliran masuk dana ke dalam negara (Reiter & Steensma 2010; Kant 1996). Pada masa yang sama, pertumbuhan modal manusia juga telah diketahui umum mampu memberi kesan positif dalam jangka masa panjang terhadap pertumbuhan ekonomi (Baldacci et al. 2008; Dias & Tebaldi 2012; Jalles 2010). Keyakinan pelabur juga berkadar terus dengan wujudnya peningkatan pertumbuhan modal manusia. Pertumbuhan modal manusia adalah penanda aras bagi keupayaan buruh yang mahir menyerap teknologi baharu dan membantu meningkatkan jangkaan pulangan pelaburan. Peningkatan tahap keyakinan pelabur menyebabkan pelabur bersedia untuk menanggung tambahan risiko dan mempunyai jangkaan pulangan yang lebih rendah tetapi ia dapat meningkatkan tahap kebajikan (Walter 1987). Oleh itu, aktiviti pelarian dana juga berkurangan kerana pelabur lebih tertarik untuk terus melabur di dalam sesebuah negara tersebut. Pernyataan ini disokong oleh Rajah 1 yang menunjukkan analisis awal antara pelarian dana dan modal manusia. Rajah selerak menunjukkan hubungan negatif antara pelarian dana dan modal manusia.

Oleh itu, tujuan utama kajian ini adalah untuk menentukan peranan modal manusia terhadap aktiviti pelarian dana. Kajian ini mampu untuk menerangkan faktor yang mampu untuk mengurangkan fenomena pelarian dana dengan mengambil berat peranan modal manusia. Kajian ini berbeza daripada kajian lepas yang kurang menekankan kepentingan modal manusia dalam permasalahan pelarian dana.

Teori dan kajian lepas dihuraikan dalam bahagian kedua. Seterusnya bahagian ketiga membincangkan mengenai definisi dan pengukuran kadar pelarian dana yang dihuraikan secara umum, bahagian keempat metodologi dan data, bahagian kelima analisis keputusan kajian empirikal dan bahagian terakhir kesimpulan atau ulasan.

TEORI DAN KAJIAN-KAJIAN LEPAS

Terdapat banyak kajian empirikal yang mengkaji mengenai pelarian dana di negara membangun dengan pelbagai objektif. Yalta dan Yalta (2012) mengkaji mengenai kesan liberalisasi kewangan terhadap tahap pelarian dana bagi 21 pasaran ekonomi baru dari tahun 1980 sehingga tahun 2004 menggunakan pendekatan panel sebab penyebab (*causality*). Model pelarian dana mereka mengandungi pembolehubah kadar pertumbuhan ekonomi, hutang swasta, liberalisasi kewangan dan kadar inflasi. Mereka mendapati hanya pembolehubah lat pelarian dana dan liberalisasi kewangan sahaja yang signifikan. Hal ini menunjukkan liberalisasi kewangan mungkin tidak akan menyelesaikan masalah ekonomi tersebut dan negara yang mempunyai kadar pelarian



RAJAH 1. Hubungan pelarian dana dan modal manusia
Sumber: Anggaran penulis menggunakan data World Bank

dana yang tinggi akan terus mengalami masalah ini pada masa akan datang.

Al-Fayoumi et al. (2012) mengkaji mengenai penentu pelarian dana bagi tujuh negara Timur Tengah dan Afrika Utara (MENA) sepanjang tahun 1981 sehingga tahun 2008. Beliau mencadangkan penggubal polisi negara-negara MENA perlu memberi perhatian terhadap menstabilkan ekonomi dan suasana politik apabila mendapati ketidakpastian ekonomi adalah penentu penting bagi pelarian dana. Beliau juga mendapati peningkatan di dalam GDP mengurangkan aktiviti pelarian dana serta pinjaman asing dan pelaburan langsung asing meningkatkan aktiviti tersebut. Selain itu, negara yang mengalami fenomena pelarian dana terus mengalami masalah tersebut.

Ndikumana dan Boyce (2011) mendapati fenomena "*revolving door*" berlaku pada 40 buah negara pada tempoh tahun 1970 sehingga tahun 2004 apabila hubungan antara pinjaman asing negara mempunyai hubungan yang kuat dengan pelarian dana. Fenomena tersebut berlaku apabila setiap kemasukan wang ke dalam negara dalam bentuk pinjaman asing akan mengalir keluar negara dalam bentuk pelarian dana. Fenomena "*histeris*" juga berlaku apabila pembolehubah lat pelarian dana sentiasa signifikan dan positif. Hal ini menunjukkan sejarah pelarian dana bagi negara terus berlaku pada masa akan datang. Selain itu, kadar inflasi yang signifikan dan positif menjadi bukti kekurangan kawalan kerajaan terhadap dasar makroekonomi. Kesimpulan bagi kajian mereka menunjukkan bahawa suasana makroekonomi, risiko dan pulangan pelaburan, pembangunan fiskal serta kestabilan politik dan urus tadbir negara memberi kesan terhadap pelarian dana.

Dalam kajian (Ayadi 2009), negara Nigeria juga mengalami fenomena "*revolving door*" pada tempoh jangka masa pendek dan jangka masa panjang sepanjang tahun 1980 sehingga tahun 2007. Penentu utama pelarian dana adalah perbezaan pulangan yang juga memberi kesan negatif pada tempoh jangka masa pendek dan jangka masa panjang. Pertumbuhan ekonomi domestik dapat menurunkan kadar pelarian dana di negara Nigeria pada jangka masa pendek. Perdagangan bersih pula mempunyai hubungan positif dalam jangka masa pendek sahaja. Analisis empirikal menunjukkan penentu pelarian dana memberi kesan yang lebih tinggi pada jangka masa pendek dari jangka masa panjang.

