

BAB II

STUDI LITERATUR

2.1 Pasar Modal & Pertumbuhan Ekonomi: Teori & Beberapa Bukti Empiris

Perkembangan pasar modal dapat mendorong pertumbuhan ekonomi melalui kemudahan akses terhadap modal untuk pembiayaan investasi riil, namun di sisi lain volatilitasnya dapat mengganggu perekonomian riil. Dalam sub-bab ini akan dibahas mengenai bagaimana pasar modal dapat mempengaruhi perekonomian riil dan pertumbuhan ekonomi melalui beberapa teori dan bukti empiris dari penelitian-penelitian terdahulu.

Teori mengenai hubungan antara pasar finansial dan perekonomian riil sudah muncul semenjak awal abad ke 20: ekonom Joseph Schumpeter¹ berpendapat bahwa bahwa pasar finansial melalui jasa dari perantara keuangan di dalamnya, merupakan elemen yang sangat penting bagi pertumbuhan ekonomi. Hal ini didasari oleh pemikiran bahwa lembaga keuangan memiliki kemampuan: (1) memobilisasi tabungan masyarakat; (2) melakukan evaluasi terhadap proyek-proyek; (3) mengelola risiko; (4) memonitor manajer; serta (5) memfasilitasi berbagai transaksi yang penting bagi inovasi teknologi dan pertumbuhan ekonomi.

Jika pendapat Joseph Schumpeter menjadi pendukung pemikiran bahwa pasar finansial (dan dengan demikian juga pasar modal) memiliki peran positif dalam perekonomian riil, maka John Maynard Keynes pada tahun 1930an adalah pendukung pemikiran yang sebaliknya. Keynes² berargumen bahwa pertumbuhan pasar modal suatu negara, yang seringkali hanya merupakan *bubble* akibat aksi spekulasi, memiliki efek negatif yang lebih besar ketimbang efek positifnya terhadap perekonomian riil. Menurutnya aksi spekulasi dapat menciptakan volatilitas yang mengganggu keleluasaan otoritas moneter dalam mencapai targetnya.

¹ Sebagaimana dikutip oleh King & Levine (1993)

² Sebagaimana dikutip oleh Arestis, Demetriades & Luintel (2001)

Berbicara tentang volatilitas sebagai *excess* negatif yang terbesar dari pasar modal, maka kita harus berbicara tentang masalah asimetri informasi. Salah satu penyebab volatilitas di pasar modal adalah asimetri informasi. Sejarah telah mencatat beberapa kejatuhan pasar modal yang disebabkan oleh asimetri informasi, contohnya adalah kasus Enron dan kasus *Subprime Mortgage*. Kasus terakhir membuat heboh seluruh dunia, krisis yang terjadi di pasar modal Amerika dikhawatirkan menimbulkan resesi bagi Amerika sehingga membuat Negara-negara mitra dagangnya ikut was-was.

Akerloff dalam tulisannya di tahun 1970 "*Lemon's Theorem: quality and uncertainty*", menjelaskan bagaimana masalah asimetri informasi dapat menyebabkan keruntuhan sebuah pasar. Dengan menggunakan contoh pasar mobil bekas, ia menjelaskan bahwa keunggulan informasi yang dimiliki penjual mobil bekas akan menimbulkan insentif baginya untuk menjual mobil berkualitas buruk (*lemons*) dengan harga mobil berkualitas baik. Ketika pembeli menyadari bahwa ia menghadapi ketidak pastian akan kualitas mobil yang ada, si pembeli akan menghargai tiap mobil dengan harga rata-rata. Sejalan dengan waktu, penjual mobil berkualitas baik akan keluar dari pasar karena merasa mobilnya *underpriced*. Sehingga ketika yang berada tinggal *lemons* yang *overpriced*, pembeli lah yang akan keluar dari pasar. Pada akhirnya, pasar mobil bekas akan hilang. Di sektor finansial, dimana asimetri informasi merupakan masalah yang mutlak ada, keruntuhan yang sama dapat terjadi. Hal ini yang menyebabkan kebutuhan akan lembaga keuangan. Asumsi informasi sempurna yang dianut oleh aliran klasik tidak berlaku di pasar modal. Oleh sebab itu, masih banyak negara yang masih menaruh restriksi ketat pada pasar modalnya dan pada aliran investasi portfolio ke dan dari negaranya.

