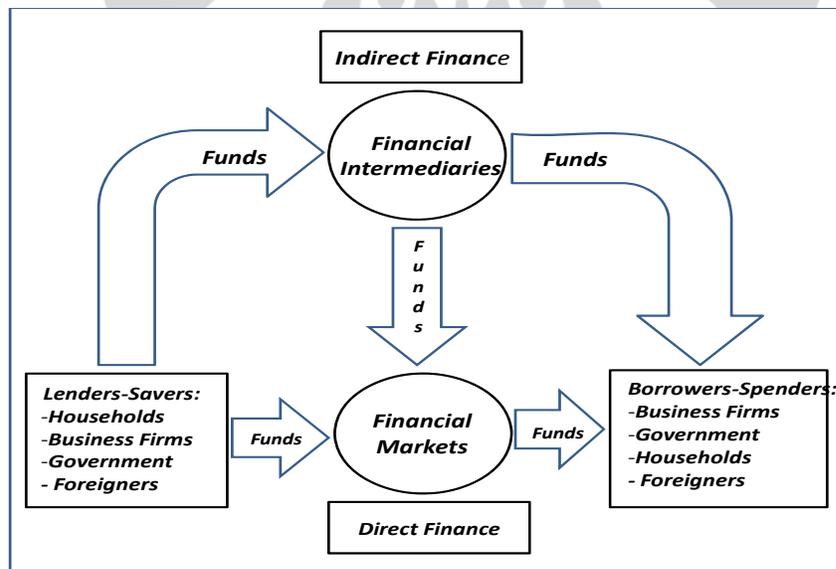


BAB II TINJAUAN LITERATUR

2.1. Sistem Keuangan

Pertemuan antara pihak yang memerlukan dana (*deficit unit*) dengan pihak yang memiliki kelebihan dana untuk ditempatkan (*surplus unit*), terjadi di pasar keuangan yang digerakkan oleh sistem keuangan mencakup tidak hanya lembaga keuangan, melainkan juga mencakup instrumen-instrumen yang digunakan, teknik perdagangan/transaksi dan perangkat ketentuan yang mengaturnya. Peter S. Rose dalam Siamat (2005) menyatakan bahwa sistem keuangan dapat diartikan sebagai kumpulan institusi, pasar, ketentuan perundangan, peraturan dan teknik-teknik dimana surat-surat berharga diperdagangkan, tingkat bunga ditetapkan dan jasa-jasa keuangan (*financial services*) dihasilkan serta ditawarkan ke seluruh bagian dunia.

Mishkin (2007) menggambarkan aliran dana melalui sistem keuangan sebagaimana terlihat pada diagram berikut.



Sumber: *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*,
Frederich S. Mishkin, 2007.

Diagram 2.1
Aliran Dana melalui Sistem Keuangan

Diagram di atas menggambarkan interaksi antara pihak yang membelanjakan dana lebih kecil dari pendapatannya sehingga dapat menabung dan memberi pinjaman (*surplus spending unit*) pada sebelah kiri, dan pihak yang membelanjakan dana lebih besar dari pendapatannya (*deficits spending unit*) pada sebelah kanan. Aliran dana dalam sistem keuangan tidak secara langsung mengalir dari *lenders-savers* kepada *borrowers-spenders*, melainkan melalui lembaga intermediasi yang berdiri di antara keduanya untuk membantu menyalurkan dana (*indirect finance*). Hal ini menjadi dimungkinkan karena lembaga intermediasi mampu mengatasi masalah *transaction cost* dan *information cost* yang terjadi dalam proses penarikan dana dari depositan melalui *saving deposit* dan menyalurkannya kepada debitur dalam bentuk kredit.

Melalui *direct finance*, *borrowers* meminjam secara langsung melalui pasar keuangan (antara lain pasar saham dan pasar obligasi) dengan cara menjual surat-surat berharga atau instrumen keuangan lainnya yang merupakan tagihan seseorang terhadap aset dan pendapatan *borrower* di masa yang akan datang. Surat berharga akan menjadi aset bagi pihak yang membelinya, namun merupakan kewajiban membayar secara periodik pada waktu tertentu bagi pihak yang mengeluarkannya.

