



Munich Personal RePEc Archive

Assessing the Measurement and Determinants of Financial Sector Development in Indonesia

Mansur, Alfian and Nizar, Muhammad Afdi

Fiscal Policy Agency, Ministry of Finance of the Republic of Indonesia

24 September 2019

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/96265/>
MPRA Paper No. 96265, posted 01 Oct 2019 13:18 UTC

Mengukur Perkembangan Sektor Keuangan di Indonesia dan Faktor – Faktor yang Mempengaruhi [¶]

Alfan Mansur ^α | Muhammad Afdi Nizar ^α

^α Pusat Kebijakan Sektor Keuangan, Badan Kebijakan Fiskal, Kementerian Keuangan Jakarta 10710, Indonesia

Korespondensi

Alfan Mansur / Muhammad Afdi Nizar
Pusat Kebijakan Sektor Keuangan, Badan Kebijakan Fiskal, Kementerian Keuangan Jakarta 10710, Indonesia
Email:
alfan.mansur@gmail.com
denai69@gmail.com

Funding information

Pusat Kebijakan Sektor Keuangan

Penelitian ini bertujuan untuk mengukur seberapa dalam dan berkembang sektor keuangan Indonesia, mengkaji hubungan perkembangan sektor keuangan Indonesia dengan pertumbuhan ekonomi, dan mengidentifikasi faktor – faktor yang mempengaruhi perkembangan sektor keuangan Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengembangan sektor keuangan Indonesia selama ini berfokus pada peningkatan akses, sementara level kedalaman dan efisiensi relatif tidak ada kemajuan berarti, bahkan level kedalaman per akhir 2018 masih belum kembali ke level pertengahan tahun 1990an. Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa perkembangan sektor keuangan Indonesia lebih “demand following” atau ekonomi tumbuh lebih dahulu kemudian sektor keuangan berkembang. Sementara itu, faktor – faktor yang mempengaruhi perkembangan sektor keuangan Indonesia bersifat multidimensi yang dalam banyak dimensi Indonesia kalah dibandingkan dengan sejumlah negara lain, sehingga tidak mengherankan apabila level perkembangan sektor keuangan Indonesia juga lebih rendah dibandingkan banyak negara di dunia.

Kata kunci: perkembangan sektor keuangan, pasar, kedalaman, ekonomi

Kode JEL: C12, C43, E44, G10, G18, G21, G28

[¶] Penulis mengucapkan terima kasih kepada Ibu Ayu Sukorini selaku Kepala Pusat Kebijakan Sektor Keuangan yang telah memberikan arahan dan memfasilitasi pelaksanaan kajian ini dan juga kepada Bapak/Ibu rekan – rekan di Pusat Kebijakan Sektor Keuangan atas komentar dan masukannya.

1. PENDAHULUAN

Sepanjang tahun 2018 lalu Rupiah terdepresiasi sebesar 5,71 persen terhadap dolar AS, lebih dalam dibandingkan beberapa mata uang lain di kawasan ASEAN. Sebagai pembandingan, Ringgit Malaysia hanya terdepresiasi sebesar 2,10 persen, sementara Peso Filipina terdepresiasi sebesar 5,06 persen untuk periode yang sama. Baht Thailand malah terapresiasi sebesar 0,10 persen. Kejadian seperti ini bukan yang pertama kali dialami oleh Indonesia. Dalam beberapa periode tekanan di pasar keuangan, kejadian serupa sering kali berulang. Hal ini mengindikasikan bahwa terdapat faktor fundamental yang berpengaruh dan kemungkinan besar faktor itu adalah kedalaman pasar keuangan Indonesia atau dalam lingkup yang lebih luas kedalaman sektor keuangan Indonesia.

Kedalaman sektor keuangan suatu negara sangat terkait dengan perkembangan ekonomi negara tersebut dan sektor keuangan dapat mendorong pertumbuhan ekonomi apabila mampu mengalirkan sumber daya keuangan ke dalam perekonomian dengan baik. Di sisi lain, hal - hal yang terjadi di dalam lingkungan makroekonomi juga dapat mempengaruhi perkembangan sektor keuangan itu sendiri. Oleh karena itu, hubungan antara perkembangan sektor keuangan dan ekonomi suatu negara dapat dikelompokkan menjadi tiga: (i) perkembangan sektor keuangan mendorong pertumbuhan ekonomi - "*supply leading theory*"; (ii) pertumbuhan ekonomi menentukan perkembangan sektor keuangan - "*demand following theory*"; dan (iii) perkembangan sektor keuangan dan pertumbuhan ekonomi memiliki hubungan kausalitas timbal balik - "*bidirectional causation*" (Furqani & Mulyany, 2009). Sejumlah penelitian terkait hal ini menghasilkan temuan yang bervariasi. Hasil temuan Masih dan Masih (1996) mendukung "*demand following theory*", sementara temuan Fase dan Abma (2003) dan Xu (2000) lebih mendukung "*supply leading theory*". Penelitian lain oleh Galindo dan Micco (2004) dan Harris (1997) bahkan menghasilkan kesimpulan bahwa pengembangan sektor keuangan tidak memiliki dampak yang signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi. Oleh karena itu, hubungan kausalitas antara sektor keuangan dan pertumbuhan ekonomi masih inkonklusif.

Penelitian ini bertujuan untuk menjawab pertanyaan apakah perkembangan sektor keuangan di Indonesia lebih *supply leading* atau *demand following*, sehingga pembuat kebijakan dapat merumuskan arah kebijakan yang tepat untuk pengembangan sektor keuangan ke depan. Lebih lanjut, penelitian ini juga bertujuan untuk mengidentifikasi hal - hal yang bisa dijadikan ukuran kedalaman baik sektor keuangan secara keseluruhan maupun kedalaman masing - masing sektor serta faktor - faktor yang mempengaruhi kedalaman tersebut. Dalam perkembangannya,

ruang lingkup penelitian tidak hanya sebatas pada mengukur kedalaman, tetapi mencakup perkembangan sektor keuangan Indonesia secara keseluruhan.

2. MENGUKUR PERKEMBANGAN SEKTOR KEUANGAN INDONESIA : PASAR KEUANGAN DAN LEMBAGA KEUANGAN

Pengembangan sektor keuangan secara umum dapat dilihat dari fungsi-fungsi yang dijalankan oleh sistem keuangan, yaitu : (i) pengumpulan tabungan; (ii) pengalokasian modal ke dalam investasi produktif; (iii) *monitoring* investasi tersebut; (iv) diversifikasi risiko; dan (v) pertukaran barang dan jasa (Levine, 2004). Fungsi-fungsi tersebut bisa mempengaruhi keputusan menabung dan berinvestasi serta efisiensi alokasi dana-dana. Implikasinya, sistem keuangan mempengaruhi akumulasi modal fisik (*physical capital*) dan modal manusia (*human capital*) serta *total factor productivity* (TFP) – tiga faktor yang menentukan pertumbuhan ekonomi.

Keberlangsungan fungsi-fungsi sistem keuangan dalam pembangunan sektor keuangan tersebut telah diuji secara empiris di berbagai negara. Pengujian dilakukan dengan memperkenalkan berbagai indikator. Indikator yang paling lazim digunakan adalah kedalaman keuangan (*financial depth*), yang diukur berdasarkan rasio kredit swasta terhadap PDB dan, pada tingkat tertentu, juga memperhatikan rasio kapitalisasi pasar saham terhadap PDB. Kedua ukuran ini pada awalnya dimaksudkan untuk menguji peran sistem keuangan dalam pembangunan ekonomi.

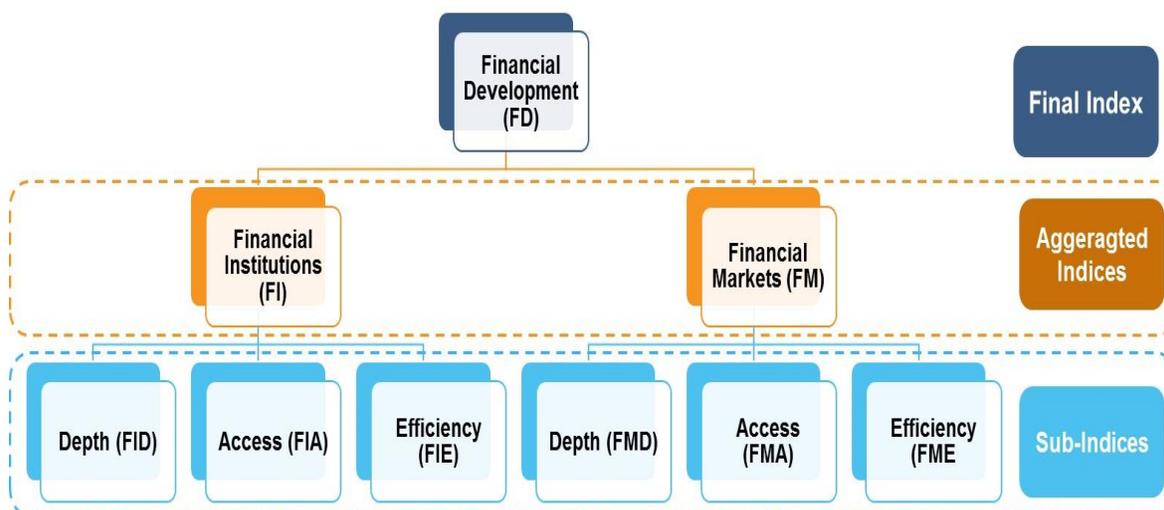
Seiring waktu, perkembangan sektor keuangan mengandung dimensi yang beragam (multidimensi) dan melibatkan banyak institusi keuangan lain di luar perbankan, seperti perusahaan asuransi, reksadana, dana pensiun, firma modal ventura, dan banyak jenis lembaga keuangan nonbank lainnya. Bahkan karena perkembangan pasar keuangan tersebut, individu dan perusahaan berpeluang melakukan diversifikasi tabungan. Selain itu, perusahaan juga dapat mengumpulkan uang melalui saham, obligasi, dan pasar uang. Dengan konstelasi seperti itu, lembaga keuangan dan pasar keuangan memfasilitasi penyediaan layanan keuangan.

Fitur penting dari pengembangan keuangan adalah kombinasi dari kedalaman (ukuran dan likuiditas pasar), akses (kemampuan individu dan perusahaan untuk mengakses layanan keuangan), dan efisiensi (kemampuan lembaga untuk menyediakan layanan keuangan dengan biaya rendah dan dengan pendapatan berkelanjutan, dan tingkat aktivitas pasar modal) akses

dan efisiensinya (Svirydzenka, 2016). Keragaman fitur tersebut menyiratkan pentingnya memperhatikan berbagai indikator untuk mengukur perkembangan keuangan (Aizenman, Jinjark, & Park, 2015; Čihák, Demirgüç-Kunt, Feyen, & Levine, 2012). Pengukuran pengembangan keuangan dengan pendekatan multi-dimensi yang mengakomodasi beragam indikator telah dibangun oleh banyak ahli, antara lain Čihák et al. (2012) dan Sahay et al. (2015) dan dikembangkan lebih lanjut oleh Svirydzenka (2016).

2.1. Pemilihan Indikator dan Proses Pembangunan Indeks

Dalam kajian ini, pengukuran perkembangan sektor keuangan dilakukan dengan merujuk pada pendekatan yang dikembangkan oleh Svirydzenka (2016). Pengembangan institusi keuangan (*financial institutions*, FI)—yang meliputi bank, perusahaan asuransi, reksadana, dan dana pensiun—dan pasar keuangan (*financial market*, FM) yang terdiri dari pasar saham dan obligasi, yang dirangkum dalam sub indeks-sub indeks yang mengukur kedalaman (*depth*), akses (*access*), dan efisiensi (*efficiency*), yang berujung pada indeks akhir (gabungan) pengembangan keuangan. Sub-indeks dan indeks akhir yang menyatukan berbagai indikator tersebut memungkinkan penilaian komprehensif terhadap fitur-fitur dari sistem keuangan dan tingkat keseluruhan pengembangan keuangan. Akhirnya, dengan indeks tersebut memungkinkan untuk menjabarkan berbagai aspek terkait kelemahan atau kekurangan dalam pengembangan keuangan dan untuk mengetahui aspek perkembangan keuangan yang mempengaruhi kinerja ekonomi makro.



Gambar 1. Piramida Indeks Pengembangan Keuangan

Sumber : Svirydzenka (2016) dan sedikit modifikasi penulis

Lebih lanjut, indeks pengembangan keuangan dikonstruksi melalui beberapa prosedur : (i) menormalisasi variabel; (ii) mengagregasi variabel yang dinormalisasi ke dalam sub-indeks yang mewakili dimensi fungsional tertentu; dan (iii) mengagregasi dari sub-indeks ke dalam indeks akhir (OECD, 2008). Dalam kajian ini, untuk menilai abstraksi pengembangan sistem keuangan di Indonesia, digunakan 9 (sembilan) indeks. Pada tahap awal dibangun 6 (enam) sub-indeks terbawah dengan menggunakan indikator-indikator yang mengukur kedalaman (FID dan FMD), kemudahan diakses (FIA dan FMA), dan efisiensi (FIE dan FME) lembaga keuangan dan pasar keuangan. Huruf I dan M dalam masing-masing sub-indeks menunjukkan lembaga/institusi (*institution*) dan pasar (*market*), sedangkan huruf D, A, dan E menunjukkan kedalaman (*depth*), akses (*access*), dan efisiensi (*efficiency*). Sub-indeks ini digabungkan (diagregasikan) menjadi dua sub-indeks pada tingkat yang lebih tinggi, yaitu FI dan FM, yang mengukur pengembangan institusi keuangan dan pasar keuangan secara keseluruhan. Akhirnya, sub-indeks FI dan FM digabungkan ke dalam ukuran keseluruhan pengembangan keuangan, yaitu indeks FD (**Gambar 1**).

Pengukuran indeks pengembangan keuangan ini menggunakan sekumpulan data selama periode 1980 – 2018, yang diperoleh dari berbagai sumber antara lain FinStats Bank Dunia 2015 (Feyen, Kibuuka, & Sourrouille, 2015), *Global Financial Development Database (GFDD)*, *Bank for International Settlements (BIS)*, Bank Indonesia (BI), dan Otoritas Jasa Keuangan (OJK). Seperangkat indikator utama yang dipilih untuk menangkap berbagai aspek karakteristik sistem keuangan di Indonesia dapat disimak dalam **Tabel 1** dan ringkasan statistik dari data mentah untuk masing-masing indikator terpilih dapat dilihat dalam **Tabel 2**.

Indeks Lembaga Keuangan

Sub-indeks ini mengukur beberapa sub indeks yang ada di dalamnya, yaitu : (i) kedalaman institusi keuangan; (ii) akses institusi keuangan; dan efisiensi institusi keuangan. Dalam sub indeks kedalaman sektor perbankan dimasukkan indikator standar yang digunakan dalam literatur (kredit perbankan pada sektor swasta), sedangkan kedalaman lembaga keuangan lainnya memasukkan indikator-indikator : aset industri reksa dana, aset dana pensiun, serta premi asuransi jiwa dan non jiwa.

Tabel 1. Data dan Sumber Data

Code	Name	Data Sources
FINANCIAL INSTITUTIONS		
Financial Institutions Depth		
FID1	Private-sector credit	BIS, BI
FID2	Pension fund assets	BI, OJK
FID3	Mutual fund assets	BI, OJK
FID4	Insurance premiums, life and non-life	BI, OJK
Financial Institutions Access		
FIA1	Bank branches per 100,000 adults	BI, OJK
FIA2	ATMs per 100,000 adults	BI, OJK
Financial Institutions Efficiency		
FIE1	Net interest margin	BI, OJK
FIE2	Lending-deposits spread	BI, OJK
FIE3	Non-interest income to total income	BI, OJK
FIE4	Overhead costs to total assets	BI, OJK
FIE5	Return on assets	BI, OJK
FIE6	Return on equity	BI, OJK
FINANCIAL MARKETS		
Financial Markets Depth		
FMD1	Stock market capitalization	BI, OJK
FMD2	Stocks traded	BI, OJK
FMD3	International debt securities of government	BI, OJK
FMD4	Total debt securities of financial corporations	BI, OJK
FMD5	Total debt securities of nonfinancial corporations	BI, OJK
Financial Markets Access		
FMA1	Percent of market capitalization outside of top 10 largest companies	BI, OJK
FMA2	Total number of issuers of debt (domestic and external, nonfinancial and financial corporations)	BI, OJK
Financial Markets Efficiency		
FME1	Stock market turnover ratio (stocks traded to capitalization)	BI, OJK

Tabel 2. Ringkasan Statistik Data Pokok

Code	Name	St. Dev	Min	Max
<u>FINANCIAL INSTITUTIONS</u>				
<u>Financial Institutions Depth</u>				
FID1	Private-sector credit	39	0.30	319
FID2	Pension fund assets	28	0	157
FID3	Mutual fund assets	519	0	5232
FID4	Insurance premiums, life and non-life	3	0.01	18
<u>Financial Institutions Access</u>				
FIA1	Bank branches per 100,000 adults	18	0.13	98
FIA2	ATMs per 100,000 adults	43	0.01	290
<u>Financial Institutions Efficiency</u>				
FIE1	Net interest margin	4	0.02	44
FIE2	Lending-deposits spread	8	0.03	92
FIE3	Non-interest income to total income	16	0.01	100
FIE4	Overhead costs to total assets	3	0.04	48
FIE5	Return on assets	3	-109	21
FIE6	Return on equity	45	-1792	192
<u>FINANCIAL MARKETS</u>				
<u>Financial Markets Depth</u>				
FMD1	Stock market capitalization	57	0	549
FMD2	Stocks traded	58	0	756
FMD3	International debt securities of government	10	0.003	98
FMD4	Total debt securities of financial corporations	103	0	1912
FMD5	Total debt securities of nonfinancial corporations	25	0	341
<u>Financial Markets Access</u>				
FMA1	Percent of market capitalization outside of top 10 largest companies	19	14	99
FMA2	Total number of issuers of debt (domestic and external, nonfinancial and financial corporations)	0.6	0	138
<u>Financial Markets Efficiency</u>				
FME1	Stock market turnover ratio (stocks traded to capitalization)	57	0.01	581

Sumber : hasil pengolahan data oleh penulis

Sementara itu, sub indeks akses dan ukuran efisiensi lembaga keuangan secara spesifik hanya menggunakan beberapa indikator pada perbankan, karena kurangnya informasi yang tersedia

untuk lembaga keuangan lainnya. Akses lembaga keuangan diproksi dengan jumlah cabang bank dan jumlah ATM per 100.000 orang dewasa. Sub-indeks efisiensi institusi keuangan diukur dengan mengandalkan tiga aspek efisiensi bank: *(i)* efisiensi dalam intermediasi simpanan ke investasi, yang diukur dengan margin bunga neto (*net interest margin*, NIM : nilai akuntansi pendapatan bunga neto bank sebagai bagian dari rata-rata aset yang mengandung bunga) dan *spread* deposito-pinjaman; *(ii)* ukuran efisiensi operasional, seperti pendapatan non-bunga terhadap total pendapatan dan biaya *overhead* terhadap total aset; dan *(iii)* ukuran-ukuran profitabilitas, seperti *return on assets* (ROA) dan *return on equity* (ROE).

Indeks Pasar Keuangan

Indikator ini fokus pada perkembangan pasar saham dan pasar utang. Subindeks kedalaman pasar keuangan mencakup ukuran pasar saham (kapitalisasi, atau nilai saham yang terdaftar) dan seberapa aktifnya (perdagangan saham), volume peredaran surat utang negara di internasional, dan surat utang internasional dan utang domestik perusahaan keuangan dan nonfinansial.

Pengukuran sub indeks akses pasar keuangan menggunakan persentase kapitalisasi pasar di luar 10 perusahaan terbesar untuk proksi akses ke pasar saham. Tingkat konsentrasi pasar saham yang lebih tinggi niscaya mencerminkan kesulitan yang lebih besar untuk mengakses pasar saham bagi emiten baru atau lebih kecil. Untuk akses pasar obligasi digunakan jumlah penerbit perusahaan finansial dan nonfinansial di pasar utang domestik dan eksternal pada tahun tertentu. Variabel ini mencerminkan jumlah emiten yang berbeda, sehingga penerbitan berulang oleh perusahaan yang sama pada tahun tertentu hanya dihitung satu kali.

Sub-indeks efisiensi pasar keuangan diukur berdasarkan rasio *turnover* pasar saham, yaitu rasio nilai saham yang diperdagangkan terhadap kapitalisasi pasar saham. *Turnover* yang lebih tinggi menunjukkan likuiditas yang lebih tinggi dan efisiensi yang lebih besar di pasar. Tujuan dari indeks ini adalah untuk menangkap fitur-fitur utama dari sistem keuangan - kedalaman, aksesibilitas, dan efisiensi.

2.2. Normalisasi Variabel

Indikator-indikator yang dipilih dinormalisasikan dengan nilai antara 0 dan 1, dengan menggunakan prosedur minimum-maksimum (persamaan 1 dan 2) untuk memfasilitasi agregasi atas variabel yang dinyatakan dalam satuan pengukuran yang berbeda :

$$I_x = \frac{X - X_{min}}{X_{max} - X_{min}} \quad (1)$$

$$I_x = 1 - \frac{X - X_{min}}{X_{max} - X_{min}} \quad (2)$$

dimana X adalah data mentah dan I_x merupakan indikator 0 - 1 yang terus menerus berubah. Prosedur menormalisasikan indikator-indikator agar memiliki rentang yang identik $[0, 1]$ adalah dengan mengurangkan nilai indikator dengan nilai minimum dan membaginya dengan rentang nilai indikator. Prosedur ini menghubungkan kinerja indikator minimum dan maksimum selama periode (tahun) pengujian. Dengan demikian, nilai tertinggi (terendah) antar waktu dari variabel tertentu adalah sama dengan satu (nol) dan nilai-nilai lainnya diukur relatif terhadap nilai maksimum (minimum) ini. Untuk beberapa serial data, yaitu margin bunga bersih (*net interest margin*), *spread* bunga pinjaman-deposito, pendapatan non-bunga terhadap total pendapatan (*noninterest income to total income*), dan biaya *overhead* terhadap total aset (*overhead costs to total assets*), nilai yang lebih tinggi menunjukkan kinerja efisiensi yang lebih buruk.

2.3. Dimensi Fungsional dari Agregator

Indikator-indikator yang dipilih kemudian dikumpulkan ke dalam enam sub-indeks sebagaimana ditunjukkan pada bagian bawah piramida (Gambar 1). Agregasi merupakan nilai rata-rata linier tertimbang dari serial data pokok, yang dibobot (*weighted*) menggunakan *principal component analysis* (PCA). Nilai pembobotan PCA ini mencerminkan kontribusi dari setiap serial pokok terhadap variasi dalam sub-indeks tertentu. Semua sub-indeks kemudian dinormalisasikan ulang dengan menggunakan persamaan 1, sehingga kisaran nilai yang ada adalah antara 0 dan 1

$$FI = \sum_{j=1}^n w_j FI_j \quad (3)$$

$$FM = \sum_{j=1}^n w_j FM_j \quad (4)$$

di mana FI menunjukkan kedalaman lembaga keuangan (FID), akses lembaga keuangan (FIA), efisiensi lembaga keuangan (FIE), dan untuk kedalaman pasar keuangan (FMD), akses pasar keuangan (FMA), efisiensi pasar keuangan (FME). Sub-indeks-sub indeks tersebut diagregasi

sehingga menghasilkan indeks tingkat yang lebih tinggi dengan menggunakan prosedur yang sama seperti di atas. Kulminasi penghitungan ini dicapai pada tingkat agregasi tertinggi dalam indeks FD. Indeks FI, FM, dan FD dinormalisasikan kembali, sehingga kisarannya antara 0 dan 1.

$$FD = w_{FI}FI + w_{FM}FM \quad (5)$$

Agregasi linear ini selain dianggap sebagai metode yang lebih tepat juga lebih mudah diimplementasikan dan diinterpretasikan. Secara khusus, kontribusi perubahan dalam setiap indikator terhadap perubahan indeks FD dengan agregasi linier adalah sebesar bobotnya. Dengan kata lain, fungsi agregasi memungkinkan penilaian kontribusi marginal dari masing-masing variabel secara terpisah.

Bobot (Weights)

Bobot pada dasarnya merupakan *value judgments*, yang dapat digunakan untuk melakukan perbandingan, sehingga berdasarkan bobot indikator komposit dapat diketahui seberapa signifikan efek indikator tersebut. Penghitungan indeks FD dalam kajian ini menggunakan metode statistik - *principal component analysis* (PCA), dengan mengelompokkan indikator individual yang *co-linear* untuk membentuk indikator komposit yang menangkap sebanyak mungkin informasi umum untuk indikator individu. Identy adalah untuk memperhitungkan variasi setinggi mungkin dalam sekumpulan indikator dengan menggunakan jumlah faktor sekecil mungkin. Konsekuensinya, indeks komposit tidak lagi tergantung pada dimensi kumpulan data, akan tetapi lebih didasarkan pada dimensi statistik data.

Sub-indeks dikonstruksikan sebagai rata-rata tertimbang dari serial data yang telah dinormalisasikan, yang bobotnya merupakan kuadrat *factor loadings* (sehingga jumlahnya bertambah hingga 1) dari PCA seri utama. *Factor loadings* adalah koefisien yang menghubungkan variabel yang diamati dengan komponen utama, atau faktor. Kuadrat *factor loadings* mewakili proporsi total unit varians dari indikator yang dijelaskan oleh faktor. Seri yang berkontribusi lebih banyak ke arah variasi umum dalam data yang mendapatkan bobot lebih tinggi. Komponen PCA pertama bisa diinterpretasikan untuk merangkum informasi laten tentang tingkat pengembangan keuangan (Tabel 3). Komponen utama lainnya dalam sub-indeks dapat menunjukkan informasi laten tentang masalah yang lebih luas yang relevan untuk sistem keuangan, seperti tata kelola dan regulasi atau fitur struktural.

Tabel 3. *Share Variasi Menurut Komponen PCA*

	Financial Institutions			Financial Markets			Sub-Indices		
	Depth	Access	Efficiency	Depth	Access	Efficiency	FI	FM	FD
PC1	70.01%	88.24%	53.64%	58.96%	66.98%	...	67.49%	76.85%	85.95%
PC2	12.88%	11.76%	26.76%	19.37%	33.02%		21.80%	15.23%	14.05%
PC3	9.83%		9.49%	10.07%			10.71%	7.92%	
PC4	7.28%		7.00%	7.52%					
PC5			1.81%	4.08%					
PC6			1.30%						

Sumber : hasil pengolahan data

Secara sistematis, bobot masing-masing komponen yang dihitung dengan menggunakan PCA dapat juga disimak dalam Tabel 4. Dari tabel tersebut dapat dilihat bahwa lebih dari 67 persen pengembangan institusi keuangan berakar dari kedalaman institusi itu sendiri, dan selebihnya dipengaruhi oleh aksesibilitas terhadap institusi keuangan (22 persen) dan efisiensi institusi keuangan (11 persen). Sementara dari sisi pasar keuangan, kedalaman pasar memiliki sumbangan (*share*) yang sangat dominan sekitar 77 persen terhadap pengembangan keuangan, sedangkan aksesibilitas terhadap pasar keuangan dan efisiensi pasar keuangan masing-masing menyumbang sekitar 15 persen dan 8 persen.

Sumbangan kedalaman institusi keuangan terhadap pengembangan institusi keuangan bersumber dari beberapa indikator, yaitu :

- (i) rasio kredit sektor swasta terhadap PDB, yaitu dengan *share* sekitar 70 persen
- (ii) rasio asset dana pension terhadap PDB, dengan *share* sekitar 13 persen;
- (iii) rasio asset reksadana terhadap PDB, dengan sumbangan sekitar 10 persen, dan
- (iv) premi asuransi jiwa dan non jiwa terhadap PDB, dengan sumbangan sekitar 7 persen.

Indikator-indikator tersebut diharapkan berpengaruh positif terhadap pengembangan institusi keuangan. Artinya, semakin tinggi nilai indikator-indikator tersebut semakin besar (positif) pengaruhnya terhadap pengembangan institusi keuangan.

Selanjutnya, akses pada institusi keuangan juga memberikan pengaruh terhadap pengembangan keuangan, terutama yang berasal dari jumlah kantor cabang bank per 100.000 penduduk dewasa (*share* 88 persen) dan jumlah ATM per per 100.000 penduduk dewasa (*share* 12 persen). Kedua indikator akses ini diharapkan juga memberikan pengaruh positif terhadap pengembangan institusi keuangan. Sementara itu, sumbangan efisiensi institusi terhadap pengembangan institusi keuangan terutama karena pengaruh indikator-indikator berikut : (i) NIM (54 persen); (ii) *lending-deposits spread* (27 persen); (iii) rasio pendapatan non-bunga terhadap total pendapatan (9 persen); (iv) rasio biaya *overhead* terhadap total asset (7 persen); (v) ROA (2 persen); dan (vi) ROE (1 persen). Dari 6 (enam) indikator tersebut, 4 (empat) diantaranya yaitu indikator (i) – (iv) diharapkan memberikan arah pengaruh yang berlawanan dengan pengembangan institusi keuangan. Artinya, semakin besar nilai indikator-indikator tersebut semakin buruk (negatif) pengaruhnya terhadap pengembangan institusi keuangan. Sedangkan 2 (dua) indikator lainnya (v – vi) diharapkan memberikan arah pengaruh positif terhadap pengembangan institusi keuangan. Artinya, semakin besar nilai kedua indikator tersebut semakin baik (positif) pengaruhnya terhadap pengembangan institusi keuangan.

Di lain pihak, kedalaman pasar yang juga memberikan sumbangan yang besar terhadap pengembangan pasar keuangan, terutama bersumber dari pasar modal. Sumbangan ini diperlihatkan oleh indikator-indikator pasar modal, antara lain :

- (i) rasio kaptalisasi pasar modal terhadap PDB (*share* 59 persen);
- (ii) pasar saham yang diperdagangkan (*share* 19 persen);
- (iii) surat utang pemerintah global (*share* 10 persen);
- (iv) total surat utang korporasi finansial (*share* 8 persen);
- (v) total surat utang korporasi non-finansial (*share* 4 persen).

Sumbangan akses pasar keuangan terhadap pengembangan pasar keuangan diwakili oleh : (i) persentase kapitalisasi pasar dari perusahaan-perusahaan di luar 10 perusahaan teratas (*share* 67 persen) dan (ii) jumlah total emiten (*issuers*) utang, baik perusahaan domestik dan asing maupun perusahaan finansial dan non-finansial (*share* 33 persen). Sedangkan sumbangan efisiensi terhadap pengembangan pasar keuangan hanya diwakili oleh *turnover ratio* pasar saham (*share* 100 persen).

Indikator-indikator yang mewakili kedalaman, akses dan efisiensi pasar keuangan diharapkan memberikan pengaruh dengan arah yang positif terhadap pengembangan pasar keuangan. Artinya, semakin tinggi nilai indikator-indikator tersebut semakin besar (positif) pengaruhnya terhadap pengembangan pasar keuangan.

Tabel 4. *Share Variasi Menurut Komponen PCA*

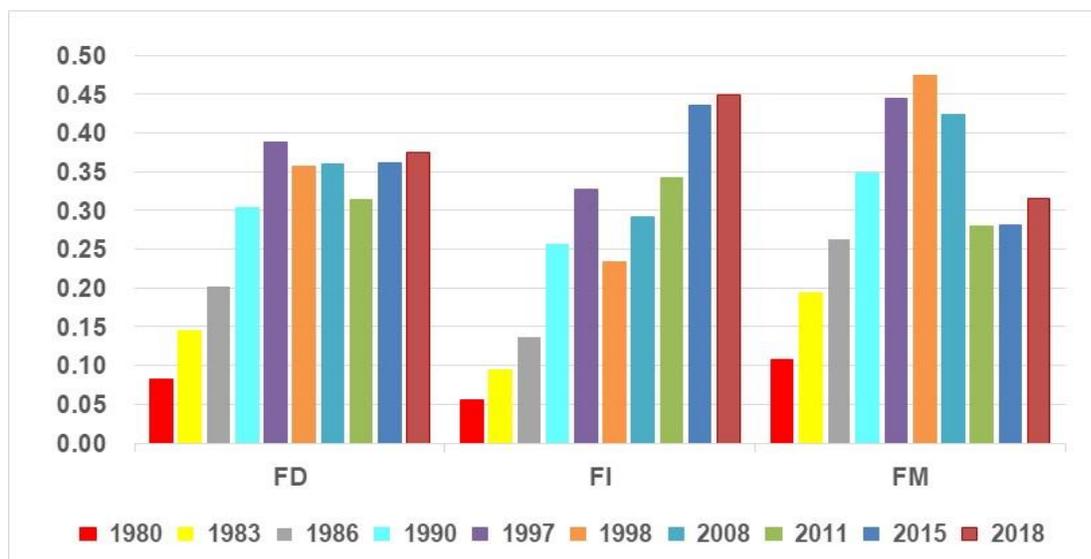
<u>FINANCIAL INSTITUTIONS</u>			
Code	Name	Direction expected	Weight
<u>Financial Institutions Depth</u>			0.67
FID1	Private-sector credit	>	0.70
FID2	Pension fund assets	>	0.13
FID3	Mutual fund assets	>	0.10
FID4	Insurance premiums, life and non-life	>	0.07
<u>Financial Institutions Access</u>			0.22
FIA1	Bank branches per 100,000 adults	>	0.88
FIA2	ATMs per 100,000 adults	>	0.12
<u>Financial Institutions Efficiency</u>			0.11
FIE1	Net interest margin	<	0.54
FIE2	Lending-deposits spread	<	0.27
FIE3	Non-interest income to total income	<	0.09
FIE4	Overhead costs to total assets	<	0.07
FIE5	Return on assets	>	0.02
FIE6	Return on equity	>	0.01
<u>FINANCIAL MARKETS</u>			
Code	Name	Direction expected	Weight
<u>Financial Markets Depth</u>			0.77
FMD1	Stock market capitalization	>	0.59
FMD2	Stocks traded	>	0.19
FMD3	International debt securities of government	>	0.10
FMD4	Total debt securities of financial corporations	>	0.08
FMD5	Total debt securities of nonfinancial corporations	>	0.04
<u>Financial Markets Access</u>			0.15
FMA1	Percent of market capitalization outside of top 10 largest companies	>	0.67
FMA2	Total number of issuers of debt (domestic and external, nonfinancial and financial corporations)	>	0.33
<u>Financial Markets Efficiency</u>			0.08
FME1	Stock market turnover ratio (stocks traded to capitalization)	>	1.00

Sumber : hasil pengolahan data

2.4. Indeks Akhir (Gabungan)

Secara konseptual, informasi tentang berbagai fitur pengembangan keuangan yang lebih luas untuk beragam agen keuangan digabungkan dalam kerangka penghitungan indeks pengembangan keuangan secara keseluruhan (gabungan). Indeks gabungan ini diharapkan menghasilkan indeks yang lebih baik dibandingkan indeks tradisional, yang hanya mengukur rasio kredit swasta terhadap PDB dan rasio kapitalisasi pasar modal terhadap PDB. Indeks gabungan ini diperoleh melalui perhitungan berdasarkan prosedur-prosedur sebelumnya.

Berdasarkan hasil perhitungan indeks gabungan diketahui bahwa pengembangan keuangan (FD) Indonesia dalam tahun 2018, secara umum relatif lebih baik dibandingkan dengan tahun-tahun sebelumnya, terutama dalam periode paska krisis ekonomi tahun 1997/1998. (**Gambar 2**). Perbaikan ini bersumber dari pengembangan institusi keuangan (FI) dan pengembangan pasar keuangan (FM).