Pendapat skeptis lainnya mengenai peran pasar modal dalam pertumbuhan ekonomi dikemukakan pula oleh Mayer (1988) serta Robert Lucas sekitar tahun 1995. Mayer menyatakan bahwa pasar modal memiliki pengaruh yang insignifikan terhadap

pertumbuhan ekonomi karena kecilnya porsi investasi riil yang dibiayai lewat pasar modal. Maka untuk mengungkap seberapa pentingnya pasar modal terhadap perekonomian, sangat penting untuk terlebih dahulu menyelidiki besarnya peranan pasar modal dalam pembiayaan investasi riil perekonomian tersebut. Sedangkan Robert Lucas³, sekitar pada tahun 1988, berargumen bahwa para ekonom seringkali melebih-lebihkan peran sektor finansial dalam perekonomian riil. Lucas juga percaya bahwa analisis ekonometrika kurang mampu menjelaskan fenomena perekonomian riil, sehingga bukti empiris yang bergantung pada analisis ekonometrika untuk menjelaskan fenomena perekonomian riil sesungguhnya kurang dapat dipercaya.

Bersebrangan dengan Keynes, Lucas serta Mayer, beberapa penelitian empiris berargumen bahwa perkembangan pasar modal memiliki peran yang cukup penting dalam pertumbuhan ekonomi. King & Levine (1993), yang meneliti 80 negara dalam periode 1960-1989 menemukan bahwa perkembangan sektor keuangan memiliki korelasi yang kuat dengan pertumbuhan PDB riil per kapita, tingkat akumulasi modal fisik, dan efisiensi perekonomian. Selain itu, perkembangan sektor finansial juga dapat digunakan untuk memprediksi pertumbuhan dengan baik. Dalam penelitian tersebut mereka kemudian menyimpulkan bahwa pertumbuhan pasar modal dapat mendorong sektor riil melalui *technical progress* (dalam hal ini adalah peningkatan kemampuan mengelola sumberdaya modal) dan *entrepreneurship* (kewirausahaan).

Bencivenga, Smith dan Starr (1996) berpendapat bahwa perkembangan pasar modal akan mempengaruhi ekonomi riil melalui peningkatan likuiditas. Sebagian *profitable investment* berskala besar membutuhkan pendanaan yang besar pula dan dengan pengembalian yang memakan waktu relatif lama. Sektor perbankan akan lebih enggan mengalirkan dana yang besar dan dalam jangka waktu yang panjang tersebut. Akibatnya

³ Sebagaimana dikutip oleh Levine & Zervos (1996)

jika hanya mengandalkan sektor perbankan, akan ada banyak investasi skala besar namun menguntungkan yang sulit memperoleh pembiayaan. Di pasar modal yang likuid, investor dapat masuk keluar, membeli dan menjual sahamnya dengan lebih cepat dan mudah (relatif terhadap sistem perbankan). Semakin likuid pasar modalnya, semakin mudah investor/ penabung mengurangi risiko dengan mengubah-ubah komposisi portfolionya. Selain itu, investor di pasar modal relatif lebih banyak dan beragam. Hal ini yang membuat pasar modal relatif lebih rela/ lebih mampu membiayai investasi besar dengan jangka yang sangat panjang. Jelaslah bahwa bagi perusahaan, keuntungan terhadap kehadiran pasar modal adalah adanya akses permanen pada modal (lewat penerbitan saham). Kemudian seiring dengan waktu, bertambahnya jumlah investasi menguntungkan dan likuiditas pasar akan lebih jauh memperbaiki proses alokasi modal. Pada jangka panjang, meningkatnya likuiditas pasar modal juga mampu meningkatkan tingkat tabungan dan investasi suatu negara sehingga akhirnya dapat meningkatkan kemungkinan terjadinya pertumbuhan ekonomi jangka panjang.

Arestis, Demetriades dan Luintel (2001) yang meneliti peran pasar modal terhadap pertumbuhan di 5 negara maju, menemukan bahwa pasar modal memiliki pengaruh yang signifikan dan positif terhadap pertumbuhan ekonomi, namun peran tersebut tidak sebesar peran sektor perbankan. Mereka menemukan bahwa dalam kasus Jerman, Prancis dan Jepang, besarnya pengaruh pasar modal terhadap pertumbuhan ekonomi hanya merupakan fraksi dari pengaruh sektor perbankan terhadap pertumbuhan ekonomi.

Seiring dengan pesatnya kemajuan *information communication* dan *technology* (ICT), penggunaan teknologi di pasar modal negara-negara dunia juga kian canggih. Seharusnya, kemajuan teknologi di pasar modal dapat meningkatkan efisiensi pasar modal. Ini didasari oleh teori *endogenous growth* yang mengemukakan bahwa teknologi meningkatkan kemampuan sebuah perekonomian dalam mengelola sumberdayanya secara

lebih efisien. Ketika melakukan penelitian mengenai pertumbuhan ekonomi di Amerika pada tahun 1950an, Solow menemukan bahwa nilai residual dalam model pertumbuhan klasik yang ia gunakan saat itu sangatlah besar. Ia kemudian menyimpulkan bahwa residual tersebut merupakan cerminan dari adanya perkembangan teknologi, yang kemudian disimpulkan sebagai unsur yang sangat penting bagi pertumbuhan ekonomi. Model Solow mengemukakan bahwa (1) Akumulasi modal (2) Tenaga Kerja, dan (3) *Technical Progress* (kemajuan teknologi) merupakan faktor-faktor pendorong pertumbuhan ekonomi. Teori pertumbuhan Solow di kemudian hari menjadi landasan bagi pengembangan teori *endogeneous growth* yang menambahkan faktor *human capital* (modal manusia) serta kegiatan riset dan pengembangan dalam model pertumbuhan ekonomi.

2.2 Ukuran Perkembangan Pasar Modal, Rancangan Model yang Digunakan Oleh Penelitian Terdahulu, serta Beberapa Bukti Empiris

Seperti telah dikemukakan pada bagian sebelumnya, dalam dekade terakhir ini telah terjadi pertumbuhan yang luar biasa bukan hanya di pasar modal Indonesia namun juga di negara-negara berkembang lainnya. Feldman dan Kumar (1994), mengungkapkan bahwa pasar modal Thailand dan Mexico tumbuh puluhan kali lipat dalam waktu 10 tahun. Kemudian nilai perdagangan pasar modal di negara-negara berkembang telah naik dari 2% ke 10% dari total perdagangan dunia. Namun meskipun pertumbuhan pasar modal di negara-negara berkembang begitu pesat, pasar modal yang dianggap paling maju diantara mereka pun masih belum dapat dikategorikan sebagai pasar modal yang matang. Maka apa saja indikator-indikator perkembangan pasar modal?

Berikut ini adalah beberapa kondisi umum (yang lazim digunakan dalam pengukuran pertumbuhan perkembangan pasar modal dalam penelitian-penelitian

terdahulu) dimana sebuah perkembangan pasar modal dikatakan sedang berlangsung, : (1) Ada penambahan arus uang di dalamnya; (2) meningkatnya likuiditas; (3) ada perkembangan institusi (*laws and regulation*); (4) meningkatnya diversifikasi risiko; (5) ada penambahan perusahaan terdaftar; (6) dan semakin lengkapnya profesi pendukung pasar modal.

Pada kenyataannya indikator-indikator perkembangan pasar modal yang digunakan oleh penelitian-penelitian terdahulu cukup bervariasi, dan biasanya sangat spesifik terhadap negara yang diamati mengingat karakteristik struktur keuangan yang spesifik pula di tiap negara. Selanjutnya akan dijelaskan mengenai variabel-variabel perkembangan pasar modal apa saja yang telah digunakan dalam penelitian terdahulu, serta kemudian rancangan model yang mereka gunakan.

Pada umumnya, penelitian-penelitian yang pembahasannya berkaitan dengan topik pasar modal dan pertumbuhan ekonomi memiliki bentuk model dasar sebagai berikut:

$$growth_t = \beta_0 + \beta_1 STOCK_t + \beta_2 X_t + \varepsilon_t \dots\dots\dots(2.1)$$

Dengan variabel dependen y sebagai variabel pertumbuhan ekonomi riil, $STOCK$ sebagai variabel perkembangan sektor keuangan, dan X sebagai variabel kontrol pertumbuhan seperti, seperti investasi atau konsumsi.

Levine dan Zervos (1996) menggunakan model sebagai berikut:

$$growthcap_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \beta_2 STOCK_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots(2.2)$$

Variabel pertumbuhan ekonomi yang digunakan sebagai variabel dependen adalah pertumbuhan PDB riil per kapita. Variabel-variabel pasar modal ($STOCK$) meliputi nilai kapitalisasi pasar modal, trading, dan derajat integrasi. Sedangkan variabel-variabel kontrol (X) meliputi: PDB riil per kapita awal (*Initial per capita income*, yang merupakan logaritma dari PDB riil per kapita) untuk mengukur tingkat modal fisik per kapita, *school enrollment rate* untuk mengukur tingkat modal manusia, instabilitas politik (banyaknya

revolusi/kudeta, konsumsi, inflasi, serta nilai tukar di pasar gelap. Hasil estimasi penelitian tersebut, yang menggunakan data *cross-section* dan metode *two-stage least square*, menghasilkan korelasi antara perkembangan pasar modal dan pertumbuhan PDB per kapita yang signifikan dan kuat. Levine dan Zervos kemudian menyimpulkan bahwa perkembangan pasar modal memiliki hubungan positif yang kuat dengan pertumbuhan ekonomi dan ukuran-ukuran perkembangan pasar modal yang telah ada mampu menghasilkan estimasi yang baik.

Arestis dan Demetriades (1997) meneliti korelasi, serta pengaruh perkembangan sektor keuangan terhadap pertumbuhan ekonomi pada dua negara (Jerman dan Amerika) menggunakan variabel sektor keuangan yang berbeda untuk kedua negara. Variabel dependen yang digunakan adalah pertumbuhan PDB riil perkapita, sedangkan variabel-variabel sektor keuangan yang digunakan adalah kapitalisasi pasar modal, rasio M2 terhadap PDB, kredit perbankan dan volatilitas pasar modal. Bentuk persamaan regresi kedua negara dibedakan: untuk Jerman digunakan variabel *banking credit* sedangkan untuk Amerika Serikat digunakan variabel M2 terhadap PDB. Ini disebabkan oleh adanya perbedaan karakteristik sektor keuangan kedua negara. Jerman dianggap lebih berbasis perbankan dan Amerika Serikat yang lebih berbasis pasar modal. Rancangan model yang digunakan dalam penelitian tersebut adalah sebagai berikut:

$$\log Y_t = \alpha + \log m2y_t + \log smv_t + \log mc_t + \varepsilon_t \dots\dots\dots(2.3)$$

$$\log Y_t = \beta + \log bc_t + \log smv_t + \log mc_t + \varepsilon_t \dots\dots\dots(2.4)$$

Dengan variable dependen yang merupakan logaritma dari pertumbuhan PDB riil per kapita. Variabel *m2y* merupakan rasio M2 terhadap PDB digunakan sebagai indikator ukuran sektor keuangan yang berbasikan sektor perbankan, untuk menggambarkan pertumbuhan digunakan bentuk logaritma. Variabel *smv* adalah volatilitas pasar modal yang merupakan *moving average* dari index harga saham. Variabel *mc* adalah

pertumbuhan kapitalisasi pasar modal, sebagaimana semua variable independent yang lain, variable *mc* juga diubah ke dalam bentuk logaritma. Variabel *bc* adalah pertumbuhan kredit perbankan yang diubah pula menjadi bentuk logaritma.

Penelitian tersebut kemudian menemukan bukti bahwa pada kasus Jerman perkembangan sektor keuangan mempengaruhi PDB riil secara satu arah dan pertumbuhan kapitalisasi pasar modal mempengaruhi PDB riil melalui sektor perbankan. Sebaliknya pada kasus Amerika, ditemukan cukup bukti yang mengarah pada hubungan *reverse causality*, yaitu PDB riil mempengaruhi perkembangan pasar modal dan sektor perbankan secara signifikan. Dalam hal penggunaan data, Arestis dan Demetriades berargumen bahwa data *time-series* akan menghasilkan estimasi yang lebih baik daripada data *cross-section*.

Graff (1999) yang melakukan penelitian terhadap 93 negara dalam kurun observasi 1970-1990 menggunakan pertumbuhan pendapatan perkapita sebagai variabel pertumbuhan ekonomi dan menggunakan variabel-variabel sebagai berikut untuk sektor keuangan: pangsa dari tenaga kerja yang dipekerjakan dalam sistem keuangan, pangsa dari sistem keuangan terhadap PDB, jumlah bank dan kantor cabang bank per kapita. Sedangkan variabel kontrol yang digunakan adalah: pendapatan perkapita, akumulasi *human capital* yang didekati dengan rata-rata jangka waktu pendidikan, perkembangan teknologi serta tingkat pertumbuhan pembentukan modal perkapita.

Khan dan Senhadji (2000) yang meneliti pengaruh perkembangan sektor keuangan terhadap pertumbuhan ekonomi di 159 negara dalam kurun observasi 1960-1999 menggunakan rancangan model sebagai berikut:

$$growth_{it} = \beta_0 + \beta_1 FD_{it} + \beta_2 X_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (2.5)$$

Variabel pertumbuhan ekonomi (*growth*) yang digunakan adalah pertumbuhan PDB riil, sementara variabel-variabel perkembangan sektor keuangan (*FD*) yang digunakan adalah sebagai berikut:

- (i) *fd1* : rasio kredit kepada sektor swasta domestik terhadap PDB
- (ii) *fd2* : *fd1* ditambah dengan . Rasio kapitalisasi pasar saham terhadap PDB
- (iii) *fd3* : *fd2* ditambah rasio kapitalisasi obligasi pemerintah dan swasta terhadap PDB

Variabel kontrol (*X*) yang digunakan meliputi: porsi investasi terhadap PDB (*iPDB*), laju pertumbuhan penduduk [*dlog(pop)*], laju pertumbuhan *term of trade* [*dlog(tot)*] dan *log* dari pendapatan per kapita (*ly0*). Dengan demikian, bentuk persamaan regresinya menjadi sebagai berikut:

$$growth_i = \beta_0 + \beta_1 FDi + \beta_2 PDB_i + \beta_3 d \log(pop)_i + \beta_4 d \log(tot)_i + \beta_5 ly0 + \epsilon_i \dots (2.6)$$

Model di atas diregresi dengan dua metode; *ordinary least squares* dan *two-stage least squares* untuk mengantisipasi adanya hubungan simultan antara *y* dan *FD*. Ketika kedua metode menghasilkan perbedaan yang tipis, disimpulkan bahwa perkembangan sektor keuangan mempengaruhi pertumbuhan ekonomi.

2.3 Pasar Modal & Sektor Perbankan

Pada bagian ini akan dibahas hubungan antara pasar modal dan sektor perbankan, serta pengaruh sektor perbankan terhadap pertumbuhan ekonomi jika dibandingkan dengan pasar modal. Sebagaimana telah disinggung sebelumnya, perkembangan pasar modal dan pertumbuhan sektor perbankan di Indonesia berjalan beriringan. Tidak hanya di Indonesia, penelitian Demirguc-Kunt dan Levine (1996) terhadap beberapa negara, menghasilkan temuan bahwa pertumbuhan pasar modal akan berjalan seiring dengan pertumbuhan sektor perbankan dan lembaga keuangan non-bank lainnya. Salah satu hal yang melandasi

dugaan bahwa perkembangan pasar modal dapat mendukung pertumbuhan sektor perbankan, adalah karena transaksi-transaksi di pasar modal terjadi melalui sektor perbankan. Oleh sebab itu semakin berkembang pasar modal, semakin banyak pula transaksi yang dilayani oleh perbankan. Selain itu, keuntungan yang diperoleh masyarakat dari pasar modal akan disimpan dalam sistem perbankan sehingga semakin tinggi manfaat investasi di pasar modal semakin tinggi pula uang yang mengalir ke sistem perbankan.

Mengenai pengaruh dari sektor perbankan sebagai sumber pembiayaan investasi riil dan pendorong pertumbuhan ekonomi, penelitian Arestis, Demetriades & Luintel (2001) menemukan bahwa kemampuan sektor perbankan dalam menggerakkan pertumbuhan ekonomi lebih besar dibandingkan dengan kemampuan pasar modal. Kemampuan menggerakkan pertumbuhan ekonomi ini berkaitan dengan struktur sektor keuangan yang dimiliki oleh suatu negara. Karena tiap negara memiliki struktur keuangan yang spesifik, sulit untuk menentukan kuatnya pengaruh sektor perbankan atau pasar modal melalui analisis *cross section*. Negara-negara dunia memiliki struktur sektor keuangan yang bervariasi, Jepang dan Jerman misalnya memiliki sektor keuangan yang didominasi oleh perbankan, sedangkan Amerika Serikat dan Inggris oleh pasar modal (Levine, 2002). Saat ini, sektor keuangan Indonesia masih didominasi oleh sektor perbankan (Zulferdi, Syarifuddin, Prastowo, 2005). Di Tahun 2004, besarnya aset perbankan masih 2 kali lipat dari nilai kapitalisasi saham pada tahun yang sama. Sedangkan jika dibandingkan dengan nilai emisi saham dan obligasi di tahun yang sama, besarnya aset dalam sektor perbankan masih lebih besar 55 kalinya. Hal ini dapat mendasari dugaan bahwa kemampuan sektor perbankan menggerakkan pertumbuhan ekonomi akan lebih besar dibandingkan dengan kemampuan pasar modal dalam menggerakkan pertumbuhan ekonomi.