Di Indonesia, sistem keuangan terdiri atas lembaga intermediasi yang terbagi menjadi dua kelompok yakni Bank dan Lembaga Keuangan Bukan Bank (LKBB), serta Pasar Keuangan/Pasar Modal.

2.1.1. Bank dan Non Bank

Jenis lembaga intermediasi yang paling dominan dalam sistem keuangan adalah lembaga depository atau *depository financial institutions*, terutama bank umum. Kegiatan utama lembaga depository ini adalah menarik atau menghimpun dana dari masyarakat kemudian menyalurkannya kembali terutama dalam bentuk kredit dan membeli surat-surat berharga (Siamat, 2005). Lembaga depository sangat dibutuhkan oleh masyarakat karena kemampuannya dalam menciptakan berbagai jenis program simpanan yang sesuai dengan keperluan masyarakat, menyediakan kredit dengan jumlah dan waktu yang beragam, menanggung risiko intermediasi,

memenuhi kebutuhan likuiditas nasabah untuk berbagai jenis kebutuhan, dan menyediakan berbagai jasa transaksi keuangan.

Berdasarkan fungsinya, sistem perbankan di Indonesia terdiri dari Bank Umum dan Bank Perkreditan Rakyat (BPR). Dalam kegiatannya, bank umum dapat menghimpun dana dari masyarakat secara langsung dalam bentuk giro, tabungan, dan deposito berjangka, lalu menyalurkannya kepada masyarakat dalam bentuk kredit atau menempatkannya dalam aktiva produktif lainnya. Berdasarkan Undang-undang No.7 tahun 1992 tentang Perbankan sebagaimana telah dirubah dengan Undang-undang No.10 tahun 1998, bank umum adalah bank yang melaksanakan kegiatan usaha secara konvensional dan atau berdasarkan prinsip syariah yang dalam kegiatannya memberikan jasa dalam lalu lintas pembayaran. Adapun jasa dalam lalu lintas sistem pembayaran dimaksud di antaranya adalah kliring, transfer/kiriman uang, *Letter of Credit* dan *Bank Guarantee*, jasa penitipan/penyimpanan, serta penerimaan setoran dan pembayaran (Manurung dan Rahardja, 2004).

Sementara itu, BPR menurut perundangan adalah bank yang melaksanakan kegiatan usaha secara konvensional atau berdasarkan prinsip syariah yang dalam kegiatannya tidak memberikan jasa dalam lalu lintas pembayaran. Dalam kegiatannya, BPR juga tidak diperkenankan menerima simpanan giro serta tidak diperkenankan memberikan jasa-jasa dalam lalu lintas sistem pembayaran.

Disamping lembaga depository, dalam sistem keuangan juga dikenal LKBB atau *non bank financial institutions*, yakni lembaga keuangan yang dalam kegiatan usahanya tidak menghimpun dana masyarakat secara langsung dalam bentuk simpanan. Berdasarkan perundangan, LKBB meliputi semua lembaga keuangan yang kegiatan pokoknya memberikan jasa-jasa keuangan dan menarik dana dari masyarakat secara tidak langsung (*non depository financial institutions*). Di Indonesia LKBB terdiri dari (i) Lembaga pembiayaan yang terdiri dari perusahaan sewa guna usaha (*leasing*), modal ventura, dan anjak piutang (*factoring*); (ii) Pegadaian; (iii) Lembaga investasi yang terdiri dari perusahaan perantara dan pedagang sekuritas, bursa (*exchange*) dan bursa paralel (*over the counter market*)

dan reksadana; serta (iv) Lembaga keuangan kontraktual yang terdiri dari perusahaan asuransi dan dana pensiun.

2.1.2. Pasar Modal

Secara teoretis, Usman, Riphath dan Ika (1997) mendefinisikan pasar modal (*capital market*) sebagai perdagangan instrumen keuangan (sekuritas) jangka panjang, dalam bentuk modal sendiri (*stocks*) maupun hutang (*bonds*), baik yang diterbitkan oleh pemerintah (*public authorities*) maupun oleh perusahaan swasta (*private sectors*). Dengan demikian, pasar modal merupakan konsep yang lebih sempit dari pasar keuangan (*financial market*) mengingat pasar keuangan memperdagangkan semua bentuk hutang dan modal sendiri, baik yang berjangka pendek maupun berjangka panjang, dan yang bersifat *negotiable* maupun *non negotiable*. Pasar modal dalam pengertian yang lebih operasional sebagaimana tertuang dalam Undang-undang No.8 tahun 1995 tentang Pasar Modal, didefinisikan sebagai kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek. Efek dalam definisi tersebut merupakan surat berharga berupa surat pengakuan hutang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti utang, unit penyertaan kontrak kolektif, kontrak berjangka atas efek, dan setiap derivasi dari efek. Dari definisi dimaksud secara umum dapat dijelaskan bahwa pasar modal merupakan pasar, baik dalam pengertian yang abstrak maupun konkrit. Dalam pengertian abstrak, pasar modal adalah perdagangan surat berharga (*bonds dan stocks*).

Dalam menjalankan fungsi ekonomi, pasar modal menyediakan fasilitas untuk memindahkan dana dari pihak yang memiliki kelebihan dana (*lenders*) ke pihak yang memerlukan dana (*borrowers*). Sedangkan dalam menjalankan fungsi keuangan, pasar modal menyediakan dana yang diperlukan oleh para *borrowers*, sementara para *lenders* menyediakan dana tanpa harus terlibat langsung dalam kepemilikan aktiva riil yang diperlukan untuk investasi.

Dalam kegiatan pasar modal, keterlibatan pelaku pasar bersifat terus menerus dan merupakan kegiatan yang tidak dapat dipisahkan dengan

keberlangsungan hidup para pelaku itu sendiri. Lembaga-lembaga yang berperan sebagai pelaku pasar modal adalah: (i) Emiten, merupakan perusahaan yang telah mencatatkan efeknya di pasar modal melalui *go public*. Sehingga apabila ingin memperoleh modal sendiri maka perusahaan yang bersangkutan dapat menjual saham, dan apabila ingin memperoleh dana dari pasar modal maka dapat menjual obligasi. (ii) Pemodal/investor, merupakan pihak perseorangan maupun perusahaan yang memiliki kelebihan dana dan melakukan penempatan dananya di pasar modal. (iii) Lembaga penunjang pasar modal, merupakan lembaga yang memiliki peran strategis dalam mendorong pengembangan pasar modal dan berada dalam posisi antara emiten dan investor untuk menjalankan fungsinya. Lembaga penunjang pasar modal terdiri dari penjamin emisi (*underwriter*), penanggung (*guarantor*), wali amanat (*trustee*), perantara pedagang efek (pialang, *broker*), pedagang efek (*dealer*), perusahaan sekuritas, perusahaan pengelola dana (*investment company*), dan Biro Administrasi Efek.

Penjualan instrumen di pasar modal dilakukan melalui 2 (dua) cara yakni melalui pasar perdana (*primary market*) dan pasar sekunder (*secondary market*). Pasar perdana merupakan transaksi penawaran saham dari perusahaan penerbitan saham (emiten) kepada pemodal dalam waktu yang ditetapkan sebelum saham tersebut diperdagangkan di pasar sekunder. Sedangkan pasar sekunder didefinisikan sebagai perdagangan saham setelah melewati masa penawaran pada pasar perdana. Adapun instrumen yang diperdagangkan di pasar modal merupakan instrumen yang diterbitkan oleh perusahaan-perusahaan yang telah memenuhi persyaratan yang ditentukan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI), antara lain dalam bentuk saham, *warrant*, sertifikat bukti *right*, dan obligasi.

2.2. Hubungan antara Sistem Keuangan dengan Pertumbuhan Ekonomi

Beberapa studi komparasi lintas negara serta analisis pada level industri dan perusahaan menyimpulkan bahwa sistem keuangan memainkan peran vital dalam mendorong pertumbuhan ekonomi. Literatur menunjukkan bahwa perkembangan sistem keuangan memengaruhi tingkat tabungan, investasi, inovasi teknologi dan pertumbuhan ekonomi jangka panjang di suatu negara. Beberapa peneliti

menyimpulkan bahwa negara-negara yang berhasil mengembangkan sistem keuangan yang relatif lebih maju dan berfungsi dengan baik adalah negara-negara yang kemudian menjadi pemimpin perekonomian dunia pada masanya (Zulverdi, Syarifuddin, dan Prastowo, 2005).

Peran vital sistem keuangan dalam pembangunan ekonomi muncul karena berbeda dengan kondisi ideal yang menjadi landasan teori ekonomi neoklasik. Dalam realitas sehari-hari para pelaku ekonomi selalu dihadapkan pada biaya informasi dan biaya transaksi keuangan yang tinggi, yang mengakibatkan transaksi langsung antara pihak pemilik dana dengan pihak yang membutuhkan dana tidak berjalan optimal. Akibatnya, berbagai kesempatan investasi dan konsumsi yang seharusnya dapat mendorong percepatan pertumbuhan ekonomi menjadi tidak terealisasi. Tingginya biaya yang terkait dengan pengumpulan informasi, penerapan kontrak, dan pelaksanaan transaksi tersebut mendorong berkembangnya berbagai jenis kontrak keuangan, pasar keuangan, dan lembaga intermediasi keuangan, yang merupakan komponen penting dalam suatu sistem keuangan. Merton dan Bodie (1995) sebagai mana dikutip oleh Levine (1997) mengemukakan bahwa sistem keuangan dapat mengurangi biaya-biaya tersebut dengan cara memfasilitasi pengalokasian sumber daya antar ruang dan waktu.

Terkait fungsi sistem keuangan, Levine (1997) membagi fungsi dasar sistem menjadi 5 (lima) fungsi dasar sebagai berikut:

Pertama, memobilisasi tabungan. Sistem keuangan yang baik dan kredibel akan mampu mengumpulkan dana dengan biaya transaksi dan biaya informasi seminimal mungkin dengan menciptakan berbagai instrumen yang dapat digunakan untuk memobilisasi dana dalam jumlah kecil tetapi berasal dari banyak sumber/investor.

Kedua, mengalokasikan sumber daya. Sistem keuangan dituntut untuk mampu mengumpulkan, mengolah, dan menerjemahkan informasi menjadi alat pengambilan keputusan investasi yang terlihat pada pergerakan harga instrumen keuangan yang mencerminkan kondisi fundamental sehingga mampu memperbaiki alokasi sumber daya.

Ketiga, melakukan monitoring perusahaan. Sistem keuangan yang baik turut berperan dalam melakukan kegiatan monitoring manajemen perusahaan dan verifikasi proyek. Perusahaan-perusahaan publik yang mendapatkan dana dari lembaga intermediasi secara umum memiliki tingkat *fraud* yang rendah, mengingat fungsi monitoring yang dilakukan oleh lembaga intermediasi terkait penempatan lembaga dana pada perusahaan tersebut.

Keempat, manajemen risiko. Tingginya volume dan frekuensi transaksi, rendahnya fluktuasi harga serta tersedianya kepastian waktu penyelesaian transaksi pada sistem keuangan mencerminkan tingkat likuiditas yang tinggi. Semakin likuid aktivitas perdagangan di pasar keuangan, semakin tinggi minat investor untuk menanamkan dananya pada proyek-proyek jangka panjang (*illiquid*), yang pada akhirnya akan semakin mendorong perkembangan pertumbuhan ekonomi. Dari sisi pengelolaan risiko, sistem keuangan yang baik juga dituntut untuk mampu membantu investor mengurangi risiko-risiko khusus yang terkandung dalam suatu proyek, perusahaan, industri, atau negara melalui mekanisme perdagangan risiko, *pooling* risiko, dan diversifikasi risiko.

Kelima, memfasilitasi transaksi. Sistem keuangan yang berfungsi baik mampu menciptakan suatu mekanisme keuangan yang cepat dan aman dengan biaya rendah.

Masing-masing fungsi sistem keuangan tersebut dapat memengaruhi pertumbuhan ekonomi melalui dua jalur, yakni jalur akumulasi modal (modal fisik dan modal manusia) dan jalur inovasi teknologi. Kedua jalur tersebut merupakan dua sumber utama pertumbuhan ekonomi jangka panjang yang berkembang di dalam teori pertumbuhan ekonomi (Romer, 2006). Sistem keuangan mempengaruhi kedua sumber pertumbuhan dengan cara memengaruhi tingkat tabungan (sisi penawaran dana) dan dengan merealokasikan tabungan ke dalam berbagai alternatif investasi (sisi permintaan dana), baik investasi modal fisik, sumber daya manusia, maupun teknologi. Semakin baik sistem keuangan dalam menjalankan fungsi-fungsi dasarnya, semakin besar kontribusinya dalam mendukung pertumbuhan ekonomi.

Levine (1997) menggambarkan hubungan antara sistem keuangan dengan pertumbuhan ekonomi sebagai berikut:



Sumber: *Financial Development and Economic Growth*, Ross Levine, 1997.

Diagram 2.2
Hubungan antara Sistem Keuangan dan Pertumbuhan Ekonomi

2.3. Kebijakan Moneter

Kebijakan moneter merupakan kebijakan otoritas moneter atau bank sentral dalam bentuk pengendalian besaran moneter untuk mencapai perkembangan kegiatan perekonomian yang diinginkan (Warjiyo dan Solikin, 2003). Dari sekian banyak jalur transmisi kebijakan moneter yang telah berhasil diidentifikasi, seluruhnya bekerja melalui sistem keuangan, baik berupa lembaga intermediasi maupun pasar keuangan/pasar modal (Zulverdi dan Santoso, 2005).

Pandangan tradisional mengenai transmisi kebijakan moneter, baik aliran Keynesian maupun Moneteris, pada dasarnya melandaskan teori pada berfungsinya sistem keuangan secara optimal. Aliran Keynesian meyakini bahwa kebijakan moneter ditransmisikan melalui jalur suku bunga, baik yang terbentuk dalam sistem perbankan maupun pasar modal. Perubahan suku bunga riil yang dipicu oleh

perubahan kebijakan moneter memengaruhi *cost of capital* dan perilaku konsumen sehingga menyebabkan perubahan investasi dan konsumsi (Agung, et al., 2001). Sementara itu, Mishkin (2007) mengemukakan bahwa aliran moneteris menggunakan pendekatan *reduced form* yang mengaitkan langsung antara perkembangan uang beredar dan variabel-variabel makroekonomi sehingga tidak diketahui secara eksplisit jalur transmisi yang bekerja di dalamnya (*black box*). Sekalipun demikian, pendekatan moneteris menggunakan beberapa parameter seperti *money multiplier* dan *income velocity of money*, yang besarnya tergantung pada kinerja sistem keuangan dalam menjalankan fungsi-fungsinya.

Selanjutnya, Mishkin (2007) menjelaskan bahwa transmisi kebijakan moneter secara garis besar dapat dibagi menjadi tiga jalur utama, yaitu jalur suku bunga, jalur harga aset, dan jalur kredit. Alur setiap transmisi kebijakan moneter terhadap perekonomian dapat dilihat pada tabel 2.1 berikut.

Tabel 2.1.
Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter

No.	Jalur	Mekanisme Transmisi
1.	Suku Bunga	$M \uparrow \rightarrow i_r \downarrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$
2.	Harga Aset Lainnya	
a.	Nilai Tukar	$M \uparrow \rightarrow i_r \downarrow \rightarrow E \downarrow \rightarrow NX \uparrow \rightarrow Y \uparrow$
b.	<i>Tobin's q</i>	$M \uparrow \rightarrow P_s \uparrow \rightarrow q \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$
c.	Efek Kekayaan	$M \uparrow \rightarrow P_s \uparrow \rightarrow wealth \uparrow \rightarrow consumption \uparrow \rightarrow Y \uparrow$
3.	Kredit	
a.	<i>Bank Lending Channel</i>	$M \uparrow \rightarrow bank\ deposit \uparrow \rightarrow bank\ loan \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$
b.	<i>Balance Sheet Channel</i>	$M \uparrow \rightarrow P_s \uparrow \rightarrow net\ worth \uparrow \rightarrow adverse\ selection \downarrow, moral\ hazard \downarrow \rightarrow lending \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$
c.	<i>Cash Flow Channel</i>	$M \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow cash\ flow \uparrow \rightarrow adverse\ selection \downarrow, moral\ hazard \downarrow \rightarrow lending \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$
d.	<i>Unanticipated Price Level Channel</i>	$M \uparrow \rightarrow unanticipated\ P \uparrow \rightarrow net\ worth \uparrow \rightarrow adverse\ selection \downarrow, moral\ hazard \downarrow \rightarrow lending \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$
e.	<i>Household Liquidity Channel</i>	$M \uparrow \rightarrow P_s \uparrow \rightarrow value\ of\ financial\ asset \uparrow, likelihood\ of\ financial\ distress \downarrow \rightarrow consumer\ durable\ and\ housing\ expenditure \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

Transmisi melalui **jalur suku bunga** merupakan dasar bagi transmisi kebijakan moneter kepada sektor riil. Ekspansi moneter mengakibatkan penurunan suku bunga jangka pendek yang diikuti kenaikan suku bunga jangka panjang riil (i_r) akibat adanya kondisi *sticky price* dan *rational expectation* sehingga mendorong penurunan biaya modal. Sebagai hasilnya, pengeluaran investasi (I) yang merupakan bagian dari permintaan agregat mengalami peningkatan yang pada gilirannya akan meningkatkan PDB.

Transmisi kebijakan moneter juga terjadi melalui dampaknya terhadap **harga aset**. Sejalan dengan semakin terintegrasinya perekonomian nasional dengan dunia internasional, pengaruh pergerakan nilai tukar terhadap net ekspor dan transmisi kebijakan moneter terhadap sektor riil melalui jalur nilai tukar menjadi semakin kuat. Penurunan tingkat suku bunga yang dipicu oleh kebijakan ekspansi moneter mengakibatkan mata uang Rupiah menjadi kurang menarik dibandingkan mata uang asing sehingga menimbulkan depresiasi Rupiah ($E \downarrow$). Penurunan nilai mata uang domestik selanjutnya menyebabkan harga barang di dalam negeri relatif lebih murah dibandingkan dengan harga barang luar negeri sehingga mengakibatkan peningkatan net ekspor (NX) yang pada akhirnya akan meningkatkan pendapatan nasional (Y).

Menurut *Tobin's q*, kebijakan moneter memengaruhi perekonomian melalui dampaknya terhadap nilai perusahaan (q) yang merupakan perbandingan harga pasar saham perusahaan terhadap *replacement cost of capital*. Jika nilai perusahaan tinggi maka nilai investasi pabrik baru menjadi relatif murah. Akibatnya pemilik perusahaan tertarik untuk mengeluarkan saham baru guna membiayai perluasan usaha sehingga pengeluaran investasi meningkat. Ketika terjadi ekspansi moneter, jumlah uang yang dapat dibelanjakan menjadi relatif banyak sehingga masyarakat menambah berbagai permintaan, termasuk permintaan di pasar modal sehingga meningkatkan harga saham. Penurunan suku bunga juga mengakibatkan saham menjadi alternatif penanaman dana yang lebih menarik yang pada gilirannya akan menjadikan harga saham semakin meningkat.

Jalur efek kekayaan. Dalam teori konsumsi, Modigliani mengungkapkan bahwa pengeluaran konsumsi dipengaruhi oleh pendapatan yang diperoleh dari

modal manusia (*human capital*) dan modal atau kekayaan finansial. Pada saat harga saham meningkat akibat penerapan kebijakan moneter yang ekspansif, harga aset finansial juga mengalami peningkatan sehingga berakibat pada peningkatan konsumsi.

Ketidakpuasan terhadap kemampuan suku bunga dalam menjelaskan dampak kebijakan sektor riil telah mendorong munculnya jalur transmisi alternatif, yakni **jalur kredit** yang bekerja berdasarkan keberadaan masalah *asymmetric information* dalam pasar keuangan/pasar modal. Berbeda dengan perusahaan besar yang memiliki akses ke pasar modal melalui penjualan saham dan obligasi, perusahaan kecil pada umumnya menghadapi banyak permasalahan terkait *asymmetric information* sehingga pembiayaan usahanya menjadi sangat tergantung kepada bank. Sepanjang simpanan pada perbankan masih menjadi sumber dana paling dominan dalam sistem keuangan maka jalur transmisi *bank lending channel* akan efektif bekerja. Dalam *bank lending channel*, peningkatan jumlah *bank reserve* dan bank deposit akibat kebijakan moneter yang bersifat ekspansif akan menambah jumlah *credit supply*, yang selanjutnya akan membawa dampak peningkatan investasi dan pendapatan nasional.

Melalui jalur kredit lainnya, yakni *balance sheet channel*, suatu kebijakan moneter ekspansi akan menyebabkan meningkatnya nilai perusahaan. Peningkatan nilai tersebut selanjutnya dapat meminimalisir masalah *adverse selection* dan *moral hazard* sehingga mampu meningkatkan minat investor untuk memberikan pinjaman. Akibatnya, pengeluaran investasi dan pendapatan nasional juga akan turut meningkat.

Keberadaan *balance sheet channel* memberikan ruang bagi munculnya *cash flow channel*. Penurunan suku bunga yang dipicu oleh kebijakan moneter ekspansi menyebabkan membaiknya arus kas perusahaan sehingga kondisi likuiditas perusahaan menjadi meningkat. Kondisi tersebut dapat meminimalisir masalah *adverse selection* dan *moral hazard* sehingga meningkatkan minat investor untuk membiayai kegiatan usaha dan investasi perusahaan tersebut.

Meskipun jalur kredit pada awalnya hanya terkait dengan pengeluaran perusahaan, Bernanke dan Gertler dalam Mishkin (1995) mengemukakan bahwa jalur kredit juga terkait dengan pengeluaran rumah tangga. Peningkatan *supply* kredit akibat ekspansi moneter juga menyebabkan peningkatan pembelian *durable goods* dan *housing* oleh rumah tangga, khususnya bagi yang tidak memiliki akses ke sumber pembiayaan lain. Selain itu, ekspansi moneter dan penurunan suku bunga juga akan meningkatkan kinerja neraca dan arus kas rumah tangga.

2.4. Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian terdahulu telah melakukan studi terhadap hubungan antara sistem keuangan dengan pertumbuhan ekonomi dengan beragam alternatif spesifikasi model dan metodologi yang digunakan untuk mendeskripsikan hasil yang diperolehnya. Sinha dan Macri (1999) meneliti hubungan antara perkembangan sistem keuangan dengan pertumbuhan ekonomi dengan menggunakan data *time series* pada 8 negara di Asia, yakni India, Jepang, Korea, Malaysia, Pakistan, Philipina, Sri Lanka dan Thailand. Sedangkan King dan Levine (1993) melakukan penelitian terhadap hubungan antara perkembangan sistem keuangan dengan pertumbuhan ekonomi jangka panjang, akumulasi modal dan produktivitas dengan menggunakan data *cross section* dari 80 negara selama periode 1960 s.d 1989. Sementara itu, Rousseau dan Watchel (1998) meneliti hubungan intermediasi sistem keuangan dengan kinerja ekonomi di 5 negara industri, yakni Amerika Serikat, Inggris, Kanada, Norwegia dan Swedia, dengan pendekatan *Vector Auto Regression* (VAR) dan *Vector Error Correction Model* (VECM). Pendekatan VAR dan VECM dipilih Rousseau dan Watchel dengan pertimbangan bahwa metode *time series* lebih konklusif dalam menyimpulkan hubungan kausalitas dibandingkan dengan metode *cross section*.

Penelitian terkait hubungan antara sistem keuangan dengan pertumbuhan ekonomi untuk suatu negara secara individual juga pernah dilakukan oleh beberapa peneliti sebelumnya. Copelman (2000) meneliti hubungan antara struktur sistem keuangan dengan aktivitas dan pertumbuhan ekonomi di Meksiko selama dua dasawarsa dengan menggunakan pendekatan VECM. Boulila dan Trabelsi (2002)

menggunakan pendekatan *Granger Causality dalam Bivariate VAR Structure* untuk meneliti determinan utama yang mempengaruhi pertumbuhan ekonomi serta mendalami hubungan antara perkembangan sistem keuangan dengan pertumbuhan ekonomi di Tunisia dalam rentang waktu 1962 s.d 1997. Demikian juga halnya dengan Lee (2005) yang menggunakan pendekatan *Granger Causality* dan VAR dalam mengkaji hubungan antara intermediasi sistem keuangan dengan kinerja perekonomian Kanada dalam periode 1870 s.d 1926 dan 1948 s.d 2002. Sementara Rousseau dan Xiao (2007) menggunakan metode VAR dan VECM untuk meneliti peran sektor keuangan terhadap sektor riil di China dengan menggunakan data *time series* dalam rentang waktu 1995 s.d 2005.

Perdebatan mengenai dampak positif sistem keuangan terhadap pertumbuhan ekonomi di negara-negara berkembang tetap menyisakan kontroversial. Alasan terjadinya fenomena ini terletak pada rigiditas pasar keuangan di negara-negara berkembang. Persistensi dari tingginya biaya transaksi dan biaya informasi membuat pengaturan keuangan lebih menyerupai pengumpulan penghasilan daripada berwujud peningkatan tabungan dan investasi, peningkatan teknologi dan pertumbuhan ekonomi jangka panjang (Ghali, 1999). Sementara Gourinchas dan Jeanne dalam Allen dan Oura (2004) berkesimpulan bahwa manfaat yang diperoleh dari akumulasi kapital di negara-negara berkembang sangat kecil terkait dengan rendahnya tingkat produktivitas. Hasil ini terlihat dari rendahnya tingkat produktivitas di negara-negara berkembang dibandingkan di negara-negara maju.

Selanjutnya, guna menyingkap *issue* kausalitas antara perkembangan sistem keuangan dan pertumbuhan ekonomi, Lee (2005) menyatakan bahwa setidaknya terdapat dua kemungkinan hubungan antara variabel-variabel keuangan dan variabel-variabel riil, yakni (i) Perkembangan sistem keuangan mengikuti pertumbuhan ekonomi, dimana pertumbuhan ekonomi menyebabkan kenaikan permintaan terhadap produk-produk sistem keuangan sehingga menghasilkan kenaikan aktivitas pasar keuangan dan kredit. Dengan demikian, perkembangan sektor keuangan merupakan *demand-following*, dan (ii) menyatakan bahwa perkembangan sistem keuangan merupakan determinan perkembangan ekonomi, dimana hipotesis *supply*

leading ini menunjukkan kausalitas berasal dari perkembangan keuangan ke arah pertumbuhan riil. Dengan demikian, perkembangan sistem keuangan merupakan *necessary condition but not sufficient* untuk menjamin pertumbuhan ekonomi yang *sustainable*.

Graff (2001) membagi hubungan kausalitas antara perkembangan sistem keuangan dengan pertumbuhan ekonomi menjadi empat, yaitu: (i) perkembangan sistem keuangan dan pertumbuhan ekonomi tidak saling terkait; (ii) perkembangan ekonomi menyebabkan perkembangan sektor keuangan; (iii) sektor keuangan menjadi mesin pertumbuhan ekonomi; dan (iv) perkembangan sistem keuangan kadang-kadang dan dalam jangka pendek justru menghambat perkembangan sektor riil.

Berbagai studi empiris yang mengkaitkan hubungan antara perkembangan sistem keuangan dan pertumbuhan ekonomi (Ghali, 1999; Copelman, 2000; Graff, 2001; Fritzer, 2004; Allen, 2001; Lee, 2005; Rioja dan Valev, 2005; Rousseau dan Xiao, 2007) cenderung mendukung hipotesis bahwa kemajuan sistem keuangan menjadi katalisator dalam pertumbuhan ekonomi (*supply leading hypothesis*). Sedangkan studi Boulila dan Trabelsi (2002) terhadap perekonomian Tunisia justru mendukung argumen *demand driven hypothesis* ketika hanya menggunakan periode sampel relatif pendek dan intervensi pemerintah sangat kuat terhadap perekonomian. Namun dengan menggunakan seluruh periode sampel, dibuktikan menjadi *bi-directional causality* antara perkembangan sektor keuangan dan sektor riil. Sinha dan Macri (1999) semakin memperkuat argumen adanya konsistensi pola kausalitas antara sistem keuangan dan sektor riil.

Meskipun penelitian-penelitian terdahulu dilakukan di tempat yang berbeda-beda, dengan rentang waktu yang berlainan dan penggunaan metode penelitian yang tidak selalu sama, namun hasil dari seluruh penelitian di atas pada dasarnya menuju satu kesimpulan yang sama, yakni terdapat hubungan yang kuat antara sistem keuangan dan pertumbuhan ekonomi.