Isu pelarian dana bagi negara China telah menarik kebanyakan penyelidik untuk mengkaji mengenainya. Lan et al. (2010) mengkaji mengenai penentu pelarian dana dengan menggunakan ujian ARDL bagi sampel data tahunan dari tahun 1992 sehingga tahun 2007. Kajian mendapati kesalahan invois menjadi penentu utama pelarian dana dan keterbukaan perdagangan (*openness*) memberi kesan positif terhadap pelarian dana. Selain itu, perbezaan kadar bunga dan ketidakstabilan politik bukan faktor penting dalam menerangkan pelarian dana dari China. Cheung dan Qian (2010) pula mengkaji penentu pelarian dana menggunakan data suku tahunan dari tahun 1999 sehingga tahun 2008 dan mendapati keterbukaan perdagangan juga memberi kesan positif dan perbezaan kadar bunga terlindung memberi kesan negatif pada pelarian dana. Selain itu, Ljungwall dan Zijian (2008) juga menggunakan data suku tahunan dari tahun 1993 sehingga tahun 2003. Mereka mendapati perubahan di dalam pelarian dana dirangsang oleh perubahan pinjaman asing serta pertumbuhan ekonomi dan keyakinan pelabur mempunyai hubungan negatif dengan perubahan pelarian dana.

Selain risiko fundamental, risiko institusi juga memainkan peranan penting kepada kadar pelarian dana. Hal ini kerana institusi yang lemah adalah penyebab utama di dalam ketidaktentuan makroekonomi (Acemoglu et al. 2003). Kemeruapan ekonomi meningkat dengan peningkatan ketidakstabilan politik dan ketidaktentuan polisi (Klomp & de Haan 2009). Kelemahan institusi juga menyebabkan pelaburan domestik rendah akibat daripada infrastruktur undang-undang yang tidak kukuh (Svensson 1998). Oleh itu, selain risiko ekonomi, ketidakstabilan politik dan ketidaktentuan polisi atau kelemahan institusi juga memberi kesan kepada kadar pelarian dana (Le & Zak 2006).

Beja (2007) pula berpendapat bahawa tahap modal manusia yang rendah berbanding negara lain adalah faktor penurunan kadar jangkaan pulangan pelaburan domestik seterusnya meningkatkan aktiviti pelarian dana. Oleh itu, pembangunan modal manusia berpotensi meningkatkan keyakinan pelabur seterusnya mengurangkan aktiviti pelarian dana. Kualiti modal buruh dikenali sebagai modal manusia didapati lebih penting daripada modal fizikal dalam menghasilkan produktiviti serta mempunyai peranan penting dalam pembangunan negara (Rahmah Ismail 2012).

Pelaburan modal manusia meningkatkan kecekapan, kemahiran, faktor produktiviti buruh, keluaran negara seterusnya meningkatkan pertumbuhan ekonomi sesebuah negara. Rahmah Ismail (2012) berpendapat pelaburan modal manusia meningkatkan kecekapan buruh serta kebajikan sosial buruh bagi menghasilkan produktiviti yang lebih tinggi serta meningkatkan keluaran negara kasar seterusnya menjana pertumbuhan ekonomi negara. Peningkatan pertumbuhan ekonomi negara adalah isyarat kepada peningkatan kadar jangkaan pulangan pelaburan yang menggalakkan pelaburan serta mengurangkan pelarian dana (Ndikumana & Boyce 2008). Piazza-Georgi (2002) mendapati bahawa kemahiran manusia atau dikenali juga sebagai modal kemahiran manusia dapat meningkatkan stok modal fizikal, meningkatkan potensi produktiviti modal dan buruh serta menjadi penentu utama dalam menilai keupayaan sesuatu negara bagi menyerap masuk teknologi yang lebih maju. Iacopetta (2010) dan Ang, Madsen dan Islam (2011) juga mendapati modal manusia penting dalam meningkatkan tahap teknologi sesebuah negara.

Selain itu, peningkatan modal manusia mengubah keadaan pelaburan domestik secara keseluruhan dengan kemasukan FDI seterusnya peningkatan FDI menurunkan kadar pelarian dana (Harrigan, Mavrotas & Zulkornain Yusop 2002). Selain peningkatan pelaburan domestik, kemasukan FDI ke dalam negara menunjukkan terdapat peningkatan aktiviti ekonomi negara. Peningkatan pelaburan domestik dan aktiviti ekonomi menyebabkan jangkaan pulangan pelaburan juga meningkat serta dapat meningkatkan keyakinan pelabur untuk melabur.

Modal manusia meningkatkan keupayaan sesebuah negara dalam menyerap masuk teknologi baharu bagi meningkatkan produktiviti (Kneller & Stevens 2006). Kemasukan teknologi baharu menunjukkan peningkatan kemahiran atau kepakaran pada buruh di dalam sesebuah negara kerana teknologi memerlukan kemahiran atau kepakaran yang tinggi untuk mengendalikannya. Peningkatan produktiviti melalui kemasukan teknologi baharu juga meningkatkan jangkaan pulangan pelaburan seterusnya meningkatkan keyakinan pelabur.

Kemeny (2010) membuktikan bahawa wujud peningkatan dalam teknologi daripada pengaliran masuk FDI ke dalam semua negara yang mempunyai tahap kemampuan sosial (tahap modal manusia) yang tinggi terutama pada negara berpendapatan rendah dan sederhana yang menunjukkan kesan lebih besar berbanding negara maju. Hal ini menunjukkan teknologi baharu dibawa masuk oleh pelabur asing melalui FDI (Noorbakhsh, Paloni & Youssef 2001).

Lucas (1990) mendapati perbezaan pulangan antara negara miskin (India) dan negara kaya (U.S.) berkurangan sehingga melebihi 10 kali ganda apabila modal manusia diambil kira dalam pengeluaran tanpa mengira teknologi dan kesan luaran modal manusia. Apabila teknologi dan kesan luaran modal manusia diambil kira, perbezaan pulangan antara negara miskin dan negara kaya terhapus. Hal ini kerana, kesan luaran modal manusia mampu menggandakan produktiviti setiap buruh bagi setiap tahap modal manusia itu sendiri.