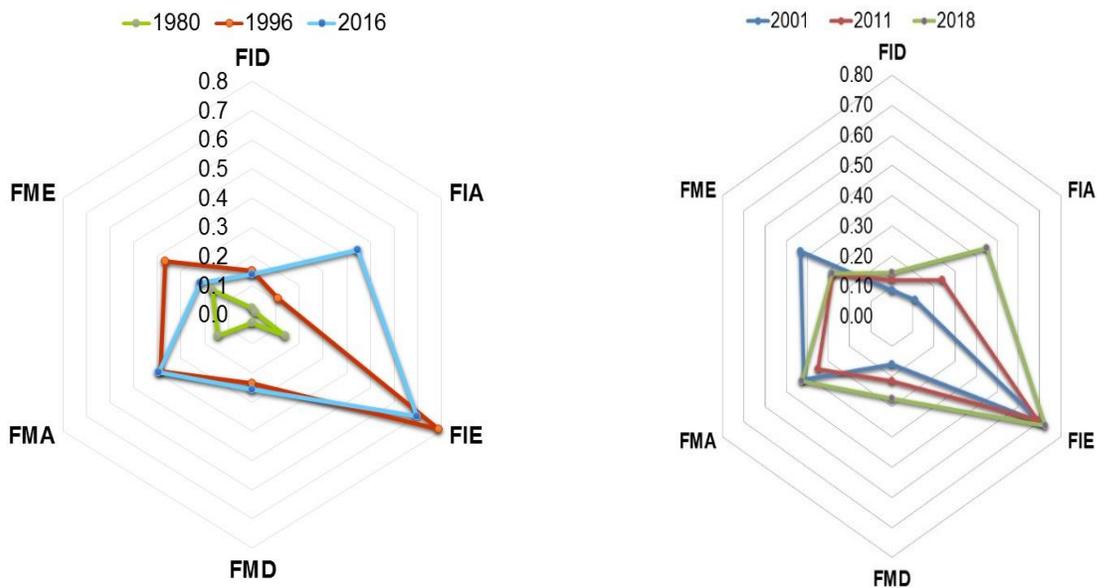


Gambar 2. Indeks Gabungan Pengembangan Keuangan Indonesia, 1980 - 2018

Sumber : hasil pengolahan data

Dari sisi pengembangan institusi (FI) perbaikan terutama bersumber dari indikator akses terhadap institusi keuangan (FIA) yang meningkat dibandingkan tahun-tahun sebelumnya. Sementara itu, indikator tingkat efisiensi institusi (FIE), meskipun menunjukkan perbaikan, namun peningkatannya relatif kecil dibandingkan tahun-tahun sebelumnya. Indikator-indikator yang memperlihatkan perkembangan yang lambat, atau bias dikatakan stagnan adalah yang menentukan kedalaman institusi keuangan (FID).

Adanya pertanda stagnasi dalam pendalaman institusi keuangan (FID) ini diperlihatkan oleh indikator-indikator utamanya yang peningkatannya tidak substansial. Rasio kredit sektor swasta terhadap PDB (FID₁) misalnya, meskipun meningkat namun peningkatannya relatif kecil, hanya sekitar 0.75 persen, yaitu dari 38,58 persen dalam tahun 2015 menjadi 39.33 persen dalam tahun 2018. Indikator FID₁ ini memang memiliki *share* terbesar (sekitar 70 persen) dalam kelompok FID, namun karena tambahan kredit yang dikucurkan relatif kecil maka sumbangannya terhadap pendalaman institusi keuangan juga kecil. Demikian pula dengan indikator rasio aset dana pensiun terhadap PDB (FID₂) hanya meningkat 0.04 persen. Indikator yang cukup tinggi peningkatannya dalam kelompok FID ini adalah rasio asset reksadana terhadap PDB (FID₃) dan rasio asset asuransi terhadap PDB (FID₄), meningkat masing-masing sekitar 1.09 persen (**Gambar 4**). Namun karena *share* kedua indikator itu relatif kecil terhadap FID, maka peningkatan itu tidak membawa pengaruh berarti terhadap perbaikan pendalaman institusi keuangan, sehingga dalam tahun 2018 pendalaman institusi keuangan mengalami stagnasi.

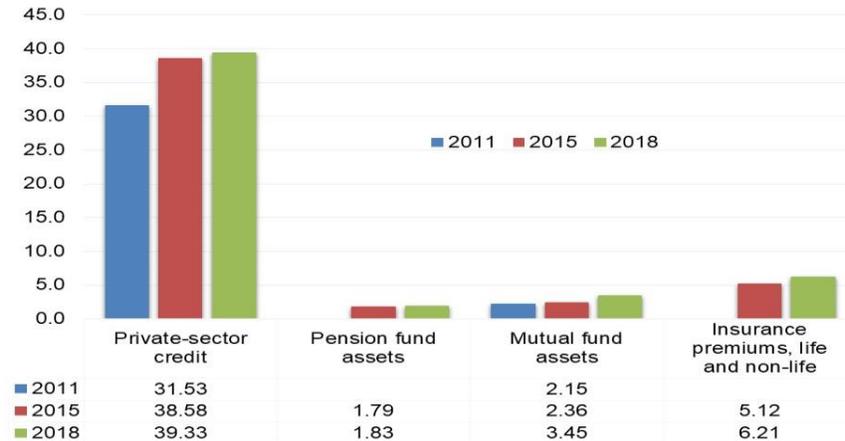


Gambar 3. Financial Development - Indonesia, 1980 - 2018

Sumber : hasil pengolahan data

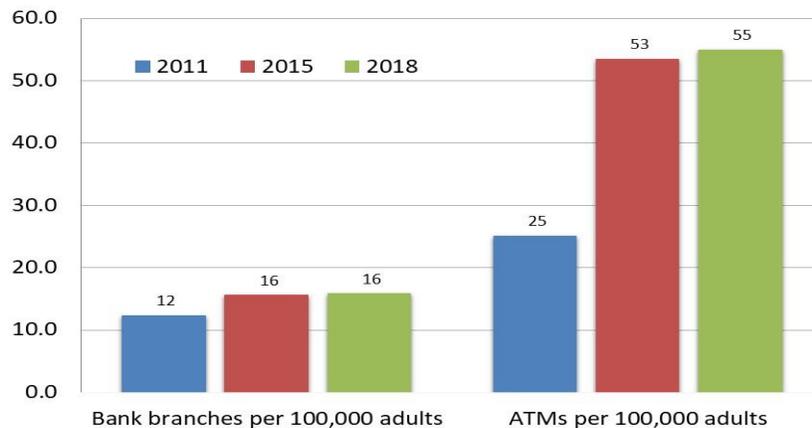
Sumbangan positif FIA terutama bersumber dari peningkatan jumlah kantor cabang bank (FIA₁) dan jumlah ATM (FIA₂), masing-masing untuk 100.000 penduduk dewasa. FIA₁ bertambah dari 12 kantor cabang per 100.000 penduduk dewasa dalam tahun 2011 menjadi 16 kantor cabang per

100.000 penduduk dewasa dalam tahun 2108. Dalam periode yang sama, FIA_1 bertambah dari 25 ATM per 100.000 penduduk dewasa dalam tahun 2011) menjadi 55 ATM per 100.000 penduduk dewasa dalam tahun 2018 (**Gambar 5**).



Gambar 4. Financial Institution Depth, 2011 - 2018

Sumber : hasil pengolahan data

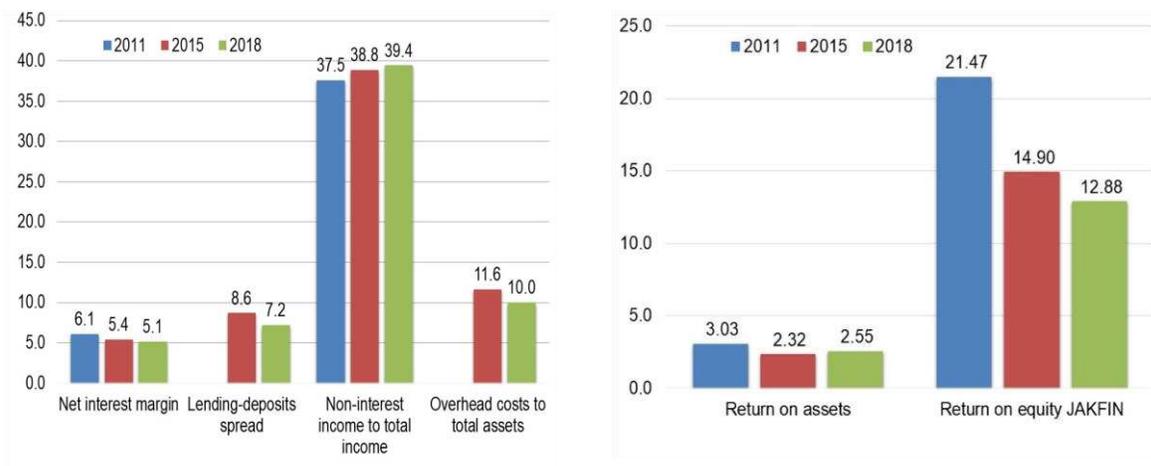


Gambar 5. Financial Institutions Access, 2011 - 2018

Sumber : hasil pengolahan data

Sementara itu, perbaikan efisiensi institusi (FIE) yang terjadi dalam periode tersebut terutama bersumber dari penurunan *net interest margin* (FIE_1), yaitu dari 5,4 persen dalam tahun 2015 menjadi 5,1 persen dalam tahun 2018. Dengan *share* FIE_1 yang mencapai 54 persen maka penurunan FIE_1 sekitar 30 *basis point* akan menyebabkan membaiknya efisiensi institusi keuangan. Perbaikan efisiensi institusi keuangan juga disumbangkan oleh penurunan *spread* suku bunga simpanan dan suku bunga pinjaman, yaitu dari 8,6 persen dalam tahun 2015 menjadi 7,2 persen dalam tahun 2018, atau turun lebih dari 100 *basis point*. Demikian pula dengan rasio biaya *overhead* terhadap total biaya yang menurun dari 11,6 persen dalam tahun 2015 menjadi

10,0 persen dalam tahun 2018. Hanya saja, peningkatan efisiensi institusi keuangan yang diwakili oleh membaiknya kinerja indikator-indikator tersebut tidak diikuti dengan perbaikan kinerja efisiensi lainnya, terutama pendapatan non-bunga sebagai bagian dari pendapatan institusi keuangan, yang justru menunjukkan peningkatan, yaitu dari 38,8 persen dalam tahun 2015 menjadi 39,4 persen dalam tahun 2018. Indikator efisiensi lain, dengan arah pengaruh positif – dalam artian peningkatan kinerjanya menjadi pertanda meningkatnya efisiensi institusi keuangan – yaitu ROA dan ROE malah menunjukkan arah pergerakan yang cenderung negatif atau menurun (**Gambar 6**).

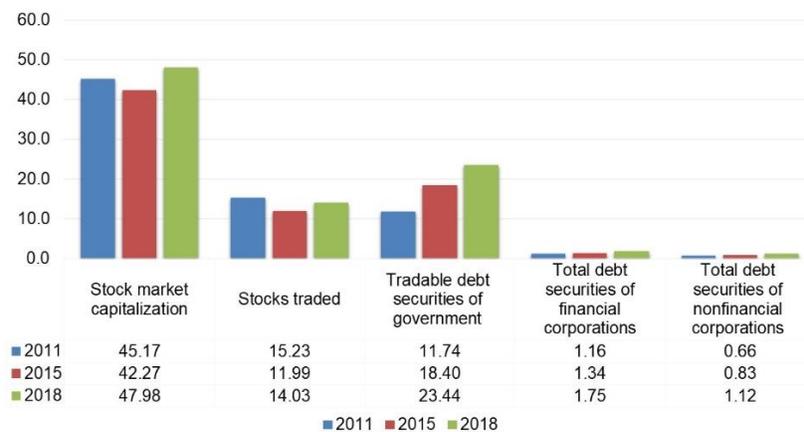


Gambar 6. Financial Institutions Efficiency, 2011 – 2018

Sumber : hasil pengolahan data

Sementara itu, pada sisi lain terjadinya perbaikan dalam pengembangan pasar keuangan (FM), yang lebih lanjut juga memberikan kontribusi terhadap perbaikan pengembangan keuangan (FD) di Indonesia ditunjukkan oleh indikator-indikator yang merepresentasikan pendalaman pasar keuangan (FMD), akses pasar keuangan (FMA), dan efisiensi pasar keuangan (FME). Pendalaman pasar keuangan (FMD) terutama ditopang oleh peningkatan kapitalisasi pasar modal (FMD₁) dari 42,27 persen dalam tahun 2015 menjadi 47,98 persen dalam tahun 2018. Karena indikator ini memiliki *share* yang sangat besar, yaitu sekitar 59,0 persen terhadap pendalaman pasar keuangan maka perubahan (naik atau turun) nilai kapitalisasi pasar akan berpengaruh besar terhadap pendalaman pasar keuangan. Indikator lain yang juga berkontribusi positif terhadap perbaikan FMD adalah nilai saham yang diperdagangkan (FMD₂), yang meningkat dari 11,99 persen dalam tahun 2015 menjadi 14,03 persen dalam tahun 2018. Demikian pula dengan indikator surat utang pemerintah yang diperdagangkan (FMD₃) yang meningkat

dari 18,40 persen dalam tahun 2015 menjadi 23,44 persen dalam tahun 2018. Selain itu, surat utang korporasi finansial (FMD₄) dan nonfinansial (FMD₅), walaupun *share*-nya relative masih kecil terhadap pendalaman keuangan, namun dalam periode yang sama meningkat masing-masing dari 1,34 persen dan 0,83 persen dalam tahun 2015 menjadi masing-masing 1,75 persen dan 1,12 dalam tahun 2018 (**Gambar 7**). Karena FMD memiliki *share* yang sangat dominan (sekitar 77,0 persen) terhadap pengembangan pasar keuangan (FM), maka perbaikan kinerja indikator-indikator FMD tersebut akan membantu perbaikan kinerja FM dan pada gilirannya turut mempengaruhi perbaikan kinerja pengembangan keuangan di Indonesia.



Gambar 7. Financial Markets Depth, 2011 - 2018

Sumber : hasil pengolahan data

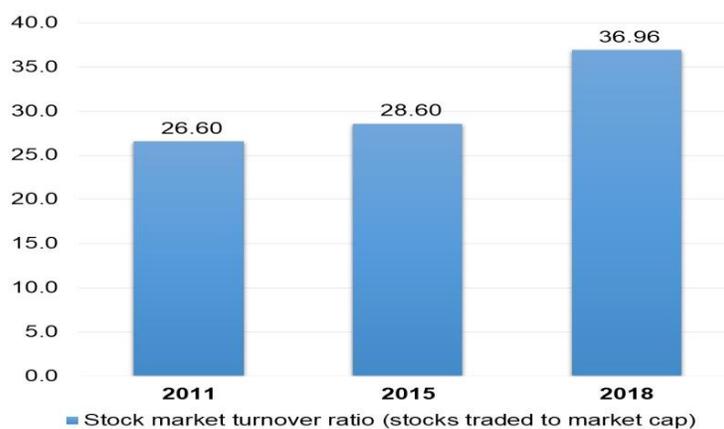
Pengembangan pasar keuangan yang relatif membaik juga ditopang oleh perbaikan kinerja indikator-indikator yang mewakili akses terhadap pasar keuangan (FMA), yaitu persentase kapitalisasi pasar dari perusahaan-perusahaan di luar 10 perusahaan teratas (FMA₁) dan jumlah total emiten (*issuers*) utang, baik perusahaan domestik dan asing maupun perusahaan finansial dan non-finansial (FMA₂). Persentase kapitalisasi pasar yang disumbang oleh perusahaan di luar 10 perusahaan teratas meningkat dari 47,99 persen dalam tahun 2015 menjadi 49,50 persen dalam tahun 2018, sedangkan jumlah emiten utang meningkat dari 121 dalam tahun 2015 menjadi 138 emiten dalam tahun 2018 (**Gambar 8**).

Selanjutnya, perbaikan efisiensi pasar keuangan yang hanya diwakili oleh *turnover ratio* pasar saham (*share* 100 persen) meningkat dari 28,60 persen dalam tahun 2015 menjadi 36,956 persen dalam tahun 2018 (**Gambar 9**).



Gambar 8. Financial Markets Access, 2011 - 2018

Sumber : hasil pengolahan data



Gambar 9. Financial Market Efficiency, 2011 - 2018

Sumber : hasil pengolahan data

3. SUPPLY LEADING ATAU DEMAND FOLLOWING?

Hasil penelitian - penelitian sebelumnya menunjukkan positifnya hubungan antara perkembangan sektor keuangan dengan pertumbuhan ekonomi suatu negara. Namun, mana yang tumbuh atau berkembang lebih dulu masih inkonklusif.

Sebagaimana dijelaskan pada bagian awal tulisan ini, terdapat dua hipotesis yang akan diuji dalam subbab ini, yaitu hipotesis “*supply leading*” dan “*demand following*”. “*Supply leading theory*” mengatakan bahwa perkembangan sektor keuangan mendahului pertumbuhan ekonomi karena sektor keuangan yang menyediakan pembiayaan untuk pertumbuhan ekonomi, sementara

“*demand following theory*” mengatakan bahwa ekonomi harus tumbuh lebih dulu, kemudian sektor keuangan berkembang seiring meningkatnya permintaan untuk pembiayaan atau kredit.

Di dalam riset ini, dengan sample 5 negara di ASEAN, yaitu Indonesia, Malaysia, Filipina, Singapura dan Thailand, data tahunan dari 1980 s.d. 2016, kedua hipotesis di atas diuji dengan menggunakan regresi panel *fixed effect* di antara kelima negara.

3.1 Melihat Kembali Hubungan Perkembangan Sektor Keuangan dengan Pertumbuhan Ekonomi

Melihat kembali ke hasil penelitian – penelitian terdahulu, konsensus yang berlaku umum adalah bahwa perkembangan sektor keuangan memiliki korelasi yang positif terhadap pertumbuhan ekonomi atau lebih spesifik lagi terhadap pertumbuhan pendapatan per kapita. Namun, positifnya hubungan keduanya tersebut tidak menjamin adanya kausalitas antarkeduanya. Argumen bahwa perkembangan sektor keuangan berhubungan erat secara positif dengan tingkat dan pertumbuhan pendapatan per kapita pertama kali dilontarkan oleh Schumpeter tahun 1911 (Rajan, 2001). Dia menekankan bahwa sektor keuangan memiliki kemampuan untuk merealokasi modal dari agen – agen atau individual yang memiliki kelebihan modal ke agen – agen yang kekurangan modal di dalam perekonomian. Lebih lanjut, jasa yang ditawarkan oleh sektor keuangan dapat menurunkan biaya pembiayaan bagi perusahaan yang pada gilirannya dapat menjadi katalis positif bagi pertumbuhan ekonomi (Zingales & Rajan, 1998). Studi – studi lain yang juga membuktikan adanya hubungan yang signifikan antara perkembangan sektor keuangan dengan pertumbuhan ekonomi antara lain Cameron (1961; 1967), Gerschenkron (1962), Goldsmith (1969b), dan McKinnon (1973).

Maju dua dekade kemudian, Levine (1997) menginvestigasi hubungan timbal balik (kausalitas) antara perkembangan sektor keuangan dan pertumbuhan ekonomi. Dia menemukan bahwa hubungan keduanya positif dan signifikan. Dia juga menemukan bahwa kondisi sektor keuangan yang sudah ada saat ini dapat digunakan untuk memprediksi pertumbuhan ekonomi sampai dengan 10 hingga 30 tahun ke depan. Zingales dan Rajan (1998) kemudian menjelaskan hubungan positif tersebut melalui sejumlah argumen. Argumen *pertama*, baik perkembangan sektor keuangan maupun pertumbuhan ekonomi bisa saja didorong oleh *omitted variable* yang sama, yaitu *propensity to save* rumah tangga. *Kedua*, perkembangan sektor keuangan yang secara konvensional diwakili oleh indikator kredit dan kapitalisasi pasar modal biasanya memang bergerak lebih dulu sebelum ekonomi tumbuh. Lembaga keuangan memberikan kredit lebih

banyak ketika melihat bahwa sektor-sektor ekonomi akan tumbuh di masa depan, sementara pasar modal mengkapitalisasi peluang tumbuh di masa depan ke nilai pasar saat ini.

Dengan sample 43 negara di dalam penelitian mereka, Zingales dan Rajan (1998) menemukan korelasi perkembangan sektor keuangan dengan pendapatan per kapita pada tahun 1980, yaitu sebesar positif 27 persen (signifikan pada level 10 persen). Saluran utama dampak positif sektor keuangan ke pertumbuhan diidentifikasi melalui pembiayaan eksternal perusahaan yang lebih murah. Hal ini dikonfirmasi oleh hasil penelitian Gambera dan Cetorelli (1999) dan lebih spesifik, mereka juga menekankan pentingnya dampak struktur pasar industri perbankan yang juga merefleksikan tingkat persaingan antarbank.

Dalam penelitian lain, dengan obyek observasi 30 negara berkembang periode 1970-1999, Khalifa Al-Yousif (2002) menemukan bahwa hubungan kausalitas keduanya adalah *bidirectional*. Memang terdapat beberapa pandangan lain seperti *supply-leading*, *demand-leading*, dan *no relationship*, tetapi hubungan kausalitas timbal balik (*bidirectional*) adalah yang terkuat. Satu hal yang pasti dari penelitian tersebut, yaitu bahwa hubungan perkembangan sektor keuangan dengan pertumbuhan ekonomi tidak dapat digeneralisasi terhadap seluruh negara karena kebijakan ekonomi masing-masing negara berbeda-beda dan tingkat kesuksesannya beragam, tergantung banyak hal. Salah satu faktor penting yang menentukan tingkat keberhasilan, yaitu seberapa efisien institusi keuangan dapat menerapkannya (Khalifa Al-Yousif, 2002). Senada dengan penelitian Khalifa Al-Yousif (2002), Lawrence (2006) juga sepakat bahwa hubungan antara perkembangan sektor keuangan dan pertumbuhan ekonomi bervariasi antarnegara tergantung bagaimana kebijakan sektor keuangannya bekerja. Lebih penting lagi, dia menekankan bagaimana kebijakan pada tingkat mikro dapat mendukung investasi yang produktif.

Di dalam penelitian yang lebih baru, Valickova, Havranek, dan Horvath (2015) juga menemukan hal yang serupa bahwa hubungan perkembangan sektor keuangan dengan pertumbuhan ekonomi bervariasi antarnegara, tergantung faktor spesifik masing - masing negara. Estimasi sebanyak 1334 meliputi 67 negara yang mereka lakukan juga menghasilkan kesimpulan bahwa intermediasi melalui pasar saham memiliki daya dorong yang lebih besar terhadap akselerasi pertumbuhan ekonomi, dibanding intermediasi keuangan lainnya.

Untuk penelitian lainnya, terdapat salah satu hasil penelitian yang membuktikan hipotesis "*supply leading theory*", yaitu penelitian oleh Sehrawat dan Giri (2015) dengan studi kasus India

1982 - 2012. Analisis *Autoregressive Distributed Lags* (ARDL) yang mereka lakukan dalam penelitiannya menghasilkan temuan bahwa indikator - indikator perkembangan sektor keuangan, baik indikator perbankan maupun indikator pasar keuangan, secara signifikan memberikan dampak positif terhadap pertumbuhan ekonomi di India.

Selain seberapa efisien kebijakan sektor keuangan bekerja, faktor yang terbukti secara empiris juga dapat mempengaruhi signifikansi hubungan perkembangan sektor keuangan dengan pertumbuhan ekonomi, yaitu ukuran, tingkat aktivitas, dan efisiensi (Cooray, 2009). Adapun peningkatan efisiensi sistem perbankan dapat ditempuh melalui penurunan konsentrasi perbankan, margin bunga dan biaya overhead. Efisiensi yang lebih baik akan mendukung alokasi penggunaan modal finansial lebih produktif.

Berbeda dengan penelitian - penelitian sebelumnya, Alexiou, Vogiazas, dan Nellis (2018) menemukan bahwa positifnya hubungan perkembangan sektor keuangan dengan pertumbuhan ekonomi telah terdegradasi dan bahkan telah menjadi negatif untuk beberapa negara, tergantung pada level perkembangannya. Selain itu, faktor - faktor seperti perbedaan regulasi, kebijakan makroekonomi dan moneter, politik, hukum, dan bahkan faktor historis atau geografis telah terbukti mempengaruhi bervariasinya hubungan perkembangan sektor keuangan dengan pertumbuhan ekonomi. Untuk kelompok negara berkembang di dalam penelitian mereka, perkembangan sektor keuangan malah tidak signifikan mempengaruhi pertumbuhan ekonomi. Hasil lainnya di dalam penelitian mereka juga mengungkapkan bahwa volatilitas makroekonomi secara empiris berdampak negatif terhadap kedalaman sektor keuangan secara keseluruhan.

Sample penelitian mereka sendiri mencakup 34 negara dan negara persemakmuran di Kawasan Eropa dengan periode observasi 1998 - 2014. Variabel yang digunakan di dalam penelitian tersebut terdiri dari pertumbuhan riil PDB per kapita sebagai variabel dependen, sementara variabel kontrolnya meliputi indikator perkembangan sektor keuangan, indikator makroekonomi, dan indikator institusional. Indikator perkembangan sektor keuangan terdiri dari kredit per PDB, margin suku bunga kredit dengan simpanan, suku bunga riil kredit, suplai uang, M2 per PDB, nilai saham yang diperdagangkan per PDB, dan kapitalisasi pasar saham per PDB. Alexiou, Vogiazas, dan Nellis (2018) menambahkan bahwa indikator kapitalisasi pasar saham per PDB lebih cocok untuk kelompok negara maju, sementara untuk kelompok negara berkembang lebih cocok menggunakan M2 per PDB. Selanjutnya indikator makroekonomi meliputi investasi, upah, biaya tenaga kerja per unit, konsumsi pemerintah, inflasi, dan keterbukaan perdagangan (*trade openness*). Sementara itu, indikator institusional terdiri dari *voice and accountability, political stability and absence of violence/terrorism, government effectiveness, regulatory quality, rule of law, dan control of corruption*.

Selanjutnya, penelitian yang lebih spesifik terhadap negara – negara di ASEAN telah dilakukan oleh Malarvizhi, Zeynali, Mamun, dan Ahmad tahun 2019 dengan sample negara-negara ASEAN-5 dan periode observasi 1980-2011. Studi yang mereka lakukan tersebut ditujukan untuk menjawab pertanyaan apakah semakin tinggi level perkembangan sektor keuangan secara signifikan berhubungan dengan semakin tingginya pertumbuhan ekonomi, akumulasi modal fisik, dan peningkatan efisiensi dalam perekonomian. Hasil studi menunjukkan bahwa perkembangan sektor keuangan berdampak positif terhadap pertumbuhan ekonomi. Namun, dampak sektor keuangan ke pertumbuhan ekonomi masih kalah dibanding dampak investasi dan ekspor terhadap pertumbuhan ekonomi.

Kerangka teori yang mereka gunakan di dalam penelitian mereka adalah model pertumbuhan Solow tahun 1956 (*Solow growth model*), yaitu persamaan Cobb-Douglas bahwa pertumbuhan ekonomi (Y) bergantung pada modal (K), tenaga kerja (L), dan teknologi (A). Malarvizhi *et al.* (2019) kemudian memasukkan variabel perkembangan sektor keuangan (FD) ke dalam persamaan dasar Cobb-Douglas tersebut. Adapun variabel perkembangan sektor keuangan yang mereka gunakan tersebut terdiri dari tiga ukuran, yaitu: (1) *liquid liabilities ratio of the financial system to the GDP* atau rasio utang lancar sistem keuangan terhadap PDB, (2) *ratio of claims of the non-banking private sector to the total domestic credit* atau rasio kredit sektor keuangan terhadap sektor swasta, dan (3) *ratio of claims of the non-banking private sector to the GDP* atau rasio kredit ke sektor swasta terhadap PDB.

Berbeda dengan studi tersebut dan juga studi – studi sebelumnya, penelitian dalam tulisan ini mengelaborasi variabel perkembangan sektor keuangan menggunakan berbagai indikator yang lebih komprehensif. Hal ini mempertimbangkan bahwa indikator – indikator yang digunakan di dalam studi – studi sebelumnya tersebut belum sepenuhnya merefleksikan perkembangan sektor keuangan secara keseluruhan. Di dalam penelitian ini, variabel perkembangan sektor keuangan diukur dalam tiga aspek berupa kedalaman sektor keuangan, efisiensi sektor keuangan, dan akses sektor keuangan, serta dalam dua kategori berupa institusi keuangan dan pasar keuangan.

Selain itu, penelitian ini juga memfokuskan pada faktor – faktor yang mempengaruhi perkembangan sektor keuangan dan pertanyaan awal yang perlu diinvestigasi adalah apakah hubungan sektor keuangan dengan pertumbuhan ekonomi lebih *supply leading* ataukah *demand following*? Hal ini mempertimbangkan berbagai hal berdasarkan hasil – hasil penelitian sebelumnya yang utamanya bahwa dampak perkembangan sektor keuangan terhadap

pertumbuhan ekonomi masih lebih kecil dibanding dampak faktor lain terhadap pertumbuhan ekonomi, seperti investasi dan ekspor.

3.2. Data dan Model

Data yang digunakan untuk melakukan uji empiris terhadap dua hipotesis di atas berupa data tahunan dari 1980 s.d. 2018 dengan variabel meliputi: Pertumbuhan PDB riil (RGDP) sebagai indikator pertumbuhan ekonomi dan Indeks Perkembangan Sektor Keuangan (FDGROWTH) sebagai indikator perkembangan sektor keuangan. Detil konstruksi dan penjelasan indeks ini telah dijelaskan pada Bagian 2 : Mengukur perkembangan sektor keuangan indonesia: pasar keuangan & lembaga keuangan. Variabel kontrol lain yang digunakan adalah perubahan *Real Effective Exchange Rate (REER)* dalam persen (REERPCT). Indikator makroekonomi yang lain, yaitu inflasi dan suku bunga juga sempat dites ke dalam persamaan regresi sebagai variabel kontrol yang lain, tetapi hasil tes menunjukkan bahwa kedua variabel tersebut tidak signifikan dan ketiadaannya di dalam persamaan model tidak membuat model melanggar asumsi klasik *Ordinary Least Squares (OLS)*.

Untuk menguji hipotesis pertama bahwa ekonomi harus tumbuh lebih dulu, kemudian perkembangan sektor keuangan mengikuti atau "*demand following theory*", variabel FDGROWTH menjadi variabel dependent, sementara variabel RGDP dan REERPCT menjadi variabel independent, sehingga persamaan model pertama (EQ01) menjadi:

$$FDGROWTH_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 RGDP_{it} + \alpha_2 REERPCT_{it} + \mu_{it} \quad (6)$$

Sedangkan untuk menguji hipotesis kedua bahwa perkembangan sektor keuangan mendahului pertumbuhan ekonomi atau "*supply leading theory*", variabel RGDP menjadi variabel dependent, sementara variabel FDGROWTH dan REERPCT menjadi variabel independent, sehingga persamaan model kedua (EQ02) menjadi:

$$RGDP_{it} = \beta_0 + \beta_1 FDGROWTH_{it} + \beta_2 REERPCT_{it} + \mu_{it} \quad (7)$$

3.3. Hasil empiris 5 negara di ASEAN

Hasil regresi persamaan (6) dan (7) dapat dilihat pada Tabel 5. Hasil EQ01 menunjukkan bahwa $\alpha_1 = 0,42$ dan signifikan pada level 5 persen. Hal ini dapat diartikan bahwa ketika perekonomian tumbuh 1 persen, sektor keuangan tumbuh 0,42 persen, dengan asumsi variabel lainnya tidak berubah (*ceteris paribus*). Sementara itu, hasil EQ02 menunjukkan bahwa $\beta_1 = 0,06$ dan signifikan pada level 5 persen. Hal ini dapat diartikan bahwa pertumbuhan sektor keuangan sebesar 1

persen mendorong ekonomi tumbuh hanya sebesar 0,06 persen, dengan asumsi variabel lainnya tidak berubah (*ceteris paribus*). Sabagai catatan hasil uji Hausman (*Hausman test*) menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan antara *fixed effect* dan *random effect*. Hasil regresi EQ01 dan EQ02 tersebut menunjukkan bahwa 5 negara di ASEAN lebih mengikuti "*demand following theory*" atau bahwa ekonomi tumbuh dulu, kemudian perkembangan sektor keuangan mengikuti.

Tabel 5. Hasil regresi model panel *fixed effect/random effect* 5 negara ASEAN, 1980 - 2016

<i>Eq Name:</i>	EQ01	EQ02
<i>Method:</i>	LS	LS
<i>Dep. Var:</i>	FDGROWTH	RGDP
C	0.24 (0.19)	4.92 (17.27)***
RGDP	0.42 (2.02)**	
REERPCT	-0.22 (-2.69)***	0.12 (3.83)***
FDGROWTH		0.06 (2.02)**
<i>Observations:</i>	165	165
<i>R-squared:</i>	0.08	0.18

*t test in parenthesis; ***significant at 1%, **significant at 5%, *significant at 10%

Sumber : hasil estimasi penulis

3.3.1. *Robustness Check*

Untuk menguji lebih lanjut hasil regresi sebelumnya, variabel inflasi dan suku bunga dimasukkan ke dalam model dan spesifikasi model yang berbeda - beda juga digunakan. Hasil regresi semua model menunjukkan hal yang sama dengan hasil sebelumnya, yaitu bahwa elastisitas pertumbuhan sektor keuangan terhadap pertumbuhan ekonomi lebih tinggi dibanding elastisitas pertumbuhan ekonomi terhadap pertumbuhan sektor keuangan. Dengan kata lain, bukti "*demand following theory*" atau bahwa ekonomi tumbuh dulu, kemudian perkembangan sektor keuangan mengikuti cukup *robust* untuk negara - negara ASEAN termasuk Indonesia.

Tabel 6. Hasil regresi model panel 5 negara ASEAN dengan beberapa spesifikasi, 1980 - 2016

	Model 1		Model 2		Model 3	Model 4
Eq Name:	EQ01_ CROSSFIXED	EQ01_ CROSSRANDOM	EQ02_ CROSSFIXED	EQ02_ CROSSRANDOM	EQ03	EQ04
Method:	LS Fixed Effect	LS Random Effect	LS Fixed Effect	LS Random Effect	OLS	OLS
Dep. Var:	FDGROWTH	FDGROWTH	RGDP	RGDP	FDGROWTH	RGDP
C	0.27 [0.21]	0.27 [0.21]	4.92 [17.27]***	4.81 [5.95]***	-0.03 [-0.02]	6.42 [11.23]***
RGDP	0.41 [2.09]**	0.41 [2.09]**			0.32 [1.68]*	
REERPCT	-0.23 [-2.79]***	-0.23 [-2.79]***	0.12 [3.83]***	0.12 [3.82]***	-0.12 [-1.46]	0.05 [1.66]*
FDGROWTH			0.06 [2.02]**	0.06 [2.04]**		0.05 [1.78]*
INFLATION					-0.6 [-2.66]***	-0.1 [-1.03]
MONEYRATE					0.51 [2.59]**	-0.15 [-1.49]
p-value Hausman Test		0.46		0.93		
Durbin-Watson Stat	2.26	2.26	1.54	1.54	2.02	2.04
Observations:	165	165	165	165	148	148
R-squared:	0.06	0.06	0.18	0.09	0.14	0.30
F-statistic:	4.94	4.94	5.64	8.39	3.34	8.47
Prob(F-stat):	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00

*t test in parenthesis; ***significant at 1%, **significant at 5%, *significant at 10%

Sumber : hasil estimasi penulis

Tabel 7. Ringkasan perbandingan elastisitas perkembangan sektor keuangan - pertumbuhan ekonomi

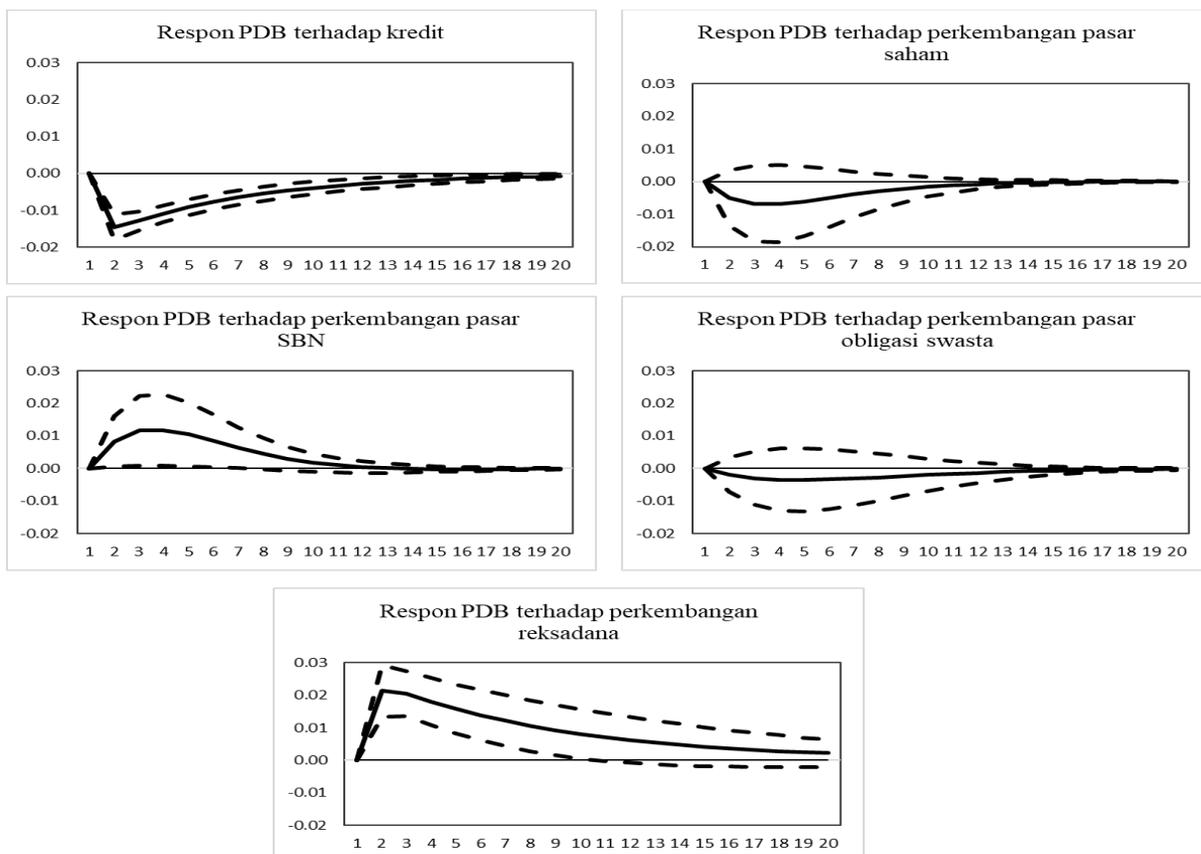
Deskripsi	Model 1 vs Model 2		Model 3 vs Model 4	
Perkembangan sektor keuangan terhadap pertumbuhan ekonomi	0.41	-	0.32	-
Pertumbuhan ekonomi terhadap perkembangan sektor keuangan	-	0.06	-	0.05

Sumber : hasil estimasi penulis

3.3.2. Perbandingan *Impulse Responses*, Analisis Sensitivitas, dan Uji *Granger Causality* untuk Indonesia

Khusus untuk Indonesia, hipotesis “*demand following theory*” di atas diuji lebih lanjut dengan menggunakan data Indonesia. Indikator – indikator yang digunakan sebagai *proxy* ukuran perkembangan sektor keuangan Indonesia meliputi rasio kredit sektor swasta terhadap PDB, rasio kapitalisasi pasar saham terhadap PDB, rasio nilai SBN yang beredar yang dapat diperdagangkan terhadap PDB, rasio total obligasi korporasi yang beredar terhadap PDB, dan rasio aset reksadana terhadap PDB. Sementara untuk PDB, indikator yang digunakan adalah pertumbuhan PDB riil kuartalan. Sample data mulai dari Q4 2011 s.d. Q4 2018.

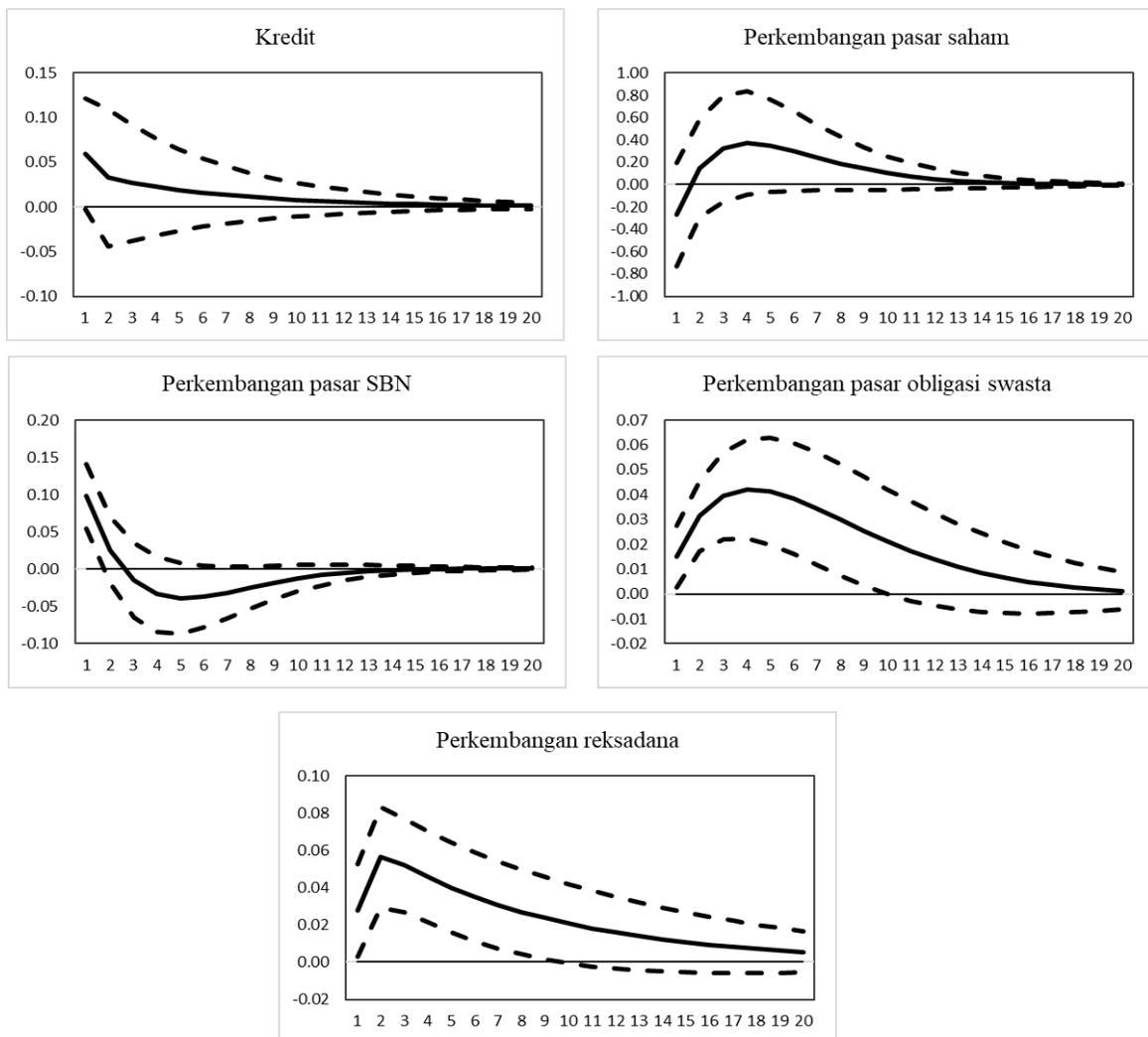
Adapun model yang digunakan adalah model *Structural Vector Autoregressive bivariate* dengan indikator PDB dipasangkan dengan masing – masing indikator ukuran perkembangan sektor keuangan di atas. Adapun identifikasi restriksi yang digunakan adalah restriksi jangka pendek dan *recursive*.



Gambar 10. Analisis *Impulse Responses*: Respon PDB terhadap Perkembangan Sektor Keuangan ± 2 standar deviasi

Sumber: Estimasi penulis

Hasil estimasi model menunjukkan hal yang sama dengan model panel negara - negara ASEAN sebelumnya, yaitu bahwa ekonomi tumbuh lebih dulu, kemudian permintaan pembiayaan mengikuti atau mengikuti "*demand following theory*". Hal ini ditunjukkan oleh *impulse responses* PDB terhadap *shock* pada masing - masing indikator ukuran perkembangan sektor keuangan dan sebaliknya. Nilai respon indikator sektor keuangan terhadap *shock* di PDB jauh lebih besar dibanding respon PDB terhadap *shock* di masing - masing indikator sektor keuangan (Lihat Gambar 10 dan 11). Bahkan, hasil simulasi menunjukkan respon negatif PDB terhadap kredit dalam jangka pendek (Lihat Gambar 10), sebaliknya kredit merespon PDB secara positif dan sangat signifikan (Lihat Gambar 11). Selain kredit, pasar keuangan lainnya seperti pasar saham dan obligasi juga merespon *shock* di PDB secara positif dan signifikan dengan *magnitude* yang besar (Lihat Gambar 11).



Gambar 11. Analisis Impulse Responses: Respon Perkembangan Sektor Keuangan terhadap Pertumbuhan PDB ± 2 standar deviasi

Sumber: Estimasi penulis

Berdasarkan hasil *Impulse Responses* pada Gambar 10 dan 11 di atas, sensitivitas antara pertumbuhan PDB dan perkembangan sektor keuangan dapat digambarkan pada Tabel 8. Kecuali elastisitas jangka panjang perkembangan pasar SBN terhadap PDB, semua elastisitas masing - masing indikator perkembangan sektor keuangan terhadap PDB memiliki nilai yang jauh lebih besar dibanding elastisitas PDB terhadap perkembangan sektor keuangan baik jangka pendek maupun jangka panjang.

Tabel 8. Ringkasan perbandingan elastisitas perkembangan sektor keuangan - pertumbuhan ekonomi berdasarkan model VAR untuk Indonesia

Ringkasan Elastisitas Jangka Pendek		
Deskripsi	Elastisitas terhadap PDB	Elastisitas PDB terhadap sektor keuangan
Kredit sektor swasta	4.04	-0.04
Perkembangan pasar saham	3.95	-0.003
Perkembangan pasar SBN	0.56	0.06
Perkembangan pasar obligasi swasta	0.88	-0.04
Perkembangan reksadana	1.88	0.17
Ringkasan Elastisitas Jangka Panjang		
Deskripsi	Elastisitas terhadap PDB	Elastisitas PDB terhadap sektor keuangan
Kredit sektor swasta	8.97	-0.05
Perkembangan pasar saham	11.49	-0.01
Perkembangan pasar SBN	-0.74	0.11
Perkembangan pasar obligasi swasta	2.22	-0.11
Perkembangan reksadana	2.58	0.24

Sumber : hasil estimasi penulis

Hasil uji *Granger Causality* juga menunjukkan hal yang senada, yaitu bahwa PDB lebih signifikan mempengaruhi indikator perkembangan sektor keuangan seperti kredit dan perkembangan pasar SBN dibanding sebaliknya. Hal ini ditunjukkan oleh nilai F-statistik yang lebih besar (lihat Tabel 9).

Tabel 9. Ringkasan hasil uji *Granger Causality* berpasangan 2 variabel dengan *lags* 2 dan *Sample* Q4 2011 s.d. Q4 2018

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
Kredit Swasta does not Granger Cause PDB	27	4.37540	0.0251**
PDB does not Granger Cause Kredit Swasta		8.53928	0.0018***
Pasar saham does not Granger Cause PDB	27	1.82090	0.1854
PDB does not Granger Cause Pasar saham		0.65370	0.5299
Pasar SBN does not Granger Cause PDB	27	0.37146	0.6940
PDB does not Granger Cause Pasar SBN		3.52324	0.0471**
Pasar obligasi swasta does not Granger Cause PDB	27	0.70430	0.5053
PDB does not Granger Cause Pasar obligasi swasta		0.18630	0.8313
Reksadana does not Granger Cause PDB	27	3.29777	0.0559
PDB does not Granger Cause Reksadana		1.49167	0.2469

Catatan: ***significant at 1%, **significant at 5%

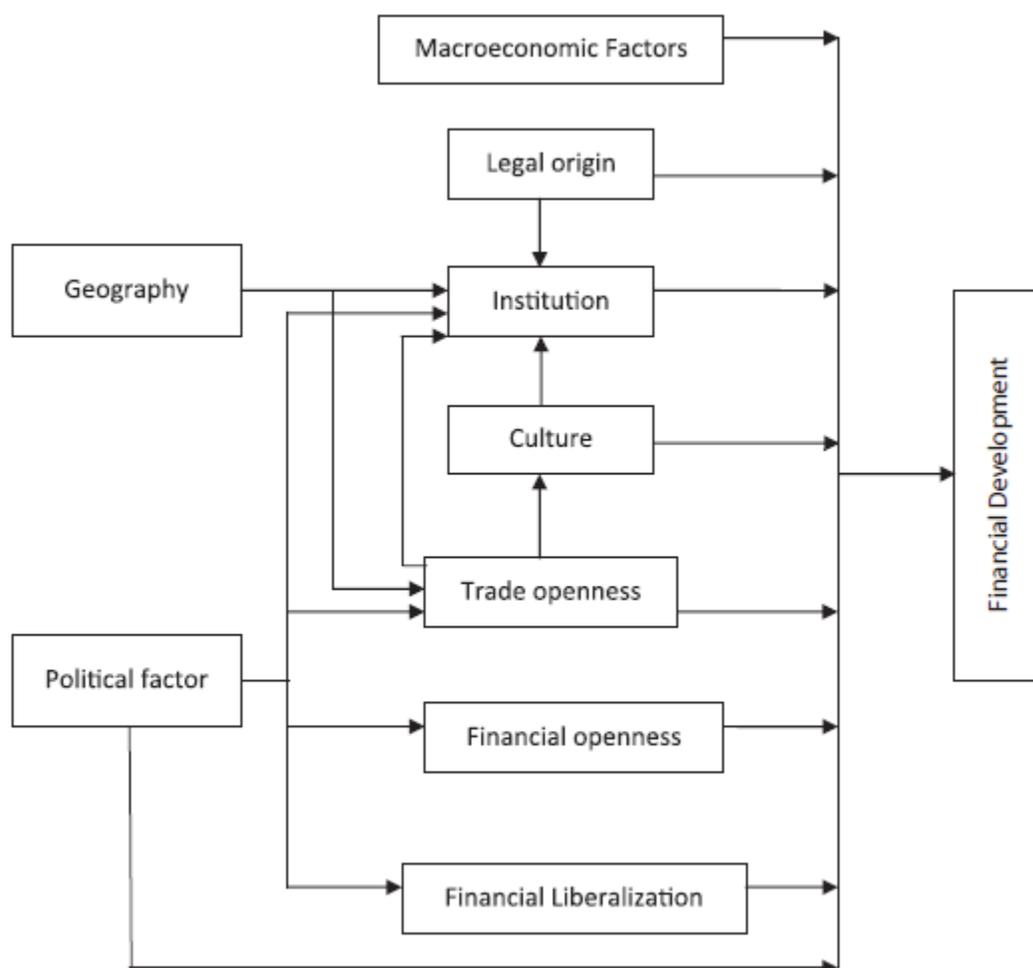
Sumber : hasil estimasi penulis

4. FAKTOR - FAKTOR YANG MEMPENGARUHI PERKEMBANGAN SEKTOR KEUANGAN

Tidak dapat dipungkiri bahwa perkembangan sektor keuangan merupakan proses yang berjenjang dari berbagai aspek yang melalui sejumlah tahapan, dari pengembangan dan ekspansi keuangan yang berfokus dari utang hingga materialisasi pasar modal sehingga perusahaan dapat mencari dana dari berbagai instrumen (Goldsmith, 1969; Gurley & Shaw, 1995; Blackburn, Bose, & Capasso, 2005). Subbagian ini mendiskusikan faktor - faktor yang mempengaruhi perkembangan sektor keuangan, dan lebih spesifik lagi faktor - faktor yang mempengaruhi kedalaman sektor keuangan di Indonesia, baik institusi/lembaga keuangan maupun pasar keuangan.

4.1. Kajian Literatur terhadap Faktor - Faktor yang Mempengaruhi Perkembangan Sektor Keuangan

Voghouei, Azali, dan Jamali (2011) telah menggambarkan faktor - faktor yang mempengaruhi perkembangan sektor keuangan dalam satu kerangka yang sistematis dan lebih komprehensif dibanding studi - studi yang lain (lihat Gambar 12).



Gambar 12. Determinan perkembangan sektor keuangan

Sumber: Voghouei, Azali, dan Jamali (2011)

4.1.1. Faktor - faktor makroekonomi (*macroeconomic factors*)

Bagaimana sektor keuangan berkembang tidak terlepas dari tahapan perkembangan dan level ekonomi suatu negara. Di negara berkembang, sektor keuangannya cenderung didominasi oleh institusi keuangan yaitu bank komersial dan bank sentral, sementara di negara maju, kapitalisasi pasar keuangan cenderung lebih mendominasi sektor keuangan secara keseluruhan (Blackburn et al., 2005).

Karena sektor keuangan tidak bisa terlepas dari perkembangan dan level ekonomi suatu negara, maka perkembangan sektor keuangan sangat dipengaruhi oleh variabel - variabel makroekonomi seperti inflasi, investasi, pendapatan, dan pertumbuhan ekonomi itu sendiri (Voghouei, Azali, & Jamali, 2011). Inflasi dipercaya memiliki dampak negatif terhadap

perkembangan sektor keuangan (Huybens & Smith, 1999). Inflasi yang tinggi tentunya akan menggerus tingkat imbal hasil riil atas aset keuangan dan menurunkan nilai uang secara riil. Hal ini kemudian dapat memperburuk friksi di pasar kredit dan menyebabkan penurunan penyaluran kredit dan intermediasi keuangan. Penurunan intermediasi ini kemudian bisa meningkatkan inefisiensi alokasi sumber daya yang pada akhirnya bisa berdampak buruk terhadap investasi secara keseluruhan (Boyd & Smith, 1996; Huybens & Smith, 1999).

4.1.2. Faktor institusi, hukum, dan budaya (*institution, legal origin, and culture*)

Faktor selanjutnya yang juga tidak kalah penting dengan aspek makroekonomi, yaitu institusi. Mishkin (2007) mengidentifikasi sejumlah faktor terkait institusi yang menghambat perkembangan sektor keuangan antara lain sebagai berikut:

a) *Tirani kolateral/jaminan*

Dalam banyak kasus, kolateral atau jaminan diperlukan untuk mendapatkan akses pembiayaan atau kredit. Namun, tidak semua memiliki dokumen hukum yang sah untuk bisa mengakui bahwa kolateral tersebut merupakan miliknya. Birokrasi yang rumit untuk mendapatkan sertifikat kepemilikan tersebut tentunya dapat menghambat pihak - pihak yang ingin mendapatkan pembiayaan/kredit.

b) *Inability of the Legal System to Enforce Restrictive Covenants*

Kalau sebelumnya jaminan diperlukan untuk menjamin profil kemampuan bayar debitur, maka berikutnya adalah terkait apakah sistem hukum yang berlaku dapat memberikan jaminan terhadap kreditur untuk debitur mematuhi kontrak.

c) *Government-Directed Credit and state ownership of banks*

Di negara berkembang, acapkali pemerintahnya memberikan subsidi bunga kredit yang lebih murah dengan tujuan untuk memperluas akses pembiayaan bagi masyarakat. Namun, pada level tertentu hal ini justru dapat menyebabkan *moral hazard* bagi kreditur dalam menyalurkan kredit.

d) *Underdeveloped Regulatory System to Promote Transparency*

Dengan transparansi, tingkat informasi yang asimetris akan berkurang dan pada gilirannya akan mendukung perkembangan sektor keuangan (Habib, 2008; Mishkin, 2007).

Yang tentunya menjadi bagian dari aspek institusi, hukum, dan budaya adalah regulasi pada sektor keuangan, seperti misalnya regulasi pada perbankan. Reformasi regulasi perbankan terbukti memiliki pengaruh yang sangat signifikan terhadap perkembangan sektor keuangan suatu negara. Li (2007) mengukur tingkat regulasi perbankan (pola dan kualitas) ini dalam empat dimensi, yaitu kepemilikan pemerintah atas bank, intensitas aturan langsung perbankan, ukuran

kekuatan memonitor oleh investor dari luar, dan kelengkapan infrastruktur penjaminan simpanan. Dia kemudian mengidentifikasi 5 pola regulasi perbankan di dunia dan melakukan tes aspek budaya regulasi perbankan dikaitkan dengan teori ekonomi dan hukum.

Selain pada tingkat regulasinya, tingkat kompetisi di dalam industri perbankan juga memiliki peranan penting dalam pengembangan industrinya (Claessens & Laeven, 2005). Regulasi kebijakan moneter juga memiliki pengaruh yang besar terhadap perkembangan sektor keuangan baik perbankan/lembaga keuangan maupun pasar keuangan. Untuk kasus Indonesia sendiri terdapat bukti empiris bahwa pengetatan kebijakan moneter yang tidak terduga berdampak secara signifikan pada peningkatan tajam volatilitas di pasar saham dan pasar uang (Mansur, 2016).

Faktor budaya juga dipercaya memiliki dampak terhadap perkembangan sektor keuangan suatu negara. Di dalam studinya, Stulz dan Williamson (2003) menjelaskan paling tidak ada tiga saluran transmisi bagaimana budaya bisa mempengaruhi perkembangan sektor keuangan. *Pertama*, nilai, preferensi, dan kepercayaan individu dan sosial yang dominan di suatu negara bergantung pada budaya negara itu. Sebagai contoh, agama/kepercayaan yang berbeda menghasilkan opini yang berbeda terkait pengenaan bunga dan hak - hak kreditur dan pemegang saham. *Kedua*, budaya berpengaruh terhadap institusi. Sebagai contoh, nilai - nilai budaya dan agama/kepercayaan berpengaruh terhadap sistem hukum yang berlaku. *Ketiga*, budaya mempengaruhi bagaimana sumber daya dialokasikan di dalam suatu perekonomian.

Meskipun Stulz dan Williamson (2003) menunjukkan pengaruh nilai - nilai budaya terhadap perkembangan sektor keuangan, mereka kemudian menekankan bahwa pengaruh tersebut dapat dimitigasi melalui perdagangan internasional karena tiga hal. *Pertama*, suatu negara yang mengharapkan keuntungan dari perdagangan internasional harus mempertimbangkan hak - hak mitra dagang ketika akan menyepakati suatu perjanjian. *Kedua*, seiring suatu negara mendapatkan manfaat dari perdagangan, pengaruh asing akan masuk dan mengurangi dampak nilai - nilai budaya domestik. *Ketiga*, keterkaitan dalam perdagangan internasional akan membawa keterbukaan terhadap kompetisi asing dan akan mendorong perusahaan domestik untuk melakukan perubahan secara institusional agar menjadi lebih kompetitif.

4.1.3. Faktor keterbukaan perdagangan (*trade openness*)

Sejumlah penelitian yang pernah dilakukan menghasilkan temuan bahwa keterbukaan perdagangan dan keterbukaan finansial secara simultan memberikan pengaruh positif terhadap perkembangan sektor keuangan. Di antaranya adalah penelitian yang dilakukan oleh Law (2007) dan Rajan & Zingales (2003).

Rajan dan Zingales (2003) memberikan penjelasan mengapa keterbukaan perdagangan bisa berdampak positif terhadap perkembangan sektor keuangan. Satu negara yang membuka jalur perdagangannya maka akan membuka peluang akses ke pasar luar negeri dan juga membawa pesaing asing ke dalam pasar dalam negeri. Masuknya pesaing asing dapat mendorong penurunan rente di dalam negeri. Hal ini kemudian memberikan dampak terhadap turunnya keuntungan atau laba di dalam negeri. Lebih rendahnya keuntungan di dalam negeri kemudian menyebabkan arus kas internal yang lebih rendah. Hal ini kemudian mendorong meningkatnya ketergantungan atas pembiayaan eksternal. Pada saat yang sama, peluang di pasar luar negeri akan mendorong pasar di dalam negeri untuk bertahan melawan teknologi asing, sehingga pasar domestik membutuhkan investasi yang lebih banyak.

Secara teori keterbukaan saluran perdagangan dapat membawa efek positif terhadap perkembangan sektor keuangan di dalam negeri. Dengan menggunakan model dinamik heterogen panel data atas 68 negara periode 1980 - 2001, Law (2007) menemukan bahwa keterbukaan perdagangan dan keterbukaan finansial secara simultan memberikan pengaruh positif terhadap perkembangan sektor keuangan. Namun, hal ini tidak berlaku di semua negara. Efek positif dan signifikan hanya terlihat pada kelompok negara berpendapatan menengah (*middle-income countries*), tidak pada kelompok negara berpendapatan rendah dan tinggi. Hasil penelitian Law (2007) tersebut dapat dilihat pada Gambar 13 dan Gambar 14.

Di dalam model Law (2007) tersebut, indikator perkembangan sektor keuangan diwakili oleh rasio kredit swasta terhadap PDB. Dari Gambar 13 di atas, korelasi positif tertinggi keterbukaan perdagangan dengan perkembangan sektor keuangan terlihat di kelompok negara berpendapatan menengah tinggi (*Upper Middle-Income Countries*) dan negara berpendapatan menengah rendah (*Lower Middle-Income Countries*), yaitu dengan korelasi masing-masing sebesar 54 persen dan 50 persen.

	<i>PRI</i>	<i>RGDPC</i>	<i>TO</i>	<i>CIF</i>	<i>INS</i>	<i>TO × CIF</i>
High-Income						
PRI	1.00					
RGDPC	0.57	1.00				
TO	0.43	0.01	1.00			
CIF	0.22	0.17	0.66	1.00		
INS	0.24	0.69	0.21	0.28	1.00	
TO × CIF	0.24	0.09	0.85	0.88	0.21	1.00
Upper Middle-Income						
PRI	1.00					
RGDPC	0.25	1.00				
TO	0.54	0.10	1.00			
CIF	0.57	0.06	0.62	1.00		
INS	0.52	0.12	0.25	0.19	1.00	
TO × CIF	0.64	0.10	0.88	0.87	0.26	1.00
Lower Middle-Income						
PRI	1.00					
RGDPC	0.33	1.00				
TO	0.50	0.03	1.00			
CIF	0.25	0.11	0.07	1.00		
INS	0.49	0.49	0.30	0.01	1.00	
TO × CIF	0.54	0.11	0.68	0.75	0.23	1.00
Low-Income						
PRI	1.00					
RGDPC	0.59	1.00				
TO	0.06	0.19	1.00			
CIF	0.37	0.01	0.58	1.00		
INS	0.38	0.34	0.23	-0.16	1.00	
TO × CIF	0.39	0.01	0.74	0.95	-0.05	1.00

Notes: PRI = private sector credit/GDP; RGDPC = real GDP per capita; TO = trade openness (total trade/GDP); CIF = private capital flows; INS = institutions.

Gambar 13. Korelasi sejumlah variabel terhadap indikator perkembangan sektor keuangan hasil penelitian Law (2007)

(Financial Development Indicator: Private Sector Credit/GDP)

	<i>High-Income</i>	<i>Upper Middle-Income</i>	<i>Lower Middle-Income</i>	<i>Low-Income</i>
Constant	-5.25 (-5.66)	-0.66 (-0.77)	-4.40 (-4.01)	-4.34 (7.69)
RGDPC	1.18 (12.76)***	0.55 (4.76)***	1.06 (6.60)***	1.04 (7.69)***
INS	0.50 (1.72)*	0.24 (2.11)**	0.20 (2.84)***	0.08 (0.89)
TO	0.10 (1.10)	0.18 (2.02)**	0.15 (2.17)**	0.22 (1.64)*
CIF	0.16 (1.42)	0.24 (3.18)***	0.20 (2.24)**	0.04 (0.17)
TO × CIF	0.26 (1.12)	0.40 (2.13)**	0.35 (1.92)*	0.23 (0.46)
Breusch and Pagan LM Test	2,646.93 (<0.001)***	1,682.72 (<0.001)***	840.35 (<0.001)***	1,255.53 (<0.001)***
Hausman Test	19.95 (<0.001)***	21.41 (<0.001)***	26.22 (<0.001)***	20.73 (<0.001)***
$N \times T$	396	330	396	374

Notes: Figures in parentheses are *t*-statistics except for Breusch and Pagan LM test and Hausman test, which are *p*-values. ***, ** and * denote significance at the 1%, 5% and 10% levels respectively.

Gambar 14. Hasil model panel data *fixed effect* hasil penelitian Law (2007)

Hasil regresi studi yang dilakukan oleh Law (2007) juga sejalan dengan tabel korelasi sebelumnya, yaitu bahwa keterbukaan perdagangan berdampak positif terhadap perkembangan sektor keuangan dan paling signifikan di kelompok negara berpendapatan menengah tinggi (*Upper Middle-Income Countries*) dan negara berpendapatan menengah rendah (*Lower Middle-Income Countries*).

4.1.4. Faktor keterbukaan finansial (*financial openness*)

Merujuk pada Gambar 13 dan Gambar 14 sebelumnya, keterbukaan finansial memiliki korelasi positif terhadap perkembangan sektor keuangan. Seperti pada keterbukaan perdagangan, keterbukaan finansial signifikan berdampak positif terhadap perkembangan sektor keuangan hanya di kelompok negara berpendapatan menengah tinggi (*Upper Middle-Income Countries*) dan negara berpendapatan menengah rendah (*Lower Middle-Income Countries*). Adapun korelasinya yaitu sebesar 57 persen dan 25 persen pada masing – masing kelompok negara tersebut. Sebagai catatan, di dalam penelitian Law (2007) tersebut, indikator perkembangan sektor keuangan hanya diwakili oleh rasio kredit swasta terhadap PDB.

Sebelumnya, Rajan dan Zingales (2003) juga telah memodelkan dampak keterbukaan finansial (diwakili oleh variabel aliran arus modal) secara simultan dengan level keterbukaan perdagangan (diwakili oleh rasio ekspor + impor terhadap PDB) terhadap perkembangan sektor keuangan. Hasilnya dapat dilihat pada Gambar 15 berikut.

Sample period:	1913–1980 (i)	1981–1997 (ii)	1913–1999 (iii)	1913–1999 (iv)
Demand for finance	1.201 (1.220)	0.127** (0.054)	0.143 (0.106)	0.145 (0.108)
Interaction of demand for finance and openness	6.549*** (0.976)	0.062** (0.024)	0.037 (0.036)	-0.162 (0.097)
Interaction of demand for finance and openness *dummy = 1 if period of low international capital mobility	-10.420*** (0.222)	-0.034** (0.015)	-0.077* (0.040)	
Interaction of demand for finance and openness * level of international capital mobility				6.695** (3.038)
Observations	100	90	151	151

Gambar 15. Perkembangan sektor keuangan dan variasi aliran arus modal hasil penelitian Rajan & Zingales (2003)

Dalam Gambar 15 di atas, yang menjadi variabel dependen adalah rasio kapitalisasi pasar saham terhadap PDB sebagai *proxy* perkembangan sektor keuangan. Sebagai *proxy demand for finance* pada kolom (i) adalah indeks industrialisasi sebagaimana digunakan oleh Bairoch (1982) per seribu, sementara pada kolom (ii) – (iv) menggunakan logaritma PDB per kapita. *Openness* dalam gambar tersebut merupakan rasio jumlah ekspor + impor terhadap PDB, sementara indikator *low international capital mobility* merupakan variabel *dummy* dengan nilai 1 pada periode 1938-1980 dan 0 pada periode lainnya. Sementara itu, level *international capital mobility* merupakan rata-rata absolut dari rasio neraca transaksi berjalan terhadap PDB (CA/GDP) 14 negara yang digunakan oleh Taylor (1998) dan di-*extend* oleh Rajan & Zingales (2003) hingga 1999. Angka di dalam kurung menunjukkan standar error, sementara (*) menunjukkan signifikansi pada level 10 persen, (**) signifikansi pada level 5 persen, dan (***) signifikansi pada level 1 persen. Variabel CA/GDP digunakan sebagai *proxy international capital mobility* tentunya dengan asumsi bahwa defisit transaksi berjalan dibiayai oleh surplus aliran modal masuk.

Hasil penting dari penelitian Rajan & Zingales (2003) pada Gambar 15 di atas antara lain bahwa *low international capital mobility* memiliki korelasi negatif dan signifikan terhadap perkembangan

sektor keuangan di semua periode observasi. Sementara itu, interaksi *demand for finance*, *openness* dengan *high international capital mobility* memberikan dampak positif yang sangat signifikan terhadap perkembangan sektor keuangan (lihat kolom iv Gambar 15). Hasil yang serupa juga didapatkan ketika menggunakan indikator *domestic firms listed to million inhabitants* sebagai *proxy* perkembangan sektor keuangan. Pada akhir penelitiannya, Rajan dan Zingales (2003) memberikan catatan bahwa perkembangan sektor keuangan berkorelasi positif dengan keterbukaan perdagangan ketika tingkat keterbukaan finansial atau arus modal tinggi, sementara ketika tingkat arus modal rendah, keterbukaan perdagangan hanya memberikan dampak yang tidak terlalu signifikan atau bahkan tidak signifikan sama sekali.

4.1.5. Faktor liberalisasi finansial (*financial liberalization*)

Berbeda dengan globalisasi perdagangan internasional yang tidak menuai kontroversi, globalisasi finansial masih dipandang kontroversial oleh para ekonom top dunia. Globalisasi finansial tidak selalu berhasil mendorong sektor keuangan lebih berkembang, bahkan yang sering terjadi adalah menyebabkan krisis keuangan (Mishkin, 2007). Joseph Stiglitz merupakan salah satu ekonom dunia yang sangat kritis terhadap globalisasi finansial. Di dalam bukunya yang berjudul "*Globalization and Its Discontents*", Stiglitz (2002) melihat bahwa dibukanya pasar keuangan di *emerging markets* terhadap arus modal asing telah menuntun kepada krisis ekonomi. Bahkan Jagdish Bhagwati, ekonom ternama dunia yang juga Professor di Columbia University AS memiliki pandangan skeptis terhadap globalisasi finansial dengan mengatakan "*But the claims of enormous benefits from free capital mobility are not persuasive*" atau dia tidak yakin dengan manfaat dari pergerakan arus modal yang bebas. Padahal, Jagdish Bhagwati ini merupakan ekonom ternama dunia yang sangat mendukung globalisasi. Globalisasi merupakan kekuatan utama untuk menciptakan kesejahteraan sosial bagi dunia modern sekarang ini (Bhagwati, 2004). Namun, Mishkin (2007) sepakat dengan Bhagwati (2004) dalam satu hal, yaitu bahwa agar globalisasi keuangan dapat berdampak positif terhadap perkembangan sektor keuangan, maka globalisasi finansial harus dilakukan dengan 'benar' (*right financial globalization* atau *properly governed*).

Globalisasi keuangan atau liberalisasi keuangan yang dilakukan dengan 'benar' berarti terkait dengan kontrol regulasi yang diberlakukan di negara tersebut. Arestis et al., (2002) mencoba mengukur dampak kebijakan regulasi terkait liberalisasi sektor keuangan terhadap perkembangan sektor keuangan di 6 negara berkembang, yaitu Yunani, Thailand, Filipina, Korea, India, dan Mesir dengan periode sampel 1955 - 1997. Variabel kebijakan yang digunakan

meliputi batasan suku bunga simpanan dan pinjaman, giro wajib minimum, dan aturan likuiditas. Kebijakan masing - masing negara dapat dilihat pada table 10.

Tabel 10. Ringkasan kebijakan sektor keuangan terkait liberalisasi finansial di 6 negara

Negara	Kontrol suku bunga (<i>interest rate control</i>)	Giro wajib minimum (<i>reserve requirement</i>)	Aturan likuiditas (<i>liquidity requirement</i>)
Yunani	<i>In 1987, interest rate on various deposits and on most categories of short- and long-term loans were deregulated. In 1989, the setting of saving deposit rates were liberalized, but they were still subject to minimum rate established by the Bank of Greece which was abolished in 1993.</i>	<i>Required reserve ratios were quite high until the early 1990s.</i>	<i>In the 1970s and 1980s, banks were required to invest a certain fraction of their total deposits in short-term government bonds. These requirements were reduced in 1990-93 and were abolished in 1993.</i>
Thailand	<i>Ceilings on lending rates liberalized in 1992. Interest rate on deposits completely liberalized in 1990.</i>	<i>Reserve requirements were set low. Variations in the reserve requirement were also low.</i>	<i>In 1991, the Bank of Thailand relaxed the constraint on commercial banks' portfolio management by replacing the reserve requirement ratio with the liquidity ratio.</i>
Filipina	<i>In 1980, ceilings on deposit rates for deposits with maturity >2 years were removed and shorter maturities were subject to ceilings of 14%. In 1981, remaining ceilings on deposit rates were abolished and loan rate ceilings were raised. In 1983, remaining ceilings on short-term loan rates were removed.</i>	<i>Reserve requirements increased significantly in the mid-1980s and again in the early 1990s.</i>	<i>No formal liquidity ratios in place.</i>
Korea	<i>Ceilings on lending rates abolished in 1979. Ceilings on deposit rates liberalized in 1988.</i>	<i>Reductions in reserve requirements in the mid-1990s.</i>	<i>No formal liquidity ratios in place.</i>
India	<i>Ceilings on lending rate imposed in 1963-8 and then reimposed in 1975-87.</i>	<i>Reserve requirements increased considerably in the mid-1980s and</i>	<i>Liquidity ratios increased significantly in the 1980s</i>

Negara	Kontrol suku bunga (<i>interest rate control</i>)	Giro wajib minimum (<i>reserve requirement</i>)	Aturan likuiditas (<i>liquidity requirement</i>)
	<i>Ceilings on deposit rate imposed since 1969.</i>	<i>continued to be high in the 1990s.</i>	<i>and by the 1990s ratios were as high as 38.5%.</i>
Mesir	<i>Ceilings on lending and deposit rates abolished in 1990. Ceilings on lending and deposit rates imposed 1978–90.</i>	<i>Reserve requirements increased significantly in 1978 and remained high up to 1990.</i>	<i>Liquidity ratios was as high as 30% in 1960–90 and decreased significantly afterwards.</i>

Sumber: Arestis et al., (2002)

Di dalam studinya tersebut, Arestis et al., (2002) menemukan bahwa suku bunga riil memiliki dampak positif terhadap perkembangan sektor keuangan dalam jangka panjang di empat dari enam negara yang diteliti. Atau dengan kata lain, kebijakan yang bersifat restriktif yang dalam hal ini dengan menggunakan instrumen suku bunga relatif berdampak positif terhadap perkembangan sektor keuangan. Lebih lanjut, mereka menemukan bahwa kebijakan sektor keuangan memberikan dampak signifikan secara langsung baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang, tetapi dampaknya berbeda – beda untuk masing – masing negara. Kebijakan – kebijakan yang bersifat restriktif berdampak positif di satu negara, tetapi negatif di negara lainnya. Namun, satu hal yang pasti, yaitu bahwa kebijakan restriktif tersebut memiliki dampak positif di negara dengan kualitas institusi seperti aturan supervisi dan prudensial yang lemah.

4.1.6. Faktor geografi

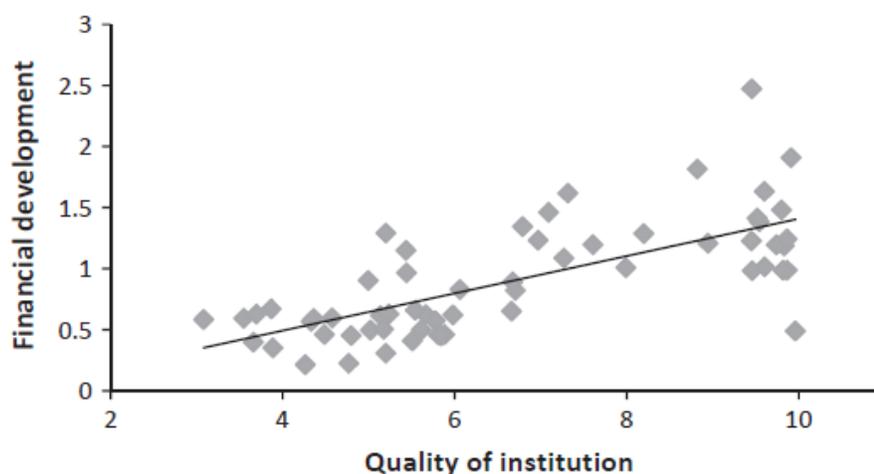
Belum banyak studi yang meneliti dampak hal – hal geografis terhadap perkembangan sektor keuangan. Namun, Voghouei, Azali, dan Jamali (2011) percaya bahwa geografi dapat berpengaruh terhadap sistem keuangan melalui saluran institusi dan perdagangan. Acemoglu, Johnson, dan Robinson (2004) mengklaim bahwa posisi geografis merupakan penyebab awal yang membentuk hal – hal institusional seperti yang terjadi di Eropa. Senada dengan mereka, Easterly dan Levine (2003) juga menemukan bahwa warisan sumber daya alam telah mempengaruhi pembentukan institusi.

Sementara itu, Frankel dan Romer (1999) melihat bahwa perdagangan dipengaruhi oleh jarak, ukuran suatu negara, dan variabel geografis yang lain. Aspek geografis ini tidak hanya berpengaruh terhadap sisi permintaan, tetapi juga terhadap sisi suplai terkait perkembangan sektor keuangan. Aspek geografis berpengaruh terhadap sisi permintaan melalui pengaruhnya terhadap kualitas institusi, sementara terhadap sisi suplai, produksi dan eksploitasi sumber daya alam, misalnya, pada gilirannya dapat mempengaruhi permintaan pembiayaan eksternal (Huang, 2005).

4.1.7. Faktor *political economy*

Voghouei et al., (2011) mengidentifikasi bahwa faktor *political economy* merupakan faktor yang sangat signifikan mempengaruhi perkembangan sektor keuangan. Mereka mengklaim bahwa *political economy* ini dapat berdampak baik secara langsung maupun tidak langsung melalui determinan – determinan perkembangan sektor keuangan lainnya.

Di dalam penelitiannya, mereka menguji dampak institusi ekonomi terhadap perkembangan sektor keuangan, dimana institusi ekonomi itu sendiri endogen dan ditentukan oleh kekuatan politik. Lebih lanjut, berangkat dari teori “*economic institution*” Acemoglu et al. (2004), mereka menguji hipotesisnya terhadap dua kelompok kekuatan politik, yaitu kekuatan politik *de jure* atau institusi politik dan kekuatan politik *de facto* atau *distribution of resource*. Dengan menggunakan data panel 60 negara 1980 – 2006, hasil empiris penelitian mereka menunjukkan bahwa kekuatan politik secara statistik signifikan mempengaruhi institusi ekonomi, sehingga mempengaruhi perkembangan sektor keuangan. Hasil lain dari penelitian tersebut juga menunjukkan bahwa kekuatan politik *de jure* memiliki dampak yang lebih besar dibanding kekuatan politik *de facto*.



Gambar 16. Perkembangan sektor keuangan dan kualitas institusi 1980-2006

Sumber: World Development Indicators, Levine, Demirgüç-Kunt, & Beck (2001), Voghouei, Azali, & Jamali (2011)

Secara historis memang terlihat bahwa kualitas institusi memiliki hubungan positif dengan perkembangan sektor keuangan. Di dalam studinya tersebut, Voghouei, Azali, & Law (2011)

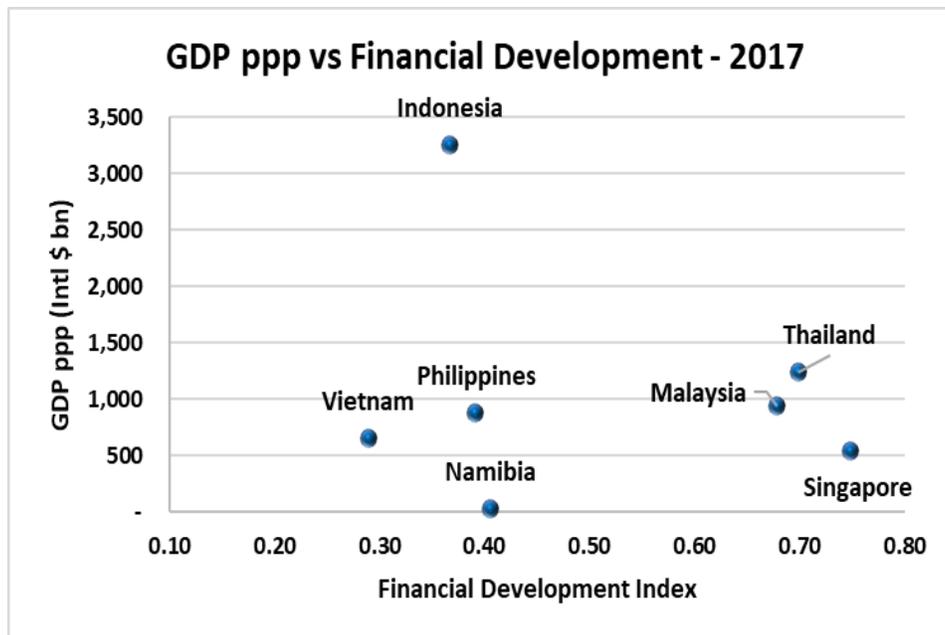
menunjukkan bahwa semakin tinggi kualitas institusi, lebih spesifik lagi institusi yang berkaitan atau berdampak ke ekonomi, semakin berkembang sistem keuangan di suatu negara. Indikator institusi ini meliputi tingkat korupsi, peraturan hukum (*rule of law*), kualitas birokrasi, dan *Government Repudiation of Contracts and Risk of Expropriation from Intenational Country Risk Guide (ICRG)*.

4.2. Faktor - Faktor yang Mempengaruhi Perkembangan Sektor Keuangan Indonesia

Dengan menggunakan kerangka analisis pada subbagian 4.1, subbagian ini mendiskusikan faktor - faktor tersebut untuk kasus Indonesia dibandingkan secara relatif dengan sejumlah negara.

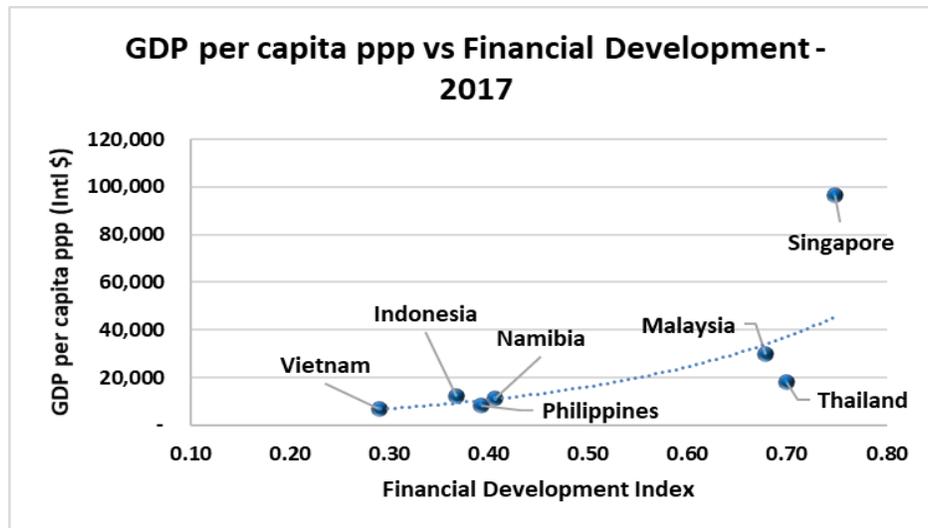
4.2.1. Faktor ekonomi dan pendapatan

Secara ukuran PDB, Indonesia memang jauh di atas negara - negara tetangga di kawasan ASEAN (lihat Gambar 17). Namun, secara pendapatan per kapita (ppp), Indonesia hanya lebih tinggi dari Vietnam, bahkan masih lebih rendah dibanding negara seperti Filipina dan Namibia (lihat Gambar 18).



Gambar 17. Ekonomi, Pendapatan, dan Perkembangan Sektor Keuangan

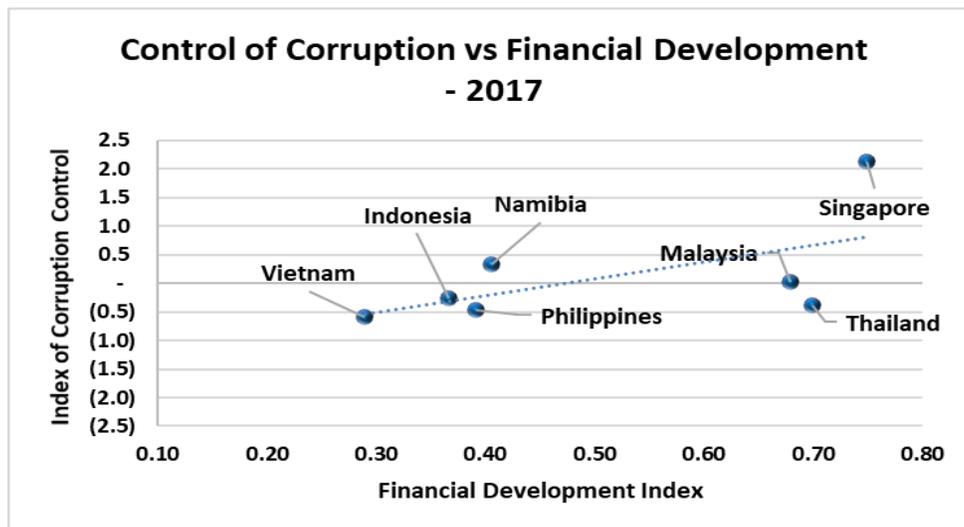
Sumber: IMF, World Bank, diolah



Gambar 18. Ekonomi, Pendapatan, dan Perkembangan Sektor Keuangan
Sumber: IMF, World Bank, diolah

4.2.2. Faktor institusi

Banyak yang bisa digunakan sebagai *proxy* untuk menggambarkan kualitas institusi suatu negara. Salah satu indikator yang digunakan oleh World Bank, yaitu Indeks Kontrol Korupsi¹. Berdasarkan indeks ini pada tahun 2017, Indonesia lebih baik dari Thailand, Filipina, dan Vietnam, tetapi masih di bawah negara - negara seperti Namibia, Malaysia dan Singapura.



Gambar 19. Institusi dan Perkembangan Sektor Keuangan
Sumber: IMF, World Bank, diolah

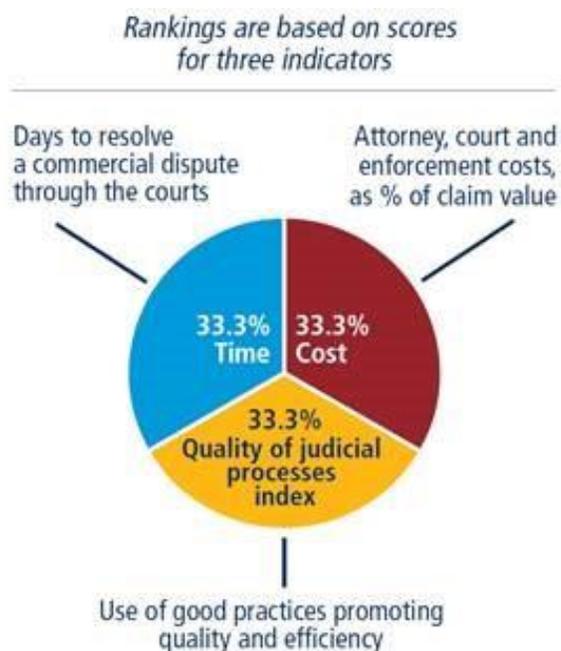
¹ Control of Corruption captures perceptions of the extent to which public power is exercised for private gain, including both petty and grand forms of corruption, as well as 'capture' of the state by elites and private interests. Estimate gives the country's score on the aggregate indicator, in units of a standard normal distribution, i.e. ranging from approximately -2.5 to 2.5.

Indikator lain yang dapat digunakan untuk menggambarkan kondisi institusi, yaitu peringkat kemudahan berbisnis (*Ease of Doing Business Score*) yang dipublikasikan oleh World Bank. Pada tahun 2018, Indonesia menduduki peringkat ke-73 untuk *Ease of Doing Business* secara global, jauh di atas Namibia dan Filipina. Demikian juga peringkat dalam hal *Getting Credit* dan *Protecting Minority Investors*. Namun, peringkat Indonesia dalam hal *Enforcing Contracts* jauh di bawah negara - negara seperti Thailand, Namibia dan Vietnam. Hanya sedikit di atas Filipina (Lihat Tabel 11). Peringkat *Enforcing Contracts* ini berdasarkan tiga indikator, yaitu jumlah hari untuk menyelesaikan perselisihan bisnis melalui pengadilan, biaya pengurusan termasuk biaya pengacara dan pengadilan, dan indeks kualitas proses *judicial*. Contoh kasus terkait penegakan kontrak di pasar modal Indonesia antara lain kasus yang melanda PT Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk (AISA) sejak Juli 2017 yang hingga saat ini belum ada kejelasan penyelesaiannya dan suspensi atas perdagangan sahamnya di bursa hingga kini belum dibuka oleh otoritas. Hal ini tentu saja melemahkan kepercayaan investor, apalagi investor institusional memiliki porsi kepemilikan cukup besar di emiten ini. Di sisi lain, harus diakui bahwa Indonesia masih membutuhkan dana asing untuk pasar keuangan Indonesia dapat berkembang lebih jauh. Kasus AISA ini hanya lah satu contoh di antara banyak kasus lainnya. Meskipun demikian, khusus untuk sektor perbankan, sejak disahkannya Undang-Undang Pencegahan dan Penanganan Krisis Sistem Keuangan (UU PPKSK) Nomor 9 tahun 2016 dikombinasikan dengan fundamental perekonomian Indonesia sejauh ini, perbankan Indonesia secara institusi sudah jauh lebih siap apabila terjadi hal hal yang tidak diinginkan di dalam sistem keuangan (Mansur, 2017).

Tabel 11. Rankings & Ease of Doing Business Score 2018

Economy	Global Rank	Getting Credit	Protecting Minority Investors	Paying Taxes	Trading across Borders	Enforcing Contracts
Singapore	2	32	7	8	45	1
Malaysia	15	32	2	72	48	33
Thailand	27	44	15	59	59	35
Vietnam	69	32	89	131	100	62
Indonesia	73	44	51	112	116	146
Namibia	107	73	99	81	136	58
Philippines	124	184	132	94	104	151

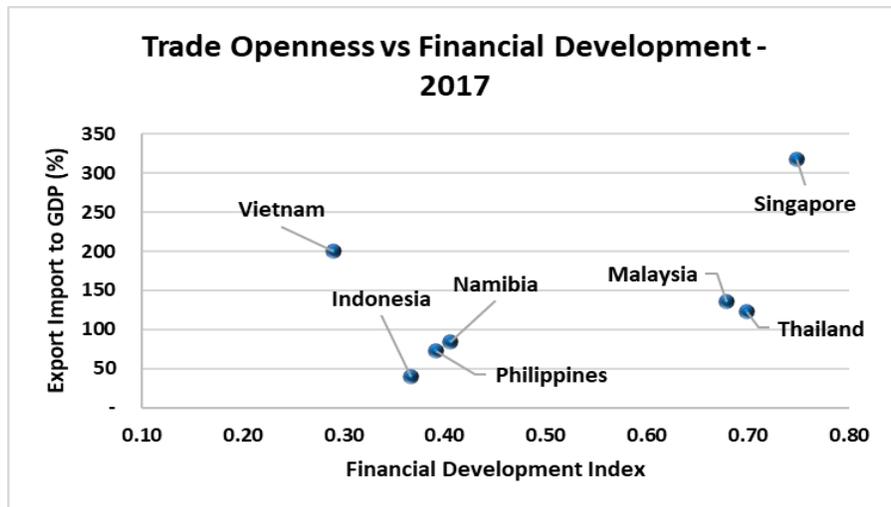
Sumber: World Bank



Gambar 20. Komponen *Enforcing Contracts* pada *Ease of Doing Business Score*
 Sumber: World Bank

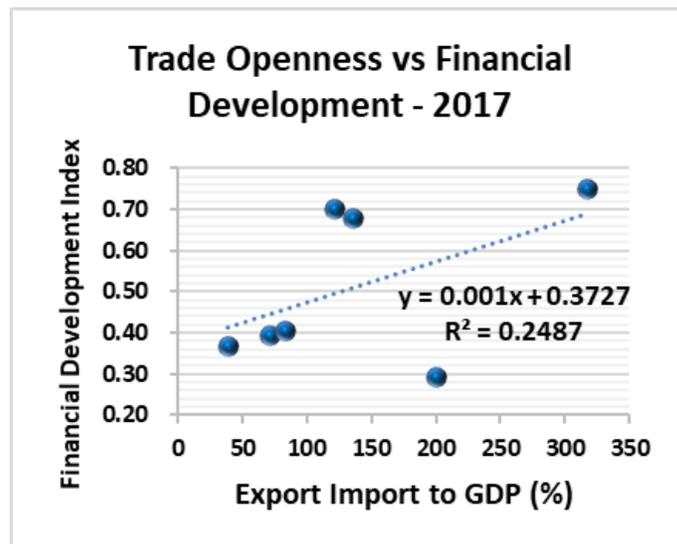
4.2.3. Faktor Keterbukaan Perdagangan (*Trade Openness*)

Level keterbukaan perdagangan digambarkan oleh rasio atas total ekspor+impor terhadap PDB. Dari indikator ini, level keterbukaan perdagangan Indonesia relatif rendah dibanding negara – negara lain mulai dari Vietnam, Malaysia, hingga Namibia dan Filipina. Hal ini bisa jadi dipengaruhi dua hal struktural, yaitu bahwa barang/jasa yang dihasilkan oleh perekonomian Indonesia memang lebih banyak dikonsumsi di dalam negeri mengingat dominasi konsumsi sebagai pembentuk utama PDB (Mansur, 2015) dan fakta ketergantungan impor untuk bisa ekspor produk manufaktur. Namun, dari Gambar 20 terlihat bahwa hubungan keterbukaan perdagangan dengan perkembangan sektor keuangan cukup besar dengan korelasi positif sebesar 24,87 persen.



Gambar 21. Keterbukaan Perdagangan dan Perkembangan Sektor Keuangan

Sumber: IMF, World Bank, diolah



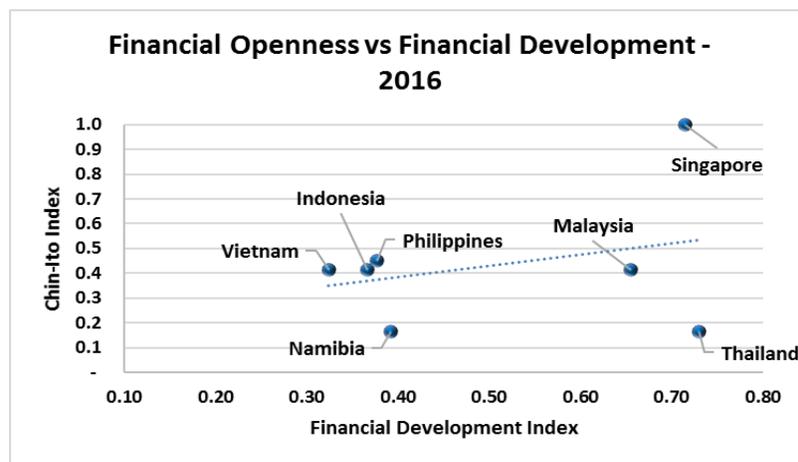
Gambar 22. Korelasi Keterbukaan Perdagangan dengan Perkembangan Sektor Keuangan

Sumber: IMF, World Bank, diolah

4.2.4. Faktor Keterbukaan Financial (*Financial Openness*)

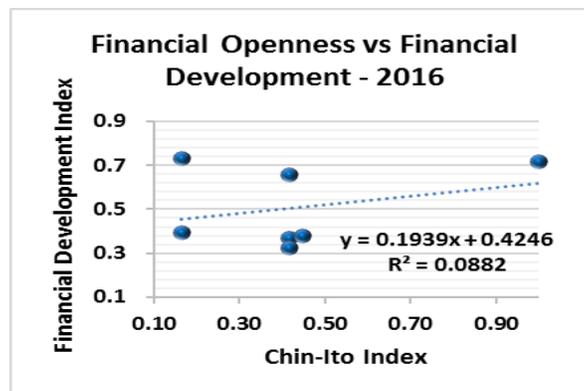
Pandangan soal globalisasi finansial masih menuai pro dan kontra dan memang tidak selalu berhasil mendorong sektor keuangan lebih berkembang. Dari sisi keterbukaan finansial ini, level keterbukaan Indonesia juga relatif lebih rendah dibanding sejumlah negara (lihat gambar 23). Sementara itu, korelasi antara keterbukaan finansial dengan perkembangan sektor keuangan positif, tetapi hanya 8,82 persen (lihat gambar 24). Di dalam penelitiannya, Chinn dan Ito (2005) menemukan bukti empiris bahwa level keterbukaan finansial yang lebih tinggi berkontribusi positif terhadap perkembangan pasar modal hanya jika sistem hukum dan institusi secara keseluruhan telah mencapai level tertentu. Namun demikian, memang Indonesia perlu untuk sangat berhati-hati apabila ingin meningkatkan level keterbukaan finansial ini karena terdapat

bukti empiris bahwa masuk dan keluarnya modal asing memiliki dampak yang asimetris terhadap pasar modal Indonesia, khususnya pasar SBN. Dampak negatif yang ditimbulkan oleh keluarnya arus modal asing terbukti lebih besar dibandingkan dengan pengaruh positif ketika modal asing masuk ke pasar SBN (Mansur & Arif, 2017). Selain itu, terdapat bukti empiris juga bahwa dalam periode pasar keuangan tertekan, bank non-sistemik tereskalasi sehingga memiliki risiko sistemik terhadap sistem perbankan secara keseluruhan (Mansur, 2018). Membuka pintu keterbukaan finansial lebih lebar berarti mengizinkan sistem keuangan untuk menerima kejutan/guncangan lebih banyak dari luar, sehingga risiko - risiko di atas perlu untuk diwaspadai.



Gambar 23. Keterbukaan Finansial dan Perkembangan Sektor Keuangan

Sumber: IMF, http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm², diolah



Gambar 24. Korelasi Keterbukaan Finansial dan Perkembangan Sektor Keuangan

Sumber: IMF, http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm, diolah

² The Chinn-Ito index (KAOPEN) is an index measuring a country's degree of capital account openness. The index was initially introduced in Chinn and Ito (*Journal of Development Economics*, 2006). KAOPEN is based on the binary dummy variables that codify the tabulation of restrictions on cross-border financial transactions reported in the IMF's Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER).

5. KESIMPULAN

Hasil pengukuran terhadap perkembangan sektor keuangan Indonesia menunjukkan bahwa pengembangan sektor keuangan Indonesia selama ini berfokus pada peningkatan akses, sementara level kedalaman dan efisiensi relatif tidak ada kemajuan berarti, bahkan level kedalaman per akhir 2018 masih belum kembali ke level pertengahan tahun 1990an. Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa perkembangan sektor keuangan Indonesia lebih *demand following* atau ekonomi tumbuh lebih dahulu kemudian sektor keuangan berkembang. Sementara itu, faktor - faktor yang mempengaruhi perkembangan sektor keuangan Indonesia bersifat multidimensi dari faktor makroekonomi, institusi, hingga tingkat keterbukaan baik perdagangan maupun finansial. Dalam banyak aspek struktural tersebut Indonesia kalah dibanding negara - negara lain, sehingga tidak mengherankan apabila level perkembangan sektor keuangan Indonesia juga lebih rendah dibanding banyak negara di dunia.

Penelitian ini baru terbatas pada tataran teoritis dan perspektif makroekonomi, sehingga perlu dilanjutkan ke tahap yang lebih mikro dan praktik kebijakan. Namun, bagian pengukuran perkembangan sektor keuangan sudah dapat digunakan untuk memonitor perkembangan sektor keuangan Indonesia secara reguler, misalnya dituangkan ke dalam bentuk laporan semesteran atau tahunan. Indikator - indikator yang lebih terkini bisa ditambahkan ke dalam masing-masing subkelompok terkait.

DAFTAR REFERENSI

- Acemoglu, D., Johnson, S., & Robinson, J. (2004). Institutions as the Fundamental Cause of Long-Run Growth. *NBER Working Paper Series, 10481*, 1–111.
<https://doi.org/10.3386/w10481>
- Aizenman, J., Jinjarak, Y., & Park, D. (2015). Financial Development and Output Growth in Developing Asia and Latin America: A Comparative Sectoral Analysis. *NBER Working Paper Series, 20917*, 1–38.
- Alexiou, C., Vogiazas, S., & Nellis, J. G. (2018). Reassessing the relationship between the financial sector and economic growth: Dynamic panel evidence. *International Journal of Finance and Economics, 23*(2), 155–173. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1609>
- Arestis, P., Demetriades, P., Fattouh, B., & Mouratidis, K. (2002). The impact of financial liberalization policies on financial development: Evidence from developing economies. *International Journal of Finance and Economics, 7*(2), 109–121.
<https://doi.org/10.1002/ijfe.181>
- Bhagwati, J. (2004). *In Defense of Globalization*. New York: Oxford University Press.
- Blackburn, K., Bose, N., & Capasso, S. (2005). Financial development, financing choice and economic growth. *Review of Development Economics, 9*(2), 135–149.
<https://doi.org/10.1111/j.1467-9361.2005.00268.x>
- Boyd, J., & Smith, B. (1996). The co-evolution of the real and financial sectors in the growth process. *World Bank Economic Review, 10*, 371–396. Retrieved from <https://econpapers.repec.org/paper/fipfedmwp/541.htm>
- Cameron, R. (1961). *France and the Economic Development of Europe (1800-1914)*. Princeton, N.J.: Princeton University Press.
- Cameron, R. (1967). *Banking in the Early Stages of Industrialization*. New York: Oxford University Press.
- Chinn, M. D., & Ito, H. (2005). What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions. *NBER Working Paper, 11370*, 1–45.
- Čihák, M., Demirgüç-Kunt, A., Feyen, E., & Levine, R. (2012). Benchmarking Financial Systems

- around the World. *World Bank Policy Research Working Paper*, 6175, 1–58.
- Claessens, S., & Laeven, L. (2005). *Financial Dependence, Banking Sector Competition, and Economic Growth*. *World Bank Policy Research Working Paper* 3481.
- Cooray, A. (2009). The financial sector and economic growth. *Economic Record*, 85(SUPPL. 1), 10–21. <https://doi.org/10.1111/j.1475-4932.2009.00584.x>
- Easterly, W., & Levine, R. (2003). Tropics, germs, and crops: how endowments influence economic development. *Journal of Monetary Economics*, 50, 3–39.
- Fase, M. M. G., & Abma, R. C. N. (2003). Financial environment and economic growth in selected Asian countries. *Journal of Asian Economics*, 14(1), 11–21.
- Feyen, E., Kibuuka, K., & Sourrouille, D. (2015). *FinStats 2015: A ready-to-use tool to benchmark financial sectors across countries and time*.
- Frankel, J. A., & Romer, D. (1999). Does Trade Cause Growth? *American Economic Review*, 89(3), 379–399. <https://doi.org/10.1257/aer.89.3.379>
- Furqani, H., & Mulyany, R. (2009). Islamic banking and economic growth: Empirical evidence from Malaysia. *Journal of Economic Cooperation and Development*, 30(2), 59–74.
- Galindo, A., & Micco, A. (2004). Do state owned banks promote growth? Cross-country evidence for manufacturing industries. *Economics Letters*, 84(3), 371–376.
- Gambera, M., & Cetorelli, N. (1999). Banking Market Structure , Financial Dependence and Growth : International Evidence from Industry Data Banking Market Structure , Financial Dependence and Growth : International Evidence from Industry Data, (October). <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00339>
- Gerschenkron, A. (1962). *Economic Backwardness in Historical Perspective*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Goldsmith, R. W. (1969a). Financial structure and development. *Studies in Comparative Economics*.
- Goldsmith, R. W. (1969b). *Financial Structure and Development*. New Haven: Yale University Press.
- Gurley, J. G., & Shaw, E. S. (1995). Financial Aspects of Economic Development. *The American Economic Review*, 45, 515–538. <https://doi.org/10.2307/1811632>

- Habib, A. (2008). Corporate transparency, financial development and the allocation of capital: Empirical evidence. *Abacus*, 44(1), 1–21. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6281.2007.00246.x>
- Harris, R. D. . (1997). Stock markets and development: A re-assessment. *European Economic Review*, 41(1), 139–146.
- Huang, Y. (2005). *What determines financial development?* (Discussion Paper No. 05/580). Bristol.
- Huybens, E., & Smith, B. D. (1999). Inflation, financial markets and long-run real activity. *Journal of Monetary Economics*, 43(2), 283–315. [https://doi.org/10.1016/S0304-3932\(98\)00060-9](https://doi.org/10.1016/S0304-3932(98)00060-9)
- Khalifa Al-Yousif, Y. (2002). Financial development and economic growth another look at the evidence from developing countries. *Review of Financial Economics*, 11(2), 131–150. [https://doi.org/10.1016/S1058-3300\(02\)00039-3](https://doi.org/10.1016/S1058-3300(02)00039-3)
- Law, S. H. (2007). Openness and Financial Development: Panel Data Evidence from Various Stages of Economic Development. *Journal of Emerging Market Finance*, 6(2), 145–165. <https://doi.org/10.1177/097265270700600201>
- Lawrence, P. (2006). Finance and development: Why should causation matter? *Journal of International Development*, 18, 997–1016. <https://doi.org/10.1002/jid>
- Levine, R. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, 35(2), 688–726.
- Levine, R. (2004). Finance and Growth: Theory and Evidence. *NBER Working Paper*, 10766, 1–118. <https://doi.org/10.3386/w10766>
- Levine, R., Demirgüç-Kunt, A., & Beck, T. (2001). Law, Politics, and Finance. *World Bank Policy Research Working Paper*, 2585, 1–78. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-2585>
- Li, T. (2007). Banking Regulation around the World: Patterns, Determinants, and Impact. *Journal of Emerging Market Finance*, 6(1), 61–122. <https://doi.org/10.1177/097265270700600103>
- Malarvizhi, C. A. N., Zeynali, Y., Mamun, A. Al, & Ahmad, G. Bin. (2019). Financial Development and Economic Growth in ASEAN-5 Countries. *Global Business Review*, 20(1), 57–71. <https://doi.org/10.1177/0972150918802684>
- Mansur, A. (2015). Identifying Shocks on the Economic Fluctuations in Indonesia and US: The Role of Oil Price Shocks in a Structural Vector Autoregression Model. *MPRA Paper*, 94018,

1-34.

- Mansur, A. (2016). Kebijakan Moneter dan Volatilitas Pasar Keuangan. *MPRA Paper*, 93880, 1-20.
- Mansur, A. (2017). 10 After the Global Financial Crisis , Where is Indonesia ' s Position Now ? *MPRA Paper*, 93945, 1-12.
- Mansur, A. (2018). Measuring Systemic Risk on Indonesia ' s Banking System. *MPRA Paper*, 93300, 1-21.
- Mansur, A., & Arif, M. Al. (2017). The Impact of Foreign Ownership on the Indonesian Government Bonds Market. *MPRA Paper*, 93944, 1-22.
- Masih, R., & Masih, A. M. M. (1996). Macroeconomic activity dynamics and Granger causality: New evidence from a small developing economy based on a vector error-correction modelling analysis. *Economic Modelling*, 13(3), 407-426.
- McKinnon, R. (1973). *Money and Capital in Economic development*. The Brookings Institutions. Washington, D.C.
- Mishkin, F. S. (2007). Is Financial Globalization Beneficial? *Journal Of Money, Credit and Banking*, 39(2-3), 259-294.
- OECD. (2008). *Handbook of Constructing Composite Indicators: Methodology and user guide*.
- Rajan, R. G. (2001). Financial Systems, Industrial Structure, and Growth. *Oxford Review of Economic Policy*, 17(4), 467-482. <https://doi.org/10.1093/oxrep/17.4.467>
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (2003). The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century. *Journal of Financial Economics*, 69, 5-50. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00125-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00125-9)
- Sahay, R., Čihák, M., Barajas, A., Bi, R., Ayala, D., Gao, Y., ... by Ratna Sahay, P. (2015). Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets. *IMF Working Papers*.
- Sehrawat, M., & Giri, A. K. (2015). Financial development and economic growth: empirical evidence from India. *Studies in Economics and Finance*, 32(3), 340-356. <https://doi.org/10.1179/str.2006.53.4.005>
- Stiglitz, J. E. (2002). *Globalization and its discontents*. Retrieved from https://books.google.co.id/books/about/Globalization_and_Its_Discontents.html?id=ge

N6MUthHdkC&redir_esc=y

- Stulz, R. M., & Williamson, R. (2003). Culture, openness, and finance. *Journal of Financial Economics*, 70, 313–349.
- Svirydzenka, K. (2016). Introducing a New Broad-based Index of Financial Development. *IMF Working Papers*, 16(05), 1. <https://doi.org/10.5089/9781513583709.001>
- Valickova, P., Havranek, T., & Horvath, R. (2015). Financial development and economic growth: A meta-analysis. *Journal of Economic Surveys*, 29(3), 506–526. <https://doi.org/10.1111/joes.12068>
- Voghouei, H., Azali, M., & Jamali, M. A. (2011). A survey of the determinants of financial development. *Asian-Pacific Economic Literature*, 25(2), 1–20. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8411.2011.01304.x>
- Voghouei, H., Azali, M., & Law, S. H. (2011). Does the Political Institution Matter for Financial Development? *Economic Papers*, 30(1), 77–98. <https://doi.org/10.1111/j.1759-3441.2011.00095.x>
- Xu, Z. (2000). Financial development, investment, and economic growth. *Economic Inquiry*, 38(2), 331–344.
- Zingales, L., & Rajan, R. G. (1998). Financial Dependence and Growth. *American Economic Review*. <https://doi.org/10.1126/science.151.3712.867-a>