

***STOCK MARKET DEVELOPMENT: IDENTIFIKASI***  
**FAKTOR DETERMINAN DAN PEMAHAMAN**  
**KARAKTERISTIK**



**SKRIPSI**

Diajukan sebagai salah satu syarat  
untuk menyelesaikan Program Sarjana (S1)  
Pada Program Sarjana Fakultas Ekonomika dan Bisnis  
Universitas Diponegoro

Disusun oleh:

**Deviana Rahmajayanti**

**NIM 12020115130088**

**DEPARTEMEN ILMU EKONOMI DAN STUDI**  
**PEMBANGUNAN**  
**FAKULTAS EKONOMIKA DAN BISNIS**  
**UNIVERSITAS DIPONEGORO**  
**SEMARANG**

**2019**

## LEMBAR PERSETUJUAN SKRIPSI

Nama Penyusun : Deviana Rahmajayanti  
Nomor Induk Mahasiswa : 12020115130088  
Fakultas/Departemen : Ekonomika dan Bisnis/ Ilmu Ekonomi dan  
Studi Pembangunan  
Judul Penelitian Skripsi : ***STOCK MARKET DEVELOPMENT:  
IDENTIFIKASI FAKTOR  
DETERMINAN DAN PEMAHAMAN  
KARAKTERISTIK***  
Dosen Pembimbing : Akhmad Syakir Kurnia, S.E., M.Si., Ph.D

Semarang, 19 Juni 2019

Dosen Pembimbing,

(Akhmad Syakir Kurnia, S.E., M.Si., Ph.D)

NIP. 197306101998021001

## PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN

Nama Penyusun : Deviana Rahmajayanti  
Nomor Induk Mahasiswa : 12020115130088  
Fakultas / Jurusan : Ekonomika dan Bisnis/Ilmu Ekonomi dan Studi  
Pembangunan  
Judul Skripsi : **STOCK MARKET DEVELOPMENT:  
IDENTIFIKASI FAKTOR DETERMINAN  
DAN PEMAHAMAN KARAKTERISTIK**  
Dosen Pembimbing : Akhmad Syakir Kurnia, S.E., M.Si., Ph.D

**Telah dinyatakan lulus ujian pada tanggal 22 Juli 2019**

Tim Penguji

1. Akhmad Syakir Kurnia, S.E., M.Si., Ph.D. (.....)
2. Prof. Dr. FX. Sugiyanto, MS. (.....)
3. Dr. Nugroho SBM, M.Si. (.....)

Mengetahui,

Wakil Dekan I

(Anis Chariri, S.E., M.Com., Ph.D., Akt.)

NIP. 19670809 199203 1001

## **PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI**

Yang bertanda tangan di bawah ini saya, Deviana Rahmajayanti, menyatakan bahwa skripsi dengan judul: *STOCK MARKET DEVELOPMENT: IDENTIFIKASI FAKTOR DETERMINAN DAN PEMAHAMAN KARAKTERISTIK* adalah hasil tulisan saya sendiri. Dengan ini saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin atau meniru dalam rangkaian kalimat atau simbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat atau pemikiran dari penulis lain, yang saya akui seolah-olah sebagai tulisan saya sendiri, dan/atau tidak terdapat bagian atau keseluruhan tulisan yang saya salin, tiru, atau yang saya ambil dari tulisan orang lain tanpa memberikan pengakuan penulis aslinya.

Apabila saya melakukan tindakan yang bertentangan dengan hal tersebut di atas, baik sengaja maupun tidak, dengan ini saya menyatakan menarik skripsi yang saya ajukan sebagai hasil tulisan saya sendiri ini. Bila kemudian terbukti bahwa saya melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah-olah hasil pemikiran saya sendiri, berarti gelar dan ijasah yang telah diberikan oleh universitas batal saya terima.

Semarang, 19 Juni 2019

Yang membuat pernyataan,

(Deviana Rahmajayanti)  
NIM. 12020115130088

## ABSTRAK

Skripsi ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh dari faktor-faktor yang diduga merupakan determinan dari proses pengembangan pasar saham atau yang sering disebut *stock market development* seperti pertumbuhan ekonomi, tingkat inflasi, nilai tukar, *foreign direct investment*, *trade openness*, likuiditas pasar saham, dan pengembangan sektor perbankan yang diharapkan mampu menjelaskan faktor-faktor yang mendeterminasi pengembangan pasar saham di negara berkembang. Ukuran pengembangan pasar saham yang digunakan dalam penelitian ini adalah rasio kapitalisasi pasar/PDB masing-masing negara.

Penelitian ini menggunakan metode *fixed effect model* dengan data panel 11 negara *emerging market* tahun 2008-2017. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel pertumbuhan ekonomi, tingkat inflasi, *trade openness*, dan likuiditas pasar saham berpengaruh secara signifikan terhadap proses pengembangan pasar saham. Sementara, variabel nilai tukar, *foreign direct investment*, dan pengembangan sektor perbankan menunjukkan hasil yang tidak signifikan, yang berarti nilai tukar, *foreign direct investment*, dan pengembangan sektor perbankan bukan merupakan faktor determinan dalam pengembangan pasar saham. Hasil ini memvalidasi *demand-following hypothesis* yang menunjukkan bahwa pertumbuhan ekonomi mendorong kinerja pasar saham di negara-negara berkembang.

Penelitian ini diakhiri dengan menekankan tiga karakteristik dari pengembangan pasar saham di negara berkembang. Pertama, pengembangan pasar saham merupakan konsep yang dinamis, kompleks, dan memerlukan waktu jangka panjang. Kedua, pengembangan pasar saham merupakan bagian penting dari *financial deepening*. Ketiga, pengembangan pasar saham merupakan kegiatan sektor swasta yang membutuhkan dukungan dari pemerintah dalam mempercepat proses penyesuaian menuju kondisi pasar yang efisien.

Kata kunci: *stock market development*, indikator makroekonomi, liberalisasi keuangan, kinerja sektor keuangan

## **ABSTRACT**

*This thesis aims to analyze the influence of factors that expected to be determinants of the stock market development such as economic growth, inflation rate, exchange rate, foreign direct investment, trade openness, stock market liquidity, and banking sector development, the results are expected to be able to explain the factors that determine the development of the stock market in developing countries. The measure of stock market development used in this study is the ratio of market capitalization/GDP of each country.*

*This research uses the fixed effect model method with panel data from 11 emerging market countries in 2008-2017. The results showed that the variables of economic growth, inflation rate, trade openness, and stock market liquidity significantly influence the stock market development process. Meanwhile, exchange rate, foreign direct investment, and the banking sector development show insignificant results, which means the exchange rate, foreign direct investment, and the banking sector development are not a determinant factor in the development of the stock market. These results validate the demand-following hypothesis which shows that economic growth drives the performance of the stock market in developing countries.*

*This research concludes by emphasizing three main characteristics of stock market development in developing countries. First, the development of the stock market is a dynamic, complex and long-term concept. Second, the development of the stock market is an important part of financial deepening. Third, the development of the stock market is a private sector activity that requires support from the government in accelerating the adjustment process towards efficient market conditions.*

*Keywords: stock market development, macroeconomic indicators, financial liberalization, and financial sector performance*

## KATA PENGANTAR

Assalamualaikum Wr. Wb.

Puji syukur penulis panjatkan kepada Allah SWT yang telah melimpahkan rahmat serta karunia-Nya sehingga penelitian dan penulisan skripsi yang berjudul *STOCK MARKET DEVELOPMENT: IDENTIFIKASI FAKTOR DETERMINAN DAN PEMAHAMAN KARAKTERISTIK* dapat selesai untuk memenuhi salah satu syarat untuk menyelesaikan Program Sarjana pada Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro Semarang.

Dalam proses perkuliahan dan penyusunan skripsi penulis tidak lepas dari bimbingan, bantuan, dan pengarahan dari berbagai pihak. Untuk itu pada kesempatan ini penulis mengucapkan rasa hormat dan terima kasih kepada:

1. Bapak Akhmad Syakir Kurnia, S.E., M.Si. Ph.D, selaku kepala Departemen Ilmu Ekonomi dan Studi Pembangunan Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro dan dosen pembimbing yang telah meluangkan waktunya untuk berdiskusi, memotivasi, memberikan masukan dan saran yang sangat berguna bagi penulis untuk menyelesaikan skripsi ini.
2. Bapak Dr. Suharnomo, SE., M.Si., selaku Dekan Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.
3. Bapak Drs. R. Mulyo Hendarto, MSP., selaku dosen wali yang telah memberikan arahan dan nasihat selama proses perkuliahan penulis.

4. Dosen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro yang telah memberikan ilmu pengetahuan kepada penulis selama menuntut ilmu di Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.
5. Kepada Mama dan Papa yang selalu memberikan dukungan, doa, perhatian, dan kasih sayang yang begitu berarti bagi penulis selama masa perkuliahan dan masa penulisan skripsi.
6. Bulik Rini dan Om Henri sebagai *role-model* bagi penulis yang terus memberikan dukungan dan motivasi selama masa perkuliahan penulis.
7. Teges Widiyanto yang terus menemani dan memberikan semangat selama masa perkuliahan terutama dalam proses penulisan skripsi.
8. Fitra Hayu Cintami yang selalu menemani dan mengisi waktu luang penulis dengan berbagai cerita.
9. Eriska Rachmah dan Irmadella Nabila yang selalu ada di saat penulis membutuhkan teman, hiburan, dan bantuan dalam menghadapi permasalahan hidup.
10. Nisa Isnaini, Hilal Adji, Gilar Tyas, Rifqi Husna, dan Hilmy Ammar Rafi yang telah memberikan motivasi dan semangat bagi penulis agar segera menyelesaikan masa perkuliahan di Semarang.
11. Teman-teman *The A Team*: Umayya Hanif, Istiana Indah, Bunga Zharfa, Putri Bangun, Hanif Salsabilla, dan Afidatun Nisa yang telah mengisi waktu luang penulis selama masa perkuliahan dengan hiburan dan canda tawa.
12. Teman-teman Bimbingan Pak Syakir sebagai teman diskusi yang telah banyak membantu penulis selama proses penyusunan skripsi.

13. Teman-teman Kelompok Mahasiswa Wirausaha periode 2015/2016 dan 2016/2017.

14. Semua pihak yang telah membantu dan teman-teman penulis lainnya yang tidak dapat dituliskan satu persatu.

Penulis menyadari dalam penyusunan, penyajian, dan penulisan skripsi ini masih terdapat kekurangan karena keterbatasan ilmu yang dimiliki. Oleh karena itu kritik dan saran yang membangun sangat penulis butuhkan untuk menyempurnakan skripsi ini. Semoga skripsi ini dapat memberikan manfaat bagi penulis maupun pembaca.

Semarang, 19 Juni 2019

Penulis,

(Deviana Rahmajayanti)  
NIM. 12020115130088

## DAFTAR ISI

<b>Halaman Judul .....</b>	<b>i</b>
<b>LEMBAR PERSETUJUAN SKRIPSI.....</b>	<b>ii</b>
<b>PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN.....</b>	<b>iii</b>
<b>PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI.....</b>	<b>iv</b>
<b>ABSTRAK .....</b>	<b>v</b>
<b>ABSTRACT .....</b>	<b>vi</b>
<b>KATA PENGANTAR.....</b>	<b>vii</b>
<b>DAFTAR ISI.....</b>	<b>x</b>
<b>DAFTAR TABEL .....</b>	<b>xiii</b>
<b>DAFTAR GAMBAR.....</b>	<b>xiv</b>
<b>DAFTAR LAMPIRAN.....</b>	<b>xv</b>
<b>BAB I PENDAHULUAN.....</b>	<b>1</b>
1.1 Latar Belakang .....	1
1.2 Rumusan Masalah .....	12
1.3 Tujuan Penelitian.....	13
1.4 Kegunaan Penelitian.....	13
1.5 Sistematika Penulisan.....	14
<b>BAB II TINJAUAN PUSTAKA.....</b>	<b>16</b>
2.1 Survei Literatur.....	16
2.2 Landasan Teori .....	35
2.2.1 Pengembangan Sektor Keuangan ( <i>Financial Development</i> ).....	35
2.2.2 <i>The Efficient Market Hypothesis</i> .....	37
2.2.3 Pengembangan Pasar Saham ( <i>Stock Market Development</i> ) .....	39
2.2.4 <i>Arbitrage Pricing Theory</i> .....	42
2.2.5 Pertumbuhan Ekonomi .....	43
2.2.6 Pengembangan Pasar Saham dan Pertumbuhan Ekonomi: <i>The Macro Channel</i> .....	46
2.2.7 Nilai Tukar .....	51
2.2.8 Inflasi .....	53
2.2.9 <i>M-S Financial Liberalization Theory</i> .....	55
2.2.10 <i>Foreign Direct Investment</i> .....	57
2.2.11 <i>Trade Openness</i> .....	59

2.2.12 Likuiditas Pasar Saham.....	60
2.2.13 <i>Banking Sector Development</i> .....	62
2.3 Kerangka Pemikiran Teoritis.....	63
2.3.1 Pengaruh Pertumbuhan Ekonomi terhadap Pengembangan Pasar Saham .....	65
2.3.2 Pengaruh Tingkat Inflasi terhadap Pengembangan Pasar Saham .....	66
2.3.3 Pengaruh Tingkat Nilai Tukar terhadap Pengembangan Pasar Saham .67	
2.3.4 Pengaruh <i>Liberalisasi Keuangan</i> terhadap Pengembangan Pasar Saham .....	68
2.3.5 Pengaruh Likuiditas Pasar Saham terhadap Pengembangan Pasar Saham .....	70
2.3.6 Pengaruh Pengembangan Sektor Perbankan terhadap Pengembangan Pasar Saham.....	70
2.4 Hipotesis Penelitian.....	72
<b>BAB III METODE PENELITIAN .....</b>	<b>74</b>
3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel.....	74
3.2 Jenis dan Sumber Data .....	79
3.3 Populasi dan Sampel .....	82
3.4 Metode Pengumpulan Data .....	82
3.5 Metode Penelitian.....	83
3.5.1 Model Empiris .....	83
3.5.2 Regresi Data Panel.....	85
3.5.3 Uji Spesifikasi Model .....	88
3.5.4 Uji Asumsi Klasik.....	90
3.5.5 Uji Hipotesis .....	92
<b>BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN.....</b>	<b>95</b>
4.1 Deskripsi Objek Penelitian .....	95
4.1.1 Gambaran Umum.....	95
4.1.2 Statistik Deskriptif .....	106
4.2 Analisis Data .....	110
4.2.1 Pemilihan Model Estimasi .....	110
4.2.2 Pengujian Asumsi .....	116
4.2.3 Pengujian Statistik Model.....	121

4.3 Pembahasan .....	125
4.3.1 Identifikasi Faktor Determinan <i>Stock Market Development</i> .....	125
4.3.2 Pemahaman Karakteristik Pasar Saham .....	134
<b>BAB V PENUTUP.....</b>	<b>138</b>
5.1 Kesimpulan.....	138
5.2 Keterbatasan Penelitian .....	140
5.3 Saran .....	141
5.3.1 Implikasi Kebijakan.....	141
5.3.2 Saran Penelitian Selanjutnya .....	143
<b>Daftar Pustaka.....</b>	<b>144</b>
<b>Lampiran .....</b>	<b>151</b>

## DAFTAR TABEL

Tabel 2.1 Rangkuman Penelitian Terdahulu .....	26
Table 3.1 Jenis dan Sumber Data .....	81
Tabel 4.1 Statistik Deskriptif.....	107
Tabel 4.2 Hasil Regresi dengan Menggunakan Metode <i>Pooled Least Square</i>	111
Tabel 4.3 Hasil Regresi dengan Menggunakan Metode <i>Fixed Effect</i> .....	112
Tabel 4.4 Uji Chow .....	114
Tabel 4.5 Hasil Regresi Dengan Menggunakan Metode <i>Random Effect</i> .....	115
Tabel 4.6 Hasil Uji Hausman .....	116
Tabel 4.7 Matrix Koefisien Korelasi Antarvariabel .....	117
Tabel 4.8 Hasil Regresi Metode Fixed Effect dengan White- <i>Heterokedasticity</i> Test .....	119
Tabel 4.9 Diagnosa Pasca Regresi.....	120
Tabel 4.10 Rangkuman Hasil Estimasi .....	126

## DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1 Kapitalisasi Pasar Saham 11 <i>Selected Emerging Market Countries</i> Tahun 2008– 2017 (%GDP).....	7
Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran Teoritis.....	71
Gambar 4.1 Hubungan Pertumbuhan Ekonomi dan <i>Stock Market Development</i> 96	
Gambar 4.2 Hubungan Tingkat Inflasi dan <i>Stock Market Development</i> .....	98
Gambar 4.3 Hubungan Nilai Tukar dan <i>Stock Market Development</i> .....	98
Gambar 4.4 Hubungan <i>Foreign Direct Investment</i> dan <i>Stock Market Development</i> .....	101
Gambar 4.5 Hubungan <i>Total Trade</i> dan <i>Stock Market Development</i> .....	103
Gambar 4.6 Hubungan Likuiditas Pasar Saham dan <i>Stock Market Development</i> 104	
Gambar 4.7 Hubungan <i>Banking Sector Development</i> dan <i>Stock Market Development</i> .....	106

## **DAFTAR LAMPIRAN**

Lampiran 1. Tabulasi Data .....	151
Lampiran 2. Hasil Pengolahan Data .....	156

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang

Berdasarkan metode *Top-Down Analysis*, untuk menganalisis faktor determinan pengembangan pasar saham harus dimulai dari pengamatan terhadap kondisi ekonomi global. Pemulihan ekonomi global yang telah berlangsung sejak dua tahun terakhir masih dan akan terus berlanjut. Berdasarkan *World Economic Outlook 2017* pertumbuhan ekonomi global mencapai 3,15% pada 2017, mengalami peningkatan dari 2,58% pada tahun 2016. Capaian ini menandai peningkatan pertumbuhan dan mengonfirmasi berlanjutnya momentum pemulihan ekonomi global. Momentum perbaikan perekonomian ini didorong oleh pemulihan perdagangan global dan aktivitas investasi yang terjadi secara merata di negara maju maupun di negara berkembang. Kondisi keuangan global masih cukup akomodatif meskipun diwarnai dengan proses penyesuaian harga aset sejalan dengan proses normalisasi kebijakan moneter di negara maju, tensi perdagangan dan ketegangan geopolitik yang berpotensi memberikan dampak negatif terhadap pertumbuhan ekonomi (PEKKI, 2017).

Perbedaan dinamika ekonomi melatarbelakangi beragamnya kebijakan yang ditempuh dalam upaya mencapai titik kemajuan yang diperlukan. Dinamika sistem keuangan global memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja pasar keuangan di setiap negara. Dari sisi pasar keuangan, sektor keuangan global diwarnai oleh volatilitas dengan *trend* yang meningkat. Pelemahan nilai dolar AS terhadap sebagian besar mata uang dunia sempat mendorong peningkatan *risk*

*appetite investor* sejalan dengan berlanjutnya pemulihan ekonomi global yang menggeser minat investasi dari negara AS ke negara lainnya. Selain itu, depresiasi USD beberapa tahun silam yang diakibatkan oleh kebijakan perdagangan AS yang cenderung *inward-looking* menimbulkan kekhawatiran memicu perang dagang. Setelah mengalami tekanan depresiasi, USD kembali menguat pasca rilis data ketenagakerjaan AS dan tingkat inflasi yang semakin terkendali.

Perkembangan pasar saham global terus bergerak variatif akibat nilai tukar dolar AS yang kembali menguat seiring perbaikan ekonomi AS yang semakin solid dan menimbulkan ekspektasi kenaikan *Fed Fund Rate* yang lebih agresif. Kondisi tersebut mendorong para investor untuk memindahkan investasi dari negara berkembang kepada aset-aset *safe haven* di negara maju. Pemindahan arus modal dari negara berkembang ke negara maju ini memicu pelemahan nilai tukar di beberapa negara berkembang. Perkembangan ekonomi global dihadapkan pada sejumlah risiko, diantaranya adalah potensi kenaikan FFR yang lebih agresif seiring pemulihan ekonomi AS, meningkatnya tensi konflik perdagangan, fluktuasi di pasar keuangan global, dan yang paling mengkhawatirkan adalah pelemahan ekonomi di sejumlah negara berkembang yang kondisi fundamentalnya lemah.

Selain peran kondisi ekonomi global, kinerja indikator perekonomian domestik juga menentukan kinerja pasar saham. Kinerja indikator perekonomian domestik turut dipengaruhi oleh dinamika perekonomian global yang mendorong naiknya volume perdagangan nasional serta memicu kenaikan harga-harga komoditas yang berdampak pada tingginya pertumbuhan ekspor. Perbaikan pada ekonomi global membawa perkembangan positif bagi pasar modal negara berkembang,

meningkatnya modal masuk melalui penanaman modal asing mengakibatkan penguatan nilai tukar yang cukup signifikan dan peningkatan likuiditas di pasar uang jangka pendek. Meningkatnya keyakinan konsumen dan daya beli masyarakat mendorong pertumbuhan ekonomi seiring dengan membaiknya tendensi bisnis dan permintaan ekspor yang tinggi.

Pasar keuangan memiliki peran yang sangat krusial dalam keberlangsungan kegiatan perekonomian suatu negara (Schumpeter, 1912; Gurley dan Shaw, 1955; Goldsmith, 1969; Shaw, 1973; dan McKinnon, 1973), terutama sebagai penyedia dana bagi pembiayaan dalam perekonomian, khususnya investasi. Sektor keuangan mampu memobilisasi tabungan dan menyalurkan dana bagi para peminjam dalam berbagai bentuk instrumen keuangan yang berkualitas dan risiko yang relatif rendah. Pengembangan pada sektor keuangan diyakini mendorong pertumbuhan ekonomi melalui tiga fungsi (Hamori, 2010). Fungsi pertama sebagai lembaga intermediasi, yang memungkinkan pengalokasian modal secara efisien ke investasi produktif. Fungsi kedua adalah penyatuan modal dari banyak investor, sehingga memungkinkan investor untuk mengamankan likuiditas secara efisien. Fungsi ketiga adalah penyediaan informasi sehingga mampu meminimalisir *asymmetric information* yang dapat mendorong investor untuk menentukan pilihan investasinya secara lebih rasional.

Teori Keynesian menjelaskan hubungan antara tingkat inflasi dan pertumbuhan ekonomi dalam jangka panjang adalah negatif, yaitu ketika tingkat inflasi naik maka tingkat pertumbuhan ekonomi akan menurun, keadaan ini membenarkan pembuktian secara empiris dari beberapa penelitian yang menjelaskan hubungan

antara tingkat inflasi dan pertumbuhan ekonomi bahwa tingkat inflasi yang tinggi menyebabkan perlambatan dalam pertumbuhan ekonomi. Menurut Haslag dan Koo (1999) tingkat inflasi yang tinggi menyebabkan represi dan keterbelakangan pada sektor keuangan karena aset keuangan dapat dengan mudah kehilangan nilainya. Investor akan cenderung memindahkan asetnya ke instrumen lain untuk melindungi asetnya. Perkembangan beberapa indikator penting makroekonomi seperti nilai tukar yang relatif stabil, prospek pertumbuhan ekonomi, dan tingkat inflasi yang terkendali semakin menambah kepercayaan investor domestik dan asing untuk menempatkan dananya di pasar saham. Kondisi ini juga mendorong derasnya arus modal masuk sehingga akan meningkatkan aktivitas dan likuiditas pasar saham.

Apabila fungsi dari pasar keuangan mampu dilaksanakan secara optimal maka akan mendorong perluasan skala investasi dan meningkatkan *return* dari investasi seiring berkembangnya sistem keuangan dan meningkatnya laju pertumbuhan ekonomi. Sementara, ketika fungsi dilaksanakan dengan buruk maka akan menghambat pertumbuhan ekonomi, membatasi peluang ekonomi, dan mengganggu stabilitas sistem keuangan. Kegagalan dalam pelaksanaan fungsi pasar keuangan biasanya terjadi ketika lembaga keuangan menciptakan instrumen keuangan yang terlalu kompleks dan menjual kepada investor dengan cara yang tidak efisien sehingga menyebabkan distorsi alokasi tabungan masyarakat dan menghambat kemakmuran ekonomi.

Secara teoritis ada dua teori utama yang menjelaskan hubungan antara pengembangan pasar keuangan dan pertumbuhan ekonomi. Teori *supply leading* yang dijelaskan oleh Schumpeter (1934) dan Patrick (1966) dan *demand following*

yang dijelaskan oleh Robinson (1952). Pasar saham diharapkan mampu mendorong laju pertumbuhan ekonomi melalui peningkatan kuantitas dan kualitas investasi. Hal ini yang kemudian disebut *supply leading hypothesis*, teori ini menyatakan bahwa pengembangan pada sektor keuangan akan meningkatkan pertumbuhan ekonomi melalui efisiensi pasar. Teori kedua adalah *demand following hypothesis*, yang menyatakan bahwa pertumbuhan ekonomi yang biasanya ditandai dengan ekspansi ekonomi berkelanjutan akan mendorong peningkatan permintaan pada layanan jasa keuangan. Sektor keuangan secara alamiah akan menyesuaikan kondisinya untuk memenuhi permintaan yang meningkat akibat ekspansi ekonomi. Penyesuaian pasar untuk memenuhi tambahan permintaan yang muncul sebagai respon terhadap ekspansi ekonomi mendorong peningkatan kualitas dalam proses pengembangan pasar saham. Selain itu, terdapat hipotesis tambahan yang menyatakan adanya hubungan resiprokal antara pengembangan sektor keuangan dengan pertumbuhan ekonomi.

Meskipun peran penting pengembangan pasar saham dalam mendorong pertumbuhan ekonomi telah disepakati (Al-Malk'awi et al., 2012; Murinde, 2012; Greenwood et al., 2013; Hossein & Yazdan, 2007; Uddin et al., 2013). Akan tetapi hingga saat ini faktor penentu utama dan definisi mengenai proses pengembangan pasar saham masih menjadi topik yang diperdebatkan di negara maju dan di negara berkembang. Dengan kata lain, tidak ada indikator pasti yang telah disetujui yang memengaruhi perkembangan pasar saham dalam literatur secara empiris dan teoritis. Karena alasan inilah pengetahuan tentang faktor determinan

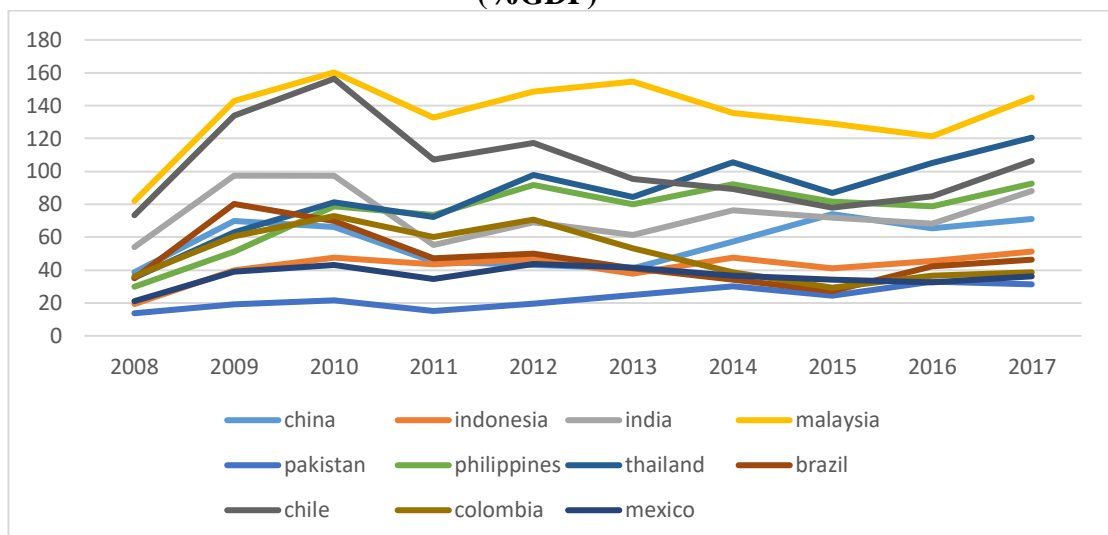
pengembangan pasar saham sangat penting karena pengembangan pasar saham terbukti dipengaruhi dan memengaruhi pertumbuhan ekonomi.

Penelitian ini akan berfokus pada pemahaman pengembangan pasar saham melalui *demand following hypothesis*. Pengembangan pasar saham merupakan konsep yang bersifat multidimensional sehingga ukuran pasar saham dapat diketahui dengan berbagai cara dan masing-masing cara menghasilkan peringkat yang berbeda (*World Bank, 2019*). Acuan untuk mengukur peranan pasar saham terhadap perekonomian disebut pengembangan pasar saham atau *stock market development*. Indikator umum untuk mengukur pengembangan pasar saham adalah rasio nilai kapitalisasi pasar terhadap PDB. Indikator ini telah banyak digunakan dalam literatur sebagai ukuran pengembangan pasar saham yang paling stabil (*Levine dan Zervos, 1998; Bekaert et al, 2001; Rajan dan Zingales, 2003*). Kapitalisasi pasar merupakan ukuran kemampuan pasar saham untuk mengalokasikan modal ke proyek investasi dan kemampuan untuk memberi peluang para investor untuk melakukan diversifikasi risiko. Kapitalisasi pasar mencakup nilai efek yang tercatat di bursa saham yang secara definisi diartikan sebagai total jumlah surat berharga yang diterbitkan oleh berbagai perusahaan di pasar saham dikalikan dengan harga saham.

Penurunan harga saham gabungan akan mengakibatkan menurunnya nilai kapitalisasi pasar, sebaliknya apabila terjadi kenaikan pada harga saham gabungan maka akan mengakibatkan peningkatan nilai kapitalisasi pasar. Pasar saham yang besar dengan nilai kapitalisasi pasar yang tinggi akan menyediakan sumber modal investasi yang produktif dengan biaya yang relatif rendah. Pengembangan yang

semakin kecil dalam rasio tersebut menunjukkan lemahnya kondisi pasar saham suatu negara. sementara, semakin besar rasio tersebut menunjukkan kondisi pasar saham di suatu negara semakin baik dalam memobilisasi dana untuk berbagai keperluan dalam kegiatan perekonomian. Semakin tinggi pengembangan pasar saham semakin besar peran investasi dalam perekonomian serta semakin berkualitasnya pelayanan di pasar saham.

**Gambar 1.1**  
**Kapitalisasi Pasar Saham 11 Selected Emerging Markets Tahun 2008– 2017**  
**(%GDP)**



*Sumber : World Bank (2019)*

Gambar 1.1 memperlihatkan pengembangan pasar saham di 11 negara *emerging market* selama satu dekade terakhir. Berdasarkan data World Bank, laju pengembangan pasar saham dunia cenderung fluktuatif. Nilai laju pengembangan pasar saham dunia mengalami penurunan yang signifikan mencapai 56.16% akibat tersendatnya pembayaran *subprime mortgage* yang terjadi di Amerika Serikat di tahun 2007/2008. *Emerging market* merasakan dampak negatif dari kepanikan sektor keuangan global. Dari 11 negara *emerging market*, pelemahan terbesar di

tahun 2008 dialami oleh indeks bursa saham Pakistan. Kinerja pasar keuangan global di 2009 hingga 2010 terus mengalami peningkatan. Perbaikan ini didukung oleh pemulihan ekonomi global yang lebih cepat dari perkiraan dan semakin membaiknya kinerja lembaga keuangan di negara maju yang menumbuhkan kepercayaan dan *risk appetite investor* sehingga mendorong kenaikan harga aset di pasar keuangan global.

Pergerakan pasar saham pada tahun 2011 masih volatil dan penuh ketidakpastian. Meski pada awal tahun kinerja pasar saham cenderung menguat akibat optimisme berlanjutnya pemulihan ekonomi dunia dan tingginya prospek pertumbuhan ekonomi negara pasar berkembang di Asia, pasar saham mengalami pelemahan akibat krisis utang eropa yang disebabkan tingginya defisit anggaran yang melebihi 30% dari PDB dibarengi dengan tingginya rasio utang beberapa negara di Benua Eropa dan permasalahan fiskal di AS. Di tahun 2012, pengembangan pasar saham kembali mencatat kinerja positif setelah sempat mengalami tekanan akibat krisis *eurozone* yang terus berlanjut.

Pada tahun 2013 pasar saham di *emerging market* mengalami pelemahan nilai beberapa saat setelah keputusan *tapering* oleh *The Fed*. Ekspektasi atas terjadinya *tapering* dipandang sebagai lampu hijau atas perbaikan ekonomi negara maju. Akan tetapi di negara berkembang, terjadi pelemahan dan volatilitas nilai mata uang yang relatif besar dibandingkan dengan negara maju, mendorong pelaku bisnis untuk mempersiapkan kemungkinan terburuk atas terjadinya *capital outflow*. Perekonomian AS yang semakin membaik menimbulkan spekulasi normalisasi suku bunga dalam waktu dekat. Pasar saham AS yang cenderung *bullish* terdorong

sinyal perbaikan ekonomi yang semakin solid. Namun isu normalisasi kebijakan moneter AS direspon kurang baik oleh pasar keuangan negara berkembang yang kemudian mengalami koreksi akibat tingginya *capital outflow*. Sejak tahun 2014 hingga 2017 pengembangan pasar saham menunjukkan pergerakan yang bervariasi. Pergerakan ini dipengaruhi oleh kinerja ekonomi, ekspektasi pasar, dan faktor sentimen yang berkembang di pasar.

Berdasarkan teori dan bukti empiris ada dua jenis pendekatan yang dapat digunakan untuk melihat faktor determinan pengembangan pasar saham (Ho, S. & Lyke, B.N., 2017). Pertama adalah pendekatan makroekonomi yang melihat pengaruh faktor-faktor makroekonomi seperti tingkat pertumbuhan ekonomi, tabungan, pengembangan sektor perbankan, *foreign direct investment*, tingkat inflasi, dan nilai tukar terhadap kondisi pengembangan pasar saham. Kedua, yaitu pendekatan kelembagaan yang melihat faktor-faktor kelembagaan, diantaranya adalah infrastruktur, kebijakan liberalisasi keuangan, risiko politik, dan penegakan hukum.

Akan tetapi, menurut penelitian sebelumnya faktor kelembagaan secara langsung telah tercermin dalam berbagai variabel makroekonomi. Garcia dan Liu (1999) menyatakan bahwa beberapa langkah institusional seperti aturan hukum dan kondisi politik sangat berkorelasi dengan likuiditas pasar saham, tingkat inflasi, dan nilai tukar; sementara likuiditas pasar saham, tingkat inflasi, dan nilai tukar adalah salah satu variabel makroekonomi yang diduga merupakan faktor determinan dalam pengembangan pasar saham. Demirguc-Kunt dan Levine (1996) menemukan bahwa negara-negara dengan sistem peraturan dan kelembagaan yang berkembang

baik cenderung memiliki pasar saham yang lebih besar dan likuid. Hal ini yang kemudian menjadi alasan penelitian ini menggunakan pendekatan makroekonomi

Kondisi makroekonomi dan kualitas kelembagaan suatu negara sama-sama berperan penting dalam menentukan pengembangan pasar saham. Memahami faktor determinan dan karakteristik dari pengembangan pasar saham merupakan langkah penting untuk pelaksanaan implementasi kebijakan. Temuan-temuan dari penelitian empiris sebelumnya terus memberikan masukan implikasi kebijakan yang perlu dipertimbangkan untuk mencapai tingkat kemajuan yang diinginkan, terutama bagi negara-negara berkembang. Calderon-Rossel (1991) mengembangkan model yang menjelaskan pengembangan pasar saham. Model ini menjelaskan pengaruh signifikan dari pertumbuhan ekonomi dan likuiditas pasar saham terhadap pengembangan pasar saham.

Kemudian modifikasi dari model Calderon-Rossell yang dilakukan oleh Yartey (2008) menyatakan bahwa pertumbuhan ekonomi saja tidak bisa menjelaskan seluruh faktor yang menentukan pengembangan pasar saham, sehingga diperlukan informasi mengenai data perekonomian yang lebih kompleks dan adaptif terhadap pergerakan aktivitas ekonomi. Meskipun peran penting pengembangan pasar saham dalam mendorong pertumbuhan ekonomi telah disepakati. Akan tetapi hingga saat ini faktor penentu utama dan definisi mengenai proses pengembangan pasar saham masih menjadi topik yang menjadi perdebatan di negara maju dan di negara berkembang. Dengan kata lain, tidak ada indikator pasti yang telah disetujui yang memengaruhi perkembangan pasar saham dalam literatur empiris dan teoritis. Karena alasan inilah pengetahuan tentang faktor

determinan pengembangan pasar saham sangat penting karena pengembangan pasar saham terbukti dipengaruhi dan memiliki pengaruh terhadap pertumbuhan ekonomi.

Studi yang membahas faktor-faktor yang memengaruhi pengembangan pasar keuangan telah mendominasi selama kurang lebih satu dekade terakhir. Secara khusus, sebagian besar studi yang ada berfokus pada faktor penentu perkembangan pasar saham di satu negara dibandingkan dengan blok negara. Sehingga penelitian ini akan berfokus pada faktor-faktor yang menentukan pengembangan pasar saham di pasar negara berkembang. Faktor-faktor seperti pertumbuhan ekonomi, tingkat inflasi, nilai tukar, *foreign direct investment*, *trade openness*, likuiditas pasar saham, dan pengembangan sektor perbankan ditemukan dalam literatur empiris sebelumnya menjadi variabel utama yang berperan dalam memengaruhi pengembangan pasar saham. Ini adalah dasar dimasukkannya variabel-variabel ini dalam model dan diuji menggunakan metode analisis data panel. Studi ini diharapkan dapat membantu pasar negara berkembang untuk mengembangkan kebijakan pengembangan pasar saham yang diharapkan mampu memicu percepatan dalam pertumbuhan ekonomi.

Pasar saham dan sistem keuangan masing-masing negara memiliki karakteristik yang berbeda. Karena itu selain mengidentifikasi faktor determinan, penting juga untuk melakukan pemahaman secara lebih komprehensif mengenai karakteristik pasar saham. Keterbatasan teori dan penelitian empiris mengenai pengembangan pasar saham menimbulkan ketidakpastian dari faktor-faktor yang memengaruhi pengembangan pasar saham serta karakteristik dari pengembangan

pasar saham. Memahami faktor determinan dan karakteristik pengembangan pasar saham merupakan langkah penting dalam pelaksanaan implementasi kebijakan untuk mencapai tingkat kemajuan yang diinginkan.

## 1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan di atas, dapat dipahami bahwa secara teoritis pengembangan pasar saham terbukti memiliki keterkaitan dengan pertumbuhan ekonomi. