



FAKTOR-FAKTOR MAKROEKONOMI PENDORONG
PEMBANGUNAN PASAR MODAL DI INDONESIA, BEBERAPA
NEGARA ASIA, AMERIKA LATIN, DAN NEGARA INDUSTRI
TERPILIH TAHUN 1990-2006

OLEH

INSAN HASANI
6605810111

TESIS

Diajukan sebagai salah satu syarat guna memperoleh gelar
Magister Sains Ekonomi
pada Program Studi Ilmu Ekonomi
Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia

DEPOK, 2008

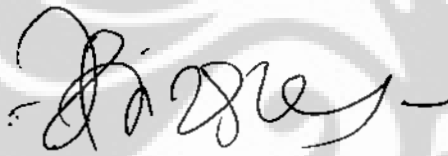
PERSETUJUAN TESIS

Nama : INSAN HASANI
N.P.M : 6605810111
Kekhususan : EKONOMI MONETER
Judul Tesis : FAKTOR-FAKTOR MAKROEKONOMI PENDORONG
PEMBANGUNAN PASAR MODAL DI INDONESIA,
BEBERAPA NEGARA ASIA, AMERIKA LATIN, DAN
NEGARA INDUSTRI TERPILIH TAHUN 1990-2006

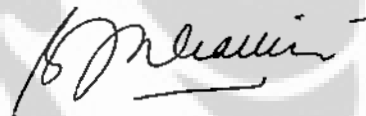
Depok, Juli 2008

Penguji Tesis II

Penguji Tesis I



Dr. Diah Widyawati



Dr. Beta Yulianita G. Laksano

Ketua Program Studi / Pembimbing Tesis



Dr. Arindra A. Zainal



ABSTRAK TESIS

FAKTOR-FAKTOR MAKROEKONOMI PENDORONG PEMBANGUNAN PASAR MODAL DI INDONESIA, BEBERAPA NEGARA ASIA, AMERIKA LATIN, DAN NEGARA INDUSTRI TERPILIH TAHUN 1990-2006

INSAN HASANI

6605810111

Program Studi Ilmu Ekonomi

Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia

Klasifikasi JEL: C33, E21, E22, E29, E31, E43, E44, E51, G29

Kata Kunci

1. Pasar Modal

4. Pendapatan Riil

2. Kapitalisasi Pasar

5. Likuiditas

3. *GDP*

6. Intermediari

Tesis ini secara empiris menganalisis faktor-faktor makroekonomi apa saja yang berpengaruh terhadap pembangunan pasar modal, khususnya kapitalisasi pasar. Selanjutnya diuji keterkaitan antara pembangunan intermediari di sektor keuangan dan pembangunan pasar modal. Observasi dilakukan pada empat belas negara yaitu kelompok negara ASEAN (lima negara), Amerika Latin (lima negara), dan negara industri (empat negara). Ke empat belas negara tersebut diantaranya adalah Indonesia, Malaysia, Philipina, Thailand, Singapura, Argentina, Brazil, Chili, Peru, Mexico, Hong Kong, Jepang, Kanada, dan Amerika Serikat. Mengacu pada berbagai penelitian terdahulu, variabel ikatnya adalah rasio kapitalisasi pasar terhadap *GDP* sedangkan variabel bebasnya adalah kelompok likuiditas di pasar modal yaitu rasio total nilai transaksi terhadap *GDP*, kelompok intermediari di sektor keuangan meliputi rasio kredit untuk sektor swasta terhadap *GDP* dan rasio suplai uang beredar terhadap *GDP*, untuk mengukur stabilitas makroekonomi variabel yang digunakan adalah perubahan inflasi, variabel lainnya adalah pendapatan riil akhir tahun, rasio *GDS* terhadap *GDP*, rasio *GDI* terhadap *GDP*, dan *dummy*. Khusus variabel *dummy*, dimaksudkan untuk melihat sejauh mana dampak suatu kejadian dalam hal ini krisis ekonomi yang menimpa wilayah Asia terhadap pembangunan pasar modal di negara-negara yang terkena krisis.

Data yang digunakan adalah data antar-waktu dan data antar-negara (data panel) dari tahun 1990 - 2006, sehingga metode estimasi ekonometri menggunakan metode estimasi data panel yang memungkinkan masing-masing negara mempunyai angka koefisien yang berbeda dari tahun ke tahun serta memberikan hasil estimasi koefisien antar negara.

Terdapat beberapa temuan dalam tesis ini yaitu variabel pendapatan riil akhir tahun, rasio *GDS* dan *GDI* terhadap *GDP*, likuiditas di pasar modal dimana variabel yang mewakili adalah rasio total nilai transaksi terhadap *GDP*, intermediari di sektor keuangan dengan variabel yang mewakili adalah rasio kredit untuk sektor swasta terhadap *GDP* dan rasio suplai uang beredar terhadap *GDP*, dan *dummy* adalah variabel-variabel penting dan signifikan yang dapat mempengaruhi keberhasilan pembangunan pasar modal. Kemudian, variabel stabilitas makroekonomi yaitu perubahan inflasi tidak terbukti signifikan mempengaruhi keberhasilan pembangunan pasar modal. Temuan berikutnya adalah pembangunan intermediari di sektor keuangan dan pasar modal adalah saling melengkapi dan tidak saling menggantikan satu dengan lain.

KATA PENGANTAR

Alhamdulillah, segala puji dan syukur ke hadirat Allah SWT, hanya karena perkenan-Nya tesis ini dapat diselesaikan.

Proses pembuatan tesis ini tentunya tidak terlepas dari peran banyak pihak yang tidak saja banyak membantu penulis namun terlebih-lebih telah memberi dorongan, semangat dan simpati yang sangat besar artinya bagi penulis, sehingga memacu penulis untuk segera menyelesaikan tesis ini. Peran mereka tidak dapat dinilai dalam bentuk apapun karena begitu berharganya, dan hanya Tuhan YME kiranya yang dapat membalas jasa-jasa baik mereka.

Sedangkan dari penulis, dari lubuk hati yang paling dalam dan dengan segala kerendahan hati, penulis hanya dapat menyatakan rasa penghargaan dan terimakasih yang sebesar-besarnya kepada:

Bapak Arindra A. Zainal, sebagai Dosen Pembimbing Tesis dan sekaligus Ketua Program Pascasarjana Ilmu Ekonomi Universitas Indonesia, yang telah meluangkan waktunya di sela-sela kesibukan yang luar biasa untuk membimbing dan menguji tesis penulis. Terima kasih untuk kesabarannya dalam membimbing dan mengarahkan penulis hingga dapat menyelesaikan tesis dalam waktu yang telah ditentukan.

Seluruh dosen/staf pengajar yang dengan ikhlas dan penuh kesabaran telah memberikan ilmunya yang bermanfaat. Semoga Allah memberikan berkah dan pahala yang tiada putus. Tak lupa penulis ucapkan terima kasih kepada segenap karyawan / wati sekretariat Program Pascasarjana Ilmu Ekonomi yang telah banyak memberikan kelancaran dalam perkuliahan dan penyelesaian studi penulis.

Ibu Beta Yulianita G.Laksono dan Ibu Diah Widyawati, yang telah meluangkan waktunya untuk menguji dan memberikan banyak masukan kepada penulis agar tesis ini menjadi lebih baik.

Bapak M.S. Tumanggor, di sela-sela kesibukannya selaku Kepala Bagian Bantuan Hukum, Biro Perundang-undangan dan Bantuan Hukum Bapepam-LK dan Guru Besar Fakultas Ekonomi Universitas Tarumanegara bersedia meluangkan waktunya

untuk memberikan masukan dan dorongan terkait penyusunan tesis ini agar menjadi lebih baik.

Rekan-rekan Pascasarjana Ilmu Ekonomi Depok Angkatan 2005, khususnya kepada Ricky, Tety, Novi, Tono dan Sissy yang telah memberi dukungan serta semua teman-teman yang tidak bisa penulis sebut satu per satu. Semoga kedekatan kita tetap terus terjaga.

Rekan-rekan di Bapepam-LK, khususnya kepada Ibu Nuning S.R selaku Kepala Bagian Kepegawaian Bapepam-LK, Okky, Andry, Rully dan Pak Darsono yang telah memberi dukungan serta semua teman-teman yang tidak bisa penulis sebut satu per satu.

Untuk keluarga dirumah Johan, Wira, dan Nila selaku adik penulis serta Bapak Said Umar dan Ibu Lela selaku orang tua penulis, terima kasih atas doa dan terus memberikan semangat serta dukungan. Semoga Allah SWT memberikan perlindungan-Nya.

Penghargaan dan terima kasih secara khusus penulis ucapkan kepada istriku tercinta, Santi serta anakku tercinta Andra Khaliza yang dengan segenap cinta dan kasih sayangnya selalu sabar menentramkan penulis dikala penulis merasa berat menjalani perkuliahan dan penyelesaian penulisan tesis. Semoga Allah SWT melindungi kita semua.

Akhir kata, dengan segala keterbatasan, penulis menyadari bahwa tesis ini jauh dari sempurna masih banyak kekurangan dan kelemahan. Saran dan kritik demi pengembangan tesis ini sangat penulis harapkan. Penulis hanya bisa berharap semoga tesis ini dapat memberikan manfaat baik bagi penulis sendiri maupun bagi para pihak yang ingin menambah wawasan pemikiran.

Juli 2008

Insan Hasani

DAFTAR ISI

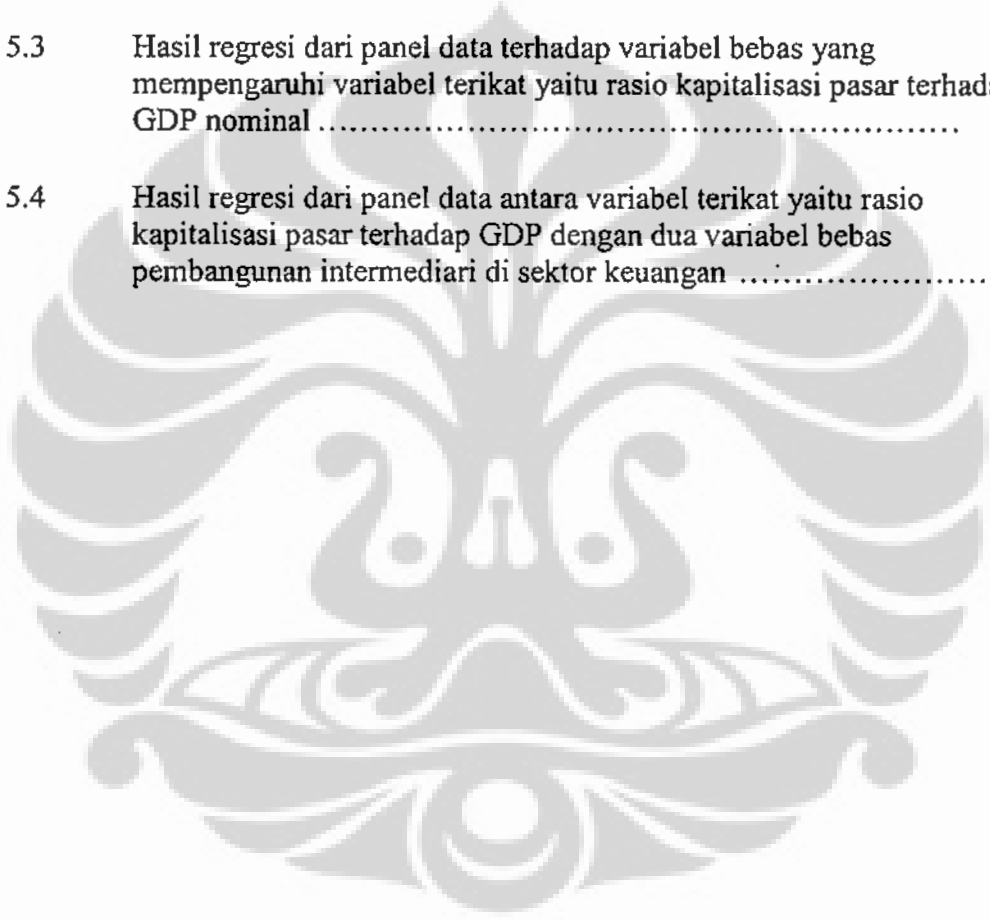
	Halaman
Halaman Judul	i
Lembar Pengesahan	ii
Abstraksi	iii
Kata Pengantar	iv
Daftar Isi	vi
Daftar Tabel	viii
Daftar Grafik	x
Daftar Lampiran	xii
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Perumusan Masalah	4
1.3 Metode Penelitian	5
1.4 Tujuan Penelitian	6
1.5 Sistematika Penulisan	6
BAB II KERANGKA PIKIR TEORITIS	8
2.1 Peran Sektor Keuangan Terhadap Pertumbuhan Perekonomian Suatu Negara	8
2.2 Kajian Teori Tentang Relasi Antara Pembangunan Pasar Modal, Sistem Keuangan dan Pertumbuhan Ekonomi	9
2.3 Definisi Operasional Variabel Serta Hipotesis Hubungan Variabel Ikat Dengan Variabel Bebas.....	15
BAB III METODE ANALISIS EKONOMETRI DAN HIPOTESIS KERJA	24
3.1 Analisis Ekonometrika	24

	3.2	Implementasi Metode Analisis	27
	3.3	Ringkasan Hipotesis	31
	3.4	Definisi Variabel	32
	3.5	Tahapan Analisis Aplikasi Ekonometrik dan Pengolahan Data	31
BAB	IV	RINGKASAN KONDISI PEREKONOMIAN DAN PASAR MODAL TERKINI NEGARA ASEAN DAN DUA NEGARA INDUSTRI	36
	4.1	ASEAN-5.....	36
	4.2	Negara Industri	50
BAB	V	HASIL EMPIRIS DAN ANALISIS EKONOMETRIK	58
	5.1	Ringkasan Statistik	58
	5.2	Kondisi Struktural Pasar Modal Antar Negara Di Era Krisis Ekonomi	60
	5.3	Hasil Regresi	67
	5.4	Korelasi Pembangunan Pasar Modal dan Intermediari Sektor Keuangan.....	71
BAB	VI	IMPLIKASI KEBIJAKAN DAN KESIMPULAN	72
	6.1	Kesimpulan	72
	6.2	Rekomendasi Kebijakan	73
DAFTAR PUSTAKA			75
LAMPIRAN			76

DAFTAR TABEL

Tabel 1.1	Market Kapitalisasi (MC) dan <i>Gross Domestic Product (GDP)</i> di ASEAN-5, 1990-2006 (dalam US\$ juta)	1
Tabel 3.1	Definisi Variabel dan Sumber Data	30
Tabel 4.1.1	Nilai Kapitalisasi Pasar Periode Juli-November 2007 (dalam juta US\$) - Indonesia.....	39
Tabel 4.1.2	Nilai Total Nilai Transaksi Saham Periode Juli-November 2007 (dalam juta US\$) – Indonesia	40
Tabel 4.1.3	Nilai Kapitalisasi Pasar Periode Juli-November 2007 (dalam juta US\$) – Malaysia	41
Tabel 4.1.4	Nilai Total Nilai Transaksi Saham Periode Juli-November 2007 (dalam juta US\$) – Malaysia	42
Tabel 4.1.5	Nilai Kapitalisasi Pasar Periode Juli-November 2007 (dalam juta US\$) – Philipina	43
Tabel 4.1.6	Nilai Total Nilai Transaksi Saham Periode Juli-November 2007 (dalam juta US\$) - Philipina.....	44
Tabel 4.1.7	Nilai Kapitalisasi Pasar Periode Juli-November 2007 (dalam juta US\$) - Singapura.....	45
Tabel 4.1.8	Nilai Total Nilai Transaksi Saham Periode Juli-November 2007 (dalam juta US\$) – Singapura.....	45
Tabel 4.1.9	Nilai Kapitalisasi Pasar Periode Juli-November 2007 (dalam juta US\$) - Thailand.....	46
Tabel 4.1.10	Nilai Total Nilai Transaksi Saham Periode Juli-November 2007 (dalam juta US\$) – Thailand	46
Tabel 4.2.1	Nilai Kapitalisasi Pasar Periode Juli-November 2007 (dalam juta US\$) - USA.....	50
Tabel 4.2.2	Nilai Total Nilai Transaksi Saham Periode Juli-November 2007 (dalam juta US\$) – USA	51

Tabel 4.2.3	Nilai Kapitalisasi Pasar Periode Juli-November 2007 (dalam juta US\$) - Jepang.....	54
Tabel 4.2.4	Nilai Total Nilai Transaksi Saham Periode Juli-November 2007 (dalam juta US\$) – Jepang	54
Tabel 5.1	Ringkasan Statistik (<i>mean</i> dan <i>standard deviation</i>) dari MC/GDP, VT/GDP, M3/GDP, CPR/GDP, GDI/GDP, dan GDS/GDP, 1990-2006	57
Tabel 5.2	Perubahan Statistik (<i>mean</i> dan <i>standard deviation</i>) dari MC/GDP dan VT/GDP sebelum dan setelah tahun 1997 (1990-2006)	63
Tabel 5.3	Hasil regresi dari panel data terhadap variabel bebas yang mempengaruhi variabel terikat yaitu rasio kapitalisasi pasar terhadap GDP nominal	66
Tabel 5.4	Hasil regresi dari panel data antara variabel terikat yaitu rasio kapitalisasi pasar terhadap GDP dengan dua variabel bebas pembangunan intermediari di sektor keuangan	69



DAFTAR GRAFIK

Gambar 3.1	Tahapan Analisis Aplikasi Ekonometrik	31
Gambar 3.2	Tahapan Prosedur Pengolahan Data	32
Gambar 4.1.1	Kontributor Pertumbuhan Ekonomi 2005-2007, Indonesia	33
Gambar 4.1.2	Pertumbuhan Modal Investasi 2005-2007, Indonesia	34
Gambar 4.1.3	Data Inflasi Bulanan 2004-2007, Indonesia	35
Gambar 4.1.4	Cadangan Mata Uang Asing 2006-2007, Indonesia	36
Gambar 4.1.5	Pertumbuhan Pinjaman Bank Komersial 2004-2007, Indonesia	36
Gambar 4.1.6	Pertumbuhan GDP 2002-2008 (estimasi), Indonesia	37
Gambar 4.1.7	Surplus <i>Current Account</i> , 2002-2008 (estimasi), Indonesia	38
Gambar 4.1.8	Indeks Harga Saham Gabungan 2005-2007, Bursa Efek Jakarta ...	38
Gambar 4.1.9	Perkembangan IHSG Bursa Malaysia Januari-November 2007.....	41
Gambar 4.1.10	Perkembangan IHSG Bursa Philipina Januari-November 2007.....	43
Gambar 4.1.11	Perkembangan IHSG Bursa Singapura Januari-November 2007....	45
Gambar 4.1.12	Perkembangan IHSG Bursa Thailand Januari-November 2007...	46
Gambar 4.2.1	Kontributor Pertumbuhan Ekonomi 2005, USA	48
Gambar 4.2.2	Dana Pemerintah Negara Bagian 2005-2008 (estimasi), USA	49
Gambar 4.2.3	Perkembangan IHSG Bursa New York Januari-November 2007....	50
Gambar 4.2.4	Kontributor Pertumbuhan Ekonomi 2005-2007, Jepang	51

Gambar 4.2.5	Konsumen Indeks (ESRI) 2005-2007, Jepang	53
Gambar 4.2.6	Inflasi 2005-2007 (triwulan awal), Jepang	53
Gambar 4.2.7	Perkembangan IHSG Bursa Tokyo Januari-November 2007.....	54
Gambar 5.1	Pertukaran Mata Uang Bath Terhadap Dollar Amerika Serikat.....	58



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1	Regresi MC/GDP, Pendapatan Riil, GDS/GDP, M2/GDP, CPR/GDP, VT/GDP, Inflasi, dan Dummy, 1990 -2006.....	76
Lampiran 2	Regresi MC/GDP, Pendapatan Riil, GDI/GDP, M2/GDP, CPR/GDP, VT/GDP, Inflasi, dan Dummy, 1990 -2006.....	77



BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar belakang

Pasar modal telah tumbuh secara signifikan di negara-negara berkembang selama lebih dari dua dekade. Banyak aspek yang mendukung pertumbuhan tersebut, di antaranya adalah aspek yang meliputi liberalisasi di sektor keuangan, khususnya struktur lembaga keuangan suatu negara, pertumbuhan ekonomi yang relatif tinggi, stabilitas politik, serta privatisasi perusahaan-perusahaan yang sahamnya dimiliki oleh negara di Indonesia disebut BUMN (Badan Usaha Milik Negara). Dampak dari globalisasi adalah aliran modal asing yang berasal dari modal milik individu ataupun lembaga yang meningkat tajam khususnya dalam bentuk investasi asing langsung (*foreign direct investment*) dan portofolio investasi¹.

Kebijakan di sektor keuangan yang dilakukan oleh beberapa negara di Asia seperti Singapura, Hong Kong, Malaysia, dan Thailand telah berlangsung selama bertahun-tahun. Akibat dari kebijakan tersebut adalah ditematkannya negara-negara tersebut sebagai pusat keuangan internasional di Asia. Pada Tabel 1.1 terlihat bahwa jika dibandingkan nilai kapitalisasi pasar (MC) di pasar modal Indonesia dengan negara-negara lainnya di Asia Tenggara periode tahun 1990 sampai dengan 2006 khususnya Singapura dan Malaysia, relatif lebih kecil.

Table 1.1 Kapitalisasi Pasar (MC) dan *Gross Domestic Product* (GDP) di ASEAN-5, 1990-2006 (dalam US\$ juta)

Tahun	Negara ASEAN-5									
	Indonesia		Malaysia		Philipina		Singapura	Thailand		
	MC	GDP	MC	GDP	MC	GDP	MC	GDP	MC	GDP
1990	8,081.0	110,923.7	47,868.8	44,079.6	6,631.5	38,472.9	34,268.5	38,340.2	20,777.1	86,340.5
1991	6,823.0	125,486.4	56,721.6	49,605.0	10,835.3	46,829.6	47,593.5	45,760.8	37,525.7	99,155.1
1992	12,038.0	136,952.0	91,471.2	57,688.4	15,335.2	53,855.6	48,933.7	49,379.3	57,278.3	110,929.1
1993	32,824.0	156,291.9	219,758.7	63,740.1	40,148.2	53,231.5	135,050.2	58,637.6	127,473.7	123,931.9
1994	47,240.8	173,736.4	190,162.5	76,352.0	56,648.0	69,331.2	136,302.8	73,835.1	125,599.3	144,652.8
1995	66,453.8	196,929.8	213,757.4	87,518.9	58,779.6	72,707.3	150,958.6	84,114.4	135,774.2	166,185.4
1996	90,857.4	223,486.4	306,165.0	100,329.0	80,464.0	82,620.2	153,106.7	92,821.8	95,900.5	180,048.4
1997	29,050.0	134,988.2	93,174.1	72,405.5	31,211.4	60,706.4	106,317.0	84,527.6	22,792.0	100,167.4
1998	22,077.9	119,096.9	95,560.6	74,537.6	34,910.9	68,231.6	96,472.7	82,703.4	34,117.8	126,092.2
1999	64,044.7	155,219.5	139,907.9	79,148.4	41,536.1	73,844.7	198,039.5	83,971.8	57,176.6	123,754.5
2000	26,812.5	144,843.1	113,155.3	90,319.7	25,261.4	67,097.3	155,125.6	92,313.0	29,217.4	113,774.0

¹ World Bank Report 1996

Tahun	Negara ASEAN-5									
	Indonesia		Malaysia		Philipina		Singapura	Thailand		
	MC	GDP	MC	GDP	MC	GDP	MC	GDP	MC	GDP
2001	22,997.9	161,950.0	118,980.7	88,001.1	20,606.2	70,645.7	117,338.0	82,747.2	35,950.4	116,085.5
2002	30,067.0	208,419.5	122,892.4	95,266.3	18,197.6	74,654.8	101,553.7	90,811.4	45,405.9	126,313.7
2003	54,659.1	240,561.1	160,970.3	103,951.8	23,190.5	77,676.4	148,502.6	94,596.7	119,017.2	149,756.9
2004	73,250.6	247,129.2	181,623.8	118,461.1	28,602.0	86,579.2	217,617.8	111,115.2	115,390.4	166,494.9
2005	81,428.1	283,312.3	180,517.5	131,015.6	39,817.8	102,472.3	257,340.6	116,717.9	123,885.0	173,116.7
2006	138,886.4	370,088.7	235,580.9	154,705.6	67,851.7	122,783.9	384,266.4	136,926.8	140,161.3	216,755.2

Sumber : *World Federation of Exchanges members dan International Financial Statistics dari IMF*

Nilai kapitalisasi pasar dari saham yang terdaftar di pasar modal Indonesia di akhir tahun 2006 hanya sekitar US\$138 milyar. Nilai tersebut sangat rendah jika dibandingkan dengan GDP nominal Indonesia di tahun 2006, yang bernilai sekitar US\$370 milyar, dan memiliki potensi untuk tumbuh. Namun demikian, kemampuan pasar untuk memasok sejumlah volume modal masih terbatas untuk beberapa tahun ke depan. Hal tersebut disebabkan oleh adanya kendala internal dan eksternal di pasar modal Indonesia.

Bank Dunia dan ADB telah memberikan sejumlah saran, khususnya langkah-langkah penting untuk mengatur bagaimana membangun pasar modal di Indonesia. Pembangunan pasar modal adalah penting bagi ekonomi Indonesia. Salah satu caranya adalah dimulai melalui penerapan efisiensi pasar yang akan terwujud jika antara tabungan domestik dan investasi asing yang dananya diinvestasikan di pasar modal ditujukan untuk modal jangka panjang. Namun, pengalaman pasar modal Indonesia sejak diberlakukannya paket liberalisasi pada tahun 1988 menunjukkan hal sebaliknya. Setelah pasar modal diaktifkan, dana dari pihak asing yang masuk pasar modal Indonesia demikian besar. Pada saat itu hanya 24 saham terdaftar, investor domestik menindaklanjutinya dengan turut berinvestasi di pasar modal. Dampaknya adalah harga saham naik dalam waktu yang sangat cepat dan perusahaan-perusahaan sekuritas mendapatkan keuntungan dari transaksi saham yang diperdagangkan. Namun sejumlah kendala muncul diantaranya adalah perangkat hukum yang mengatur transaksi di pasar modal belum memadai serta kebijakan pemerintah yang kurang mendukung pembangunan pasar modal Indonesia.

Periode tahun 1990 sampai dengan akhir tahun 1991, kinerja pasar modal Indonesia menurun karena pemerintah mengubah kebijakan di sektor keuangan melalui deregulasi sistem perbankan dan kemudahan pemberian kredit bagi pelaku usaha. Pada saat itu pemerintah mendanai sekitar lebih dari US\$4 milyar untuk perbankan nasional,

namun untuk sektor lain likuiditasnya diperketat, kebijakan itu kemudian ditindaklanjuti dengan kebijakan meningkatkan suku bunga. Sejumlah kebijakan yang dilakukan pemerintah tersebut mengakibatkan investor asing menarik dananya di pasar modal Indonesia. Reaksi dari investor asing mendorong investor lokal melakukan penjualan sebagian besar saham yang dimiliki sehingga berdampak pada menurunnya indeks harga saham di pasar modal Indonesia. Dampak lain yang muncul akibat kebijakan tersebut adalah menurunnya tingkat pertumbuhan GDP riil Indonesia dari 7.4% di tahun 1990 menjadi 6.5% di tahun 1991 yang diikuti peningkatan inflasi, pailitnya sejumlah perusahaan dan rumor negatif lainnya. Di awal tahun 1992, pasar modal Indonesia kembali stabil namun pertumbuhannya hanya sekitar 60% dari yang dicapai di pertengahan tahun 1990. Dana dari pasar modal pada periode dimaksud sulit untuk didapat sehingga pada periode tersebut dan dibandingkan dengan kejadian serupa diberbagai negara, sejumlah literatur menyimpulkan bahwa antara sektor keuangan khususnya perbankan dan pasar modal memiliki keterkaitan erat dengan pertumbuhan ekonomi.

Sebagaimana dijelaskan pada alinea di atas serta data dari Tabel 1.1, kecenderungan kinerja pasar modal Indonesia yang ditunjukkan oleh nilai kapitalisasi pasar sejak paket liberalisasi sektor keuangan (pasar modal diaktifkan kembali) diimplementasikan (periode 1990-2006), meningkat. Namun, sebagaimana telah dijelaskan pada alinea di atas bahwa untuk selang waktu tahun 1990 sampai dengan akhir 1991 kinerjanya menurun. Kondisi tersebut disebabkan antara lain oleh sejumlah kebijakan yang diambil pemerintah serta krisis di Asia, termasuk Indonesia pada tahun 1997.

Indonesia adalah satu dari sejumlah negara berkembang di dunia yang telah memulai liberalisasi di sektor keuangan termasuk pasar modal. Sebagaimana negara berkembang lainnya, sampai pertengahan tahun 1980 ekuitas pasar modal di Indonesia tidak berkembang akibat sangat dominannya pengaruh perbankan dalam perekonomian nasional. Melalui liberalisasi keuangan, para pengambil kebijakan di sektor keuangan berharap aliran modal asing dalam bentuk investasi asing langsung dan investasi portofolio meningkat secara signifikan dan mampu mendorong pertumbuhan ekonomi Indonesia. Keputusan untuk mengubah kebijakan di sektor keuangan melalui liberalisasi

di sektor tersebut adalah sejalan dengan teori yang menyebut bahwa pasar modal memiliki pengaruh signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi suatu bangsa dalam jangka panjang. Hal ini sangat menarik untuk dikaji karena banyak literatur yang menyebut hal sebaliknya bahkan cenderung menolak hipotesis tersebut.

Namun demikian, perbedaan pendapat tersebut merupakan hal yang sampai saat ini masih diperdebatkan. Untuk alasan tersebut, tujuan dari tesis ini adalah menganalisis pendapat dan memaparkan bukti empiris yang menyimpulkan bahwa pasar modal yang dibangun dengan baik memiliki kontribusi yang sangat besar bagi pertumbuhan ekonomi suatu negara demikian juga sebaliknya. Tujuan lainnya adalah melalui analisis data periode tahun 1990-2006, lebih fokus mempelajari tentang faktor-faktor utama makroekonomi yang mendorong pembangunan pasar modal suatu negara khususnya di Indonesia dan beberapa negara ASEAN diantaranya adalah Malaysia, Singapura, Philipina, dan Thailand serta negara-negara di Amerika Latin yaitu Argentina, Brasil, Peru, Chili, dan Mexico, kemudian beberapa negara industri terpilih sebagai pembanding yaitu Amerika Serikat, Kanada, Jepang, dan Hong Kong.

Alasan pemilihan negara-negara tersebut adalah pertama, keikutsertaan bursa efek negara-negara dimaksud dalam keanggotaan *World Federation Exchange Member* sehingga data nilai kapitalisasi pasar dan total nilai transaksi perdagangan periode 1990-2006 yang dibutuhkan dalam tesis ini yang ada pada *web* organisasi tersebut dapat diakses. Kedua, mengidentifikasi faktor-faktor utama makroekonomi yang mendorong pembangunan pasar modal di tiga kelompok negara yaitu ASEAN, Amerika Latin, dan negara industri yang memiliki kondisi perekonomian berbeda .

1.2. Perumusan masalah

Berdasarkan latar belakang dan kajian literatur awal, maka pada tesis ini akan merumuskan beberapa permasalahan penelitian, yaitu sebagai berikut:

1. Apakah terdapat hubungan antara faktor-faktor utama makroekonomi seperti pertumbuhan pendapatan riil suatu negara, tingkat tabungan dan investasi, jumlah uang beredar, kredit yang disalurkan untuk sektor swasta, dan tingkat inflasi serta faktor dari dalam pasar modal sendiri yaitu total nilai transaksi perdagangan terhadap kapitalisasi pasar di pasar modal Indonesia serta beberapa negara ASEAN diantaranya adalah Malaysia, Singapura, Philipina, dan Thailand serta negara-negara

di Amerika Latin yaitu Argentina, Brasil, Peru, Chili, dan Mexico, kemudian beberapa negara industri terpilih sebagai pembanding yaitu Amerika Serikat, Kanada, Jepang, dan Hong Kong?

2. Sejauhmana faktor-faktor tersebut memiliki kontribusi terhadap pembangunan pasar modal di Indonesia serta beberapa negara ASEAN diantaranya adalah Malaysia, Singapura, Philipina, dan Thailand serta negara-negara di Amerika Latin yaitu Argentina, Brasil, Peru, Chili, dan Mexico, kemudian beberapa negara industri terpilih sebagai pembanding yaitu Amerika Serikat, Kanada, Jepang, dan Hong Kong?

1.3. Metode Penelitian

Metode penelitian yang digunakan adalah dengan uji regresi data panel yang merupakan gabungan antara data *time series* dan data *cross section* selama periode waktu 1990 – 2006 untuk empat belas negara yaitu Indonesia serta beberapa negara ASEAN diantaranya adalah Malaysia, Singapura, Philipina, dan Thailand serta negara-negara di Amerika Latin yaitu Argentina, Brasil, Peru, Chili, dan Mexico, kemudian beberapa negara industri terpilih sebagai pembanding yaitu Amerika Serikat, Kanada, Jepang, dan Hong Kong. Pemilihan periode 1990 – 2006 berkaitan dengan ketersediaan data dari sumber data sekunder.

Penelitian ini menggunakan model ekonometri dan perangkat lunak Eviews 5.1 sebagai alat bantu analisis. Pembangunan pasar modal seperti halnya pembangunan ekonomi suatu negara adalah hal yang sangat kompleks. Jadi, penelitian yang akan dilakukan adalah mengacu pada penelitian terdahulu sebagaimana yang telah dilakukan oleh Demircuc-Kunt dan Levine (1996) serta Agarwal (2000). Variabel terikatnya adalah rasio dari kapitalisasi pasar terhadap GDP, sedangkan variabel bebasnya adalah rasio dari total nilai transaksi perdagangan, jumlah uang beredar, kredit yang disalurkan untuk sektor swasta, tingkat tabungan, tingkat investasi, terhadap GDP, berikutnya adalah pendapatan riil akhir tahun, tingkat inflasi dan dummy variabel.

1.4. Tujuan Penelitian

Berdasarkan permasalahan penelitian yang telah diuraikan sebelumnya, maka rumusan tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Menganalisis dan membandingkan faktor-faktor ekonomi apa saja yang mempengaruhi pembangunan pasar modal di Indonesia serta beberapa negara ASEAN diantaranya adalah Malaysia, Singapura, Philipina, dan Thailand serta negara-negara di Amerika Latin yaitu Argentina, Brasil, Peru, Chili, dan Mexico, kemudian beberapa negara industri terpilih sebagai pembanding yaitu Amerika Serikat, Kanada, Jepang, dan Hong Kong.
2. Menganalisis hubungan antara pembangunan pasar modal di berbagai negara yang diwakili variabel rasio dari kapitalisasi pasar terhadap GDP dengan variabel-variabel rasio dari total nilai transaksi perdagangan, jumlah uang beredar, kredit yang disalurkan untuk sektor swasta, tingkat tabungan, tingkat investasi, terhadap GDP, pendapatan riil perkapita, tingkat inflasi serta *dummy variabel*.

1.5. Sistematika Penulisan

Penulisan ini disusun dengan sistematika sebagai berikut :

BAB I PENDAHULUAN

Bab ini berisi Latar Belakang, Perumusan Masalah, Metode Penelitian, Tujuan Penelitian dan Sistematika Penulisan.

BAB II KERANGKA PIKIR TEORITIS

Bab ini berisi teori-teori tentang keterkaitan antara pertumbuhan ekonomi dan pembangunan di sektor keuangan suatu negara khususnya bidang pasar modal meliputi pengujian faktor-faktor makroekonomi yang mempengaruhinya. Teori-teori tersebut berasal dari beberapa penelitian baik dalam kerangka teoritis maupun studi empirik yang telah dilakukan oleh peneliti terdahulu. Berikutnya dalam bab ini dijelaskan alasan penggunaan variabel berdasarkan teori-teori tersebut.

BAB III MODEL DAN HIPOTESIS KERJA

Bab ini juga menjelaskan hipotesis yang akan diuji beserta alat uji analisis untuk membuktikan hipotesis dan alat analisis untuk menjawab pertanyaan penelitian

yang meliputi: hipotesis dan metode penelitian. Metode penelitian terdiri dari: Lokasi dan Objek Penelitian, Identifikasi Variabel, Sumber Data dan Definisi Operasional Variabel dan Metode Analisis.

BAB IV RINGKASAN KONDISI PEREKONOMIAN DAN PASAR MODAL TERKINI NEGARA ASEAN DAN DUA NEGARA INDUSTRI

Bab ini berisikan ringkasan pembahasan tentang kondisi perekonomian negara-negara ASEAN-5 dan dua negara industri yaitu Amerika Serikat dan Jepang, yang merepresentasikan kondisi perekonomian dunia, dan khusus Indonesia akan dibahas lebih terperinci. Bahasan tersebut meliputi pertumbuhan ekonomi, tingkat inflasi, pasar modal, serta kegiatan perekonomian lainnya sepanjang tahun 2007, untuk negara ASEAN-5 disertai bahasan prospek ekonomi di tahun 2008.

BAB V BUKTI EMPIRIS DAN ANALISIS EKONOMETRIK

Bab ini berisikan ringkasan analisis statistik berdasarkan periode sample yang dianalisis yaitu dari tahun 1990 sampai dengan 2006. Ringkasan statistik tersebut merupakan kondisi umum dari negara ASEAN-5, Amerika Latin, serta beberapa negara industri. Penjelasan dari analisis merupakan perbandingan kondisi dari masing-masing negara. Berikutnya periode sampel dipilah menjadi dua bagian yaitu sebelum (tahun 1990 sampai dengan 1997) dan setelah krisis ekonomi di Asia (tahun 1997 sampai dengan 2006). Hal ini untuk melihat sejauh mana krisis ekonomi berpengaruh terhadap struktur pembangunan pasar modal dimasing-masing negara. Terakhir akan dianalisis melalui uji empiris dengan menggunakan metode ekonometrika untuk menjawab pertanyaan penelitian, deskripsi data serta penjelasan dan analisis ekonomi terhadap analisis data.

BAB VI IMPLIKASI KEBIJAKAN DAN KESIMPULAN

Bab ini berisi kesimpulan yang didapat dari hasil penelitian dengan mengacu pada hipotesis yang telah dirumuskan serta memberikan saran-saran ataupun rekomendasi terhadap kebijakan yang dibuat pemerintah.

BAB II

KERANGKA PIKIR TEORITIS

2.1. Peran Sektor Keuangan Terhadap Pertumbuhan Perekonomian Suatu Negara

Sistem keuangan yang efisien adalah hal sangat penting bagi perekonomian suatu negara. Alasannya adalah dalam sistem keuangan yang efisien tersebut mengedepankan keterbukaan dari sisi informasi dan seluruh biaya transaksi. Berdasarkan teori, informasi yang tidak simetris akan membentuk *adverse selection* dan *moral hazard*, yang pada akhirnya menyebabkan biaya transaksi yang tidak efisien. Melalui berbagai kegiatan diantaranya adalah mengumpulkan informasi, mengevaluasi suatu proyek, membagi resiko, dan pembentukan likuiditas dalam bertransaksi, maka akan membentuk sistem keuangan yang efisien sehingga keinginan masyarakat untuk berinvestasi dan menabung akan meningkat. Hal ini akan menghasilkan sinergi antar berbagai sektor dalam satu sistem keuangan yang pada akhirnya meningkatkan produktifitas modal yang kemudian berlanjut pada peningkatan pertumbuhan ekonomi suatu negara.

Sebagaimana dijelaskan oleh McKinnon (1973), liberalisasi di sektor keuangan berperan dalam mendorong keinginan masyarakat dalam menabung dan berinvestasi. Penulis mengklaim bahwa liberalisasi tersebut tidak hanya meningkatkan produktivitas dari modal tetapi juga tingkat tabungan, investasi dan pertumbuhan ekonomi suatu negara. Benang merahnya dijelaskan pada tiga hal dimana intermediari di sektor keuangan dan pasar memiliki dampak positif terhadap pertumbuhan ekonomi. Pertama, pembangunan disektor keuangan membuat ruang untuk meningkatkan nilai tingkatan tabungan. Melalui intermediari tersebut, para penabung mendapatkan keuntungan yang tinggi sehingga pada akhirnya akan menstimulasi calon penabung lainnya menyimpan uangnya di bank.

Kedua, intermediari di sektor keuangan dapat mengurangi informasi yang tidak perlu dan biaya transaksi, hal tersebut merupakan upaya untuk membuat sistem keuangan efisien sehingga aliran dana dari penabung ke peminjam melalui perbankan tidak mengami hambatan. Sebagaimana dijelaskan oleh Gurley dan Shaw (1967) tentang

pentingnya intermediasi di sektor keuangan dalam menghubungkan antara tabungan dan investasi.

Ketiga, sektor keuangan meningkatkan alokasi dari sumber daya. Mengacu hasil dari berbagai penelitian, dijelaskan bahwa pembangunan di sektor keuangan akan meningkatkan pertumbuhan yang dilandasi oleh efisiensi alokasi dimana terdapat beberapa mekanisme yang penting untuk dilakukan, diantaranya adalah: (1) menghimpun dana, hal tersebut membuat proyek investasi dalam skala besar berjalan dengan biaya relatif lebih murah, (2) diversifikasi resiko, yaitu mengurangi produktivitas dan resiko kegagalan melalui diversifikasi portofolio, (3) manajemen likuiditas, yaitu menciptakan likuiditas untuk investasi di berbagai proyek, (4) *screening*, yaitu mempertemukan dan mengevaluasi seluruh informasi berkaitan dengan proyek yang sedang berjalan khususnya dalam penempatan dana pada proyek yang tingkat keuntungan paling tinggi, (5) *monitoring*, yaitu melakukan pengawasan terhadap para peminjam untuk memenuhi janji yang telah disepakati. Sistem keuangan akan berfungsi dengan baik jika seluruh mekanisme tersebut dijalankan.

Alternatif penjelasan atas keterkaitan antara intermediasi di sektor keuangan dan pertumbuhan keuangan difokuskan pada fungsi terpenting dari sistem keuangan yaitu mengoptimalkan keterkaitan positif antara pemilik dana, pelaku usaha, dan pertumbuhan ekonomi disuatu negara. Beberapa hal yang dilakukan adalah: pertama, mengalirkan dana dari surplus ke defisit melalui mobilisasi sumber daya dan menjamin transformasi dana yang efisien ke modal riil yang produktif. Kedua, transformasi intermediasi di sektor keuangan dari portofolio pemilik dana ke pihak investor yang disertai dengan kecukupan terhadap likuiditas sistem tersebut. Ketiga, berjalannya fungsi dari sistem yaitu menurunkan tingkat resiko melalui diversifikasi dan teknik dari penyebaran resiko dan penghimpunan dana. (Nissanke dan Stein, 2003).

2.2. Kajian Teori Tentang Relasi Antara Pembangunan Pasar Modal, Sistem Keuangan dan Pertumbuhan Ekonomi

Atje, Raymond and Jovanovic, Boyan (1993) telah mempelajari tentang pengembangan pasar modal. Paper mereka membahas tentang Greenwood-Javanovic (1990) (yang disingkat menjadi GJ) model. Intinya adalah peningkatan *exogenous variable* dalam struktur keuangan akan menyebabkan satu peningkatan tetap pada tingkat

pertumbuhan ekonomi. Hasil lainnya yang dipaparkan dalam paper mereka adalah tentang pengaruh pasar modal terhadap pertumbuhan ekonomi antar negara pada periode 1980 sampai dengan 1988. Jumlah negara yang diteliti sebanyak 40 negara, hasilnya adalah ditemukan korelasi positif yang signifikan antara pembangunan di pasar modal dengan pertumbuhan ekonomi. Penemuan ini sangat menarik karena dengan metode yang sama kondisi tersebut berbeda jika diterapkan pada perbankan.

Levine and Zervos (1998) menemukan keterkaitan yang sangat erat antara usaha dalam membangun pasar modal dengan pertumbuhan ekonomi jangka panjang suatu negara. Temuan tersebut didasari atas agregat indeks dari seluruh variabel pasar modal yang dibentuk oleh Demirguc-Kunt and Levine (1996) yaitu kapitalisasi pasar, likuiditas, dan integrasi dengan pasar modal dunia. Untuk mengukur integrasi pasar modal mereka menggunakan *multifactor International Arbitrage Pricing Model (IAPM)* yang mengacu hasil penelitian dari Korajczyk (1996). Analisis empiris membuktikan bahwa indeks dari pengembangan pasar modal terkait erat dengan pertumbuhan ekonomi jangka panjang, alat analisis yang digunakan adalah *pool model* antar negara dan regresi pertumbuhan *time-series*. Model regresi sederhananya adalah $GROWTH = \alpha X + \beta(STOCK) + \mu$.

Variabel ikatnya adalah GROWTH yang berarti tingkat rata-rata pertumbuhan perkapita riil pada periode tertentu. Setelah itu, variabel bebasnya dari model adalah STOCK dan X. STOCK adalah indeks dari pengembangan pasar modal, β adalah koefisien yang diestimasi pada variabel STOCK, X adalah kumpulan dari berbagai variabel kontrol, α adalah vektor dari koefisien pada variabel X, dan μ adalah *error term*. Tujuan dari variabel kontrol adalah sebagai alat kontrol untuk berbagai faktor yang mungkin terkait dengan pertumbuhan ekonomi seperti GDP riil awal, rasio dari konsumsi pemerintah terhadap GDP, dan tingkat inflasi. Terakhir, berdasarkan analisis empiris yang mereka lakukan disimpulkan bahwa pembangunan di pasar modal memiliki keterkaitan erat dengan pertumbuhan ekonomi jangka panjang.

Pasar modal akan memiliki dampak positif terhadap aktifitas ekonomi jika likuid, pernyataan ini diungkap oleh Levine (1991) dan Bencivenga, Smith, and Starr. Investasi yang menguntungkan terjadi jika investasi tersebut ada pada periode jangka panjang, namun demikian jika investor menempatkan dananya dalam jangka panjang hal tersebut sangat beresiko. Inilah dilemma dalam berinvestasi yang sangat sering dijumpai. Pasar

yang likuid adalah perlu karena menurunkan resiko berinvestasi dan lebih menarik bagi investor. Investor memiliki kesempatan untuk memilih apakah dana yang mereka punya ditempatkan pada tabungan atau portofolio investasi. Dari sisi perusahaan, mereka memiliki keuntungan akses permanen untuk meningkatkan modal melalui penerbitan saham. Pada akhirnya, melalui pemberian fasilitas jangka panjang, peningkatan alokasi dari modal dan peningkatan prospek untuk pertumbuhan ekonomi akan dicapai jika pasar modal likuid.

Obstfeld (1994) dan Kyle (1994) telah menambahkan argumen tentang faktor-faktor dipasar pasar modal yang dapat mempengaruhi pertumbuhan ekonomi. Faktor pertama adalah pasar modal yang terintegrasi secara internasional. Negara yang memiliki pasar modal yang terintegrasi secara internasional akan mampu mendorong pertumbuhan ekonominya melalui konversi tabungan masyarakat kedalam investasi yang memiliki *return* yang lebih tinggi. Faktor kedua adalah informasi, informasi yang berkembang cepat dan dapat diakses oleh setiap pihak akan meningkatkan alokasi sumber daya dan mengakselerasi pertumbuhan ekonomi.

Namun demikian, terdapat beberapa pendapat yang bertolak belakang tentang dampak dari likuiditas pasar terhadap pertumbuhan ekonomi jangka panjang. Alasan-alasan mengapa hal tersebut terjadi adalah pertama, melalui peningkatan *returns* dalam investasi akan memperbesar likuiditas di pasar modal yang kemungkinan akan mengurangi tingkat tabungan akibat beralihnya pengalokasian pendapatan dan efek substitusi. Kedua, melalui minimalisasi hal-hal yang menjadi faktor penyebab ketidakmenentuan pada investasi akan memperbesar likuiditas di pasar modal sehingga berdampak pada keinginan masyarakat yang terlalu ambisius melakukan perubahan alokasi pendapatan pada tabungan. Ketiga, likuiditas pasar modal dimungkinkan berdampak negatif pada *corporate governance*. Mengacu pada opini-opini tersebut, disimpulkan bahwa likuiditas di pasar modal berdampak negatif terhadap pertumbuhan ekonomi.

Secara teori, terdapat beberapa pendapat yang menyatakan ketidaksetujuannya terhadap argumen yang menyatakan pasar modal memiliki dampak positif terhadap pertumbuhan ekonomi. Dari sisi keuangan perusahaan, dana dari pasar modal bukanlah sumber yang penting sebagaimana dinyatakan oleh Mayer (1988). Empat hal yang dikaji

dalam paper tersebut adalah aliran dana investasi, penentuan pilihan antara berbagai pola alternatif pendanaan, komitmen dalam keuangan, dan aturan dari penerbitan saham untuk mendanai investasi. Kesimpulan dari paper tersebut adalah pertama, pasar modal di negara maju tidak banyak menolong dalam hal pendanaan investasi. Kedua, implikasi dari pendirian bursa efek dalam jangka panjang dapat menyebabkan terganggunya hubungan antara peminjam dan perusahaan. Selain kedua hal tersebut juga dipersoalkan tentang konsistensi waktu. Terdapat satu pertanyaan yang menarik untuk dikritisi dalam paper tersebut yaitu apakah penerbitan saham oleh perusahaan adalah satu-satunya cara dalam mendanai investasi? Tentu jawabannya adalah hal tersebut bukanlah satu-satunya cara karena pendanaan dari investasi dapat dengan berbagai cara diantaranya adalah melalui pinjaman dimana tingkat bunga menjadi tolak ukurnya, atau dapat juga dengan insentif pajak dan perencanaan investasi.

Masih terkait dengan topik yang sama, kritik tentang likuiditas pasar modal dinyatakan oleh Stiglitz (1985). Disebutkan bahwa likuiditas pasar modal tidak akan meningkatkan insentif untuk memperoleh informasi tentang perusahaan. Paper yang ditulisnya menelaah tentang pasar modal yang dapat berfungsi sebagai alat kontrol dari modal. Alasannya adalah pasar modal tidak hanya mengalokasi modal ke perusahaan-perusahaan namun diharapkan dapat memonitor apakah dana yang didapat dari pasar modal digunakan sesuai dengan ketentuannya. Mekanisme ini akan efisien jika permintaan dana yang bersumber dari pasar modal meningkat, karena para pengambil kebijakan di perusahaan mempertimbangkan pengambilan keputusan untuk mendapatkan dana di pasar modal berdasarkan *cash flow* perusahaan. Masalah lainnya adalah sulitnya mempertemukan antara kepentingan pemegang saham mayoritas dengan minoritas.

Penulis lainnya yaitu Shleifer and Summers (1988) mendukung pendapat yang menentang keberadaan pasar modal dapat memicu pertumbuhan ekonomi. Pendapat yang dinyatakan oleh kedua penulis tersebut adalah keberadaan pasar modal dapat memperburuk pertumbuhan ekonomi karena tidak produktif. Kesimpulan dalam paper kedua penulis tersebut menyatakan bahwa perpindahan kepemilikan dari pemilik perusahaan ke pemegang saham cenderung akan memunculkan masalah. Alasannya adalah jika pengambilalihan kepemilikan saham dimotivasi oleh rendahnya harga saham karena penilaian yang rendah dari asset yang dimiliki perusahaan, maka saham tersebut

cenderung akan dijual kembali ke pembeli lainnya. Kejadian tersebut dapat terjadi berulang sehingga motivasi kepemilikan saham adalah investasi sementara, kemudian pada jangka panjang akan menyebabkan inefisiensi.

Penulis berikutnya adalah E. Young Song (1993) memaparkan hasil penelitiannya bahwa pasar modal yang terbuka akan menghasilkan penurunan tingkat kesejahteraan masyarakat jika tingkat suku bunga tinggi dan modal mengalir keluar. Pernyataan tersebut berpijak atas pertanyaan dasar: Apakah pasar modal yang terbuka akan dapat meningkatkan kesejahteraan masyarakat? Pertanyaan tersebut mengacu pada pendapat umum yang menyebutkan bahwa pasar modal yang terbuka akan menghasilkan kesejahteraan bagi masyarakat. Penulis menjawab pertanyaan tersebut dengan satu hipotesis bahwa pertukaran terbuka dapat menghasilkan penurunan kesejahteraan ketika mekanisme pasar terdistorsi. Pada papernya diamati beberapa pernyataan, yaitu sebagai berikut: Pernyataan 1. Jika alur dari kumpulan cadangan modal kurang dari *autarky* adalah identik maka perpindahan modal bebas (atau tidak ada eksternalitas) terjadi sehingga mengakibatkan peningkatan kesejahteraan.

Hal ini sangat menarik untuk didiskusikan karena pencapaian kumpulan cadangan modal yang identik adalah sangat sulit. Normalnya, jika rumah tangga mengoptimalkan alur dari modal yang berbeda maka alur dari kumpulan cadangan modal tidak identik. Dampak dari kondisi ini adalah melalui pasar modal yang terbuka akan menyebabkan penurunan tingkat kesejahteraan karena eksternalitas sangat besar dan kumpulan dari modal secara substansi rendah. Hal ini memerlukan satu kondisi cukup untuk mendapatkan keuntungan dari pasar modal dimana alur dari kumpulan cadangan modal yang berasal dari pasar modal rata-rata lebih tinggi dari *autarky*. Lebih jelasnya akan dibahas pada pernyataan 2.

Pernyataan 2. jika $\int_0^{\infty} f(k_a, K) e^{-R(t)} dt \geq \int_0^{\infty} f(k_a, K_a) e^{-R(t)} dt$ maka pasar modal yang terbuka akan meningkatkan kesejahteraan. Pernyataan ini menjelaskan bahwa alur modal *autarky* menentukan *present value* dari produksi domestik, dan hal tersebut terjadi melalui pengurangan tingkat suku bunga setelah pasar modal terbuka. Helpman dan Krugman (1985) menjelaskan bahwa kondisi ini adalah versi dinamik dari kondisi cukup untuk keuntungan statis dari pertukaran dengan eksternalitas. Kesimpulan dari kondisi ini adalah alur konsumsi *autarky* adalah sangat beralasan untuk rumah tangga pada pasar

modal terbuka, dan jika kondisi ini terpenuhi maka pasar modal yang terbuka akan menguntungkan.

Terdapat beberapa kesimpulan dari paper yang ditulis oleh E. Young Song (1993) yaitu akan terjadi pelarian modal keluar jika pasar modal terbuka karena tingkat suku bunga yang lebih kompetitif dan tingkat keuntungan investasi yang lebih tinggi. Dampak dari kondisi ini adalah tingkat kesejahteraan akan menurun akibat liberalisasi. *Present value* dari *net output* adalah tidak maksimal ketika disana terdapat eksternalitas dalam akumulasi modal. Untuk menyelesaikan permasalahan tersebut adalah melindungi pasar modal domestik melalui pelarangan aliran modal keluar dengan kontrol modal atau pajak atas pendapatan modal asing dengan tujuan untuk meningkatkan kesejahteraan masyarakat. Solusi lainnya, pemerintah seharusnya menerapkan kebijakan tentang bagaimana mendorong investasi domestik melalui subsidi sebelum pasar modal terbuka.

Hampir sama dengan permasalahan diatas namun dengan pendekatan berbeda, Baier, Dwyer, and Tamura (2003), mereka memulai papernya dengan pertanyaan: Apakah bursa efek yang terbuka meningkatkan pertumbuhan ekonomi? Tujuan dari penelitian mereka adalah menguji keterkaitan antara pertumbuhan ekonomi dan pembangunan institusi yang mendukung sektor keuangan dari ekonomi khususnya pasar modal. Terdapat tiga cara yang digunakan para penulis untuk mengukur apakah bursa efek yang terbuka mempengaruhi peningkatan pertumbuhan ekonomi, masing-masing didasari atas tingkat pertumbuhan. Pertama, membandingkan pertumbuhan ekonomi suatu negara setelah bursa efek terbuka dengan sebelum terbuka. Kedua, membandingkan pertumbuhan ekonomi suatu negara dengan negara lainnya setelah bursa efek terbuka dengan sebelum terbuka. Ketiga, membandingkan perubahan pertumbuhan ekonomi di beberapa negara setelah kebijakan bursa efek terbuka diterapkan.

Hasil dari penelitian tersebut adalah negara-negara perekonomiannya tumbuh lebih cepat setelah pasar modalnya terbuka. Terdapat bukti bahwa alokasi sumberdaya lebih efisien sebagai akibat dari terbukanya pasar modal. Namun perlu diperhatikan beberapa hal terkait kebijakan bursa efek terbuka yaitu unsur legalitas karena keterbukaan, pengoperasian, dan pembukaan bursa efek adalah penting sebagai antisipasi positif dari keuntungan yang didapat dari bursa efek. Kemudian perlu diperhatikan

bahwa pelarangan adanya bursa efek akan menyebabkan penurunan pertumbuhan ekonomi.

2.3. Definisi Operasional Variabel Serta Hipotesis Hubungan Variabel Ikat Dengan Variabel Bebas

Kapitalisasi pasar

Para peneliti tersebut memfokuskan pada variabel kapitalisasi pasar sebagai parameter yang mewakili berhasilnya tidaknya pembangunan pasar modal disuatu negara. Menurut hasil penelitian yang mereka lakukan kapitalisasi pasar dapat mencerminkan pembangunan pasar modal secara umum dibandingkan dengan indeks harga saham gabungan. Kajian dalam tesis ini memfokuskan pada variabel kapitalisasi pasar² sebagai parameter yang mewakili berhasilnya tidaknya pembangunan pasar modal disuatu negara yang didasari pendekatan makroekonomi. Nilai kapitalisasi pasar dihitung atas hasil perkalian jumlah saham dengan harga pasar dari saham itu sendiri, sedangkan saham adalah tanda penyertaan atau kepemilikan seseorang atau badan atas suatu perusahaan.

Berdasarkan hal tersebut hubungan antara variabel ikat dalam hal ini rasio kapitalisasi pasar terhadap GDP dengan variabel bebas dijumpai oleh harga saham dan tingkat suku bunga. Terdapat hubungan negatif antara tingkat suku bunga dan harga saham, alasannya adalah pertama, tingkat suku bunga dapat mempengaruhi tingkat keuntungan dari suatu perusahaan, jika tingkat suku bunga naik maka peluang perusahaan tersebut untuk melakukan ekspansi mengecil karena biaya ataupun ongkos produksi naik pada akhirnya tingkat keuntungan perusahaan tersebut mengalami penurunan, kondisi tersebut menurunkan minat investor untuk memiliki saham perusahaan tersebut karena nilai ekspektasi dari harga saham tersebut menurun. Salah satu cara perusahaan untuk mendapatkan dana untuk modal usaha adalah melalui pinjaman di Bank sehingga nilai tingkat suku bunga menjadi faktor utama penentu keputusan tersebut. Kondisi lainnya adalah banyak dari investor membeli saham dimana dana yang digunakan adalah pinjaman, sehingga peningkatan suku bunga membuat transaksi berbiaya tinggi dan hal ini akan mengurangi permintaan saham yang ditransaksikan. Berdasarkan kedua kondisi

² Definisi dari kapitalisasi pasar adalah total dari nilai saham yang terdaftar di pasar modal dibagi dengan GDP suatu negara. Kapitalisasi pasar dihitung biasanya pada akhir tahun sedangkan GDP dihitung sepanjang tahun.

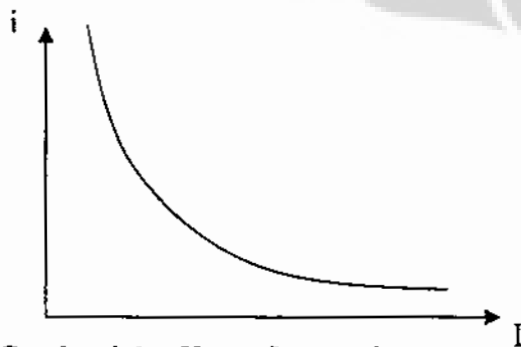
tersebut disimpulkan bahwa antara nilai kapitalisasi pasar memiliki hubungan negatif dengan tingkat suku bunga, karena nilai kapitalisasi pasar dipengaruhi oleh jumlah dan harga saham dipasar.

Hal yang menarik lainnya untuk dikaji adalah membandingkan kinerja dari pasar modal yang sedang berkembang di negara-negara Asia termasuk Indonesia dengan kelompok negara-negara Amerika Latin serta negara maju. Untuk pemilihan negara-negara tersebut akan didasari oleh ketersediaan data yang dapat di akses.

Pendapatan riil dan tingkat pertumbuhan pendapatan

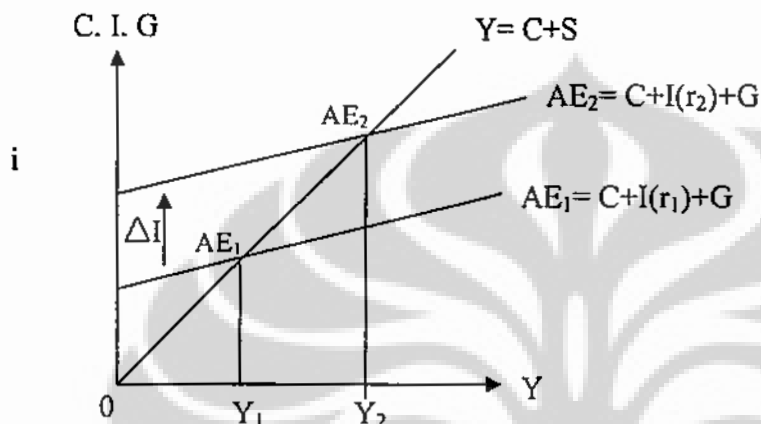
Fokus kedua adalah mempertimbangkan *pendapatan riil dan tingkat pertumbuhan pendapatan*. Pendapatan riil dari beberapa hasil penelitian memiliki keterkaitan yang erat dengan volume transaksi di pasar modal. Pertumbuhan pendapatan yang tinggi dapat menyebabkan tingginya volume transaksi di pasar modal. Tingginya pertumbuhan pendapatan riil masyarakat disuatu negara mendorong perkembangan pasar modal di negara tersebut. Setiap peningkatan pendapatan akan berdampak pada volume transaksi dan indeks harga saham dipasar modal akibat dari pemanfaatan kenaikan pendapatan tersebut untuk berinvestasi di pasar modal. Tesis ini akan menggunakan GDP riil dalam U.S dollar untuk mengukur tingkat pendapatan dan menghitung tingkat pertumbuhan pendapatan.

GDP riil adalah GDP pada harga pasar konstan, hubungan antara GDP riil dengan kapitalisasi pasar berdasarkan hasil penelitian-penelitian tersebut disimpulkan positif. Berdasarkan teori diketahui bahwa antara tingkat suku bunga dengan investasi memiliki hubungan negatif. Pada keseimbangan penawaran dan permintaan output perekonomian disebutkan bahwa investasi (I) adalah fungsi dari tingkat suku bunga (i) yang umumnya digambarkan seperti kurva berikut:



Gambar 2.1. Kurva Investasi

Berdasarkan kurva diatas terlihat antara tingkat suku bunga (i) dan investasi (I) memiliki hubungan negatif dimana jika terjadi penurunan tingkat suku bunga maka menyebabkan permintaan investasi naik demikian juga sebaliknya. Perubahan tingkat suku bunga tersebut juga mempengaruhi Output (Y) pada keseimbangan pasar barang-jasa (kurva IS^3), sehingga penurunan tingkat suku bunga akan menyebabkan pertama, penambahan investasi (ΔI) dan kedua, keseimbangan kurva Keynesian bergeser keatas, ilustrasinya adalah pada gambar berikut:



Gambar. Kurva Kesimbangan Keynesian

Pergeseran tersebut menyebabkan output keseimbangan dari Y_1 menjadi Y_2 atau mengalami kenaikan. Sehingga disimpulkan pertama, antara GDP riil dan tingkat suku bunga memiliki hubungan negatif dan kedua berdasarkan hubungan tersebut disimpulkan bahwa hubungan antara GDP riil dan kapitalisasi pasar memiliki hubungan positif.

Tingkat tabungan dan investasi

Kemudian ketiga akan dipertimbangkan *tingkat tabungan dan investasi*. Seperti halnya sektor keuangan lainnya, pasar modal menjembatani tingkat tabungan terhadap investasi. Pada kondisi normal, tingkat tabungan yang tinggi akan berdampak pada meningkatnya jumlah aliran modal melalui pasar modal. Jadi dalam tesis ini diasumsikan bahwa tingkat tabungan dan investasi merupakan faktor yang menentukan besarnya kapitalisasi pasar di pasar modal. Pada saat meregresi antara variabel tabungan dan

³ Kurva IS adalah kurva yang menunjukkan hubungan antara berbagai tingkat suku bunga dengan pendapatan nasional yang menjamin (memungkinkan) pasar barang dan jasa berada dalam keseimbangan (terpenuhi syarat keseimbangan pasar barang-jasa, yaitu Tabungan (S) = Investasi (I))

investasi dilakukan pada dua model terpisah. Alasannya adalah pertama, berdasarkan hasil penelitian Feldstein dan Horioka (1980), pada kondisi mobilitas modal berjalan sempurna hubungan antara tabungan dan investasi adalah sangat lemah. Pada kondisi tersebut, investor dapat menempatkan dananya di pasar modal ataupun perbankan tergantung tingkat keuntungan yang didapat. Kedua, untuk melihat seberapa besar pengaruh dari tingkat investasi dan tabungan terhadap kapitalisasi pasar.

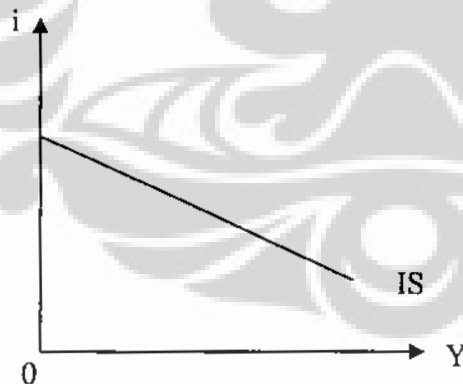
Berikut adalah penjelasan berdasarkan teori hubungan antara tabungan dan investasi terhadap kapitalisasi pasar. Sebagaimana diketahui bahwa keseimbangan pasar barang-jasa akan tercapai bila penawaran barang dan jasa (AS) telah sama dengan permintaannya (AD). Pada kondisi keseimbangan, total produksi sama dengan total pengeluaran.

$$Y = AE$$

$$C + S = C + I$$

$$\text{Sehingga } S = I$$

Disimpulkan bahwa keseimbangan pasar barang jasa tercapai bilai $S = I$, pada kondisi ini tingkat tabungan yang mewakili sisi penawaran agregat telah sama dengan investasi yang mewakili sisi permintaan agregat. Kurva IS mengaitkan kondisi tersebut yaitu $S = I$.



Gambar 2.2. Kurva IS

Sebagaimana telah dijelaskan, tingkat investasi dipengaruhi oleh tingkat suku bunga, $I = f(i)$ yang memiliki hubungan negatif. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tingkat investasi memiliki hubungan positif dengan nilai kapitalisasi pasar, hubungan

tersebut didasari atas keterkaitan antara nilai harga saham dengan tingkat suku bunga yang memiliki hubungan negatif. Analog dengan kesimpulan tersebut, karena tingkat tabungan (S) = tingkat investasi (I) maka hubungan antara tingkat tabungan dengan nilai kapitalisasi pasar adalah positif.

Intermediari Sektor Keuangan

Keempat, mempertimbangkan faktor pembangunan *intermediasi sektor keuangan*. Sektor perbankan dan pasar modal menurut hasil penelitian yang dilakukan oleh Boyd dan Smith (1996) adalah saling melengkapi bukan menjadi pengganti satu dengan yang lainnya sebagai sumber dari modal. Kemudian hasil penelitian dari Demirguc-Kunt dan Levine (1996) menyebutkan bahwa berdasarkan pengamatan di berbagai negara, pembangunan pasar modal memiliki korelasi positif terhadap pembangunan sektor keuangan lainnya. Sektor-sektor tersebut tumbuh secara simultan dan saling melengkapi. Tentunya hal ini terkait dengan kebutuhan perusahaan untuk mendapatkan dana. Mengacu pada pandangan sisi permintaan akan dana tersebut, Modigliani-Miller theorem (1958) menyebutkan bahwa dalam satu pasar sempurna dengan informasi yang simetris, nilai pasar dari seluruh produk sekuritas yang diterbitkan oleh perusahaan publik adalah tidak terkait dengan kebutuhan dana perusahaan tersebut sehingga perusahaan bebas untuk mencari sumber pendanaan modal usaha perusahaannya, dapat melalui sektor perbankan atau pasar modal. Namun demikian dalam kondisi riil, informasi yang tidak simetris dan sempurna mendominasi. Beberapa negara mendistorsi pilihan pendanaan modal usaha melalui pajak, subsidi dan regulasi. Berdasarkan sudut pandang penyediaan dana, dalam jangka pendek hubungan antara pasar modal dan sektor perbankan adalah negatif hal tersebut diakibatkan pola relasi antara tingkat suku bunga dan besarnya keuntungan yang didapat di pasar modal. Pada jangka menengah dan panjang investor dimungkinkan untuk mendiversifikasi asset dan memisahkannya tabungan yang mereka miliki ke sektor perbankan dan pasar modal.

Untuk mengevaluasi apakah pembangunan pasar modal memiliki keterkaitan secara signifikan dengan pembangunan intermediasi sektor keuangan, dalam tesis ini memasukkan pengukuran pembangunan intermediasi sektor keuangan dalam regresi. Variabelnya adalah kredit domestik dibagi dengan GDP dan ratio suplai uang beredar

(M2)⁴ terhadap GDP. Rasio M2 terhadap GDP adalah salah satu indikator dari sektor perbankan dalam keterkaitannya dengan kinerja perekonomian suatu negara. Indikator ini telah digunakan di beberapa penelitian tentang pengaruh sektor keuangan terhadap pertumbuhan ekonomi.⁵ Sedangkan untuk rasio kredit domestik pada sektor swasta dibagi GDP adalah mengukur peran bank terhadap pendanaan perusahaan-perusahaan pada jangka panjang.

Friedman and Schwartz (1963) telah menjelaskan keterkaitan antara suplai uang beredar dan tingkat keuntungan dari suatu saham. Keterkaitan tersebut didasari atas hipotesa sederhana dimana tingkat pertumbuhan suplai uang beredar memiliki pengaruh positif terhadap ekonomi agregat sehingga berdampak positif terhadap tingkat keuntungan suatu saham. Penjelasanannya adalah sebagai berikut, peningkatan pertumbuhan M2 berdampak terhadap tersedianya akses liquiditas untuk membeli produk sekuritas, kondisi tersebut menghasilkan harga produk investasi di pasar modal lebih tinggi. Menurut Fama (1981), peningkatan suplai uang beredar akan memicu inflasi dan dimungkinkan meningkatkan *discount rate* dan mengurangi harga saham, namun demikian efek negatif tersebut dapat di-*counter* oleh stimulus ekonomi sebagai dampak positif dari meningkatnya suplai uang beredar, hal ini menyebabkan tingkat keuntungan perusahaan meningkat karena meningkatnya *cash-flow* dan harga saham perusahaan. Sehingga berdasarkan hubungan positif antara suplai uang beredar terhadap harga saham, disimpulkan bahwa antara kapitalisasi pasar dan suplai uang beredar memiliki hubungan positif.

Salah satu cara bagi perusahaan untuk mendapatkan dana untuk operasional perusahaannya adalah melalui pinjaman di bank. Tingkat suku bunga yang ditetapkan oleh bank terhadap pinjaman adalah faktor yang menentukan pihak perusahaan untuk meminjam di bank. Semakin rendah tingkat suku bunga maka permintaan pinjaman akan naik sehingga disimpulkan antara tingkat suku bunga dan permintaan kredit memiliki hubungan negatif. Dampak dari kenaikan permintaan pinjaman akan mengakibatkan peluang ekspansi perusahaan membesar, sehingga nilai saham perusahaan tersebut naik.

⁴ M2 adalah M1 ditambah *liability* dari tabungan dan deposito serta CD yang diterbitkan oleh bank.

⁵ King dan Levine (1993) dan Leine dan Zervos (1998)

Untuk itu disimpulkan bahwa antara kredit dengan nilai kapitalisasi pasar memiliki hubungan positif.

Likuiditas di pasar modal

Kelima, dalam tesis ini mempertimbangkan faktor *likuiditas di pasar modal*. Likuiditas biasanya didefinisikan sebagai keadaan dimana para agen dapat menjual dan membeli suatu produk sekuritas dalam jangka waktu yang relatif cepat. Merujuk pada penelitian terdahulu faktor ini sangat penting di pasar modal (Miller, 1991). Beberapa proyek yang diperkirakan memiliki tingkat yang tinggi mempersyaratkan perjanjian kontrak untuk menempatkan modal dalam jangka panjang. Hal ini akan meningkatkan resiko kegagalan dan likuiditas. Pada umumnya investor tidak ingin mengambil resiko yang terlalu tinggi dalam berinvestasi. Sehingga pasar modal yang tidak likuid akan mengurangi minat investor berinvestasi di pasar modal. Sedangkan pada pasar modal yang likuid, investor diuntungkan karena dapat menempatkan portofolio investasinya secara cepat dan murah, hal tersebut menjadikan investasi lebih tidak beresiko dan menguntungkan.⁶ Konsekuensi dari pasar modal yang likuid adalah meningkatkan ketertarikan masyarakat untuk mengalihkan tabungannya pada investasi di pasar modal. Sehingga diasumsikan bahwa pasar modal yang lebih likuid akan memicu kapitalisasi pasar yang lebih tinggi dengan kata lain antar pasar modal yang likuid dengan nilai kapitalisasi pasar memiliki hubungan positif.

Pada tesis ini likuiditas di pasar modal dihitung berdasarkan total nilai transaksi terhadap kapitalisasi pasar. Total nilai transaksi ini tergantung dari harga saham, dimana harga saham dengan nilai kapitalisasi pasar memiliki hubungan positif sehingga disimpulkan antara kapitalisasi pasar dengan total nilai transaksi memiliki hubungan positif.

Tingkat inflasi

Berikutnya, keenam, adalah mempertimbangkan stabilitas makroekonomi. Secara umum stabilitas makroekonomi adalah hal penting dalam pembangunan di pasar modal. Secara teori jika kondisi pasar modal dan makro ekonomi bergerak tidak stabil atau berubah dengan cepat maka kondisi tersebut berdampak negatif terhadap pembangunan

⁶ Levine (1991) dan Bencivenga, Smith dan Starr (1996).

pasar modal suatu negara. Untuk mengukur stabilitas makroekonomi digunakan tingkat inflasi.

Inflasi didefinisikan sebagai kenaikan harga umum secara terus-menerus dan persisten dari suatu perekonomian dan merupakan variabel penghubung antara tingkat bunga dan nilai tukar. Variabel ini penting dalam menentukan sektor produksi. Tingginya inflasi dapat menyebabkan memburuknya distribusi pendapatan, berkurangnya tabungan domestik yang merupakan sumber dana investasi bagi negara berkembang, terjadinya defisit dalam neraca perdagangan serta meningkatkan utang luar negeri dan menimbulkan ketidakstabilan politik.

Inflasi mempunyai dua efek terhadap kondisi perekonomian suatu negara. Pertama, peningkatan inflasi membantu pemerintah untuk menyediakan jasa dan investasi, yang meningkatkan output swasta, tabungan pribadi pembentukan modal dan pertumbuhan ekonomi. Kedua, tingkat inflasi yang lebih tinggi menjadikan biaya-biaya transaksi yang lebih tinggi di sektor swasta, pendapatan rendah, penurunan pembentukan modal dan pertumbuhan ekonomi lebih lambat (Romer, 2006). Penelitian yang berkaitan dengan pengaruh stabilitas makroekonomi yang diwakili variabel inflasi terhadap pembangunan di sektor keuangan telah dilakukan oleh Demirguc-Kunt dan Levine (1996b), keduanya menemukan bahwa inflasi secara signifikan memiliki keterkaitan negatif dengan seluruh indikator dari pembangunan di sektor keuangan termasuk pasar modal.

Hasil dari studi yang dilakukan oleh Fama and Schwert (1977), Chen, Roll and Ross (1986), Nelson (1976) and Jaffe and Mandelker (1976) menunjukkan relasi negatif antara inflasi dan harga saham. Hipotesis dalam tesis ini menunjukkan hal yang sama karena berdasarkan teori peningkatan inflasi akan memicu kebijakan pengetatan ekonomi, yang hal tersebut meningkatkan nominal resiko sehingga dapat meningkatkan *discount rate* pada model valuasi. Model tersebut digunakan untuk menjelaskan dampak dari faktor-faktor makroekonomi terhadap harga saham. Diasumsikan pertumbuhan deviden konstan,

$$P = \frac{D_1}{k - g} P, \text{ dimana}$$

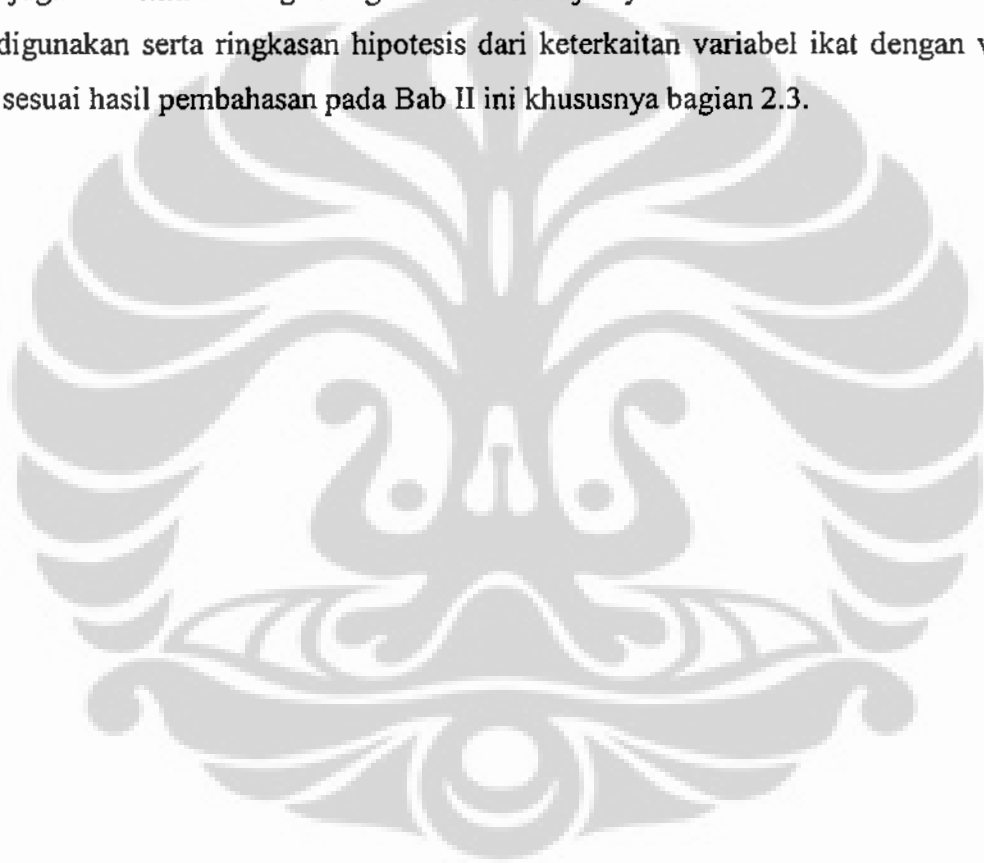
P : Harga Saham;

D_1 : Deviden setelah periode pertama;

g : tingkat pertumbuhan konstan dari deviden;

k : tingkat keuntungan yang dipersyaratkan dari suatu saham

Efek dari lebih tingginya tingkat *discount rate* tidak perlu untuk dinetralkan oleh satu peningkatan *cash flow* sebagai akibat dari inflasi, alasannya adalah karena *cash flow* pada umumnya tidak tumbuh pada tingkat yang sama pada saat terjadinya inflasi. *Cash flow* dimungkinkan akan turun ketingkat semula jika biaya dari input menyesuaikan lebih cepat terhadap inflasi dari pada output harga. Karena harga saham memiliki hubungan negatif dengan inflasi maka disimpulkan bahwa antara kapitalisasi pasar dengan tingkat inflasi juga memiliki hubungan negatif. Bab selanjutnya akan membahas metode analisis yang digunakan serta ringkasan hipotesis dari keterkaitan variabel ikat dengan variabel bebas sesuai hasil pembahasan pada Bab II ini khususnya bagian 2.3.



BAB III

METODE ANALISIS EKONOMETRI DAN HIPOTESIS KERJA

3.1. Analisis Ekonometrika

Teknik analisis ekonometrika yang digunakan dalam tesis ini secara umum adalah model data panel. Secara garis besar alasan penggunaan teknik tersebut adalah model yang hendak dicapai dalam penelitian ini memperhatikan karakteristik data yaitu pada periode waktu berbeda serta jumlah variabel yang akan diamati lebih dari satu. Mengingat karakteristik data tersebut, data dalam model penelitian ini merupakan gabungan dari data *cross section* dan data *time series* yang disebut data panel.⁷ Model umumnya adalah sebagai berikut :

$$Y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$i = 1, 2, \dots, N; t = 1, 2, \dots, T$$

dimana: N adalah banyaknya observasi, T banyaknya waktu, dan $N \times T$ adalah banyaknya data panel.

Untuk kasus dalam penelitian pada tesis ini variable Y merupakan variabel ikat yaitu rasio dari kapitalisasi pasar terhadap GDP untuk N negara pada periode waktu 1990–2006, sedangkan variabel X merupakan variabel bebas, terdiri atas rasio dari total nilai transaksi perdagangan, jumlah uang beredar, kredit yang disalurkan untuk sektor swasta, tingkat tabungan, tingkat investasi, terhadap GDP, persentase pendapatan riil akhir tahun, tingkat inflasi serta *turnover ratio* akhir tahun untuk N negara pada periode waktu 1990-2006.

Berdasarkan teori, keuntungan menggunakan data panel dibandingkan *cross-section* data adalah jumlah pengamatan yang lebih besar sehingga dapat meningkatkan presisi dari estimasi, *cross-section* data hanya dapat memberikan penjelasan bersifat statis, data panel dapat memberikan informasi yang bersifat dinamis. Data *cross-section* sulit untuk mengabaikan variabel dalam pengamatan sedangkan dengan data panel terdapat celah untuk melakukan koreksi terhadap keberadaan variabel yang telah ditetapkan tanpa pengamatan terlebih dahulu. Semakin banyak jumlah observasi ini

⁷ Nachrowi D Nachrowi dan Hardius Usman (2006)

membawa akibat positif dengan memperbesar derajat kebebasan (*degree of freedom*) dan menurunkan kemungkinan kolinearitas antar variabel yang menjelaskan.

Keuntungan selanjutnya dari penggunaan data panel adalah dimungkinkannya estimasi masing-masing karakteristik individu maupun karakteristik menurut waktu secara terpisah. Dengan suatu data antar waktu saja, parameter yang didapat adalah estimasi parameter antar-waktu persamaan tersebut. Sementara data antar individu akan memberikan parameter antar individu saja. Dengan menerapkan proses estimasi data panel ke dalamnya, maka secara bersamaan akan dapat diestimasi karakteristik individu yang mencerminkan dinamika antar waktu dari masing-masing variabel yang menjelaskan tersebut. Dengan demikian, analisa hasil estimasi akan lebih komprehensif dan mencakup hal-hal yang lebih mendekati kenyataan.

Estimasi Regresi Panel Data

Berbeda dengan model regresi yang biasanya diestimasi dengan kuadrat terkecil, kebanyakan estimasi regresi data panel mengasumsikan $u_{it} = \mu_i + v_{it}$ dimana μ_i merupakan pengaruh spesifik dari individu yang tidak teramati (*unobservable individual specific effect*). Sehubungan dengan spesifikasi μ_i , terdapat dua model untuk analisis regresi panel data yaitu *fixed effect* dan *random effect*. *Fixed effect* digunakan jika hanya menerapkan model tersebut untuk *cross sectional* unit yang tercakup dalam observasi. Sementara *random effect* digunakan jika *cross sectional* unit yang digunakan dalam observasi merupakan sampel yang diambil dari populasi yang besar (Green, 2000: 444).

Pada bentuk matrix, model dengan data panel adalah *generalized regression model*, yaitu sebagai berikut:

$$y_{it} = \beta' X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Model tersebut berguna untuk mengumpulkan n data *time series*, $y_i = X_i \beta + \varepsilon_i$ sehingga

$$\begin{bmatrix} y_1 \\ y_2 \\ \vdots \\ y_n \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} X_1 \\ X_2 \\ \vdots \\ X_n \end{bmatrix} \beta + \begin{bmatrix} \varepsilon_1 \\ \varepsilon_2 \\ \vdots \\ \varepsilon_n \end{bmatrix} \quad (2)$$

Asumsi yang menyatakan bahwa seluruh populasi memiliki karakteristik yang sama, baik antar-individu maupun antar-waktu adalah asumsi yang lemah. Karakteristik

antar individu tentunya berbeda-beda. Begitu pula tentunya ada perbedaan karakteristik dari waktu ke waktu. Pada model persamaan regresi linier klasik (*classical linear regression model*), gangguan (*error terms*) selalu dinyatakan bersifat *homoscedastic* dan *serially uncorrelated*. Dengan begitu, penggunaan metode *Ordinary Least Squares* akan menghasilkan penduga yang bersifat *Best Linier Unbiased*. Namun demikian, asumsi mengenai gangguan tersebut tidak dapat diterapkan pada data panel. Data pada data panel yang tersusun atas beberapa individu untuk beberapa periode, membawa masalah baru dalam sifat gangguan tersebut. Masalah tersebut adalah karena gangguan (*disturbances* atau *error term*) yang ada kini menjadi tiga macam, yaitu gangguan antar-waktu (*time-series related disturbances*), gangguan antar-individu (*cross-section disturbances*) dan gangguan yang berasal dari keduanya.

Model yang memasukkan faktor gangguan antar-waktu dan gangguan antar-individu secara ekonometri dapat dituliskan sebagai berikut :

$$y_{it} = \bar{\beta}_1 + \mu_i + \lambda_t + \sum_{k=2}^K \beta_k x_{kit} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Dimana y adalah variabel yang dijelaskan, x adalah variabel penjelas yang jumlahnya sebanyak $K-1$. Nilai *intercept* untuk daerah i di tahun ke- t adalah sebesar $\beta_{it} = \bar{\beta}_1 + \mu_i + \lambda_t$, yang mana μ_i adalah gangguan yang berasal dari individu dan λ_t adalah gangguan antar waktu dengan nilai rata-rata *intercept* sebesar $\bar{\beta}_1$. Sebagaimana umumnya model ekonometri, ε_{it} adalah *random noise* yang didistribusikan secara normal-bebas-identik (*independently identically distributed random disturbances, iid*).

Jika seluruh gangguan individu (μ_i), gangguan waktu (λ_t) dan *random noise* digabungkan menjadi satu dan mengikuti seluruh asumsi awal *random noise* yang terdistribusikan secara normal-bebas-identik, maka penggunaan metode *generalized least square* akan menghasilkan penduga yang memenuhi sifat *best linier unbiased*. Metode ini, dengan kata lain menyatakan bahwa seluruh gangguan yang terjadi mengikuti distribusi normal, dengan rata-rata (*expected value*) sebesar nol, sebagaimana asumsi yang diterapkan dalam model persamaan regresi linear klasik. Cara ini dikenal dengan nama *Random Effect Model* atau juga disebut *Error Components Model*.

Namun demikian, bila asumsi bahwa seluruh gangguan tersebut tidak dapat dinyatakan mengikuti seluruh asumsi *random noise* seperti dalam model persamaan regresi linier klasik, maka baik penggunaan *ordinary least square* maupun *generalized least square* tidak akan memberikan hasil yang memenuhi sifat *best linier unbiased*. Dengan cara ini, maka komponen gangguan antar waktu dan komponen gangguan antar-individu akan tergabung didalam konstanta *intercept* model. Dengan kata lain, gangguan dalam model akan mengikuti bentuk seperti di persamaan (3) diatas, menjadi satu dengan konstanta *intercept*. Cara ini dikenal dengan nama *Fixed Effect Model* atau juga disebut *Dummy Variable Model*. Metode estimasi ini mendapatkan penduga yang efisien dengan menerapkan proses estimasi terhadap data simpangan (*deviation*) dari rata-rata menurut waktu, rata-rata menurut individu dan rata-rata menurut keduanya.

Sehubungan dengan model yang digunakan adalah data panel, untuk pemilihan *Fixed Effect Model* atau *Random Effect Model* digunakan beberapa cara diantaranya adalah dengan membandingkan antara banyaknya observasi (N) dan jangka waktu observasi (T). Jika banyaknya jangka waktu observasi lebih besar dibandingkan observasi maka model yang digunakan adalah *Fixed Effect Model* namun jika sebaliknya maka model yang digunakan adalah *Random Effect Model*. Cara lainnya adalah dengan statistik Hausman yang nilainya diberikan oleh rumus berikut :

$$h = (\hat{\nu}_r - \hat{\nu}_e)' [\widehat{var}(\hat{\nu}_r - \hat{\nu}_e)]^{-1} (\hat{\nu}_r - \hat{\nu}_e) \stackrel{e}{\sim} \chi^2_K \quad (4)$$

yang mana $\hat{\nu}_r$ adalah matriks kovarians untuk dugaan *dummy variable model* dan $\hat{\nu}_e$ adalah matriks kovarians untuk dugaan *error components model*. Penolakan terhadap statistik Hausman tersebut berarti penolakan terhadap *fixed effect model* atau *dummy variable model*. Sehingga semakin besar nilai statistik Hausman tersebut semakin mengarah kepada penerimaan dugaan *error components model*.

3.2. Implementasi Metode Analisis

Pada penjelasan diatas, data pada data panel tersusun atas beberapa individu (negara) untuk beberapa periode, menimbulkan masalah dalam sifat gangguan tersebut. Masalahnya adalah karena gangguan (*disturbances* atau *error term*) yang ada kini menjadi tiga macam, yaitu gangguan antar-waktu (*time-series related disturbances*),

gangguan antar-individu (*cross-section disturbances*) dan gangguan yang berasal dari keduanya. Untuk mengatasi masalah tersebut analisis *seemingly unrelated regression estimation* (SUR) digunakan (Murinde, 1996). Untuk membedakan antara karakteristik dari SUR sebagai metode untuk data *pool time-series* dan *cross-sectional* adalah asumsi dari korelasi bersifat sementara pada saat terjadi gangguan dan masing-masing unit *cross-sectional* memiliki perbedaan pada vektor koefisien (Judge et al 1988).

Mengacu pada pola yang diterapkan oleh Hsiao (1986:12), model dalam tesis ini dimulai dengan regresi terpisah. Idenya adalah melakukan estimasi masing-masing persamaan secara simultan untuk keempat belas negara yang menjadi obyek penelitian yaitu Indonesia, Malaysia, Filipina, Thailand, Singapura, Argentina, Brazil, Chili, Peru, Mexico, Hong Kong, Jepang, Kanada, dan USA. Jika persamaan pada data panel, misalkan $Y_{it} = \alpha_i + \beta_i'X_{it} + \varepsilon_{it}$ memiliki empat belas varian maka terdapat empat belas persamaan, yang mana persamaan-persamaan tersebut dihubungkan melalui *covariance non-zero* dengan *error term*. Sehingga diasumsikan bahwa secara statistik *error* dari masing-masing negara adalah terpisah menyesuaikan dengan standar model regresi linear.⁸ Namun demikian, dimungkinkan bahwa *error* dari masing-masing negara tersebut terkait dengan *error* sementara dari negara lainnya. Untuk menjustifikasi penggunaan SUR pada metode analisis data panel terdapat dua hal yang semestinya dilakukan,⁹ yaitu pertama, keberadaan dari korelasi sementara adalah diuji, berikut adalah prosedur yang dilakukan sebagaimana dipaparkan oleh Judge et al (1988:456). Dalam konteks sistem empat belas persamaan diatas, hipotesis nol dan alternatif untuk pengujiannya adalah:

$$H_0 : \sigma_{1-2} = \sigma_{1-3} = \dots \sigma_{1-14} = \sigma_{2-3} = \sigma_{2-4} = \dots = \sigma_{2-14} = \dots \sigma_{13-14} = 0 \quad (5)$$

H_1 : sekurang-kurangnya satu *covariance* adalah tidak nol

Dimana $\sigma_{ij} = E[e_{it}e_{jt}]$ dan $t = s$ (6)

Mengacu pada Judge, et al (1988) satu pendekatan uji statistik adalah *Lagrange statistic* multiplier disarankan oleh Breusch dan Pagan (1980). Pada kasus empat belas persamaan, statistik tersebut adalah:

⁸ Judge, et al (1988:145-146)

⁹ Baltagi (2001:51)

$$\lambda = T(r^2_{2-1} + r^2_{3-1} + \dots + r^2_{14-1} + r^2_{2-3} \dots r^2_{2-13} + r^2_{3-4} \dots + r^2_{3-13} + \dots + r^2_{14-2}) \quad (7)$$

Dimana r^2_{ij} adalah korelasi kuadrat: $r^2_{ij} = \frac{\hat{\sigma}^2_{ij}}{\hat{\sigma}_{ii}\hat{\sigma}_{jj}}$ (8)

Jika λ adalah lebih besar dari nilai kritis dari level signifikan, maka hipotesis nol ditolak. Kedua, metode standar pengujian hipotesis homogenitas dari masing-masing negara adalah uji F. (Baltagi, 2001:52-56). Pertanyaan yang muncul adalah apakah negara-negara tersebut memiliki koefisien yang homogen jika diuji oleh dua hipotesis terpisah. Hipotesis pertama menyebut bahwa *slope* dan *intercept* homogen simultan diantara negara-negara dan hipotesis kedua menyebutkan bahwa seluruh *slope* dari regresi secara kolektif adalah homogen. Untuk menyederhanakan, pada tesis ini dibatasi pada *variance* antar negara, sementara *variance* pada keseluruhan waktu diasumsikan konstan. Mengacu Hsiao (1986:12-16) berkenaan dengan pengujian hipotesis tersebut, dua batasan adalah ditentukan berdasarkan persamaan $Y_{it} = \alpha_i + \beta_i X_{it} + \varepsilon_{it}$:

H₀: Kedua *slope* dan *intercept* adalah sama, yaitu:

$$y_{it} = \alpha + \beta x_{it} + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

H₁: Koefisien *slope* regresi adalah identik, namun *intercept* tidak identik, yaitu:

$$y_{it} = \alpha_i + \beta x_{it} + \varepsilon_{it} \quad (10)$$

Persamaan $Y_{it} = \alpha_i + \beta_i X_{it} + \varepsilon_{it}$ adalah model yang tidak dibatasi, persamaan (9) adalah regresi data panel yang dibatasi dan (10) adalah rata-rata individu dari model panel data regresi yang telah dikoreksi. Menggunakan tiga jenis model tersebut yang diestimasi dengan asumsi bahwa ε_{it} adalah independen normal distribusi melewati i dan t dengan rata-rata dan varian σ_{ij} , Uji F digunakan untuk menguji pembatasan persamaan (9) dan (10). Pengaruhnya adalah persamaan (9) dan (10) dapat dilihat sebagaimana persamaan $Y_{it} = \alpha_i + \beta_i X_{it} + \varepsilon_{it}$ kendalanya adalah jenis berbeda dari batasan. Contohnya, hipotesis dari keseluruhan homogenitas terlihat pada persamaan $Y_{it} = \alpha_i + \beta_i X_{it} + \varepsilon_{it}$ dengan kendala $(K+1)(N-1)$, batasan linier:

$$\begin{aligned} H_0 &= \alpha_1 = \alpha_2 = \dots = \alpha_N \\ \beta_1 &= \beta_2 = \dots = \beta_N \end{aligned} \quad (11)$$

Dari sudut pandang lain, untuk hipotesis slope homogen dan *intercept* heterogen pada persamaan $Y_{it} = \alpha_i + \beta_i X_{it} + \varepsilon_{it}$ dengan kendala $(N-1)K$, batasan linier:

$$H_0 = \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_N \quad (12)$$

Kedua kondisi tersebut memiliki uji F-statistik dan derajat kebebasan sebagai berikut:

Kondisi pertama,

$$F_1 = \frac{(S_2 - S_1) / [(N-1)(K+1)]}{S_1 / [NT - N(K+1)]} \quad (13)$$

Kondisi tersebut adalah untuk derajat kebebasan $(N-1)(K+1)$ dan $NT - N(K+1)$, dimana S_1 dan S_2 adalah jumlah kuadrat dari residu persamaan $Y_{it} = \alpha_i + \beta_i X_{it} + \varepsilon_{it}$ dan persamaan (9).

Pada kondisi kedua,

$$F_2 = \frac{(S_3 - S_1) / [(N-1)K]}{S_1 / [NT - N(K+1)]} \quad (14)$$

Derajat kebebasan dari kondisi tersebut adalah $(N-1)K$ dan $NT - N(K+1)$, dimana S_3 adalah jumlah kuadrat dari residu persamaan (10). Interpretasi dari uji F-statistik adalah jika uji F_1 statistik tersebut adalah signifikan, hal tersebut berarti parameter adalah tidak homogen, demikian sebaliknya. Jika hipotesis dari seluruh homogenitas tersebut ditolak maka untuk menguji apakah slope tersebut heterogen, hipotesis kedua digunakan. Untuk uji F_2 statistik adalah signifikan, maka homogenitas slope tersebut ditolak. Ketika hal tersebut terjadi, maka hal yang masuk akal jika varian dalam parameter adalah *cross sectional* dimana untuk menghitung heterogenitas antar individu (Hsiao, 1986:128).

Berkenaan dengan substansi yang akan diteliti pada tesis ini serta mempertimbangkan kondisi data maka penelitian ini menggunakan model log-log atau biasa disebut model *double log* atau model elastisitas. Terdapat beberapa nilai lebih mengapa model log-log digunakan, misalkan model tersebut adalah $\ln Y = \ln \beta_1 + \beta_2 \ln X$. Koefisien *slope* β_2 dari model adalah ukuran elastisitas Y terhadap X, dengan kata lain koefisien *slope* merupakan tingkat perubahan pada variabel Y (dalam persen) bila terjadi perubahan pada variabel X (dalam persen). Model log-log dalam tesis ini adalah sebagai berikut:

Regresi-1

$$\log(MCGDP_{it}) = \alpha_0 + \alpha_1 \log(GROGDP_{it}) + \alpha_2 \log(GDSGDP_{it}) + \alpha_3 \log(M2GDP_{it}) + \alpha_4 \log(CPRGDP_{it}) + \alpha_5 \log(VTGDP_{it}) + \alpha_6 INFLC_{it} + \alpha_7 D_{it} + \varepsilon_{it}$$

Regresi-2

$$\log(MCGDP_{it}) = \alpha_0 + \alpha_1 \log(GROGDP_{it}) + \alpha_2 \log(GDIGDP_{it}) + \alpha_3 \log(M2GDP_{it}) + \alpha_4 \log(CPRGDP_{it}) + \alpha_5 \log(VTGDP_{it}) + \alpha_6 INFLC_{it} + \alpha_7 D_{it} + \varepsilon_{it}$$

Dimana $i = 1,2,3,4$ (jumlah cross section) dan $t = 1,2, \dots, 15$ (periode waktu)

Hal lain yang dapat diperhatikan adalah dalam model log-log koefisien elastisitas antara variabel terikat (Y) dan variabel bebas (X) selalu konstan. Artinya, bila $\ln X$ berubah 1 unit, perubahan pada $\ln Y$ akan selalu sama meskipun elastisitas tersebut diukur pada $\ln X$ yang mana saja. Oleh karena itu, model ini disebut juga model elastisitas konstan. Namun demikian terdapat kelemahan pada model log-log yaitu pada model tersebut tidak dapat dibentuk dari data yang mempunyai nilai nol atau minus karena jika dilakukan transformasi dalam bentuk logaritma, maka nilai nol dan minus akan menjadi tak terhingga. Pada tesis ini khusus variabel inflasi dan *dummy* tidak menggunakan model log-log karena data pada variabel inflasi memiliki nilai nol dan minus dan variabel *dummy* memiliki nilai nol.¹⁰

Sebagaimana telah dijelaskan pada bab terdahulu bahwa model yang digunakan dalam tesis ini adalah data panel, dimana pada model tersebut terdapat dua metode yang biasa digunakan yaitu *Fixed Effect Model* atau *Random Effect Model*. Pada tesis ini diasumsikan metode yang digunakan adalah *Fixed Effect Model* alasannya adalah banyaknya jangka waktu observasi (T) lebih besar dibandingkan jumlah individu (N).

3.3. Ringkasan Hipotesis

Bertitik tolak dari latar belakang masalah dan permasalahan penelitian maka yang menjadi hipotesis dalam penelitian ini berdasarkan penjelasan variabel pada bab II, adalah:

1. Persentase pendapatan perkapita riil mempunyai hubungan yang positif terhadap rasio market kapitalisasi terhadap GDP.

¹⁰ Diringkas dari Nachrowi D Nachrowi dan Hardius Usman (2006)

2. Rasio tingkat tabungan terhadap GDP mempunyai hubungan yang positif terhadap rasio market kapitalisasi terhadap GDP.
3. Rasio tingkat investasi terhadap GDP mempunyai hubungan yang positif terhadap rasio market kapitalisasi terhadap GDP.
4. Rasio kredit untuk sektor swasta terhadap GDP mempunyai hubungan yang positif terhadap rasio market kapitalisasi terhadap GDP
5. Rasio jumlah uang beredar terhadap GDP mempunyai hubungan yang positif terhadap rasio market kapitalisasi terhadap GDP.
6. Rasio total nilai transaksi terhadap GDP mempunyai hubungan yang positif terhadap rasio market kapitalisasi terhadap GDP.
7. Tingkat inflasi mempunyai hubungan yang negatif terhadap rasio market kapitalisasi terhadap GDP.
8. Variabel *Dummy* (krisis di Asia) mempunyai hubungan yang negatif terhadap rasio market kapitalisasi terhadap GDP
10. Pembangunan pasar modal dan pembangunan intermediari sektor keuangan adalah saling melengkapi dan bukan pengganti satu dengan lainnya

3.4. Definisi Variabel

Tabel berikut akan menampilkan jenis variable, definisi dan sumber data yang digunakan.

Tabel 3.1. Definisi Variabel dan Sumber Data

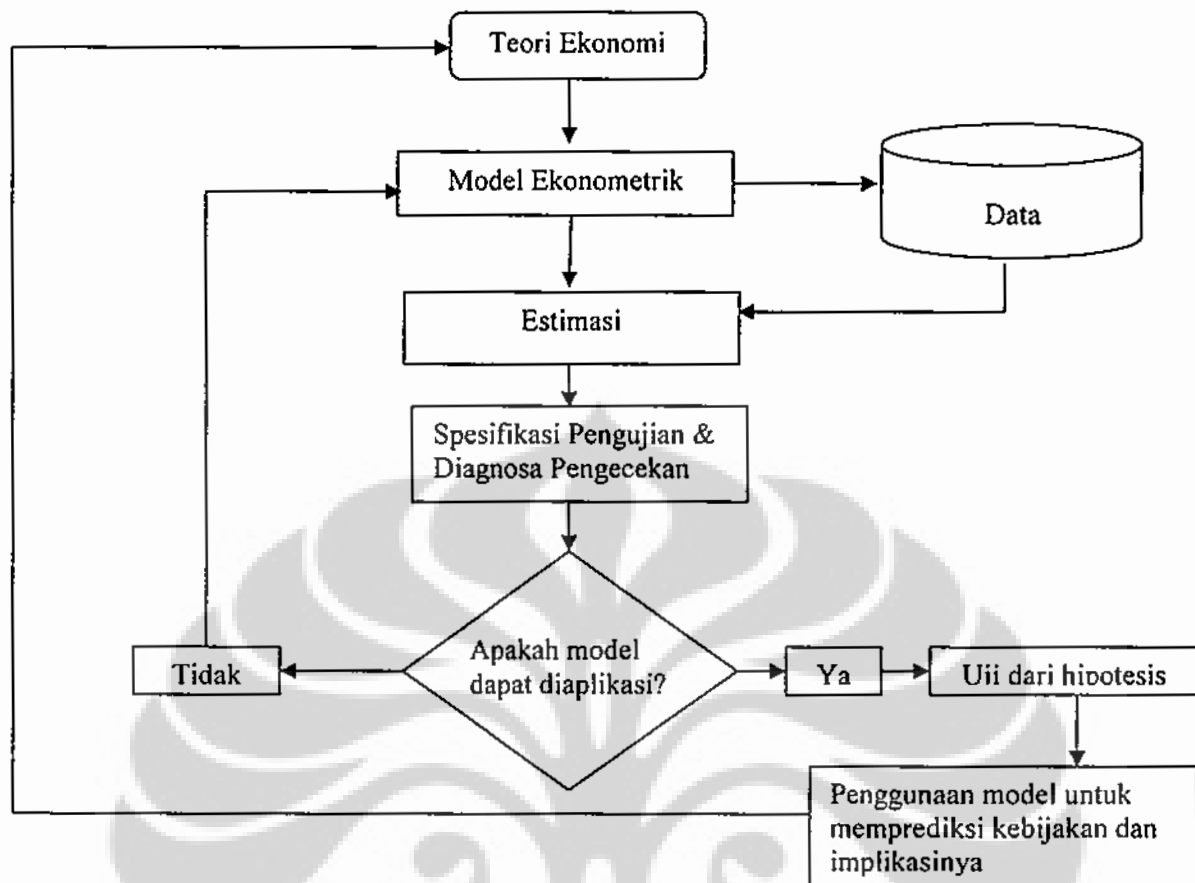
Jenis Variabel	Variabel	Definisi	Sumber Data
Variabel Terikat	MCGDP	Rasio market kapitalisasi terhadap GDP Tahun 1990-2006	<i>International Financial Statistic (IFS) dan World Federation of Exchanges members</i>
Variabel Bebas	GROGDP	Persentase pendapatan perkapita riil Tahun 1990-2006	<i>ERS International Macroeconomic Data Set</i>
	GDSGDP	Rasio tingkat tabungan terhadap GDP Tahun 1990-2006	<i>Asian Development Outlook (Statistical Appendix) 1996-2007, Economic Survey of Latin America and The Carribbean 2000-2006, and World Economic Outlook Database</i>

Jenis Variabel	Variabel	Definisi	Sumber Data
	GDIGDP	Rasio tingkat investasi terhadap GDP Tahun 1990-2006	<i>Asian Development Outlook (Statistical Appendix) 1996-2007, Economic Survey of Latin America and The Carribean 2000-2006, and World Economic Outlook Database</i>
	CPRGDP	Rasio kredit untuk sektor swasta terhadap GDP Tahun 1990-2006	<i>International Financial Statistic (IFS)</i>
	M3GDP	Rasio jumlah uang beredar terhadap GDP terhadap GDP Tahun 1990-2006	<i>International Financial Statistic (IFS)</i>
	VTGDP	Rasio total nilai transaksi terhadap GDP Tahun 1990-2006	<i>International Financial Statistic (IFS) dan World Federation of Exchanges members</i>
	INFLC	Tingkat inflasi Tahun 1990-2006	<i>Asian Development Outlook (Statistical Appendix) 1996-2007, Economic Survey of Latin America and The Carribean 2000-2006, and World Economic Outlook Database</i>
	<i>Dummy</i>	1 = negara-negara yang terkena krisis di Asia periode Tahun 1998-2006. 0 = negara-negara yang tidak terkena krisis di Asia periode Tahun 1998-2006. 0 = negara-negara yang tidak terkena krisis di Asia periode Tahun 1990-2006	Berdasarkan informasi dari <i>World Bank Report</i> dan <i>Asian Development Outlook</i>

3.5. Tahapan Analisis Aplikasi Ekonometrik dan Pengolahan Data

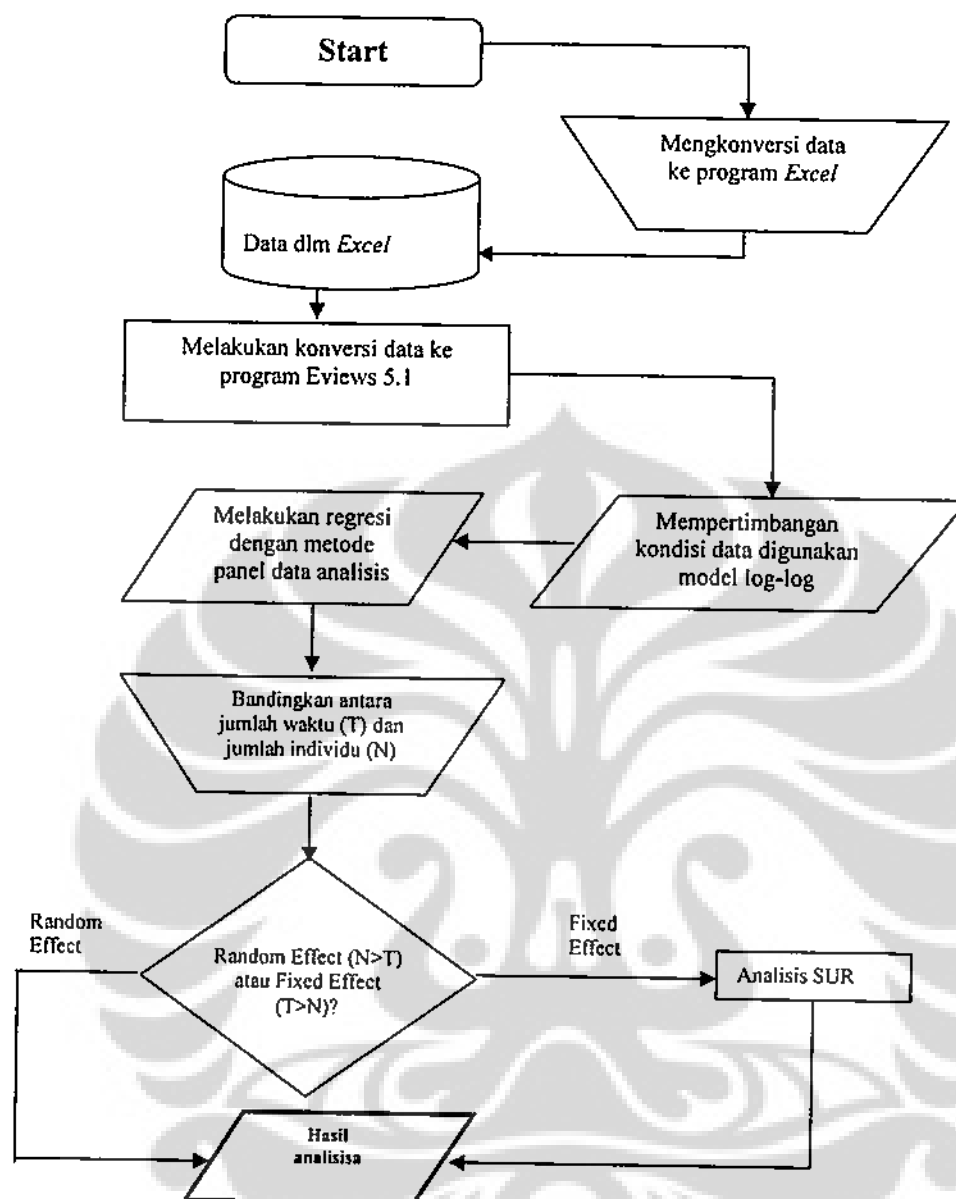
Mengacu pada Maddala (2001), berikut merupakan ringkasan umum tahapan analisis dalam bentuk *flow-chart* yang dipaparkan dalam tesis ini, dimana diawali oleh teori ekonomi, model ekonometrik yang digunakan, serta diakhiri oleh penggunaan model tersebut untuk memprediksi kebijakan dan implikasinya.

Gambar 3.1. Tahapan Analisis Aplikasi Ekonometrik



Sebagaimana telah dipaparkan pada bagian terdahulu, data dalam tesis ini menggunakan data sekunder dimana series yang digunakan adalah dari tahun 1990-2006. Data tersebut diperoleh dari berbagai sumber, diantaranya adalah dari *World Federation of Exchanges members statistics data*, *Angus Maddison website*, *International Financial Statistics (IFS)*, *World Bank Statistics*, dan sumber-sumber lainnya. Berikut adalah rencana kerja yang lebih rinci, khususnya dalam pengolahan data untuk tujuan regresi.

Gambar 3.2. Tahapan Prosedur Pengolahan Data



BAB IV

RINGKASAN KONDISI PEREKONOMIAN DAN PASAR MODAL TERKINI NEGARA ASEAN DAN DUA NEGARA INDUSTRI

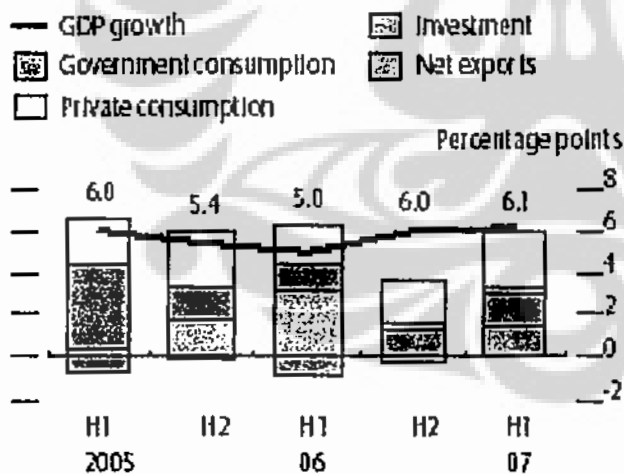
4.1 ASEAN-5

4.1.1. Indonesia

Kondisi Perekonomian

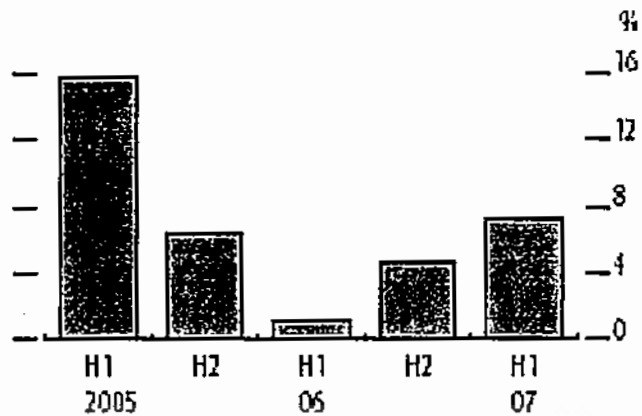
Pertumbuhan GDP ditargetkan pada point 6,3% di semester pertama tahun 2007, dari 6% di tiga bulan pertama, meningkat menjadi 6,1% dipertengahan semester 2007. Penyebab utama dari pertumbuhan adalah konsumsi swasta (Gambar 4.1.1), iklim investasi swasta yang membaik, ekspansi riil dari net ekspor. Pertumbuhan investasi modal meningkat 7,3% pada periode Januari sampai dengan Juni 2007, pertumbuhan ini merupakan indikator kunci selama dua tahun (Gambar 4.1.2). Di tahun 2006, investasi memburuk akibat tingginya tingkat inflasi akibat harga minyak yang mengalami kenaikan di akhir 2005 serta meningkatnya tingkat suku bunga.

Gambar 4.1.1. Kontributor Pertumbuhan Ekonomi 2005-2007, Indonesia



Sumber: CEIC Data Company, Ltd, di unduh 16 Agustus 2007

Gambar 4.1.2. Pertumbuhan Modal Investasi, Indonesia

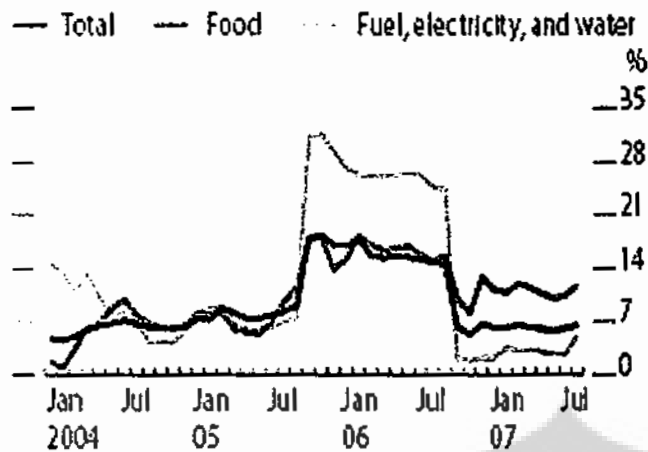


Sumber: CEIC Data Company, Ltd, di unduh 16 Agustus 2007

Berdasarkan data dari Badan Koordinasi Penanaman Modal (BKPM) selama tujuh bulan pertama tahun 2007, investasi asing langsung meningkat mencapai dua kali lipat sebesar 73 milyar US\$ (data tersebut diluar investasi disektor perminyakan, gas, dan sektor perbankan). Investasi yang terkait dengan konstruksi seperti semen dan baja diharapkan ikut meningkat untuk mendorong total nilai investasi nasional. Lebih rendahnya tingkat inflasi dan suka bunga mendorong daya beli konsumen, hal ini ditunjukkan oleh meningkatnya konsumsi swasta sebesar 4,7% pada tiga bulan pertama kemudian meningkat lagi sebesar 1,3% point di paruh tiga bulan berikutnya. Indikator konsumsi termasuk termasuk penjual retail telah meningkat sepanjang tahun 2007. Dari sisi suplai, sektor jasa adalah kontribusi terbesar terhadap pertumbuhan *aggregate* GDP. Demikian juga ekspansi industri, namun dari sektor pertanian output yang dihasilkan relatif tidak signifikan perubahannya. Secara keseluruhan pertumbuhan konsumsi swasta dan investasi adalah lebih kuat dari pada yang diperkirakan oleh *Asian Development Outlook* tahun 2007. Untuk tahun 2007 perkiraan pertumbuhan GDP direvisi meningkat ke 6,2% dari 6%.

Inflasi menunjukkan kecendrungan turun, rata-rata 6,2% pada semester pertama tahun 2007. Berdasarkan target yang ditetapkan oleh Bank Indonesia, tingkat inflasi untuk tahun 2007 adalah sekitar 5-7%. Dari tahun ke tahun tingkat inflasi mengalami penurunan dari 6,6% di akhir 2006 menjadi 5,8% di bulan Juni 2007, dan meningkat di bulan Agustus 2007 sebesar 6,5% (Gambar 4.1.3).

Gambar 4.1.3. Data Inflasi Bulanan 2004-2007, Indonesia

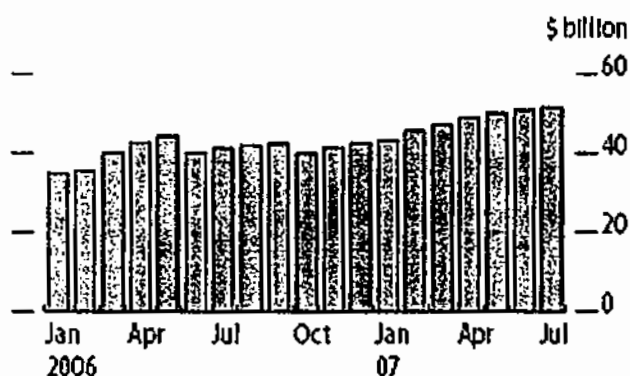


Sumber: CEIC Data Company, Ltd, di unduh 7 September 2007

Pada awal tahun 2007 tingkat inflasi turun sebagai akibat dari keputusan pemerintah untuk menstabilkan harga barang makanan termasuk melakukan impor beras di awal tahun 2007 yang ditindaklanjuti penundaan panen beras jika suplai meningkat. Penyebab meningkatnya inflasi di bulan-bulan berikutnya yaitu meningkatnya harga bahan pangan, faktor musiman, serta depresiasi nilai rupiah terhadap mata uang asing khususnya dollar Amerika. Penguatan permintaan domestik dan tingginya harganya makanan telah memicu revisi inflasi tahun 2007 dari 6,2% ke 6,3%.

Data penting lainnya tentang Indonesia sepanjang tahun 2007 adalah berlanjutnya arus dana masuk yang disebabkan oleh portofolio modal asing dan investasi asing langsung. Nilai BOP untuk tiga bulan pertama diperkirakan surplus 3,7 milyar US\$. Hal ini telah mengangkat cadangan mata uang asing sebesar 51,9 milyar US\$ di akhir Juli 2007, dari 42,6 milyar US\$ diakhir tahun 2006 (Gambar 4.1.4). Kecendrungan tersebut diperkirakan berlanjut sampai dengan akhir tahun, dan surplus dari *current account* diperkirakan turun 1,4% dari GDP dari 2,7% ditahun 2006. Cadangan eksternal sebagai akibat dari investasi asing langsung diperkirakan meningkat di paruh semester 2007. Peningkatan tersebut sampai dengan akhir tahun diperkirakan sebesar 55 milyar US\$., kontribusinya adalah impor akan tercukupi selama 7,7 bulan. Total pinjaman eksternal diproyeksikan turun kira-kira 31% dari GDP diakhir 2007 dari 37% ditahun sebelumnya. Hal ini merefleksikan pembayaran kembali bersih dari pinjaman oleh bank dan perusahaan.

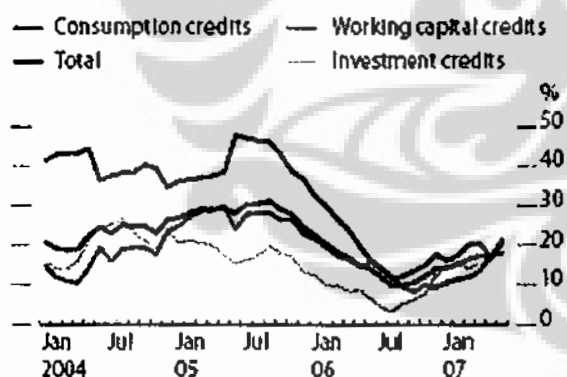
Gambar 4.1.4. Cadangan Mata Uang Asing 2006-2007, Indonesia



Sumber: Bank Indonesia, <http://www.bi.go.id/web/en>, di unduh 31 Agustus 2007

Inflasi yang melambat disebabkan Bank Indonesia memfasilitasi melalui kebijakan menurunkan tingkat suku bunga yaitu 450 basis point ke 8,25% di awal Mei 2006 dan akhir Juli 2007. Tingkat suku bunga yang lebih rendah dari bank-bank komersial memberikan kontribusi terhadap meningkatnya nilai kredit, yaitu 20,4% di bulan Juni 2007 dari tahun sebelumnya. Kredit untuk keperluan bisnis tumbuh lebih cepat dari pada kredit untuk konsumsi, perubahan kecenderungan ini terlihat pada tahun terkini (Gambar 4.1.5). Pertumbuhan kredit lebih cepat sedikit daripada deposito, rasio deposito terhadap pinjaman 65,8% di bulan April 2007, level tertinggi dalam enam tahun.

Gambar 4.1.5. Pertumbuhan Pinjaman Bank Komersial 2004-2007, Indonesia

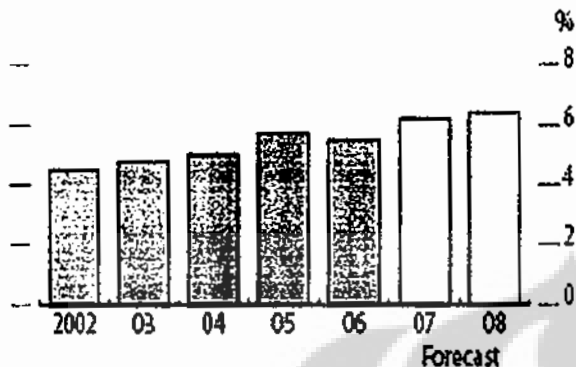


Sumber: Bank Indonesia, <http://www.bi.go.id/web/en>, di unduh 31 Agustus 2007

Prospek pertumbuhan ekonomi Indonesia ditahun 2008 dipengaruhi oleh permintaan domestik. Pengurangan tingkat suku bunga domestik sejak Mei 2006 dan peningkatan iklim investasi adalah diprogramkan untuk mendorong pertumbuhan investasi tahun 2008, sementara membaiknya kepercayaan konsumen akan memicu

akselerasi pengeluaran untuk konsumsi. Pertumbuhan GDP akan didorong oleh tingginya tingkat ekspansi kredit pada sektor privat. Secara keseluruhan pertumbuhan GDP ditahun 2008 diperkirakan meningkat 6,4% (Gambar 4.1.6).

Gambar 4.1.6. Pertumbuhan GDP 2002-2008 (estimasi), Indonesia



Sumber: CEIC Data Company, Ltd, di unduh 16 Agustus 2007

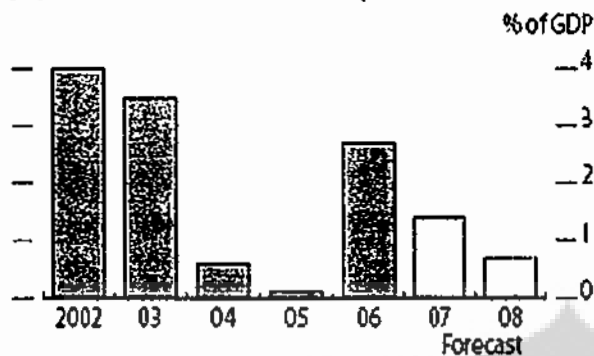
Jumlah anggaran diperkirakan meningkat sehingga menimbulkan defisit sekitar 1,7% dari GDP, hal ini merefleksikan peningkatan hampir 50% dari belanja modal yang direvisi pada anggaran tahun 2007. Dampak terhadap pengeluaran tersebut adalah pengurangan pengeluaran negara atas konsumsi sebesar 16,2%, peningkatan alokasi anggaran untuk kesehatan dan pendidikan, transfer anggaran untuk pemerintah daerah.

Pendanaan dari kebijakan tersebut didapat dari penerbitan sejumlah saham milik pemerintah, penyehatan aset bank-bank milik pemerintah sebagai bagian dari usaha restrukturisasi, meningkatkan penerimaan melalui program privatisasi, dan pinjaman eksternal. Namun demikian, meskipun dana anggaran untuk membiayai program pemerintah lebih tinggi, total rasio hutang pemerintah terhadap GDP diproyeksikan turun sekitar 33% ditahun 2008 dari 36% di tahun 2007.

Dari sisi eksternal, surplus *current account* diproyeksikan menurun sekitar 0.7% dari GDP (Gambar 4.1.7), peningkatan pertumbuhan ekspor memperkuat investasi domestik. Sebagai informasi tambahan surplus perdagangan diproyeksikan untuk tahun 2008 adalah lebih kecil. Namun demikian, secara keseluruhan *external balance* mengalami peningkatan yang disebabkan oleh investasi asing langsung, aliran portofolio investasi, sehingga diharapkan terjadi peningkatan cadangan mata uang asing. Total nilai cadangan tersebut diperkirakan adalah 62 milyar US\$ diakhir tahun 2008, atau setara dengan 7,4 bulan impor. Harga bahan pangan diperkirakan lebih stabil dari pada tahun

2007 (asumsinya adalah kondisi cuaca dan produksi makanan normal). Tingkat inflasi diperkirakan sekitar 6% ditahun 2008 turun dibandingkan tahun 2007 yaitu 6,1%.

Gambar 4.1.7. Surplus Current Account, 2002-2008 (estimasi), Indonesia



Sumber: CEIC Data Company, Ltd, di unduh 16 Agustus 2007

Resiko domestik yang akan dihadapi pada tahun 2008 adalah implementasi dari reformasi struktural yang tidak cukup efektif, investasi infrastruktur yang tidak mencukupi, dan ketidakmampuan pemerintah daerah melaksanakan proyek yang telah direncanakan ditahun sebelumnya. Meskipun anggaran belanja untuk membangun infrastruktur publik meningkat ditahun 2008, realisasi dari rencana program dikhawatirkan tidak sesuai dengan target. Kondisi ini tampak dari lemahnya pemerintah daerah ditahun 2007 menyerap anggaran untuk direalisasikan pada program kerjanya, jumlah dana yang dianggarkan untuk pemerintah daerah adalah 2,5% dari GDP.

Kondisi Pasar Modal

Dari sisi pasar modal, masuknya aliran modal asing telah mendorong harga saham di Bursa Efek Jakarta sebesar 30% di tujuh bulan pertama tahun 2007 (Gambar 4.1.8).

Gambar 4.1.8. Indeks Harga Saham Gabungan, Bursa Efek Jakarta



Sumber: CEIC Data Company, Ltd, di unduh 7 September 2007

Masuknya portofolio dana asing menyebabkan nilai mata uang rupiah membaik dibandingkan mata uang asing. Indeks saham mengalami penurunan di bulan Juli, namun kembali naik nilainya di akhir Agustus 2007 dan terus mengalami peningkatan sebesar 21,5% dibandingkan awal tahun.

Berdasarkan survey, keberlangsungan bisnis khususnya pasar modal tergantung pada investasi. Untuk mengidentifikasi kurangnya investasi di pasar modal terdapat beberapa faktor yang perlu untuk diperhatikan yaitu lemahnya sistem hukum, tidak fleksibelnya mekanisme pasar, birokrasi yang panjang, dan korupsi sebagai kendala utama untuk kegiatan bisnis dan investasi. Di Indonesia reformasi telah bergulir, parlemen telah mengeluarkan undang-undang baru tentang investasi di bulan Maret 2007. Salah satu perubahan yang ada dalam undang-undang tersebut adalah kesetaraan perlakuan antara investor asing dan lokal. Perubahan lainnya adalah penyelesaian terhadap masalah kontrak melalui arbitrase internasional. Sebagai bagian dari implementasi regulasi dari undang-undang baru tersebut, para pengambil kebijakan telah mengklarifikasi sektor bisnis mana saja yang terbuka untuk investor asing.

Berdasarkan laporan yang dikeluarkan oleh *World Federation Of Exchange* pada bulan Desember 2007 yang membahas tentang fokus dari kebijakan Bursa Efek di masing-masing negara anggota, pada salah satu item laporan menyebutkan bahwa Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya telah bergabung dalam satu Bursa yaitu Bursa Efek Indonesia pada tanggal 30 November 2007. Kebijakan tersebut diharapkan mendorong kinerja dari Bursa Efek. Pada lampiran statistik laporan tersebut tampak bahwa untuk nilai kapitalisasi pasar periode Juli-November 2007 mengalami kenaikan sebesar 58% jika dibandingkan data pada tahun 2006 dimana persen perubahan tersebut dihitung dalam juta US\$.

Table 4.1.1 Nilai Kapitalisasi Pasar Periode Juli-November 2007 (dalam juta US\$)

(Market value excludes investment funds)

Exchange	2007					% Change / Nov. 06 (In USD)	% Change / Nov. 06 (In local cur.)
	July	August	September	October	November		
Jakarta SE	179 425,3	184 770,6	182 424,1	204 267,1	204 164,1	58,0%	61,4%

Sumber: World Federation Exchange Member

Sampai dengan bulan November 2007, perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta adalah 352 perusahaan meningkat sebesar 2,6 % dibandingkan data tahun

2006.¹¹ Tabel 4.1.2. menjelaskan total nilai transaksi saham yang diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta periode Juli-November 2007 dimana terjadi kenaikan sebesar 141,9% jika dibandingkan data pada tahun 2006 dimana persen perubahan tersebut dihitung dalam juta US\$.

Table 4.1.2 Nilai Total Nilai Transaksi Saham Periode Juli-November 2007 (dalam juta US\$)

Exchange	2007					Year-to-date Total	% Change / Jan./Nov. 08 (in USD)	% Change / Jan./Nov. 06 (in local cur.)
	July	August	September	October	November			
Jakarta SE	10 456.8	10 720.0	7 929.9	13 165.1	15 305.3	104 971.1	141,9%	142,3%

Sumber: World Federation Exchange Member

4.1.2. Malaysia

Kondisi Perekonomian

Pertumbuhan ekonomi telah meningkat sepanjang tahun 2007 sehingga konsumsi per individu juga mengalami peningkatan karena didukung oleh peningkatan pendapatan, harga yang lebih baik untuk komoditi pertanian, dan tingkat suku bunga yang stabil. Konsekuensi untuk hal tersebut, nilai GDP diproyeksikan 5,6% direvisi dari nilai semula yaitu 5,4%. Fleksibilitas dari permintaan domestik mengembalikan penurunan GDP sebagai dampak dari ekspor domestik.

Investasi publik ditingkatkan melalui implementasi dari pengembangan proyek yang direncanakan dari program rencana Malaysia ke sembilan. Tingkat inflasi turun sebagai dampak dari peningkatan harga BBM eceran sebesar 18-24% di bulan Maret 2006 yang disubsidi. Surplus *current account* sepertinya turun 11,9% tahun 2007 dari 16,3% di tahun 2006. Tahun 2008 pertumbuhan GDP Malaysia diprogramkan sebesar 5,7%. Melalui stimulan fiskal pada investasi publik, dorongan pendapatan pelayanan sipil, kondisi moneter yang relatif terjaga baik semestinya mendorong permintaan domestik. Inflasi di tahun 2008 di rencanakan sebesar 2,5%, menyamai tahun 2007.

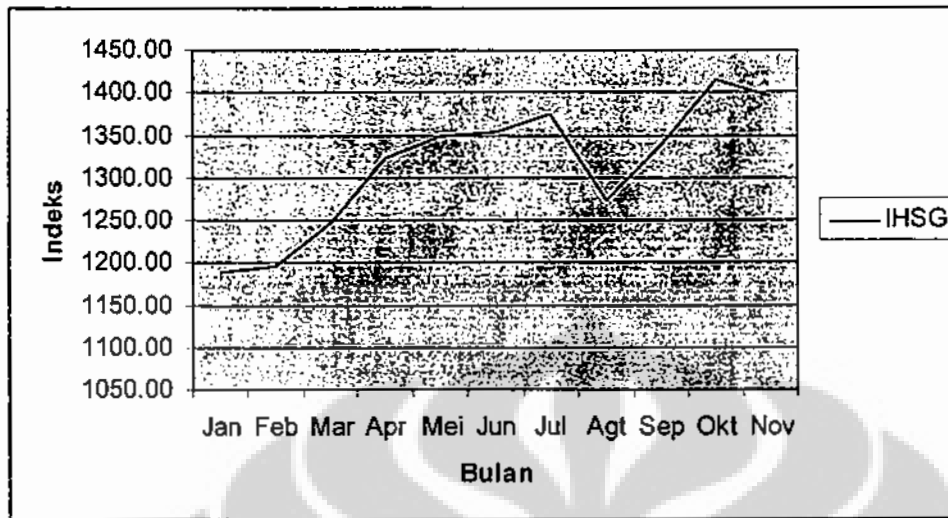
Kondisi Pasar Modal

Pasar Modal di Malaysia mengalami peningkatan sepanjang tahun 2007. Untuk indeks harga saham gabungan peningkatan tersebut sebesar 29,3% dibandingkan data pada tahun 2006. Berikut adalah grafik yang menjelaskan perkembangan indeks harga

¹¹ Statistical index of World Federation Exchange Member

saham gabungan di Bursa Malaysia dari bulan Januari 2007 sampai dengan November 2007.

Gambar 4.1.9. Perkembangan IHSG Bursa Malaysia Januari-November 2007



Sumber: *World Federation Exchange Member*

Berdasarkan data pada lampiran statistik laporan *World Federation Exchange Member* nilai kapitalisasi Bursa Malaysia periode bulan Juli-November 2007 mengalami kenaikan sebesar 35,5% jika dibandingkan data pada tahun 2006 dimana persen perubahan tersebut dihitung dalam juta US\$.

Table 4.1.3 Nilai Kapitalisasi Pasar Periode Juli-November 2007 (dalam juta US\$)

(Market value excludes investment funds)

Exchange	2007					% Change / Nov. 06 (in USD)	% Change / Nov. 06 (in local cur.)
	July	August	September	October	November		
Bursa Malaysia	302 741,6	274 001,6	294 209,1	316 340,7	307 967,2	35,5%	26,3%

Sumber: *World Federation Exchange Member*

Sampai dengan bulan November 2007, perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Malaysia adalah 988 perusahaan berkurang sebesar 3,5 % dibandingkan data tahun 2006.¹² Tabel 4.1.4. menjelaskan total nilai transaksi saham yang diperdagangkan di Bursa Efek Malaysia periode Juli-November 2007 dimana terjadi kenaikan sebesar 143,7% jika dibandingkan data pada tahun 2006 dimana persen perubahan tersebut dihitung dalam juta US\$.

¹² *Statistical index of World Federation Exchange Member*

Table 4.1.4 Nilai Total Nilai Transaksi Saham Periode Juli-November 2007 (dalam juta US\$)

Exchange	2007					Year-to-date Total	% Change / Jan./Nov. 06 (in USD)	% Change / Jan./Nov. 06 (in local cur.)
	July	August	September	October	November			
Bursa Malaysia	16 408,7	13 851,8	10 159,1	14 729,7	11 293,0	160 203,9	143,7%	129,2%

Sumber: World Federation Exchange Member

4.1.3. Philipina

Kondisi Perekonomian

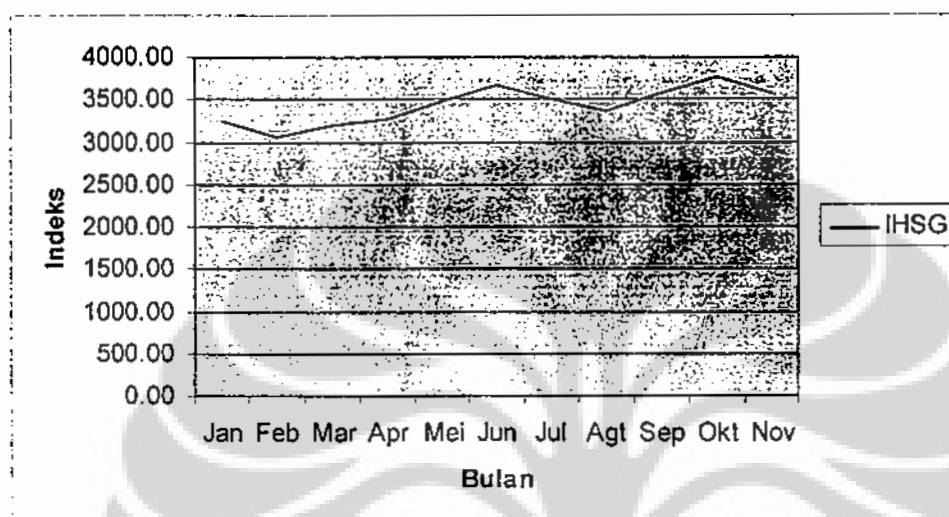
Pertumbuhan GDP tahun 2007 meningkat sebesar 6.6%, rencana sebelumnya adalah 5.4%. Pertumbuhan ekonomi lebih cepat dari yang diperkirakan di semester pertama tahun 2007. Kondisi ini sebagai dampak dari net ekspor, konsumsi individu, dan belanja pemerintah. Devisa dihasilkan dari pekerja yang bekerja di luar negeri mendukung investasi disektor properti dan konsumsi individu, selain itu juga menjadi stimulus bagi pertumbuhan ekonomi. Investasi pada industri peralatan berat tumbuh di semester awal tahun 2007, kondisi ini adalah yang pertama sepanjang dua tahun terakhir. Memprioritaskan ekspor dibanding impor menyebabkan pertumbuhan net ekspor signifikan. Kondisi tersebut berdampak positif terhadap perekonomian Philipina, dimana surplus *current account* meningkat sebesar 5,4% dari GDP ditahun 2007, direvisi dari proyeksi di tahun sebelumnya sebesar 3,2%. Tekanan inflasi secara signifikan diatasi dengan penguatan nilai mata uang domestik dan peningkatan pemasukan dari pajak di awal tahun 2006. Inflasi tahun 2007 diperkirakan turun ke 2,9% dari 4,8 persen ditahun sebelumnya.

Untuk tahun 2008, pertumbuhan GDP diperkirakan mengalami revisi dari proyeksi semula sebesar 5.7% ke 6%. Tingkat konsumsi individu diharapkan meningkat sebanding dengan pemasukan devisa dari individu yang bekerja di luar negeri. Belanja pemerintah terkait dengan infrastruktur diproyeksikan mendorong pertumbuhan, investasi individu menunjukkan tanda-tanda meningkat yang diikuti peningkatan fiskal dan rendahnya inflasi. Tahun 2008, tingkat inflasi diproyeksikan direvisi dari 5% ke 3,5%, asumsinya adalah pola cuaca normal dan terjadi surplus pada *current account* sekitar 5% dari GDP.

Kondisi Pasar Modal

Pasar Modal di Philipina mengalami peningkatan sepanjang tahun 2007. Untuk indeks harga saham gabungan peningkatan tersebut sebesar 28,3% dibandingkan data pada tahun 2006. Berikut adalah grafik yang menjelaskan perkembangan indeks harga saham gabungan di Bursa Efek Philipina dari bulan Januari 2007 sampai dengan November 2007.

Gambar 4.1.10. Perkembangan IHSG Bursa Philipina Januari-November 2007



Sumber: *World Federation Exchange Member*

Berdasarkan data pada lampiran statistik laporan *World Federation Exchange Member* nilai kapitalisasi Bursa Efek Philipina periode bulan Juli-November 2007 mengalami kenaikan sebesar 56,1% jika dibandingkan data pada tahun 2006 dimana persen perubahan tersebut dihitung dalam juta US\$.

Table 4.1.5 Nilai Kapitalisasi Pasar Periode Juli-November 2007 (dalam juta US\$)
(Market value excludes investment funds)

Exchange	2007					% Change / Nov. 06 (in USD)	% Change / Nov. 06 (in local cur.)
	July	August	September	October	November		
Philippine SE	94 021,0	87 878,1	93 749,8	102 077,8	95 375,1	56,1%	34,5%

Sumber: *World Federation Exchange Member*

Sampai dengan bulan November 2007, perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Philipina adalah 243 perusahaan bertambah sebesar 1,7 % dibandingkan data tahun 2006.¹³ Tabel 4.1.6. menjelaskan total nilai transaksi saham yang diperdagangkan di Bursa Efek Philipina periode Juli-November 2007 dimana terjadi kenaikan sebesar

¹³ *Statistical index of World Federation Exchange Member*

179,9% jika dibandingkan data pada tahun 2006 dimana persen perubahan tersebut dihitung dalam juta US\$.

Table 4.1.6 Nilai Total Nilai Transaksi Saham Periode Juli-November 2007 (dalam juta US\$)

Exchange	2007					Year-to-date Total	% Change / Jan./Nov. 06 (in USD)	% Change / Jan./Nov. 06 (in local cur.)
	July	August	September	October	November			
Philippine SE	3 478,6	2 355,5	1 818,0	2 525,0	3 481,2	27 512,3	179,9%	152,4%

Sumber: World Federation Exchange Member

4.1.4. Singapura

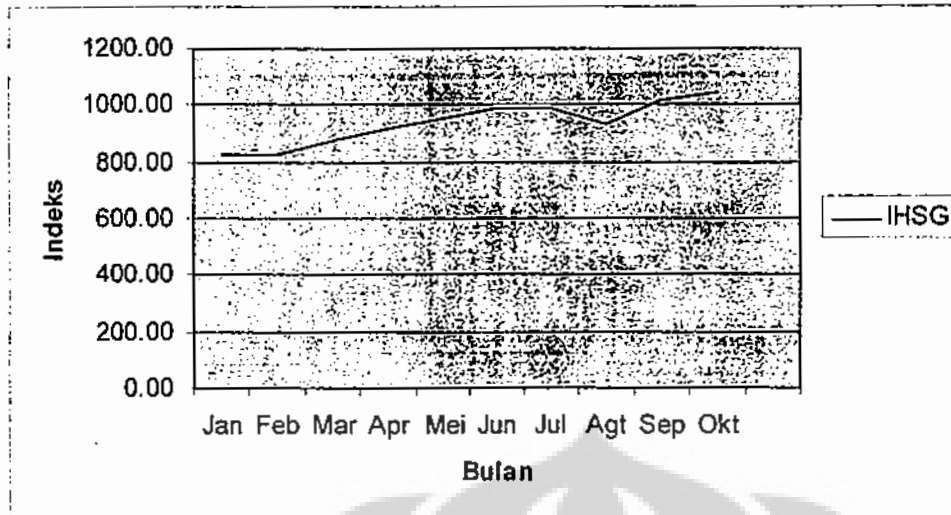
Kondisi Perekonomian

Ekonomi tumbuh 7,6% di semester awal 2007, sektor pelayanan jasa keuangan dan pariwisata memberikan kontribusi yang besar bagi pertumbuhan ekonomi Singapura. Sektor lainnya adalah properti, jenis properti yang dikembangkan meliputi pembangunan kantor baru, apartemen, serta bangunan penunjang wisata pantai. Pertumbuhan GDP tahun 2007 diperkirakan meningkat 7,5% dari 6% dibulan Maret. Pertumbuhan diproyeksikan 6% ditahun 2008. Optimisme akan permintaan domestik menyebabkan tekanan inflasi berkurang dari yang diperkirakan. Tahun 2007, perkiraan inflasi ditargetkan menjadi 1,2% dari 1,6% target semula. Inflasi diperkirakan lebih tinggi di semester kedua tahun 2007. Perkiraan untuk tahun 2008, tingkat inflasi direvisi mendekati 1,2%.

Kondisi Pasar Modal

Pasar Modal di Singapura untuk tahun 2007 belum dapat diketahui perkembangannya. Untuk indeks harga saham gabungan data perubahan belum dapat dibandingkan dengan data pada tahun 2006 karena data tidak tersedia. Berikut adalah grafik yang menjelaskan perkembangan indeks harga saham gabungan di Bursa Singapura dari bulan Januari 2007 sampai dengan Oktober 2007.

Gambar 4.1.11. Perkembangan IHSG Bursa Singapura Januari-November 2007



Sumber: World Federation Exchange Member

Berdasarkan data pada lampiran statistik laporan *World Federation Exchange Member*, nilai kapitalisasi Bursa Singapura periode bulan Juli-November 2007 hanya tersedia data sampai bulan Oktober, data perubahan jika dibandingkan data pada tahun 2006 belum tersedia.

Table 4.1.7 Nilai Kapitalisasi Pasar Periode Juli-November 2007 (dalam juta US\$)

(Market value excludes investment funds)

Exchange	2007					% Change / Nov. 06 (in USD)	% Change / Nov. 06 (in local cur.)
	July	August	September	October	November		
Singapore Exchange*	512 895.3	482 978.9	638 344.8	668 886.0	NA	-	

Sumber: World Federation Exchange Member

Sampai dengan bulan Oktober 2007, perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Singapura adalah 740 perusahaan.¹⁴ Tabel 4.1.8. menjelaskan total nilai transaksi saham yang diperdagangkan di Bursa Singapura periode Juli-November 2007, data hanya sampai bulan Oktober dan data perubahan persentase tidak tersedia.

Table 4.1.8 Nilai Total Nilai Transaksi Saham Periode Juli-November 2007 (dalam juta US\$)

Exchange	2007					Year-to-date Total	% Change / Jan./Nov. 06 (in USD)	% Change / Jan./Nov. 06 (in local cur.)
	July	August	September	October	November			
Singapore Exchange*	42 697.2	37 291.2	28 798.5	45 661.2	NA	-	-	

Sumber: World Federation Exchange Member

¹⁴ Statistical index of World Federation Exchange Member

4.1.5. Thailand

Kondisi Perekonomian

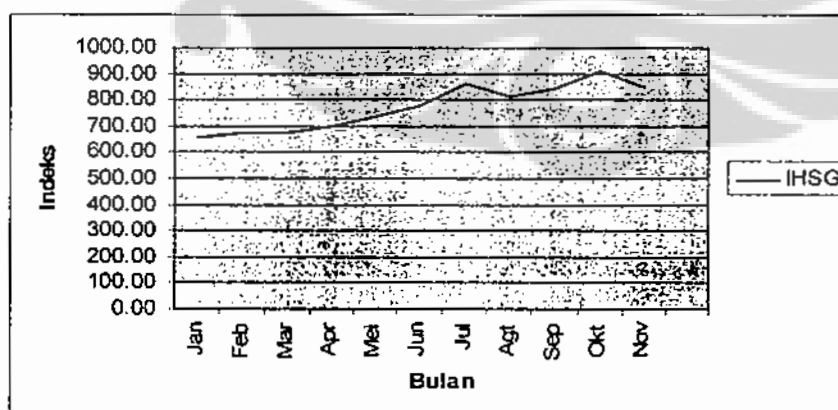
Pertumbuhan GDP diperkirakan melambat 4% tahun 2007, persentase ini merupakan terendah dalam enam tahun terakhir, kondisi tersebut salah satunya disebabkan oleh melemahnya permintaan domestik. Sebab lainnya adalah politik dan kebijakan yang tidak menentu sehingga aktifitas bisnis terganggu. Namun dari sisi eksternal, kinerja ekonomi lebih baik dari yang diperkirakan, sektor pertanian dan industri memberikan kontribusi besar bagi kinerja ekonomi tersebut.

Surplus *current account* diperkirakan meningkat 3% dari GDP dibandingkan yang diproyeksikan yaitu 1,3%. Tekanan tingkat inflasi adalah rata-rata, perkiraan untuk tahun 2007 turun sebesar 2%. Namun kondisi tersebut adalah dengan asumsi kondisi politik dan ketidaktentuan dari kebijakan dapat dikurangi. Pertumbuhan GDP diperkirakan meningkat 5% di tahun 2008. Konsumen dan kepercayaan bisnis akan tetap stabil karena pemerintahan baru dari hasil pemilu 2007 tetap melanjutkan program infrastruktur.

Kondisi Pasar Modal

Pasar Modal di Thailand mengalami peningkatan sepanjang tahun 2007. Untuk indeks harga saham gabungan peningkatan tersebut sebesar 14,5% dibandingkan data pada tahun 2006. Berikut adalah grafik yang menjelaskan perkembangan indeks harga saham gabungan di Bursa Efek Thailand dari bulan Januari 2007 sampai dengan November 2007.

Gambar 4.1.12. Perkembangan IHSG Bursa Efek Thailand Januari-November 2007



Sumber: World Federation Exchange Member

Berdasarkan data pada lampiran statistik laporan *World Federation Exchange Member* nilai kapitalisasi Bursa Efek Thailand periode bulan Juli-November 2007 mengalami kenaikan sebesar 27,2% jika dibandingkan data pada tahun 2006 dimana persen perubahan tersebut dihitung dalam juta US\$.

Table 4.1.9 Nilai Kapitalisasi Pasar Periode Juli-November 2007 (dalam juta US\$)

(Market value excludes investment funds)

Exchange	2007					% Change / Nov. 06 (in USD)	% Change / Nov. 06 (in local cur.)
	July	August	September	October	November		
Thailand SE	126 421,7	123 072,2	160 195,7	206 282,8	193 381,6	27,2%	20,2%

Sumber: *World Federation Exchange Member*

Sampai dengan bulan November 2007, perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Thailand adalah 522 perusahaan bertambah sebesar 1 % dibandingkan data tahun 2006.¹⁵ Tabel 4.1.10. menjelaskan total nilai transaksi saham yang diperdagangkan di Bursa Efek Thailand periode Juli-November 2007 dimana terjadi kenaikan sebesar 20,3% jika dibandingkan data pada tahun 2006 dimana persen perubahan tersebut dihitung dalam juta US\$.

Table 4.1.10 Nilai Total Nilai Transaksi Saham Periode Juli-November 2007 (dalam juta US\$)

Exchange	2007					Year-to-date Total	% Change / Jan./Nov. 06 (in USD)	% Change / Jan./Nov. 06 (in local cur.)
	July	August	September	October	November			
Thailand SE	18 621,5	11 112,8	8 877,2	14 698,2	11 530,2	110 397,9	20,3%	8,3%

Sumber: *World Federation Exchange Member*

4.2. Negara Industri

4.2.1. Amerika Serikat

Kondisi Perekonomian

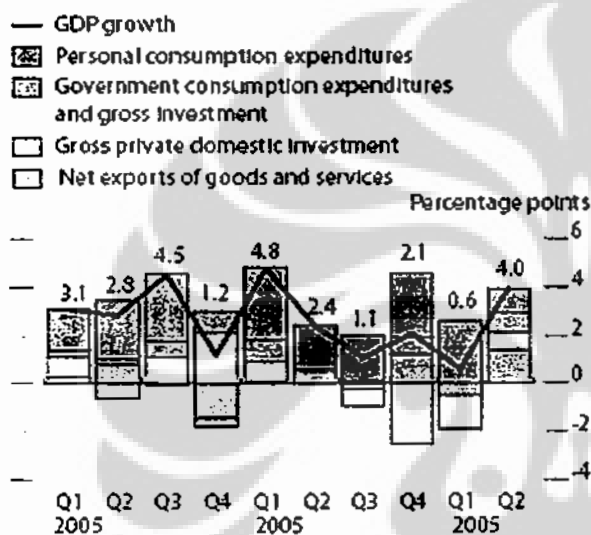
Didorong oleh kuatnya ekspansi dalam investasi, belanja publik, dan net ekspor, pertumbuhan ekonomi semester awal tahun 2007 telah meningkat 4 % dari periode sebelumnya yaitu 6%. Namun demikian resiko utama dari kinerja perekonomian nasional ditentukan salah satunya dari harga sektor properti, dalam hal ini perumahan penduduk yang jatuh. Sejak April 2006 (Gambar 4.2.1) kepemilikan perumahan oleh rumah tangga mulai turun. Kondisi ini disertai dengan gagal bayar oleh pihak yang memiliki tagihan pinjaman di sektor tersebut. Kasus demikian dikenal dengan istilah

¹⁵ *Statistical index of World Federation Exchange Member*

subprime mortgage, yang menimbulkan turunnya pasar perumahan yang berkelanjutan disertai dengan turunnya harga perumahan tersebut.

Akibat kekhawatiran terhadap kasus *subprime mortgage*, banyak konsumen US telah kehilangan kepercayaan, dibulan Agustus 2006 kepercayaan konsumen jatuh ketitik terendah. Konsumsi pengeluaran pribadi tumbuh hanya 1,4% pada semester awal, dimana pada bulan pertama adalah 3,7%. Pendapatan riil per individu meningkat di semester awal akibatnya adalah harga bahan bakar minyak dan makanan juga mengalami peningkatan. Selain hal tersebut, masyarakat menghadapi jatuhnya harga rumah, meningkatnya batasan suku bunga, dan turunnya kesempatan kerja.

Gambar 4.2.1. Kontributor Pertumbuhan Ekonomi 2005, USA



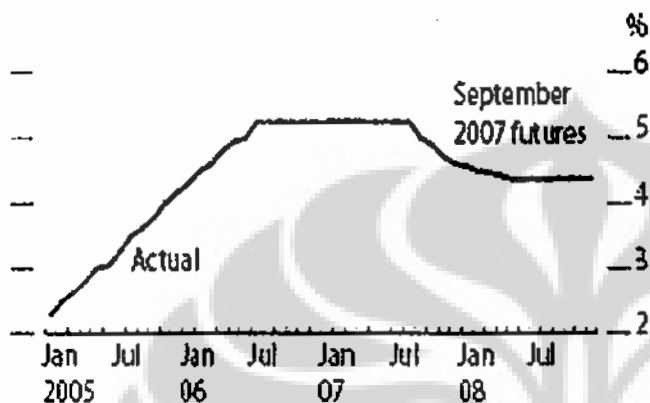
Sumber: Bureau of Economic Analysis, USA, www.bea.gov, diunduh 31 Agustus 2007

Pertengahan semester 2006 pengeluaran berbagai perusahaan serta kegiatan bisnis mengalami peningkatan. Kondisi tersebut berdampak pada iklim dunia usaha yang membaik dimana keuntungan perusahaan mengalami perbaikan. Tingkat produksi berlanjut meningkat, permintaan ekspor dari luar negeri telah menggantikan kurangnya permintaan pasar domestik. Situasi ini diharapkan mampu menolong mengatasi masalah pengangguran. Tingkat pengangguran relatif rendah pada akhir pertengahan semester 2006 yaitu sekitar 4,5%, meskipun data di bulan Juli 2006 menunjukkan peningkatan tipis sekitar 4,6%.

Lebih rendahnya tingkat pertumbuhan menyebabkan harga tertekan dengan tingkat inflasi sekitar 2,4% di bulan Juli. Pada tujuh bulan awal tahun 2007 tingkat

inflasi tahunan adalah 4,5%. Untuk menekan laju inflasi tindakan yang dilakukan oleh *Federal Reserve* adalah menetapkan potongan tingkat suku bunga pada tanggal 17 Agustus. Tujuan dari kebijakan tersebut adalah likuiditas perbankan tetap terjaga. Saat ini pasar menduga bahwa *Federal Reserve* akan menurunkan tingkat suku bunga, hal ini merefleksikan pengetatan kredit sebagai akibat dari permintaan yang tinggi. (Gambar 4.2.2).

Gambar 4.2.2. Dana Pemerintah Negara Bagian 2005-2008 (estimasi), USA



Sumber: *Federal Reserve Board, www.federalreserve.gov, diunduh 3 September 2007*

Pelemahan mata uang dollar telah mendorong ekspor, sementara impor tumbuh lambat. Kontribusi dari net ekspor tumbuh positif antara bulan April sampai dengan Juni. Berkenaan dengan menurunnya pertumbuhan permintaan domestik, pertumbuhan ekspor diperkirakan berlanjut. Namun demikian, hal tersebut akan menyebabkan defisit perdagangan. Di bulan Januari sampai dengan Juni 2007, defisit tahunan mencapai 352,7 milyar US\$, turun hanya 29,5US\$ dari periode yang sama pada awal tahun. Terdapat defisit yang lebih kecil pada perdagangan barang dan surplus yang lebih besar di perdagangan jasa.

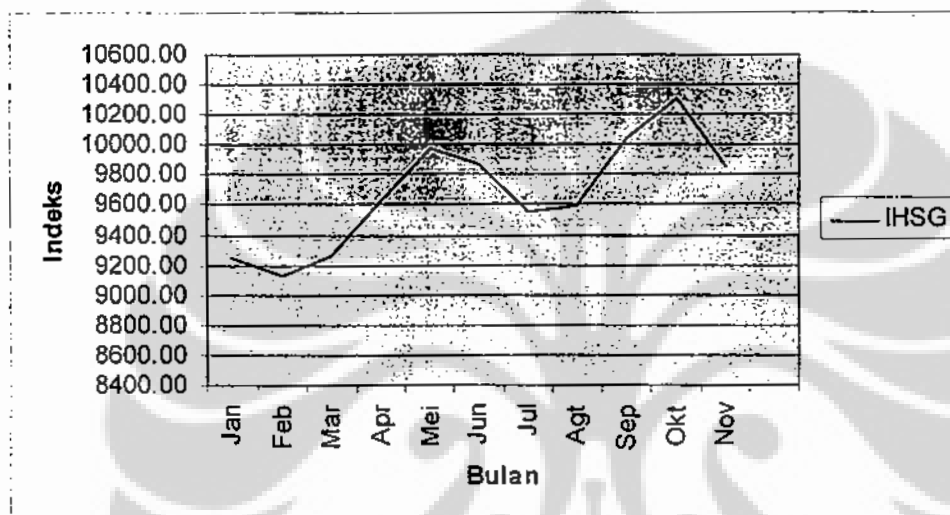
Pengeluaran pemerintah mengalami peningkatan di semester pertama, namun peningkatan tersebut disesuaikan dengan arah kebijakan fiskal yang telah direncanakan diawal yaitu berlanjutnya peningkatan penerimaan pajak, proyeksi pengurangan defisit fiskal untuk tahun 2007 yaitu sekitar 3,1% dari GDP dari 3,3% di tahun 2006. Untuk tahun 2008, defisit fiskal diproyeksikan sekitar 3,1% dan perbaikan investasi adalah 2,6%. *Federal Reserve* mengekspektasikan bahwa pemotongan tingkat suku bunga

diharapkan mampu memperbaiki iklim investasi khususnya di sektor properti dalam hal ini perumahan.

Kondisi Pasar Modal

Pasar Modal di Amerika Serikat mengalami peningkatan sepanjang tahun 2007. Untuk indeks harga saham gabungan peningkatan tersebut sebesar 9,9% dibandingkan data pada tahun 2006. Berikut adalah grafik yang menjelaskan perkembangan indeks harga saham gabungan di Bursa Efek New York dari bulan Januari 2007 sampai dengan November 2007.

Gambar 4.2.3. Perkembangan IHSG Bursa Efek New York Januari-November 2007



Sumber: World Federation Exchange Member

Berdasarkan data pada lampiran statistik laporan *World Federation Exchange Member* nilai kapitalisasi Bursa Efek New York periode bulan Juli-November 2007 mengalami kenaikan sebesar 2,6% jika dibandingkan data pada tahun 2006 dimana persen perubahan tersebut dihitung dalam juta US\$.

Table 4.2.1 Nilai Kapitalisasi Pasar Periode Juli-November 2007 (dalam juta US\$)

(Market value excludes investment funds)

Exchange	2007					% Change / Nov. 06 (in USD)	% Change / Nov. 06 (in local cur.)
	July	August	September	October	November		
NYSE Group	16 426 657,6	16 569 872,6	16 006 334,8	16 281 810,2	15 525 288,7	2,6%	2,6%

Sumber: World Federation Exchange Member

Sampai dengan bulan November 2007, perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek New York adalah 2291 perusahaan bertambah sebesar 0,6 % dibandingkan data

tahun 2006.¹⁶ Tabel 4.2.2. menjelaskan total nilai transaksi saham yang diperdagangkan di Bursa Efek New York periode Juli-November 2007 dimana terjadi kenaikan sebesar 33,8% jika dibandingkan data pada tahun 2006 dimana persen perubahan tersebut dihitung dalam juta US\$.

Table 4.2.2 Nilai Total Nilai Transaksi Saham Periode Juli-November 2007 (dalam juta US\$)

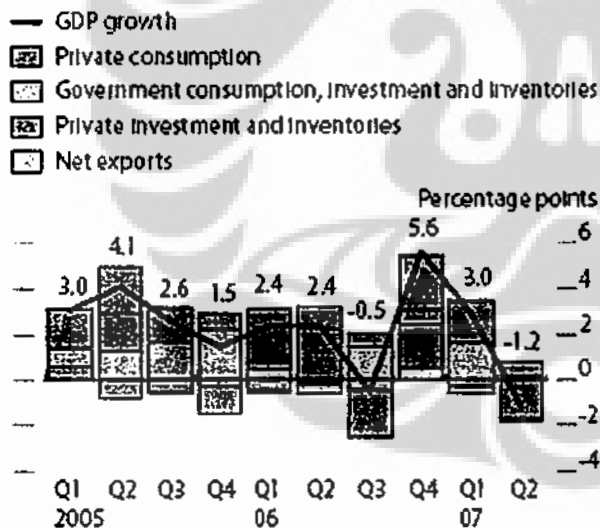
Exchange	2007					Year-to-date Total	% Change / Jan./Nov. 06 (In USD)	% Change / Jan./Nov. 06 (In local cur.)
	July	August	September	October	November			
NYSE Group	2 039 609,0	3 258 063,0	2 109 984,8	2 628 048,3	3 105 370,9	27 051 999,9	33,8%	33,8%

Sumber: World Federation Exchange Member

4.2.2. Jepang

Pertumbuhan ekonomi di Jepang telah mengalami satu kemunduran yang sangat signifikan di semester awal tahun 2007, dimana ekspansi dalam skala menengah untuk sepanjang tahun masih direncanakan. Pada semester awal pertumbuhan GDP tahun 2007 adalah negatif yaitu sekitar 1,2%, berbeda dengan tiga bulan pertama dimana pertumbuhannya mencapai 3%. (Gambar 4.12).

Gambar 4.2.4. Kontributor Pertumbuhan Ekonomi 2005-2007, Jepang



Sumber: Economic and Social Research Institute of Japan, www.esri.cao.go.jp, diunduh tanggal 10 September 2007

Tetapi sepanjang tahun pertumbuhan GDP tersebut adalah 1,7% yang mengalami penurunan dari 2,6% di akhir semester kedua tahun 2007. Tajamnya penurunan pengeluaran perusahaan menjadi alasan utama kemunduran pertumbuhan ekonomi tersebut. Pada

¹⁶ Statistical index of World Federation Exchange Member

beberapa tahun yang lalu, investasi disektor swasta menjadi kunci utama dalam memperbaiki kondisi perekonomian. Kondisi tersebut mengalami penurunan kembali menjadi 4,8% setelah terjadi penurunan sekitar 0,8% di tiga bulan pertama. Investasi bisnis cenderung menjadi komponen yang memiliki kontribusi besar terhadap perubahan yang sangat cepat dari GDP, sehingga jika pertumbuhannya tidak menentu akan menyebabkan pertumbuhan ekonomi mengalami ketidakpastian. Dikaitkan dengan pertumbuhan ekspor dalam skala menengah serta penurunan industri teknologi tinggi dalam skala global, memicu investor untuk berhati-hati.

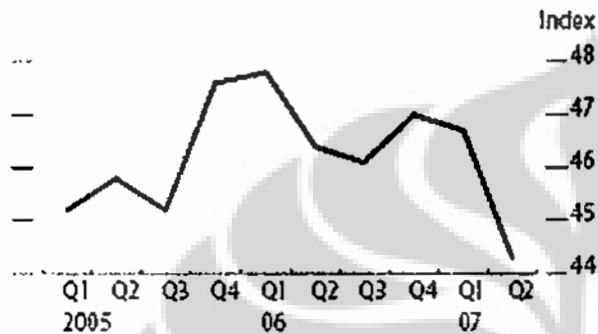
Namun demikian keuntungan perusahaan kembali mengalami peningkatan akibat pertumbuhan ekspor yang membaik walaupun terdapat kendala modal dan tenaga kerja. Prospek pertumbuhan investasi yang mengalami perbaikan didukung oleh pengetatan kapasitas produksi dan meningkatnya keuntungan perusahaan. Faktor produksi dari industri berpengaruh pada perbaikan perekonomian skala menengah. Namun terdapat kendala yang menyebabkan gangguan terhadap perbaikan perekonomian tersebut yaitu gempa bumi dibulan Juli 2007, dimana dampaknya adalah industri utama yaitu produksi mobil turun tajam. Namun demikian kondisi tersebut tidak berlangsung lama karena meningkatnya permintaan domestik dan asing terhadap hasil produksi industri.

Data tahun sebelumnya memberikan sinyal bahwa pertumbuhan ekonomi dimungkinkan kehilangan momentum. Alasannya adalah menurunnya pertumbuhan perekonomian Amerika Serikat akan berdampak pada transaksi ekspor. Industri otomotif mengalami dampak negatif yang paling besar akibat penurunan ekspor dibulan Agustus 2007. Kondisi ini disertai dengan menurunnya permintaan produk berteknologi tinggi lainnya seperti mesin alat berat sehingga berpengaruh negatif terhadap pertumbuhan produksi. Namun demikian dukungan datang dari berlanjutnya kebijakan pengetatan pasar kerja.

Konsumen merupakan bagian penting dalam ekonomi Jepang, khususnya untuk mendukung perbaikan kondisi perekonomian nasional. Konsumsi swasta tumbuh hanya 1% pada semester pertama dimana sempat jatuh sebesar 3,4% pada tiga bulan awal. (Gambar 4.13). Kondisi ini salah satunya disebabkan oleh rendahnya pendapatan masyarakat. Struktur pasar kerja di Jepang mengalami perubahan dimana jumlah pekerja paruh waktu meningkat sehingga menekan tingkat pendapatan dari pekerja. Tingkat

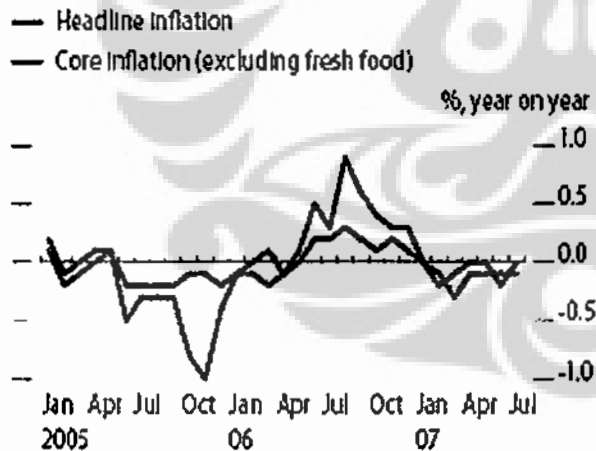
inflasi mengalami peningkatan di tahun 2007 namun tidak terlalu besar, hal ini disebabkan meningkatnya harga minyak dan barang komoditi. Inflasi tumbuh negatif diluar bahan makanan segar di bulan Februari 2007 (Gambar 4.14). Sinyal positif ekonomi menguat dan berpotensi terjadinya deflasi akibat Bank of Japan (BOJ) menerapkan kebijakan tingkat suku bunga sebesar 0,5% sejak Februari 2007. Ekspansi yang relatif lebih sehat akan terus berlanjut di Jepang, dimana tingkat pertumbuhan mencapai 2,1% di tahun 2007 dan diperkirakan 2,2% ditahun 2008.

Gambar 4.2.5. Konsumen Indeks (ESRI) 2005-2007, Jepang



*ESRI: Economic and Social Research Institute of Japan. www.esri.cao.go.jp
 Sumber: CEIC Data Company Ltd, diunduh 3 September 2007*

Gambar 4.2.6. Inflasi 2005-2007 (triwulan awal), Jepang



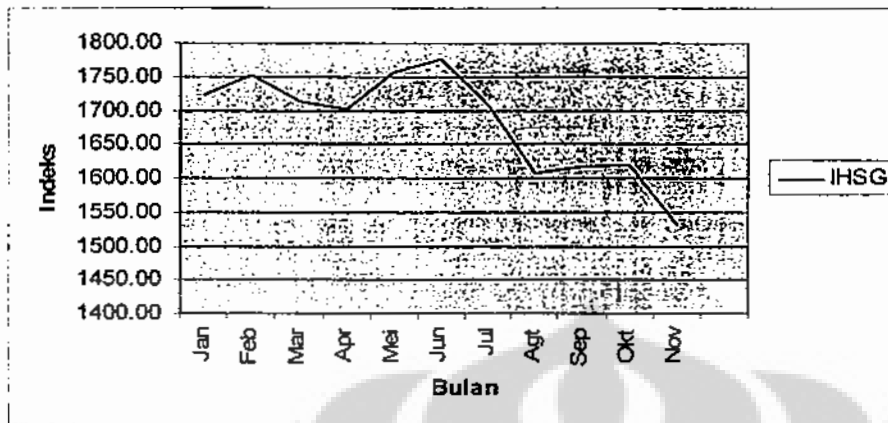
Sumber: CEIC Data Company Ltd, diunduh 3 September 2007

Kondisi Pasar Modal

Pasar Modal di Jepang mengalami penurunan sepanjang tahun 2007. Untuk indeks harga saham gabungan penurunan tersebut sebesar 4,5% dibandingkan data pada

tahun 2006. Berikut adalah grafik yang menjelaskan perkembangan indeks harga saham gabungan di Bursa Efek Tokyo dari bulan Januari 2007 sampai dengan November 2007.

Gambar 4.2.7. Perkembangan IHSG Bursa Efek Tokyo Januari-November 2007



Sumber: World Federation Exchange Member

Berdasarkan data pada lampiran statistik laporan *World Federation Exchange Member* nilai kapitalisasi Bursa Efek Tokyo periode bulan Juli-November 2007 mengalami penurunan sebesar 4,3% jika dibandingkan data pada tahun 2006 dimana persen perubahan tersebut dihitung dalam juta US\$.

Table 4.2.3 Nilai Kapitalisasi Pasar Periode Juli-November 2007 (dalam juta US\$)

(Market value excludes investment funds)

Exchange	2007					% Change / Nov. 06 (in USD)	% Change / Nov. 06 (in local cur.)
	July	August	September	October	November		
Tokyo SE Group	4 674 472,8	4 517 751,5	4 669 183,6	4 626 326,4	4 523 507,9	-0,6%	-4,3%

Sumber: World Federation Exchange Member

Sampai dengan bulan November 2007, perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Tokyo adalah 2409 perusahaan bertambah sebesar 0,7% dibandingkan data tahun 2006.¹⁷ Tabel 4.2.4. menjelaskan total nilai transaksi saham yang diperdagangkan di Bursa Efek Tokyo periode Juli-November 2007 dimana terjadi kenaikan sebesar 12,1% jika dibandingkan data pada tahun 2006 dimana persen perubahan tersebut dihitung dalam juta US\$.

Table 4.2.4 Nilai Total Nilai Transaksi Saham Periode Juli-November 2007 (dalam juta US\$)

Exchange	2007					Year-to-date Total	% Change / Jan./Nov. 06 (in USD)	% Change / Jan./Nov. 06 (in local cur.)
	July	August	September	October	November			
Tokyo SE Group	626 333,6	659 767,1	426 127,2	553 630,1	683 164,6	6 035 178,4	12,1%	13,7%

Sumber: World Federation Exchange Member

¹⁷ Statistical index of World Federation Exchange Member

BAB V

HASIL EMPIRIS DAN ANALISIS EKONOMETRIK

5.1. Ringkasan Statistik

Tabel 5.1 adalah hasil rangkuman statistik dari beberapa indikator empiris periode tahun 1990 sampai dengan 2006. Berdasarkan data terlihat bahwa nilai rata-rata kapitalisasi pasar di negara-negara Asia Tenggara lebih tinggi dibandingkan negara-negara Amerika Latin. Kecuali Indonesia yang nilai kapitalisasi pasarnya sebesar 23%, Malaysia, Philipina, Singapura, dan Thailand nilai kapitalisasi pasarnya adalah lebih dari 45%. Bahkan Malaysia dan Singapura nilai kapitalisasi pasarnya masing-masing sebesar 173% dan 165%, hal ini berarti bahwa nilai kapitalisasi pasar kedua negara tersebut lebih tinggi dari produk domestik bruto (*GDP*). Hal ini berbanding terbalik dengan kondisi di negara-negara Amerika Latin, kecuali Chili yang nilai kapitalisasi pasarnya adalah sebesar 92%, Argentina, Brasil, Peru, dan Mexico nilai kapitalisasi pasarnya dibawah 45%.

Pada tabel 5.1 juga dipaparkan kondisi tingkat tabungan serta investasi. Tingkat tabungan dan investasi di kebanyakan negara-negara Asia Tenggara lebih tinggi dibandingkan negara-negara Amerika Latin. Rasio antara tingkat tabungan (*GDS*) dan produk domestik bruto (*GDP*) adalah 34% di Asia Tenggara dan 21% di Amerika Latin. Untuk rasio antara tingkat investasi (*GDI*) dan produk domestik bruto (*GDP*) di Asia Tenggara adalah 28% dan di Amerika Latin adalah 20%. Berikutnya data dalam tabel 5.1 menjelaskan kondisi sektor perbankan untuk periode yang sama. Berdasarkan data terlihat bahwa kondisi sektor perbankan pada umumnya lebih maju di negara-negara Asia Tenggara dibandingkan Amerika Latin. Dua indikator terkait kondisi sektor perbankan tersebut pertama mengacu pada rasio antara kredit yang disalurkan untuk sektor swasta (*CPR*) dengan produk domestik bruto (*GDP*), dan indikator kedua adalah rasio antara suplai uang beredar (*M2*) dengan produk domestik bruto (*GDP*). Untuk kondisi sektor perbankan di Amerika Latin, kecuali Chili dan Brasil, seluruh negara-negara di Amerika Latin memiliki nilai rasio antara kredit yang disalurkan untuk sektor swasta (*CPR*) dengan produk domestik bruto (*GDP*) dibawah 40%. Berbeda dengan kondisi di Asia Tenggara, kecuali Indonesia dan Philina, seluruh negara memiliki nilai rasio antara kredit

yang disalurkan untuk sektor swasta (CPR) dengan produk domestik bruto (*GDP*) diatas 40%.

Hal yang serupa terjadi pada indikator kedua yaitu rasio antara suplai uang beredar (*M2*) dengan produk domestik bruto (*GDP*). Kecuali Chili, seluruh negara-negara di Amerika Latin memiliki rasio lebih rendah dari 60%. Hal yang berbeda terjadi di Asia Tenggara, kecuali Indonesia dan Philipina, negara lainnya memiliki rasio lebih tinggi dari 60%. Bahkan rasio negara-negara seperti halnya Malaysia, Singapura, dan Thailand melebihi 100%, masih lebih tinggi jika dibandingkan Amerika Serikat dan Kanada yang masing-masing memiliki rasio 72% dan 66%. Sehingga ketiga negara Asia Tenggara tersebut dapat digolongkan sebagai negara maju dalam hal pembangunan intermediari di sektor keuangan. Sangat kontras jika dibandingkan dengan Argentina, Peru, dan Mexico di Amerika Latin serta Indonesia dan Philipina di Asia Tenggara yang memiliki rasio dibawah 55% sehingga negara-negara tersebut digolongkan sebagai negara berkembang dalam hal pembangunan intermediari di sektor keuangan.

Berikutnya adalah statistik dari likuiditas di pasar modal. Berdasarkan data pada tabel 5.1, untuk kawasan Asia Tenggara rata-rata rasio total nilai transaksi terhadap *GDP* adalah 46%, kecuali Indonesia dan Philipina seluruh negara memiliki nilai rasio total nilai transaksi terhadap *GDP* diatas 40%. Keadaan berbeda terjadi di Amerika Latin dimana rata-rata rasio total nilai transaksi terhadap *GDP* adalah hanya 9%. Berdasarkan data tersebut dapat disimpulkan bahwa pasar modal di Asia Tenggara relatif lebih besar jika dibandingkan dengan Amerika Latin.

Kondisi yang sama terlihat pada nilai *turnover ratio*, dimana rata-rata negara di Asia Tenggara memiliki nilai *turnover ratio* lebih tinggi dibandingkan negara-negara di Amerika Latin. Kecuali Philipina, seluruh negara di Asia Tenggara memiliki nilai *turnover ratio* diatas 40%. Jika dibandingkan dengan negara-negara di Amerika Latin, hanya Argentina dan Brasil yang memiliki nilai *turnover ratio* diatas 40%. Berdasarkan data tersebut dapat disimpulkan bahwa pasar modal di kawasan Asia Tenggara lebih aktif dibandingkan dengan kawasan di Amerika Latin.

Rata-rata tingkat inflasi pada periode yang sama di Amerika Latin Lebih tinggi dibandingkan di Asia Tenggara. Selain Indonesia dan Philipina, rata-rata tingkat inflasi negara-negara di Asia Tenggara dibawah 5%, pada periode tersebut rata-rata tingkat inflasi di Indonesia adalah 12% dan Philipina adalah 8%. Hal sebaliknya terjadi di

Amerika Latin, hanya Chili dan Mexico yang memiliki rata-rata tingkat inflasi dibawah 15%, negara lainnya seperti Argentina, Brasil dan Peru memiliki rata-rata tingkat inflasi diatas 150% pada periode tersebut.

Jika dibandingkan antara negara-negara di Asia Tenggara dengan negara industri seperti Hongkong, Jepang, Amerika Serikat dan Kanada, seluruh variabel pada negara-negara industri tersebut memiliki nilai rata-rata lebih baik, kecuali nilai rata-rata rasio GDI dan GDS terhadap GDP. Hal ini berarti, kecuali Philipina kondisi tingkat investasi dan tabungan di Asia Tenggara masih lebih tinggi dibandingkan dengan di negara industri. Rata-rata rasio GDI terhadap GDP adalah 28% di Asia Tenggara dan 24% di negara industri, dan rata-rata rasio GDS terhadap GDP adalah 34% di Asia Tenggara dan 25% di negara industri.

Tabel.5.1. Ringkasan Statistik (*mean* dan *standard deviation*) dari MC/GDP, VT/GDP, M2/GDP, CPR/GDP, GDI/GDP, dan GDS/GDP, 1990-2006

Negara	MC/GDP		VT/GDP		M2/GDP		CPR/GDP		GDI/GDP		GDS/GDP	
	Mean	Std.dev	Mean	Std.dev	Mean	Std.dev	Mean	Std.dev	Mean	Std.dev	Mean	Std.dev
Asia Tenggara	0.93	0.37	0.46	0.27	0.92	0.10	0.81	0.18	0.28	0.07	0.34	0.03
Indonesia	0.23	0.11	0.10	0.07	0.48	0.07	0.38	0.15	0.26	0.07	0.30	0.05
Malaysia	1.73	0.70	0.78	0.68	1.28	0.16	1.22	0.25	0.30	0.09	0.42	0.04
Philipina	0.48	0.24	0.13	0.10	0.52	0.10	0.33	0.11	0.20	0.03	0.17	0.03
Singapura	1.65	0.55	0.88	0.31	1.21	0.06	0.98	0.11	0.30	0.08	0.47	0.03
Thailand	0.54	0.25	0.40	0.20	1.09	0.12	1.13	0.26	0.32	0.09	0.34	0.02
Amerika Latin	0.39	0.13	0.09	0.06	0.41	0.14	0.31	0.12	0.20	0.02	0.21	0.04
Argentina	0.17	0.07	0.08	0.11	0.24	0.09	0.17	0.05	0.18	0.03	0.20	0.04
Brasil	0.36	0.19	0.14	0.07	0.50	0.23	0.41	0.31	0.19	0.02	0.19	0.05
Peru	0.20	0.09	0.04	0.02	0.14	0.03	0.19	0.06	0.20	0.03	0.19	0.03
Chili	0.92	0.19	0.09	0.05	0.68	0.28	0.58	0.09	0.23	0.02	0.27	0.03
Mexico	0.31	0.11	0.11	0.07	0.47	0.05	0.21	0.07	0.20	0.02	0.21	0.03
Negara Industri	1.47	0.73	0.82	0.55	1.51	0.25	1.43	0.25	0.24	0.03	0.25	0.03
Hongkong	3.33	1.97	1.59	1.03	2.54	0.51	1.50	0.11	0.27	0.05	0.32	0.02
Jepang	0.74	0.17	0.42	0.34	2.10	0.21	2.40	0.10	0.27	0.03	0.28	0.03
Amerika Serikat	0.91	0.26	0.76	0.43	0.72	0.07	0.51	0.04	0.19	0.01	0.16	0.02
Kanada	0.88	0.50	0.52	0.40	0.66	0.19	1.30	0.75	0.22	0.03	0.22	0.03

Keterangan:

MC/GDP = rasio kapitalisasi pasar terhadap GDP
 VT/GDP = rasio total nilai transaksi terhadap GDP
 M2/GDP = rasio suplai uang beredar terhadap GDP

CPR/GDP = rasio kredit untuk sektor swasta terhadap GDP
 GDI/GDP = rasio gross domestic investment terhadap GDP
 GDS/GDP = rasio gross domestic saving terhadap GDP

Sumber: World Federation of Exchanges members, International Financial Statistics dari IMF, World Economic Outlook Database, October 2007, ERS International Macroeconomic Data Set, Economic Survey of Latin America and The Caribbean 2000-2006, dan Asian Development Outlook (Statistical Appendix) 1996-2007

5.2. Kondisi Struktural Pasar Modal Antar Negara Di Era Krisis Ekonomi

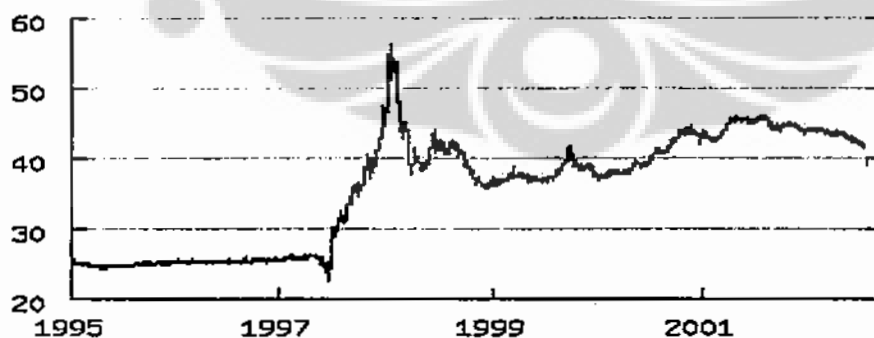
Perjalanan ekonomi global mengalami kondisi surut akibat krisis di Asia. Krisis yang bermula dari kejatuhan nilai tukar mata uang baht Thailand di bulan Juli 1997, ternyata berlangsung lebih dalam dengan cakupan geografis yang lebih luas. Pengaruh krisis tersebut menyentuh semua kekuatan ekonomi Asia, kendati dengan sifat dan

kedalaman yang bervariasi di masing-masing negara. Jatuhnya nilai tukar yen terhadap dollar AS di pertengahan 1998 kian memperluas imbas krisis. Kejadian ini menjadi pemicu menjalarnya krisis Asia ke kawasan ekonomi lainnya seperti Amerika Latin dan Rusia sehingga mengakibatkan spekulasi akan ancaman terjadinya krisis global.

Namun di tengah fenomena menjalarnya krisis Asia ke kawasan lainnya, gambaran umum ekonomi kawasan Asia memasuki pertengahan paruh kedua 1998 justru menunjukkan tanda-tanda perbaikan: penguatan kembali mata uang Yen yang pada gilirannya mengangkat nilai tukar mata uang sejumlah negara yang tengah mengalami krisis di Asia Tenggara sehingga berimbas pada pemulihan ekspor kendati dengan basis pertumbuhan yang rendah, tanda-tanda penurunan tingkat inflasi di beberapa negara, serta surplus transaksi berjalan. Perubahan ini sebagai hasil positif dari proses penyesuaian yang berlangsung di masing-masing negara. Jika kecenderungan ini terus berlangsung maka sebagian besar negara di kawasan Asia yang tengah mengalami krisis, akan kembali mengalami pertumbuhan positif pada pertengahan 1999 (FEER, 22 Oct. 1998). Terdapat dua hal yang dapat dijadikan pelajaran terkait pemulihan ekonomi kawasan. *Pertama*, sejauhmana penyelesaian sejumlah faktor kritis di masing-masing negara dapat mendukung pemulihan termasuk dalam hal ini penataan lembaga keuangan. *Kedua*, sejauhmana faktor-faktor global memberi dukungan pada pemulihan Asia.

Berikut merupakan rangkuman kejadian ekonomi dan keuangan seputar krisis tahun 1997 dari berbagai negara.¹ Thailand, grafik berikut merupakan pertukaran mata uang Bath terhadap Dollar Amerika. (Gambar 5.1)

Gambar 5.1. Pertukaran Mata Uang Bath Terhadap Dollar Amerika Serikat



2004 Federal Reserve Bank of St. Louis
research.stlouisfed.org

¹ http://id.wikipedia.org/wiki/Krisis_finansial_Asia

Pada tanggal 14 Mei dan 15 Mei 1997, mata uang Thailand yaitu baht, terpukul oleh serangan spekulasi pasar. Perdana Menteri Thailand pada tanggal 30 Juni 1997 mengeluarkan kebijakan tidak akan mendevaluasi baht, kemudian pada tanggal 2 Juli 1997 kebijakan tersebut dikoreksi yaitu dikeluarkannya kebijakan mata uang mengambang. Awal terpukulnya mata uang Bath dimulai pada tahun 1996, Amerika melalui dana *hedge* telah menjual setara 400 juta US\$ mata uang Thai. Kebijakan moneter Thailand dari tahun 1985 sampai 2 Juli 1997 adalah mematok Baht, dimana nilainya adalah 25 untuk 1 US\$. Namun kemudian Baht jatuh tajam dan hilang setengah harganya. Di bulan Januari 1998, Baht jatuh ke titik terendah yaitu 56 per 1 US\$ yang didahului jatuhnya pasar saham Thailand sekitar 75% pada tahun 1997. *Finance One*, salah satu perusahaan keuangan Thailand terbesar mengalami kerugian yang sangat besar sehingga mengalami jatuh pailit. Untuk mengantisipasi terjadinya krisis yang lebih besar, pada tanggal 11 Agustus 1998, IMF memberikan bantuan kepada Thailand melalui paket penyelamatan senilai lebih dari 16 milyar dollar AS (kira-kira 160 trilyun Rupiah). Kemudian pada tanggal 20 Agustus 1998, IMF menyetujui, paket "*bailout*" sebesar 3,9 milyar dolar AS.

Berikutnya adalah yang terjadi di Philipina, Bank sentral Philipina menaikkan suku bunga sebesar 1,75 persen point pada Mei 1997 dan 2 point lagi pada 19 Juni 1997. Saat Thailand memulai krisis pada tanggal 2 Juli 1997, bank sentral Philipina untuk mengantisipasi kondisi tersebut pada tanggal 3 Juli 1997 mengeluarkan kebijakan dengan melakukan intervensi pasar besar-besaran, kebijakan tersebut dimaksudkan untuk menjaga peso Filipina. Intervensi yang dilakukan adalah dengan menaikkan suku bunga dari 15 persen ke 24 persen dalam satu malam.

Di bulan Oktober 1997 Hongkong sebagaimana negara di Asia lainnya terkena dampak krisis ekonom. Dollar Hong Kong, yang dipatok 7,8 ke dolar AS, mendapatkan tekanan spekulatif karena inflasi Hong Kong lebih tinggi dibanding AS selama bertahun-tahun. Pejabat keuangan menghabiskan lebih dari 1 milyar dollar AS untuk mempertahankan mata uang lokal. Meskipun adanya serangan spekulasi, Hong Kong masih dapat mengatur mata uangnya, kebijakan yang diambil adalah dengan mematok mata uangnya ke dolar AS. Dampak dari kebijakan tersebut adalah pasar saham di Hong Kong menjadi tidak stabil, dimana antara tanggal 20 sampai 23 Oktober 1997, Index Hang Seng turun menjadi 23%. Untuk mengantisipasi kondisi tersebut Otoritas Moneter

Hong Kong berjanji melindungi nilai mata uang lokal. Satu keadaan lain yang mencerminkan kondisi krisis ekonomi di Hong Kong adalah pada tanggal 15 Agustus 1997, suku bunga Hong Kong naik dari 8 persen menjadi 23 persen dalam satu malam.

Malaysia, defisit akun mata uang Malaysia besarnya lebih dari 6 persen dari GDP di tahun 1997. Pada bulan Juli 1997, ringgit Malaysia mendapat tekanan dari para spekulasi. Untuk mengantisipasinya, pada tanggal 17 Agustus 1997 Malaysia mengeluarkan kebijakan moneter yaitu mengambang mata uangnya, namun kebijakan tersebut tidak efektif dampak dari kebijakan tersebut adalah mata uang Malaysia nilai tukarnya terhadap US dollar turun secara tajam. Empat hari kemudian *Standard and Poor's* menurunkan peringkat rating hutang Malaysia. Seminggu kemudian, agensi rating menurunkan rating *Maybank*, bank terbesar Malaysia. Di hari yang sama, Bursa saham Kuala Lumpur jatuh 856 point, titik terendahnya sejak tahun 1993. Pada tanggal 2 Oktober 1997, ringgit nilainya kembali jatuh. Untuk mengantisipasinya, Perdana Menteri Malaysia pada periode tersebut memperkenalkan kontrol modal. Namun, kebijakan tersebut tidak berarti banyak karena mata uang tersebut nilainya semakin turun, sehingga pada akhir 1997 Perdana Menteri mengumumkan bahwa pemerintah akan menggunakan 10 milyar ringgit di proyek jalan, rel dan saluran pipa untuk mendorong perekonomian Malaysia. Kondisi krisis ekonomi tidak berubah sampai dengan tahun 1998, pengeluaran di berbagai sektor menurun. Sektor konstruksi menyusut 23,5 persen, produksi menyusut 9 persen dan pertanian 5,9 persen. Keseluruhan GDP negara ini turun 6,2 persen di tahun 1998. Namun yang dapat ditarik pelajaran dari Malaysia adalah negara tersebut merupakan negara tercepat di Asia Tenggara yang pulih dari krisis ekonomi, salah satu cara yang dilakukan adalah dengan menolak bantuan IMF.

Pada bulan Juni 1997, kondisi Indonesia berdasarkan kondisi variabel-variabel makro ekonomi terlihat jauh dari krisis. Tidak seperti Thailand, Indonesia memiliki inflasi yang rendah, perdagangan surplus lebih dari 900 juta dolar, persediaan mata uang asing yang besar yaitu lebih dari 20 milyar dolar, dan sektor bank yang baik. Namun banyak perusahaan Indonesia terutama yang bergerak disektor swasta melakukan pinjaman untuk ekspansi perusahaannya, pinjaman tersebut dilakukan dalam bentuk mata uang asing yaitu dolar AS. Pada saat rupiah menguat terhadap dolar, kondisi tersebut berdampak positif bagi perusahaan. Level efektifitas hutang perusahaan dan biaya finansial telah berkurang pada saat harga mata uang lokal meningkat.

Namun ketika di bulan Juli 1997, Thailand mengeluarkan kebijakan mengambang baht, Otoritas Moneter Indonesia melebarkan jalur perdagangan dari 8 persen ke 12 persen. Dampaknya adalah mata uang rupiah mulai mendapat tekanan di bulan Agustus 2007. Pada tanggal 14 Agustus 1997, pertukaran kebijakan mata uang mengambang teratur digantikan dengan kebijakan mata uang mengambang bebas. Pada saat itu nilai rupiah terhadap mata uang US dollar jatuh lebih dalam. IMF selaku lembaga moneter internasional menawarkan paket bantuan sebesar 23 milyar US dolar, namun nilai mata uang rupiah turun tajam karena jatuh tempo hutang perusahaan swasta yang harus dibayar. Akibat penjualan rupiah, permintaan dolar yang kuat menjadi pemicu krisis ekonomi di Indonesia sehingga pada bulan September 1997, mata uang rupiah dan indeks harga saham di Bursa Saham Jakarta menyentuh titik terendah. *Moody's* menurunkan hutang jangka panjang Indonesia menjadi "*junk bond*".

Meskipun krisis rupiah dimulai pada Juli dan Agustus, krisis ini menguat pada November ketika efek dari devaluasi di musim panas muncul di neraca perusahaan. Perusahaan yang meminjam dalam dollar harus menghadapi biaya yang lebih besar yang disebabkan oleh penurunan rupiah, dan banyak yang bereaksi dengan membeli dollar, yaitu: menjual rupiah sehingga menurunkan harga rupiah lebih rendah lagi. Inflasi nilai rupiah dan harga sembilan bahan pokok menimbulkan efek negatif bagi Indonesia.

Singapura, para pengambil kebijakan ekonomi Singapura berhasil mengatur performa yang relatif sehat dibandingkan dengan negara lain di Asia selama dan setelah krisis keuangan, meskipun hubungan erat dan ketergantungan ekonomi regional tetap membawa efek negatif terhadap ekonominya. Namun, secara keseluruhan kebijakan yang dikeluarkan untuk mengeliminasi dampak negatif dari krisis ekonomi dilakukan secara menyeluruh, kebijakan fiskal yang dilakukan Singapura semestinya menjadi pelajaran bagi negara tetangganya. Sebagai negara dengan ekonomi terbuka, dollar Singapura terbuka terhadap tekanan spekulatif seperti yang telah terjadi pada tahun 1985. Pertumbuhan di bidang ekonomi sangat penting bagi Singapura, pemerintah telah berupaya mengatur pertukaran mata uangnya untuk menghindari potensi penyerangan dari spekulasi.

Krisis ekonomi Asia juga memberikan tekanan kepada Amerika Serikat dan Jepang. Ekonomi kedua negara tersebut tidak jatuh, namun keduanya mengalami efek negatif akibat krisis tersebut. Pada tanggal 27 Oktober 1997, indeks harga saham di bursa

Dow Jones jatuh 554 point, atau 7,2 persen, karena kekhawatiran masa depan ekonomi Asia. Bursa efek New York menunda sementara perdagangan. Krisis ini mengakibatkan menurunnya tingkat konsumsi masyarakat di Amerika. Jepang juga mengalami imbas dari terjadinya krisis karena ekonomi negara tersebut memiliki peran penting di wilayah Asia. Negara-negara Asia pada umumnya mengalami defisit perdagangan dengan Jepang karena ekonomi Jepang dua kali lebih besar dari negara-negara Asia lainnya bila dijumlahkan, dan tujuh kali lipat dibandingkan China. Berdasarkan nilai transaksi perdagangan internasional, sekitar 40 persen ekspor Jepang ke Asia. Namun akibat krisis, pertumbuhan GDP riil melambat di tahun 1997, dari 5 persen ke 1,6 persen dan turun ketingkat resesi ekonomi pada tahun 1998. Kondisi tersebut adalah dampak dari krisis keuangan Asia yang dikhawatirkan akan menyebabkan perekonomian Jepang jatuh.

Untuk mengkaji sejauh mana dampak krisis ekonomi tahun 1997 terhadap struktur industri pasar modal dimasing-masing negara, data pada tabel 5.1 dipilah menjadi dua sub periode, yaitu periode sebelum krisis dari tahun 1990 sampai dengan tahun 1997 dan periode setelah krisis yaitu dari periode 1998 sampai dengan 2006. Hasil pemilahan data pada table 5.1 adalah table 5.2. Tujuannya adalah melakukan analisis atas usaha dari masing-masing negara dalam melakukan pemulihan ekonomi khususnya melihat sejauh mana pengaruh struktur ekonomi di negara-negara tersebut terhadap industri pasar modal. Kajian data pada tabel 5.2, terdapat dua faktor yang menjadi acuan. Faktor pertama adalah rasio kapitalisasi pasar (MC) terhadap produk domestik bruto (GDP) dan faktor kedua adalah rasio total nilai transaksi (VT) terhadap produk domestik bruto (GDP).

Dari dua faktor tersebut terlihat untuk wilayah Asia Tenggara, rata-rata rasio kapitalisasi pasar (MC) terhadap produk domestik bruto (GDP) terlihat penurunan dari 98% menjadi 88%, demikian juga dengan rasio rata-rata total nilai transaksi (VT) terhadap produk domestik bruto (GDP) yaitu dari 52% menjadi 40%. Untuk wilayah Amerika Latin terjadi hal sebaliknya, rata-rata rasio kapitalisasi pasar (MC) terhadap produk domestik bruto (GDP) mengalami kenaikan dari 37% menjadi 41%, namun rasio rata-rata total nilai transaksi (VT) terhadap produk domestik bruto (GDP) mengalami penurunan yaitu dari 11% menjadi 8%. Sedangkan untuk negara-negara industri kedua faktor tersebut mengalami kenaikan, untuk rata-rata rasio kapitalisasi pasar (MC) terhadap produk domestik bruto (GDP) dari 99% menjadi 189% dan rasio rata-rata total nilai transaksi (VT) terhadap produk domestik bruto (GDP) dari 46% menjadi 116%.

Berdasarkan data tersebut terlihat bahwa kawasan di Asia Tenggara mengalami dampak negatif akibat krisis dalam hal ini industri pasar modal.

Namun terdapat fenomena yang menarik terjadi di negara-negara di Asia Tenggara, hanya Indonesia dan Singapura untuk kedua faktor tersebut mengalami kenaikan. Untuk Indonesia rata-rata rasio kapitalisasi pasar (MC) terhadap produk domestik bruto (GDP) dari 21% menjadi 25% dan rasio rata-rata total nilai transaksi (VT) terhadap produk domestik bruto (GDP) dari 9% menjadi 10%, sedangkan Singapura rata-rata rasio kapitalisasi pasar (MC) terhadap produk domestik bruto (GDP) dari 147% menjadi 181% dan rasio rata-rata total nilai transaksi (VT) terhadap produk domestik bruto (GDP) dari 77% menjadi 98%. Thailand hanya mengalami kenaikan pada rasio rata-rata total nilai transaksi (VT) terhadap produk domestik bruto (GDP) dari 40% menjadi 41%. Dari paparan data tersebut, terdapat beberapa kemungkinan tentang fenomena tersebut khususnya untuk negara-negara seperti Indonesia dan Singapura yang tidak mengalami penurunan nilai rasio kapitalisasi pasar (MC) dan total nilai transaksi (VT). Pertama, kinerja pasar modal dinegara-negara tersebut cukup baik sehingga tidak terkena krisis dan kemungkinan kedua, nilai GDP nominal sebagai variabel pembagi pada rasio tersebut mengalami penurunan yang berarti kondisi perekonomian memburuk.

Tabel.5.2. Perubahan Statistik (mean dan standard deviation) dari MC/GDP dan VT/GDP sebelum dan setelah tahun 1997 (1990-2006)

Negara	MC/GDP (1990-1997)		MC/GDP (1998-2006)		VT/GDP (1990-1997)		VT/GDP (1998-2006)	
	Mean	Std.dev	Mean	Std.dev	Mean	Std.dev	Mean	Std.dev
Asia Tenggara	0,98	0,43	0,88	0,23	0,52	0,33	0,40	0,13
Indonesia	0,21	0,13	0,25	0,10	0,09	0,10	0,10	0,03
Malaysia	2,07	0,91	1,44	0,17	1,15	0,87	0,44	0,11
Philipina	0,57	0,31	0,40	0,12	0,17	0,12	0,10	0,08
Singapura	1,47	0,50	1,81	0,57	0,77	0,37	0,98	0,22
Thailand	0,58	0,30	0,50	0,21	0,40	0,21	0,41	0,20
Amerika Latin	0,37	0,14	0,41	0,10	0,11	0,07	0,08	0,03
Argentina	0,13	0,06	0,21	0,06	0,14	0,14	0,04	0,02
Brasil	0,31	0,25	0,40	0,13	0,12	0,08	0,15	0,05
Peru	0,16	0,08	0,25	0,08	0,05	0,03	0,04	0,02
Chili	0,88	0,21	0,95	0,17	0,08	0,04	0,10	0,05
Mexico	0,37	0,10	0,26	0,08	0,15	0,08	0,07	0,02
Negara Industri	0,99	0,30	1,89	0,70	0,45	0,26	1,16	0,50
Hongkong	2,08	0,70	4,44	2,10	1,00	0,68	2,11	1,02
Jepang	0,71	0,11	0,76	0,22	0,22	0,08	0,60	0,38
Amerika Serikat	0,70	0,20	1,10	0,11	0,38	0,16	1,10	0,27
Kanada	0,47	0,19	1,25	0,39	0,19	0,13	0,81	0,32

Keterangan:

MC/GDP = rasio kapitalisasi pasar terhadap GDP

VT/GDP = rasio total nilai transaksi terhadap GDP

Sumber: World Federation of Exchanges members, International Financial Statistics dari IMF, World Economic Outlook Database, October 2007, ERS International Macroeconomic Data Set, Economic Survey of Latin America and The Caribbean 2000-2006, dan Asian Development Outlook (Statistical Appendix) 1996-2007

5.3. Hasil Regresi

Tabel 5.3 dibawah ini adalah ringkasan hasil regresi, versi lengkap dari regresi tersebut ada pada lampiran. Tujuan dari regresi dimaksud adalah mengetahui variabel-variabel makroekonomi yang sangat dominan mempengaruhi pembangunan pasar modal yang mana diwakili oleh variabel kapitalisasi pasar. Regresi tersebut sebagaimana telah dijelaskan pada bab sebelumnya menggunakan teknik data panel analisis (*balanced panel*). Data berasal dari 14 negara dimana periode observasi adalah dari tahun 1990 sampai dengan 2006. Dilakukan dua regresi dimana hasil regresi-regresi tersebut dibandingkan satu dengan lainnya. Sebagaimana telah dijelaskan pada bab terdahulu rasio kredit untuk sektor swasta dan jumlah uang beredar terhadap GDP adalah kelompok intermediari keuangan. Hasil perbandingan tersebut merupakan alat bantu analisis sehingga dapat ditarik suatu kesimpulan.

Perbandingan regresi tersebut selengkapnya adalah sebagai berikut hasil regresi pertama dibandingkan dengan regresi ke dua untuk melihat sejauhmana kontribusi kredit untuk sektor swasta dan jumlah uang beredar terhadap pembangunan pasar modal. Kemudian dibanding antara pengaruh investasi dan tabungan serta dampak dari inflasi dan variabel *dummy* yaitu krisis ekonomi di Asia pada masing-masing regresi. Regresi pertama pada kolom (1) mempresentasi beberapa variabel makroekonomi yang menjadi obyek penelitian diantaranya adalah pendapatan perkapita riil, rasio tingkat tabungan (GDS) terhadap GDP, rasio suplai uang beredar terhadap GDP, rasio kredit untuk sektor swasta terhadap GDP, dan rasio total nilai transaksi terhadap GDP, tingkat inflasi, dan variabel *dummy*. Hasilnya adalah pengaruh kelima variabel tersebut terhadap kapitalisasi pasar adalah positif dan signifikan, namun variabel inflasi dan *dummy* adalah negatif dan signifikan. Ketika tingkat pendapatan riil akhir tahun meningkat sebesar satu persen point maka kapitalisasi pasar akan meningkat sebesar 0.384128 persen point. Jadi dapat disimpulkan bahwa tingkat pendapatan dapat mendorong pembangunan pasar modal. Ketika tingkat tabungan yang diwakili oleh rasio *gross domestic saving* (GDS) terhadap *gross domestic product* (GDP) meningkat satu persen point, kapitalisasi pasar akan meningkat sebesar 0.300391 persen point. Implikasi dari kejadian tersebut adalah kenaikan tingkat tabungan memiliki keterkaitan positif terhadap pasar modal.

Jika rasio suplai uang beredar terhadap GDP meningkat satu persen point maka kapitalisasi pasar akan meningkat sebesar 0.668016 persen point sedangkan apabila rasio

nilai kredit untuk sektor swasta terhadap GDP meningkat satu persen point maka kapitalisasi pasar akan meningkat sebesar 0.117227 persen point. Hal yang dapat disimpulkan adalah pembangunan intermediari disektor keuangan dapat mendorong pembangunan di pasar modal. Berikutnya jika rasio total nilai transaksi terhadap GDP meningkat satu persen point maka dampaknya adalah kapitalisasi pasar meningkat sebesar 0.434272 persen point. Hal ini berarti likuiditas di pasar modal sendiri juga memiliki pengaruh positif terhadap kapitalisasi pasar sehingga pada akhirnya akan mendorong pembangunan di pasar modal.

Untuk membandingkan keterkaitan dan dampak dari ketujuh variabel tersebut khusus variabel rasio GDS terhadap GDP dan rasio GDI terhadap GDP terhadap kapitalisasi pasar, regresi ke-2 memasukkan variabel rasio GDI terhadap GDP menggantikan variabel rasio GDS terhadap GDP dimana keenam variabel lainnya tetap. Hasilnya adalah kelima variabel tersebut positif dan signifikan sedangkan variabel inflasi dan *dummy* negatif dan signifikan. Berdasarkan hasil regresi, jika analisis antara hasil regresi ke-1 dan ke-2 dibandingkan, hasilnya adalah untuk regresi-2 variabel rasio jumlah uang beredar terhadap GDP adalah tetap variabel yang lebih baik untuk mengukur pembangunan intermediari di sektor keuangan dan pengaruhnya terhadap kapitalisasi pasar di pasar modal karena pengaruh peningkatannya lebih besar. Pada regresi-2, jika rasio suplai uang beredar terhadap GDP meningkat satu persen point maka kapitalisasi pasar akan meningkat sebesar 0.621892 persen point sedangkan apabila rasio nilai kredit untuk sektor swasta terhadap GDP meningkat satu persen point maka kapitalisasi pasar akan meningkat sebesar 0.104909 persen point. Namun hasil regresi tersebut bertolak belakang dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Garcia (1999) dimana variabel rasio kredit untuk sektor swasta terhadap GDP lebih akurat merepresentasikan penggunaan dana investasi riil oleh sektor swasta dibandingkan aggregate moneter dalam hal ini M2.

Pada tesis ini menyertakan faktor stabilitas makroekonomi pada regresi pertama dan kedua, variabel yang mewakili adalah perubahan tingkat inflasi. Sebagaimana telah dipaparkan dipaparkan pada paragraph sebelumnya variabel perubahan inflasi memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap kapitalisasi pasar. Hasil regresi pertama menunjukkan bahwa saat perubahan inflasi meningkat satu persen point akan menyebabkan penurunan kapitalisasi pasar sebesar 0.017130. sedangkan pada regresi dua

besarnya penurunan kapitalisasi pasar tersebut adalah sebesar 0.015412. Berdasarkan kondisi tersebut dapat disimpulkan bahwa perubahan inflasi tidak memiliki peran penting dalam menentukan tingkat kapitalisasi pasar di pasar modal. Namun, hal lainnya yang dapat disimpulkan adalah stabilitas makroekonomi memiliki pengaruh terhadap pembangunan pasar modal. Hasil tersebut sesuai dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Demirguc-Kunt dan Levine (1996b) dimana data bulanan yang digunakan pada saat mengukur volatilitas, keduanya menemukan bahwa volatilitas signifikan dan memiliki keterkaitan negatif dengan seluruh indikator dari pembangunan di sektor keuangan.

Menarik untuk membandingkan antara hasil regresi pertama dengan hasil regresi kedua khususnya untuk variabel rasio GDS terhadap GDP dan rasio GDI terhadap GDP. Berdasarkan hasil kedua regresi tersebut ternyata investasi (rasio GDI terhadap GDP) adalah indikator yang lebih baik dibandingkan tabungan (rasio GDS terhadap GDP). Ketika menggunakan variabel rasio GDI terhadap GDP pada regresi ke-2, menggantikan rasio GDS terhadap GDP pada regresi ke-1. Hasilnya adalah saat rasio GDI terhadap GDP meningkat satu persen point akan menyebabkan kenaikan kapitalisasi pasar sebesar 0.316416.

Tabel 5.3. Hasil regresi dari panel data terhadap variabel bebas yang mempengaruhi variabel terikat yaitu rasio kapitalisasi pasar terhadap GDP nominal

Regresi :	(1)	(2)
Pendapatan riil perkapita	0.384128 (8.364136) [0.0000]	0.490391 (8.432426) [0.8800]
Rasio GDS terhadap GDP	0.300391 (14.92759) [0.0000]	
Rasio GDI terhadap GDP		0.316416 (12.20734) [0.0000]
Rasio kredit untuk sektor swasta terhadap GDP	0.117227 (11.81004) [0.0000]	0.104909 (8.193975) [0.0000]
Rasio suplai uang beredar terhadap GDP	0.668016 (45.88656) [0.0000]	0.621892 (23.82191) [0.0000]
Rasio total nilai transaksi terhadap GDP	0.434272 (101.7917) [0.0000]	0.447313 (50.42885) [0.0000]

Tingkat inflasi	-0.017130 (-44.16539) [0.0000]	-0.015412 (-18.01098) [0.0000]
Dummy	-0.270451 (-39.94832) [0.0000]	-0.382693 (-30.38256) [0.0000]
Adjusted R ²	0.921288	0.922061

Catatan: Hasil regresi adalah dari estimasi panel data. Model Fix Effect (FE) digunakan dalam regresi ke-1 dan ke-2. Hasil Uji-t statistics adalah yang ada dalam tanda kurung dan nilai-P adalah yang ada dalam kurung besar. Data adalah untuk 14 negara selama periode 1990 sampai dengan 2006. Masing-masing regresi memiliki jumlah pengamatan sebesar 238. Empat belas negara yaitu Indonesia, Malaysia, Philipina, Thailand, Singapura, Argentina, Brasil, Chili, Peru, Mexico, Hong Kong, Jepang, Amerika Serikat, dan Kanada.

Sumber: World Federation of Exchanges members, International Financial Statistics dari IMF, World Economic Outlook Database, October 2007, ERS International Macroeconomic Data Set, Economic Survey of Latin America and The Caribbean 2000-2006, dan Asian Development Outlook (Statistical Appendix) 1996-2007

Pada hasil regresi ke-1, setiap peningkatan rasio GDS terhadap GDP sebesar satu persen point akan menyebabkan kenaikan kapitalisasi pasar sebesar 0.300391 persen point. Meskipun selisih prosentase tersebut sangat kecil, berdasarkan hasil perbandingan kelompok regresi tersebut disimpulkan bahwa variabel rasio GDI terhadap GDP adalah indikator yang lebih baik dibandingkan dengan variabel rasio GDS terhadap GDP. Untuk menguji pengaruh krisis ekonomi yang terjadi di Asia di tahun 1997, sebagaimana telah dijelaskan pada paragraph terdahulu, regresi ke-1 dan ke-2 ditambahkan variabel *dummy*. Variabel *dummy* ini adalah didefinisikan nol (0) untuk seluruh lima negara di Amerika Latin yang menjadi obervasi penelitian yaitu Argentina, Brazil, Chili, Peru, dan Mexico dari tahun 1990-2006. Artinya adalah pada periode tersebut negara-negara dimaksud diasumsikan tidak terkena dampak dari krisis di Asia. Sedangkan variabel *dummy* tersebut didefinisikan nol (0) untuk lima negara ASEAN dan empat negara industri yang dijadikan observasi penelitian untuk periode 1990 sampai dengan 1997, kemudian variabel *dummy* tersebut didefinisikan satu (1) untuk periode 1998 sampai dengan 2006.

Hasil kedua regresi tersebut menunjukkan bahwa variabel *dummy* memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap kapitalisasi pasar di pasar modal. Kesimpulannya adalah krisis ekonomi di Asia memiliki efek negatif terhadap kapitalisasi pasar sehingga pada akhirnya krisis ekonomi tersebut akan dapat menghambat pembangunan pasar modal. Ringkasan yang dapat disimpulkan berdasarkan hasil regresi ke-1 dan ke-2 adalah pertama, tingkat pendapatan riil akhir tahun, rasio GDS dan GDI

terhadap GDP, pembangunan intermediari di sektor keuangan (variabel yang mewakilinya adalah rasio kredit untuk sektor swasta terhadap GDP dan rasio suplai uang beredar terhadap GDP), likuiditas di pasar modal (variabel yang mewakilinya adalah rasio total nilai transaksi terhadap GDP dan *turn over ratio*), dan krisis ekonomi yang terjadi di Asia adalah variabel-variabel yang dapat menjadi indikator penting terhadap kapitalisasi pasar di pasar modal sehingga variabel-variabel tersebut memiliki pengaruh (positif ataupun negatif) terhadap pembangunan pasar modal. Kedua, stabilitas makroekonomi yang diwakili oleh variabel perubahan inflasi memainkan peran penting terhadap kapitalisasi pasar di pasar modal sehingga stabilitas ekonomi tersebut berpengaruh terhadap pembangunan pasar modal.

5.4. Korelasi Pembangunan Pasar Modal dan Intermediari Sektor Keuangan

Menggunakan kumpulan data yang berbeda, Demirguc-Kunt ('996), dan Levine dan Zervos (1998) telah menunjukkan bahwa pembangunan pasar modal berkaitan erat dengan pembangunan intermediari di sektor keuangan. Pada tesis ini dilengkapi dengan penghitungan korelasi antara pembangunan di pasar modal (diukur berdasarkan kapitalisasi pasar di pasar modal masing-masing negara) dengan pembangunan intermediari di sektor keuangan (diukur berdasarkan dua variabel yang mewakili yaitu rasio antara kredit untuk sektor swasta terhadap GDP dan rasio suplai uang beredar terhadap GDP). Pada Tabel 5.3, hasil kedua regresi tersebut, korelasi antara variabel rasio kapitalisasi pasar terhadap GDP dan rasio antara kredit untuk sektor swasta terhadap GDP dan korelasi antara variabel rasio kapitalisasi pasar terhadap GDP dan rasio suplai uang beredar terhadap GDP adalah sekitar 0.92.

Kedua korelasi adalah signifikan dimana nilai P-values adalah 0.0000 dan 0.0000. Jadi, hasil korelasi dalam tesis ini memperkuat dengan apa yang telah ditemukan oleh Demirguc-Kunt dan Levine (1996). Kesimpulan dari kondisi tersebut adalah antara pembangunan pasar modal dan pembangunan intermediari di sektor keuangan adalah saling melengkapi dan bukan pengganti satu dengan lainnya.

BAB VI

IMPLIKASI KEBIJAKAN DAN KESIMPULAN

6.1. Kesimpulan

Tesis ini secara empiris mengelaborasi pengaruh faktor-faktor makroekonomi terhadap pembangunan pasar modal, khususnya kapitalisasi pasar. Kemudian juga diuji keterkaitan antara pembangunan intermediari di sektor keuangan dan pembangunan pasar modal. Untuk alat bantu analisis digunakan panel data, observasi dilakukan pada empat belas negara yaitu kelompok negara ASEAN (lima negara), Amerika Latin (lima negara), dan negara industri (empat negara). Ke empat belas negara tersebut diantaranya adalah Indonesia, Malaysia, Philipina, Thailand, Singapura, Argentina, Brazil, Chili, Peru, Mexico, Hong Kong, Jepang, Kanada, dan Amerika Serikat.

Variabel-variabel yang diukur dalam tesis ini adalah likuiditas di pasar modal meliputi yaitu rasio total nilai transaksi terhadap GDP, kelompok intermediari di sektor keuangan meliputi rasio kredit untuk sektor swasta terhadap GDP dan rasio suplai uang beredar terhadap GDP, untuk mengukur stabilitas makroekonomi variabel yang digunakan adalah perubahan inflasi, variabel lainnya adalah pendapatan riil akhir tahun, rasio GDS terhadap GDP, rasio GDI terhadap GDP, dan *dummy*.

Pada tesis ini ditemukan bahwa variabel pendapatan per kápita riil, rasio tingkat tabungan (GDS) dan investasi (GDI) terhadap GDP, likuiditas di pasar modal dimana variabel yang mewakili adalah rasio total nilai transaksi terhadap GDP, intermediari di sektor keuangan dengan variabel yang mewakili adalah rasio kredit untuk sektor swasta terhadap GDP dan rasio suplai uang beredar terhadap GDP, dan *dummy* adalah variabel-variabel penting dan signifikan yang dapat mempengaruhi keberhasilan pembangunan pasar modal, sedangkan variabel stabilitas makroekonomi yaitu perubahan inflasi terbukti signifikan mempengaruhi keberhasilan pembangunan pasar modal namun memiliki dampak negatif. Kesimpulan lainnya adalah mengkonfirmasi pendapat tentang pembangunan intermediari di sektor keuangan dan pasar modal adalah saling melengkapi dan tidak saling menggantikan satu sama lain.

6.2. Rekomendasi Kebijakan

Berdasarkan data statistik antara dua kelompok negara yaitu ASEAN dan Amerika Latin tampak bahwa pembangunan pasar modal di ASEAN lebih maju dibandingkan Amerika Latin. Faktor pendorong kondisi tersebut adalah lebih tingginya tingkat tabungan dan tingkat pertumbuhan pendapatan riil, pasar modal yang lebih likuid, dan sektor perbankan yang lebih maju di ASEAN. Untuk itu diperlukan beberapa langkah kebijakan terkait hal tersebut yaitu pertama, kebijakan dalam penanganan ekonomi makro pada saat krisis di Asia memiliki peran penting dalam pembangunan pasar modal. Kedua, rasio tingkat tabungan (GDS) terhadap GDP memiliki peran penting dalam tingkat pertumbuhan kapitalisasi pasar di pasar modal. Salah satu alasan mengapa negara-negara di Amerika Latin memiliki pasar modal yang lebih kecil dibandingkan negara-negara ASEAN adalah rasio tingkat tabungan (GDS) terhadap GDP yang rendah. Untuk itu dalam mendorong pembangunan pasar modal, pemerintah negara-negara di Amerika Latin dapat mengeluarkan kebijakan yang memuat strategi dalam menstimulasi pertumbuhan rasio tingkat tabungan (GDS) dan rasio tingkat investasi (GDI) terhadap GDP.

Ketiga, likuiditas di pasar modal memiliki pengaruh positif terhadap kapitalisasi pasar. Sebagian besar pasar modal di negara-negara Amerika Latin masuk kategori *emerging market*, dimana pasar modal dari negara-negara tersebut memiliki likuiditas yang rendah. Untuk itu diperlukan upaya meningkatkan likuiditas pasar modal sehingga dapat mendorong pembangunan pasar modal.

Berdasarkan hasil regresi, untuk membuat kebijakan khususnya yang terkait dengan pembangunan pasar modal perlu memperhatikan beberapa faktor yaitu pendapatan per kapita riil, tingkat tabungan dan investasi terhadap, likuiditas di pasar modal yaitu dari total nilai transaksi, intermediari di sektor keuangan yang terdiri dari kredit untuk sektor swasta, tingkat inflasi, suplai uang beredar, dan kondisi diluar sistem misalnya krisis ekonomi. Faktor-faktor tersebut adalah penting dan signifikan dalam mempengaruhi keberhasilan pembangunan pasar modal.

Mengacu pada hasil regresi juga terlihat bahwa pasar modal adalah pelengkap bagi sektor perbankan dan bukan pengganti satu dengan lainnya. Oleh karena itu pembangunan intermediari di sektor keuangan akan dapat mendorong pembangunan pasar modal. Berdasarkan data, negara-negara di ASEAN cukup sukses dalam

membangun intermediari di sektor keuangan. Penelitian ini memasukkan empat negara industri sebagai observasi, tujuannya adalah sebagai acuan sejauh mana negara-negara diluar negara industri tersebut memanfaatkan variabel-variabel makroekonomi pada tataran kebijakan untuk mendorong pembangunan pasar modalnya.



Daftar Pustaka

- ADB, (1996), "Asian Development Outlook".
.....(2000), "Asian Development Outlook".
.....(2003), "Asian Development Outlook".
.....(2004), "Asian Development Outlook".
.....(2005), "Asian Development Outlook".
.....(2006), "Asian Development Outlook".
.....(2007), "Asian Development Outlook".
.....(2007), "Asian Development Outlook Update".
- Atje, Raymond and Jovanovic, Boyan (1993). "Stock Markets and Development", *European Economic Review*, April, 37(2/3), pp. 632-640.
- Baier, Dwyer Jr, Tamura (2003), "Does Opening a Stock Exchange Increase Economic Growth?", *Federal Reserve Bank of Atlanta, Working Paper 2003-36*
- Baltagi H. B (2001), "Econometric Analysis of Panel Data", Second Edition, New York: John Wiley & Sons LTD.
- Bencivenga, Smith and Starr (1996), "Liquidity of Secondary Capital Markets: Allocative Efficiency and the Maturity Composition of the Capital Stock," *Economic Theory* 7(1), 10-50
- Bank Indonesia (2005), BI Financial Statistics, www.bi.go.id
- Breusch, T. S., and A. R. Pagan (1980), "The LaGrange Multiplier Test and Its Applications to Model Specification in Econometrics", *Review of Economic Studies*, 47, 239-254
- Boyd and Smith (1996), "The Co evolution of the Real and Financial Sectors in the Growth Process", *The World Bank Economic Review*, 10 (2)
- Bursa Efek Jakarta (2005), JSX Statistics, www.jsx.co.id
- Claessens S, Klingebiel D, Schumukler Sergio (2002), "Explaining the Migration of Stock from Exchanges in Emerging Economies to International Centers", *Centre for Economic Policy Research*, Discussion Paper No.3301, London.
- Domirguc-Kunt, Levine (1996), "Stock Market, Corporate Finance and Economic Growth: An Overview", *World Bank Economic Review*, 10, pp.223-239.
- ECLAC, (2006), "Latin America and The Caribbean in The world Economic".
- E. Young Song (1993), "Increasing Returns and the Optimality of Open Capital Markets in a Small Growing Economy", *International Economic Review*, Vol. 34, No. 3. (Aug., 1993), pp. 705-713
- Garcia, Valeriano and Liu, Lin (1999), "Macroeconomics Determinants of Stock Market Development", *Journal of Applied Economics*, Vol.II, No.1, pp.29-59

- Goeltom, Miranda (1999), "Indonesia's Financial Liberalisation", Bank Indonesia
- Green H. W. (2003), "Econometric Analysis", *Fifth Edition*, New Jersey: Prentice Hall
- Greenwood. J and B. Jovanovic (1990), "Financial Development, Growth and the Distribution of Income", *Journal of Political Economy* 85(5), 1076-1107
- Gurley, John, and Edward Shaw, (1967), "Financial Structure and Economic Development", *Economic Development and Cultural Change* 34 (2), pp 333-46
- Helpman and Krugman (1985). "Market Structure and Foreign Trade", MIT Press
- Hsiao C. (1986), "Analysis of Panel Data", Cambridge, Eng: Cambridge University Press
- Judge G.G., R.C. Hill, W.E. Griffiths, H. Lutkepohl and T. Lee (1988), "Introduction to the Theory and Practice of Econometrics", (*Second Edition*). New York: John Wiley & Sons
- Korajczyk, Robert A, (1996). "A Measure of Stock Market Integration for Developed and Emerging Markets," *World Bank Economic Review*, Oxford University Press, vol. 10(2), pages 267-89, May
- La Porta, Lopez-de Silanes, Sheleifer dan Vishny (1996), "Law and Finance", NBER, WP No.5661.
- Levine, Rose (1991), "Stock Markets, Growth, and Tax Policy", *Journal of Finance* 46, (September), pp.1445-65.
- (1996), "Stock Market Development and Long-Run Growth", *World Bank Economic Review*.
- Levine, Rose, and Sara Zervos (1998), "Stock Markets, Bank, and Economic Growth", *American Economic Review* 88 (2), pp.537-58.
- Mayer, C (1988), "New Issues in Corporate Finance", *European Economic Review*, 32, pp.1167-118
- McKinnon, Ronald I (1973), "Money and Capital in Economic Development", *Washington, DC: The Brooking Institution*
- Miller, Merton (1991), "Financial Innovation and Market Volatility", Blackwell, Cambridge
- Modigliani, F, and Miller, M.H. (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance, and Theory of Investment", *American Economic Review*, 48 (3): 261-297
- Murinde, V. (1996) .Financial Markets and Endogenous Growth: An econometric analysis for Pacific Basin., in Hermes, N and R. Lensink (ed): *Financial Development and Economic Growth: Theory and experiences from developing countries*. London:Routledge. pp 94-114
- Nachrowi, D.N, dan Usman, Hardius, (2006), Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika Untuk Analisis ekonomi dan Keuangan, LP FE-UI, Jakarta pp. 309-332
- Ness and Martinez (1997), "The Stock Market in Argentina and Brazil", *The World Bank Policy Research Working Paper*, Washington, DC

- Nissanke, Machiko and Stein, H (2003), "Financial Globalization and Economic Development". *Eaäyem yyonyyä Jyörnäy*, vol. 29(2). pp. 287-308
- Obstfeld, Maurice (1994), "Risk-Taking, Global Diversification, and Growth", *American Economic Review* 85 (5), pp.1310-29
- Pagano, Marco (1993), "Financial Market and Growth: an Overview", *European Economic Review*, 37, pp.613-32
- R.N. Agarwal, (2000). "Financial integration and capital markets in developing countries: A study of growth, volatility and efficiency in the Indian capital market," Institute of Economic Growth, Delhi Discussion Papers 21, Institute of Economic Growth, Delhi, India
- Romer, David, *Advanced Macroeconomics*, New York : McGraw-Hill, 2006
- Shleifer, A and Summers, L (1988), "Breach of Trust in Hostile Takeovers" in ed., A.Auerbach, *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, Chicago, University of Chicago Press, 33-56.
- Stiglitz, Joseph E (1985), "Credit Market and The Control of Capital", *Journal of Money, Credit and Banking*, May,17(2), pp.133-152
- World Bank (1996), *Global Economic Prospects and the Developing Countries*.
- (1997), *The Road to financial Integration: Private Flows to Developing Countries*, New York: Oxford University Press.
- World Federation of Exchange (2007), "Focus on December 2007"

Lampiran

1. Regresi MC/GDP, Pendapatan Riil, GDS/GDP, M2/GDP, CPR/GDP, dan, VT/GDP, Inflasi, dan Dummy 1990 -2006

Dependent Variable: LOG(MCGDP?)
 Method: Seemingly Unrelated Regression
 Date: 01/27/08 Time: 14:56
 Sample: 1990 2006
 Included observations: 17
 Number of cross-sections used: 14
 Total panel (balanced) observations: 238
 One-step weighting matrix

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG(GROGDP?)	0.384128	0.045926	8.364136	0.0000
LOG(GDSGDP?)	0.300391	0.020123	14.92759	0.0000
LOG(M2GDP?)	0.668016	0.014558	45.88656	0.0000
LOG(CPRGDP?)	0.117227	0.009926	11.81004	0.0000
LOG(VTGDP?)	0.434272	0.004266	101.7917	0.0000
INFLC?	-0.017130	0.000388	-44.16539	0.0000
DUMMY?	-0.270451	0.006770	-39.94832	0.0000
Fixed Effects				
_IND--C	-1.914793			
_MAL--C	-2.035304			
_PHIL--C	-0.762068			
_SING--C	-2.919217			
_THAI--C	-2.652517			
_ARG--C	-2.038050			
_BRA--C	-1.878083			
_PER--C	-0.140407			
_CHI--C	-1.206132			
_MEX--C	-2.291987			
_HGK--C	-3.042874			
_JPG--C	-3.592804			
_USA--C	-2.734078			
_CND--C	-2.788875			
Weighted Statistics				
Log likelihood	182.1580			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.927931	Mean dependent var	-0.504162	
Adjusted R-squared	0.921288	S.D. dependent var	0.978990	
S.E. of regression	0.274661	Sum squared resid	16.37021	
Durbin-Watson stat	1.061508			

2. Regresi MC/GDP, Pendapatan Riil, GDI/GDP, M2/GDP, CPR/GDP, dan, VT/GDP, Inflasi, dan Dummy 1990 -2006

Dependent Variable: LOG(MCGDP?)
 Method: Seemingly Unrelated Regression
 Date: 02/19/08 Time: 09:09
 Sample: 1990 2006
 Included observations: 17
 Number of cross-sections used: 14
 Total panel (balanced) observations: 238
 One-step weighting matrix

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG(GROGDP?)	0.490391	0.058155	8.432426	0.0000
LOG(GDIGDP?)	0.316416	0.025920	12.20734	0.0000
LOG(M2GDP?)	0.621892	0.026106	23.82191	0.0000
LOG(CPRGDP?)	0.104909	0.012803	8.193975	0.0000
LOG(VTGDP?)	0.447313	0.008870	50.42885	0.0000
INFLC?	-0.015412	0.000856	-18.01098	0.0000
DUMMY?	-0.382693	0.012596	-30.38256	0.0000
Fixed Effects				
_IND--C	-3.377789			
_MAL--C	-3.485787			
_PHIL--C	-2.515307			
_SING--C	-4.517294			
_THAI--C	-4.078288			
_ARG--C	-4.087072			
_BRA--C	-3.829634			
_PER--C	-2.096256			
_CHI--C	-2.981865			
_MEX--C	-4.211733			
_HGK--C	-4.761782			
_JPG--C	-5.406486			
_USA--C	-4.875243			
_CND--C	-4.828575			
Weighted Statistics				
Log likelihood	162.0168			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.928639	Mean dependent var	-0.504162	
Adjusted R-squared	0.922061	S.D. dependent var	0.978990	
S.E. of regression	0.273309	Sum squared resid	16.20945	
Durbin-Watson stat	0.927925			