Pelaburan modal manusia juga memberi kesan positif terhadap kehidupan buruh serta meningkatkan kebajikan sosial masyarakat kerana upah buruh yang diperoleh adalah tinggi seterusnya dapat meningkatkan pendapatan buruh serta menyeimbangkan agihan upah dan agihan pendapatan. Perbezaan upah dan pendapatan dapat dikurangkan kerana buruh diupah berdasarkan perkhidmatan buruh yang berkait rapat dengan pencapaian modal manusia. Peningkatan kebajikan sosial dalam masyarakat meningkatkan juga kestabilan politik yang mewujudkan keamanan sesebuah negara (Rahmah Ismail 2012). Peningkatan dalam modal manusia juga meningkatkan kadar upah mengikut tahap modal manusia yang diperoleh dan seterusnya meningkatkan pendapatan buruh. Kadar upah yang tinggi dengan tempoh masa bekerja yang sedikit akan meningkatkan peruntukan masa terhadap aktiviti sosial yang berkualiti (Laszlo 2008) Sehubungan dengan itu, perbezaan upah dan pendapatan dapat dikurangkan seterusnya meningkatkan kebajikan sosial. Oleh itu, peningkatan pertumbuhan ekonomi dan kebajikan sosial masing-masing menyumbang kepada pembangunan ekonomi.

Beja (2007) berpendapat faktor kelemahan institusi dan kelemahan infrastruktur ekonomi juga menyebabkan peningkatan dalam aktiviti pelarian dana. Namun begitu, modal manusia menjadikan politik di dalam sesebuah negara lebih stabil melalui peningkatan kebajikan sosial akibat daripada peningkatan pendapatan seterusnya mengurangkan perbezaan upah dan pendapatan (Rahmah Ismail 2012). Selain itu, modal manusia juga dapat menstabilkan politik dengan melahirkan warganegara yang baik (Bryce 1912), memiliki dan memahami sikap toleransi (Lipset 1960) dan cenderung untuk mengamalkan budaya politik yang baik. Institusi politik yang stabil menyumbang kepada pertumbuhan ekonomi negara melalui penggubalan polisi yang mantap dan pengukuhan institusi ekonomi (Flachaire, García-Peñalosa & Konte 2014). Glaeser et al. (2004) menunjukkan institusi di dalam negara dapat dimajukan apabila terdapat peningkatan tahap modal manusia dalam sesebuah negara. Peningkatan kemajuan institusi di dalam negara mampu meningkatkan keyakinan pelabur untuk terus melabur di dalam negara tersebut dan mengurangkan pelarian dana.

Le dan Zak (2006) mendapati pelarian dana berbalik (*capital flight reversals*) mungkin juga berlaku jika terdapat perubahan ekonomi pada sesebuah negara seperti pengurangan risiko atau peningkatan pulangan pelaburan yang menyebabkan pengurangan aktiviti pelarian dana. Le dan Zak (2006) juga berpendapat jangkaan pengurangan risiko atau jangkaan peningkatan pulangan pelaburan menyebabkan tahap keyakinan pelabur meningkat seterusnya mengurangkan penglibatan pelabur dalam aktiviti pelarian dana dan menarik minat pelabur lain untuk datang melabur pada negara tersebut. Pembangunan modal manusia mampu untuk meningkatkan jangkaan pulangan pelaburan, menstabilkan politik seterusnya meningkatkan kemajuan institusi sesebuah negara. Hal ini menunjukkan modal manusia mampu untuk mengurangkan aktiviti pelarian dana.

KERANGKA TEORI, SPESIFIKASI MODEL DAN DATA

Definisi bagi pelarian dana ialah beberapa komponen aliran keluar dana yang tidak dilaporkan di dalam Imbangan Pembayaran (*Balance of Payments*) (Ashman, Fine & Newman 2011). Terdapat kajian-kajian lepas yang mengkaji mengenai perbezaan kaedah pengukuran kadar pelarian dana secara terperinci seperti Eggerstedt, Hall dan Van Wijnbergen (1995), Kant (1996) dan Chang, Claessens dan Cumby (1997). Kaedah pengukuran pelarian dana yang paling meluas adalah *World Bank*

Residual Approach (World Bank 1985). Kaedah ini adalah kaedah yang paling banyak digunakan di dalam penyelidikan (Al-Fayoumi et al. 2012). Pelarian dana ditentukan melalui nilai reja antara nilai perubahan hutang asing, pelaburan langsung asing bersih, baki akaun semasa dan perubahan rizab tukaran asing. Perbezaan sumber dana dan penggunaan dana dapat dikenalpasti sebagai pelarian dana (Claessens & Naude 1993). Kaedah ini juga mengandaikan setiap pengaliran masuk dana yang tidak dikira dalam defisit akaun semasa atau pengiraan rizab meninggalkan negara di dalam bentuk pelarian dana (Eggerstedt et al. 1995).

Kajian ini menggunakan pendekatan yang dicadang oleh Yalta dan Yalta (2012) iaitu kaedah *World Bank Residual Approach* sebagai kaedah pengukuran kerana kaedah ini telah biasa digunakan di dalam penyelidikan dan juga untuk mengelak daripada kekurangan kaedah pengukuran pelarian dana yang lain (Yalta & Yalta 2012) selain untuk meminimumkan potensi kepencongan (*biases*) di dalam pendekatan yang lebih ringkas (Al-Fayoumi et al. 2012). Walaubagaimanapun, Harrigan et al. (2002) telah menyatakan kaedah *World Bank Residual Approach* mempunyai hubungan korelasi yang tinggi dengan kaedah *residual* yang lain dan cenderung untuk memiliki keputusan yang sama di dalam kajian jangka masa panjang. Claessens (2010) pula menyatakan kaedah-kaedah pengukuran kadar pelarian dana hanya berbeza antara metodologi masing-masing tetapi komponen di dalam Imbangan Pembayaran menyebabkan ia hampir sama pada keputusan akhir.

Kami mengkaji hubungan antara pelarian dana dengan risiko pelaburan iaitu risiko ekonomi dan risiko institusi serta pertumbuhan modal manusia di dalam satu model pemilihan portfolio berdasarkan Le dan Rishi (2006) dan Demir (2007).

$$CFWB_{it} = \alpha_0 + \alpha_1(id_{it}) + \alpha_2(gdp_{it}) + \alpha_3(vinf_{it}) + \alpha_4(vexc_{it}) + \alpha_5(debt_{it}) + \alpha_6(hc_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Di mana *CFWB* ialah pelarian dana diukur menggunakan Kaedah *World Bank Residual Approach*, *id* adalah perbezaan kadar pulangan pelabur antara negara domestik dan negara asing, *gdp* adalah nilai GDP benar, *vinf* adalah varian kadar inflasi, *vexc* adalah varian kadar tukaran wang asing, *debt* adalah risiko institusi yang dikira menggunakan hutang asing, *hc* adalah modal manusia, subskrip *t* adalah masa dan *i* adalah keratan rentas negara dan ε_{it} adalah ralat. Persamaan (1) adalah model yang boleh menganggar kadar pelarian dana apabila risiko pasaran domestik berubah.

Pembolehubah bersandar terdiri daripada data pelarian dana (*CFWB*) Kaedah *World Bank Residual Approach* bagi 92 buah negara diambil daripada pangkalan data World Bank, UNCTADstat serta Oxford Database menggunakan aplikasi Thomson Reuters Datastream Database. *CFWB* adalah peratus antara jumlah pelarian dana dan pertumbuhan ekonomi, GDP. Jadual 1 menunjukkan negara yang digunakan dalam analisis emperik.

Pembolehubah bebas terdiri daripada pembolehubah hc_t yang diberi tumpuan untuk mencapai objektif utama

JADUAL 1. Senarai negara yang digunakan dalam kajian

Algeria	Argentina	Australia	Austria	Bahrain
Bangladesh	Belgium	Belize	Bolivia	Botswana
Brazil	Bulgaria	Cameroon	Canada	Chile
China	Colombia	Costa Rica	Croatia	Cyprus
Czech	Denmark	Ecuador	Egypt	El Salvador
Finland	France	Gabon	Germany	Ghana
Greece	Guatemala	Honduras	Hong Kong	Hungary
Iceland	India	Indonesia	Ireland	Israel
Italy	Japan	Jordan	Kenya	Korea South
Kuwait	Lebanon	Luxembourg	Malawi	Malaysia
Malta	Mauritius	Mexico	Morocco	Netherland
New Zealand	Nicaragua	Nigeria	Norway	Oman
Pakistan	Panama	Paraguay	Peru	Philippines
Poland	Portugal	Qatar	Romania	Russia
Saudi Arabia	Senegal	Singapore	Slovakia	South Africa
Spain	Sri Lanka	Sweden	Switzerland	Thailand
Tunisia	Turkey	Uganda	United states	Uruguay
Bosnia and Herzegovina	Dominican Republic	Libyan Arab Jamahiriya	United Arab Emirates	United Kingdom
Venezuela	Zambia			

kajian. hc_t adalah pembolehubah modal manusia iaitu jumlah populasi dalam nilai juta yang berjaya menamatkan pengajian pada tahap pendidikan primari, sekunder dan tertier (*total*). Data modal manusia mengikut tahap pendidikan juga diambil kira dalam menjelaskan kepentingan tahap pendidikan. Tiga kategori tahap pendidikan digunakan sebagai ujian pengukuhan iaitu *hcPR* iaitu populasi yang berjaya melengkapkan pengajian pada tahap pendidikan primer, *hcSC* iaitu populasi yang berjaya melengkapkan pengajian pada tahap pendidikan sekunder, *hcTR* iaitu jumlah populasi yang berjaya melengkapkan pengajian pada tahap pendidikan tertier dan *ivpato* iaitu jumlah populasi mencapai pendidikan yang disasarkan oleh *World Population Program at the International Institute for Applied Systems Analysis* (IIASA) dan *Vienna Institute of Demography* (VID). Kesemua data modal manusia hc_t, *hcPR*, *hcSC*, dan *hcTR* adalah dalam juta populasi yang diambil daripada Barro dan Lee (2010). Modal manusia dan *CFWB* dijangka mempunyai hubungan negatif kerana peningkatan dalam jumlah modal manusia secara keseluruhan meningkatkan pertumbuhan ekonomi dan pertumbuhan negara.

$debt_t$ pula adalah pembolehubah proksi risiko institusi yang diambil dari pangkalan data World DataBank iaitu perubahan hutang asing. Perubahan hutang asing ini menunjukkan fenomena "*revolving door*" yang disebabkan kelemahan institusi menyebabkan ketidaktentuan ekonomi (Cerra et al. 2008). Hutang asing tersebut menyumbang kepada aktiviti pelarian dana apabila wang tersebut dipindahkan ke akaun atau harta peribadi di bank luar negara (Ndikumana & Boyce 2008).

Pembolehubah $vinf_t$ dan $vexc_t$ adalah pembolehubah risiko ekonomi yang diambil daripada model Le dan Rishi (2006). $vinf_t$ adalah varian kadar inflasi yang dianggar daripada peratus tahunan indeks harga pengguna dan dijangka mempunyai hubungan positif dengan *CFWB* kerana jangkaan inflasi yang tinggi menjatuhkan nilai aset domestik berbanding nilai aset asing (Al-Fayoumi et al. 2012). $vexc_{it}$ adalah varian kadar tukaran matawang rasmi yang dikira daripada purata tahunan berasaskan purata bulanan yang dikeluarkan oleh kerajaan negara-negara di dalam Dollar U.S. Penurunan nilai kadar tukaran matawang meningkatkan *CFWB* kerana pelabur tempatan cenderung menukarkan aset kepada matawang yang mempunyai nilai yang lebih tinggi (Ayadi 2009).

Nilai GDP benar (gdp_t) dan perbezaan kadar keuntungan (id_{it}) adalah pembolehubah kawalan yang asal dalam model ini. gdp_t adalah nilai nominal bagi setiap negara yang ditukar dari matawang domestik kepada nilai tukaran rasmi matawang Dollar U.S. tahun 2005. Nilai *gdp* yang rendah adalah gagal membuktikan pertumbuhan ekonomi yang kukuh kerana kelemahan polisi ekonomi atau sektor ekonomi yang tidak cekap. Hal ini mengurangkan keyakinan pelaburan dan meningkatkan kadar *CFWB* (Al-Fayoumi et al. 2012). Pembolehubah perbezaan pulangan pula dianggarkan daripada perbezaan purata Bil Perbendaharaan U.S. dengan kadar bunga benar domestik bagi tempoh 3 bulan dan dijangka mempunyai hubungan positif dengan *CFWB* kerana jika kadar bunga domestik lebih rendah daripada kadar bunga asing maka pelabur memilih memindahkan aset ke luar negara untuk mendapatkan lebih keuntungan (Le & Rishi 2006).

Kajian ini menggunakan kaedah ekonometrik panel Kaedah Momen Teritlak Sistem atau *System Generalized Method of Moments* Sistem (GMM Sistem) untuk menganggar kesan risiko ekonomi, institusi dan pertumbuhan modal manusia terhadap pelarian dana. Kaedah GMM tersebut dicadangkan oleh Blundell dan Bond (1998). Kaedah ini lebih sesuai kerana model dan pembolehubah yang digunakan mungkin mempunyai masalah endogeniti dan masalah data berterusan (*persistence*) (Blundell & Bond 2000; Roodman 2006). Maka persamaan (6) di bawah digunakan dalam kajian ini dimana $CFWB_{t-1}$ adalah pembolehubah jumlah pelarian dana pada masa lepas atau pada lag 1. Pembolehubah tersebut menunjukkan fenomena histeris jika ia berhubungan positif dengan pembolehubah bersandar (Ndikumana & Boyce 2011).

$$CFWB_{it} = \alpha_0 + \alpha_1(CFWB_{it-1}) + \alpha_2(id_{it}) + \alpha_3(gdp_{it}) + \alpha_4(vinf_{it}) + \alpha_5(vexc_{it}) + \alpha_6(debt_{it}) + \alpha_7(hc_{it}) + \mu_i + v_{it} \quad (2)$$

KEPUTUSAN PENGANGGARAN MODEL

Jadual 2 menunjukkan keputusan penganggaran GMM Sistem tahap pertama. Model I adalah berdasarkan persamaan (6). Keputusan penganggaran menunjukkan bahawa Ujian AR (2) gagal menolak hipotesis nol iaitu tiada kehadiran masalah korelasi bersiri darjah 1 pada ralat idisionkratik pada aras (Arellano & Bond 1991). Selain itu, Ujian Hansen (1982) dan Ujian Perbezaan Hansen juga menunjukkan keputusan penganggaran melepasi ujian kesahan bersama instrumen (*joint validity test*) dengan gagal menolak hipotesis nol iaitu instrumen sah digunakan dalam penganggaran GMM Sistem (Roodman 2009). Bilangan instrumen bagi Model I tidak melebihi bilangan kumpulan keratan rentas menunjukkan Ujian Hansen dan Ujian Perbezaan Hansen tidak dilemahkan dengan terlalu banyak instrumen yang dihasilkan dalam penganggaran GMM Sistem. Keputusan regrasi pada Jadual 2 bagi melepasi ujian Hansen (1982) dan ujian siri korelasi peringkat ke-2 yang menunjukkan Model I hingga Model IV mempunyai instrumen yang sesuai dan tidak mempunyai masalah autokorelasi bagi peringkat 2.

Keputusan penganggaran Model 1 bagi pembolehubah hc_{it} pada Jadual 2 menunjukkan hubungan negatif dengan pelarian dana dan signifikan pada aras

JADUAL 2. Keputusan penganggaran sistem GMM

Pembolehubah	Model I	Model II	Model III	Model IV
$CFWB_{it-1}$	0.238*	0.259**	0.23*	0.242*
gdp_{it}	2.023***	1.985***	2.1***	1.932***
ird_{it}	-0.003***	0.001	-0.004***	-0.003***
$vinf_{it}$	0.012	0.013	0.008	0.014
$vexc_{it}$	1.19E-05	3.5E-05	7.3E-06	-8.6E-06
$debt_{it}$	0.136***	0.126***	0.14***	0.142***
$debt_{it-1}$	-	-	-	-
hc_{it}	-0.109***	-	-	-
$hcPR_{it}$	-	-0.319***	-	-
$hcSC_{it}$	-	-	-0.236***	-
$hcTR_{it}$	-	-	-	-0.491
AR (2)	0.619	0.647	0.639	0.555
Hansen	0.202	0.24	0.247	0.41
Nilai-p	0.612	0.407	0.778	0.763
Bil. Instrumen	40	40	40	40
Bil. Kump.	84	83	84	84

Nota: *, ** dan *** ialah signifikan pada 10%, 5% dan 1%

keertian 1%. Dapatan menunjukkan modal manusia mengurangkan aktiviti pelarian dana seperti yang telah dijangka.

Menariknya, apabila pembolehubah *hc* diganti dengan pembolehubah *hcPR* iaitu populasi yang telah mencapai tahap pendidikan ke peringkat premier, *hcSC* iaitu populasi yang telah mencapai tahap pendidikan ke peringkat sekunder dan *hcTR* iaitu populasi yang telah mencapai tahap pendidikan ke peringkat terteri, dalam Model II, III, dan IV, nilai koefisien modal manusia bukan sekadar masih lagi negatif dan signifikan, malah nilainya telah menjadi lebih besar. Dapatan ini menunjukkan bahawa peningkatan kualiti modal manusia mampu mengurangkan aktiviti pelarian modal.

Pembolehubah $debt_{it}$ pada Model I menunjukkan nilai positif dan signifikan pada aras keyakinan 1%. Keputusan penganggaran ini membuktikan kehadiran fenomena "*revolving door*" iaitu hutang asing yang menyumbang kepada aktiviti pelarian dana akibat daripada kelemahan institusi yang menyebabkan hutang asing tidak dimanfaatkan semaksimum yang mungkin untuk menjana ekonomi sehingga menyumbang kepada aktiviti pelarian dana. Cerra et al. (2008) mendapati bahawa institusi yang lemah menggalakkan lagi pelarian dana sama ada pada tempoh jangka masa panjang atau pendek. Fenomena "*revolving door*" menyebabkan hutang asing negara semakin meningkat pada setiap tahun, seterusnya kadar pelarian dana juga meningkat setiap tahun (Cerra et al. 2008; Beja 2007).

Kehadiran fenomena histerisis pula dapat dilihat pada Model I apabila pembolehubah $CFWB_{it-1}$ menunjukkan nilai positif signifikan pada aras keyakinan 1%. Kehadiran aktiviti pelarian dana di dalam sesebuah negara menyebabkan aktiviti tersebut terus meningkat pada tempoh berikutnya. Hal ini menunjukkan bahawa pelarian dana sentiasa berlaku dan sentiasa meningkat pada tempoh masa 1986 sehingga 2010. Hasil keputusan ini adalah sama dengan kajian Al-Fayoumi et al. (2012), Ndikumana dan Boyce (2011) dan Cheung dan Qian (2010). Keputusan ini menunjukkan masalah pelarian dana perlu diambil perhatian secara serius serta dibendung oleh setiap negara yang mengalaminya.

Pembolehubah risiko iaitu id_{it}, menunjukkan nilai keputusan penganggaran positif dan signifikan pada Model I pada aras keertian 5%. Hal ini menunjukkan bahawa peningkatan risiko meningkatkan aktiviti pelarian dana di dalam sesebuah negara dan ini selari dengan dapatan kajian Le dan Rishi (2006) serta Le dan Zak (2006). Nilai positif tersebut menunjukkan bahawa aktiviti pelarian dana di dalam sesebuah negara meningkat dengan kadar bunga antarabangsa yang lebih tinggi berbanding kadar bunga tempatan. Pembolehubah $vinf_{it}$ dan $vexc_{it}$ pada Model I pula menunjukkan nilai positif tetapi tidak signifikan.

Pembolehubah gdp_{it} menunjukkan nilai positif dan signifikan pada aras keertian 1% bagi Model I dalam Jadual 1. Hal ini menunjukkan semakin tinggi pendapatan negara maka semakin banyak aktiviti pelarian dana yang berlaku dan keputusan penganggaran ini adalah sama dengan hasil dapatan kajian Le dan Zak (2006) yang menggunakan kaedah *Feasible Generalize Least Squares* (FGLS). Harrigan et al. (2002) berpendapat bahawa perkara ini berlaku mungkin kerana prestasi

ekonomi negara yang baik menyebabkan lebihan modal digunakan untuk memiliki aset asing dalam jangka masa pendek. Dasar keterbukaan yang digunakan oleh sesebuah negara juga memudahkan modal dari sektor swasta dan awam untuk keluar daripada ekonomi negara domestik terutamanya melalui perdagangan (Lan et al. 2010). Keputusan ini menunjukkan kesan perbezaan risiko domestik dan negara luar serta membuktikan kelemahan institusi yang tidak berjaya menarik minat pelabur untuk terus melabur di pasaran domestik. Sesebuah negara mengalami kerugian sumber apabila modal berlebihan yang sedia ada di dalam negara tidak digunakan malah mengalir keluar ke negara lain. Hal ini menunjukkan kepentingan bagi sesebuah negara untuk meningkatkan pengurusan makroekonomi kerana pengurusan makroekonomi yang baik boleh mengurangkan kadar pelarian dana di dalam negara (Al-Fayoumi et al. 2012).

UJIAN SENSITIVITI

Setiap penganggaran bagi kategori model umum, kategori kohort umur dan kategori tahap pendidikan yang berasaskan Model 1 diangggarkan pula dengan penganggaran GMM Sistem Tahap Kedua dengan pembetulan sampel terhingga (finite-sample) Windmeijer (2005). Keputusan penganggaran tersebut seperti di Model V di dalam Jadual 3 mengukuhkan lagi keputusan penganggaran GMM Sistem Tahap Pertama.

Pembolehubah modal manusia, hc_{it} pada Model 1 digantikan dengan $ivpato_{it}$ iaitu jumlah populasi dalam nilai juta bagi pencapaian pendidikan bagi unjuran *World Population Program at the International Institute for Applied Systems Analysis* (IIASA) dan *Vienna Institute of Demography* (VID) dalam Model IV untuk menjalankan ujian sensitiviti. Hasil ujian dipaparkan pada Model VI dalam Jadual 3 menunjukkan keputusan penganggaran yang konsisten walaupun pembolehubah hc_{it} diganti dengan pembolehubah $ivpato_{it}$. Dapatan mengukuhkan lagi keputusan penganggaran bagi model pembolehubah hc_{it}.

JADUAL 3. Keputusan penganggaran GMM Sistem

Pembolehubah	Model V	Model VI
$CFWB_{it-1}$	0.2825**	0.105
gdp_{it}	2.0401**	1.98***
id_{it}	-0.0016*	-0.001**
$vinf_{it}$	0.0041	0.009
$vexc_{it}$	1.2E-05	1.33E-05*
$debt_{it}$	0.1194***	0.173***
hc_{it}	-0.1119*	-
$ivpato_{it}$	-	-0.05**
AR (2)	0.663	0.372
Hansen	0.202	0.313
Nilai -p	0.612	0.338
Bil. Instrumen	40	40
Bil. Kump.	84	75

Nota: *, ** dan *** ialah signifikan pada 10%, 5% dan 1%

KESIMPULAN

Artikel ini mengkaji mengenai kesan institusi dan modal manusia terhadap pelarian dana bagi 92 buah negara dari tempoh 1986-2010 menggunakan kaedah panel Sistem GMM. Risiko institusi memberi kesan positif kepada pelarian dana. Peningkatan dalam modal manusia memberi kesan negatif terhadap pelarian dana. Semakin tinggi tahap modal manusia sesuatu negara maka semakin kurang pelarian dana berlaku. Peningkatan jumlah modal manusia di dalam sesebuah negara mampu mengurangkan masalah pelarian dana. Ini berkemungkinan daripada faktor jangkaan peningkatan kadar pulangan pelaburan yang tinggi di dalam sesebuah negara dengan melihat kepada peningkatan modal manusia seperti dalam kajian yang lepas. Modal manusia terbukti meningkatkan pembangunan ekonomi yang dijana oleh kebolehan negara untuk menyerap masuk teknologi baharu (Piazza-Georgi 2002), menggunakan teknologi baharu (Kneller & Stevens 2006), memastikan kesan pertumbuhan ekonomi sesebuah negara berkekalan (Mattalia 2012) sehingga mampu membentuk ekonomi moden (Iacopetta 2010). Selain itu, modal manusia juga dapat mengukuhkan institusi dengan meningkatkan kebajikan sosial buruh (Rahmah Ismail 2012) serta meningkatkan kestabilan politik sesebuah negara (Lipset 1960), seterusnya memberi gambaran kepada pelabur bahawa negara tersebut diuruskan oleh masyarakat yang lebih cekap dan berkemungkinan dapat mengurangkan risiko dalam ekonomi. Sehubungan dengan itu, pelabur lebih tertarik untuk terus melabur atau datang melabur ke dalam negara yang memiliki modal manusia yang lebih tinggi berbanding negara-negara lain.

Negara yang mengalami pelarian dana perlu memberi perhatian kepada keteguhan institusi sama ada daripada segi undang-undang, kewangan, ekonomi, dan politik. Hal ini kerana institusi memainkan peranan penting dalam menarik pelabur serta mengekalkan dana di dalam negara. Pertumbuhan modal manusia juga perlu diberi perhatian oleh penggubal polisi kerana keyakinan pelabur meningkat lebih tinggi dengan pencapaian dalam pelajaran. Perbelanjaan pendidikan perlu ditingkatkan supaya semakin ramai populasi mendapat pendidikan dan semakin ramai yang berjaya dalam tahap pendidikan primer, sekunder dan tertier. Modal manusia perlu diberi perhatian yang khusus selain mementingkan aktiviti ekonomi kerana kedua-duanya dapat meningkatkan pelaburan dan pertumbuhan ekonomi secara keseluruhan dan berterusan.

PENGHARGAAN

Penulis ingin mengucapkan ribuan terima kasih kepada Kementerian Pengajian Tinggi atas sumbangan dana di bawah kod projek Geran Penyelidikan FRGS UKM, UKM-EP-05-FRGS0168-2010.

RUJUKAN

Acemoglu, D., Johnson, S., Robinson, J., & Thaicharoen, Y. 2003. Institutional Causes, Macroeconomic Symptoms: Volatility, Crises and Growth. *Journal of Monetary Economics* 50(1): 49-123.

Alam, M. I. & Quazi, R. 2003. Determinants of capital flight: an econometric case study of Bangledesh. *International Review of Applied Economics* 17(1): 85-103.

Al-Fayoumi, N. A., AlZoubi, M. S., & Abuzayed, B. M. 2012. The Determinants of Capital Flight: Evidence from MENA Countries. *The International Business & Economics Research Journal* 11(1): 1.

Ang, J.B., Madsen, J.B. & Islam, M.R., 2011. The Effects of Human Capital Composition on Technological Convergence. *Journal of Macroeconomics* 33(3): 465-476.

Arellano, M. & S. Bond 1991. Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations. *The Review of Economic Studies* 58(2): 277-297.

Ashman, S., Fine, B., & Newman, S. 2011. Amnesty international? The nature, scale and impact of capital flight from South Africa. *Journal of Southern African Studies* 37(1): 7-25.

Ayadi, F. S. 2009. Determinants of Capital Flight in Developing Economies: A Study of Nigeria. *Oxford Journal* 8(1): 177-190.

Baldacci, E., Clements, B., Gupta, S., & Cui, Q. 2008. Social spending, human capital, and growth in developing countries. *World Development* 36(8): 1317-1341.

Barro, R. J., & Lee, J. W. 2010. A New Data Set of Educational Attainment in the World, 1950–2010. National Bureau of Economic Research. No. w15902

Beja, E. L. 2007. Brothers in Distress: Revolving Capital Flows of Indonesia, Malaysia, and Thailand. *Journal of Asian Economics* 18(6): 904-914.

Blundell, R. & S. Bond 1998. Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics* 87(1): 115-143.

Blundell, R., & S. Bond. 2000. GMM estimation with persistent panel data: An application to production functions, *Econometric Reviews* 19: 321–340.

Brada, J. C., Kutan, A. M., & Vukšić, G. 2011. The costs of moving money across borders and the volume of capital flight: the case of Russia and other CIS countries. *Review of World Economics* 147(4): 717-744.

Bryce, J. 1912. *South America Observations and Impressions*. New York: The Macmillan Company.

Cerra, V., Rishi, M. & Saxena, S. C. 2008. Robbing the riches: capital flight, institutions and debt. *Journal of Development Studies 44*(8): 1190-1213.

Chang, P. H., Claessens, S., & Cumby, R. E. 1997. Conceptual and Methodological Issues in the Measurement of Capital Flight. *International Journal of Finance & Economics 2*(2): 101-119.

Cheung, Y. W. & Qian, X. 2010. Capital Flight: China's Experience. *Review of Development Economics 14*(2): 227-247.

Claessens, S. & D. Naude. 1993. Recent estimates of capital flight. Wps. No 1186 Sept

Claessens, S. 2010. Estimates of Capital Flight and Its Behaviour. *Revista de Análisis Económico–Economic Analysis Review 12*(1): 3-34.

Colantonio, E., Marianacci, R., & Mattoscio, N. 2010. On Human Capital and Economic Development: Some Results for Africa. *Procedia-Social and Behavioral Sciences 9*(0): 266-272.

Cuddington, J.T. 1986. Capital Flight: Estimates, Issues, and Explanations, Princeton Studies in International Finance, 58 (Princeton, NJ: International Finance Section, Department of Economics, Princeton University).

Cumby, R. E. & R. M. Levich. 1987. On The Definition and Magnitude of Recent Capital Flight, National Bureau of Economic Research Cambridge, Mass., USA.

Demir, F. 2007. Determinants of manufacturing firm profitability under uncertainty and macroeconomic volatility: Evidence from an emerging market. *White paper of Department of Economics*, University of Oklahoma.

Dias, J. & E. Tebaldi. 2012. Institutions, human capital, and growth: The institutional mechanism. *Structural Change and Economic Dynamics 23*(3): 300-312

Eggerstedt, H., Hall, R. B., & Van Wijnbergen, S.1995. "Measuring Capital Flight: A Case Study of Mexico." World Development 23(2): 211-232.

Flachaire, E., García-Peñalosa, C., & Konte, M. 2014. Political versus economic institutions in the growth process. *Journal of Comparative Economics* 42(1). 212-229.

Glaeser, E. L., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. 2004. Do institutions cause growth? *Journal of Economic Growth* 9(3): 271-303.

Hansen, L., 1982. Large Sample Properties of Generalized Method of Moments Estimators. *Econometrica* 50*:* 1029-1054.

Harrigan, J., G. Mavrotas, & Zulkornain Yusop. 2002. On the determinants of capital flight: A new approach. *Journal of The Asia Pacific Economy* 7(2): 203-241.

Iacopetta, M. 2010. Phases of economic development and the transitional dynamics of an innovation–education growth model. *European Economic Review* 54(2): 317-330.

Jalles, J. T. 2010. How to measure innovation? New evidence of the technology–growth linkage. *Research in Economics* 64(2): 81-96.

Kant, C.1996. Foreign Direct Investment and Capital Flight, *International Finance Section*, Dept. of Economics, Princeton University. March: 80.

Kemeny, T. 2010. Does foreign direct investment drive technological upgrading? *World Development* 38(11): 1543-1554.

Klomp, J. & de Haan, J. 2009. Political institutions and economic volatility. *European Journal of Political Economy* 25(3): 311-326.

Kneller, R., & Stevens, P. A. 2006. Frontier Technology and Absorptive Capacity: Evidence from OECD manufacturing industries. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 68(1): 1-21.

Kottaridi, C. & T. Stengos. 2010. Foreign direct investment, human capital and non-linearities in economic growth. *Journal of Macroeconomics* 32(3): 858-871.

Lan, Y., Wu, Y. & Zhang, C. 2010. Capital flight from China: further evidence. *Journal of International Finance & Economics* 10(2): 13-31.

Laszlo, S. 2008. Education, labor supply, and market development in rural Peru. *World Development* 36(11): 2421-2439.

Le, Q. V. & P. J. Zak. 2006. Political risk and capital flight. *Journal of International Money and Finance* 25(2): 308-329.

Le, Q. V. & M. Rishi. 2006. Corruption and capital flight: An empirical assessment. *International Economic Journal* 20(4): 523-540.

Lipset, S. M.1960. *Political Man: The Social Bases of Politics*, Garden City, N.Y. : Doubleday.

Ljungwall, C., & Zijian, W. A. N. G. 2008. Why is capital flowing out of China? *China Economic Review* 19(3): 359-372.

Lucas, R. E. 1990. Why doesn't capital flow from rich to poor countries? *The American Economic Review* 80(2): 92-96.

Mastromarco, C. & S. Ghosh. 2009. Foreign Capital, Human Capital, and Efficiency: A stochastic frontier analysis for developing countries. *World Development* 37(2): 489-502.

Mattalia, C. 2012. Human capital accumulation in RD-based growth models. *Economic Modelling* 29(3): 601-609.

Ndikumana, L. & J. K. Boyce.2008. New estimates of capital flight from Sub-Saharan African countries: linkages with external borrowing and policy options. *PERI Working Papers 144*.

Ndikumana, L. & J. K. Boyce. 2011. Capital flight from sub-saharan Africa: Linkages with external borrowing and policy options. *International Review of Applied Economics* 25(2): 149-170.

Noorbakhsh, F., Paloni, A., & Youssef, A.2001. Human capital and FDI inflows to developing countries: New empirical evidence. *World Development* 29(9): 1593-1610.

Piazza, Georgi, B. 2002. The role of human and social capital in growth: extending our understanding. *Cambridge Journal of Economics* 26(4): 461-479.

Rahmah Ismail. 2012. *Modal Manusia dalam Pembangunan Ekonomi: Memacu Produktiviti dan Daya Saing*. Bangi, Malaysia: Penerbit Universiti Kebangsaan Malaysia.

Reiter, S. L. & H. K. Steensma. 2010. Human development and foreign direct investment in developing countries: The influence of FDI policy and corruption. *World Development* 38(12): 1678-1691.

Roodman, D. 2006. How to Do Xtabond2: An Introduction to Difference and System GMM in Stata. *Center for Global Development Working Paper* 103.

Roodman, D. 2009. A note on the theme of too many instruments. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 71(1): 135-158.

Svensson, J. 1998. Investment, property rights and political instability: Theory and evidence. *European Economic Review* 42(7): 1317-1341.

Swaleheen, M. 2008. Corruption and saving in a panel of countries. *Journal of Macroeconomics* 30(3): 1285-1301.

Walter, I., 1987. The mechanisms of capital flight. Dlm. *Capital Flight and the Third World Debt*, edited by Donald Lessard and John Williamson. Washington DC: Institute for International Economics.

Windmeijer, F. 2005. A finite sample correction for the variance of linear efficient two-step GMM estimators. *Journal of Econometrics* 126(1):25-51.

World Bank.1985.*World Bank Report*. Washington, DC: World Bank.

Yalta, A. Y. 2010. Effect of capital flight on investment: Evidence from emerging markets. *Emerging Markets Finance & Trade* 46(6): 40-54.

Yalta, A. Y. & A. T. Yalta. 2012. Does financial liberalization decrease capital flight? A panel causality analysis. *International Review of Economics & Finance* 22(1): 92-100.

Tamat Sarmidi*
Pusat Pengajian Ekonomi
Fakulti Ekonomi dan Pengurusan
Universiti Kebangsaan Malaysia
MALAYSIA
E-mail: tamat@ukm.edu.my

Abu Hassan Shaari Md Nor
Pusat Pengajian Ekonomi
Fakulti Ekonomi dan Pengurusan
Universiti Kebangsaan Malaysia
MALAYSIA
E-mail: ahassan@ukm.edu.my

Mohd Azlan Shah Zaidi
Pusat Pengajian Ekonomi
Fakulti Ekonomi dan Pengurusan
Universiti Kebangsaan Malaysia
MALAYSIA
E-mail: azlan@ukm.edu.my

Umar Abdul Basar
Pusat Pengajian Ekonomi
Fakulti Ekonomi dan Pengurusan
Universiti Kebangsaan Malaysia
MALAYSIA
E-mail: umarbasar@gmail.com

*Corresponding author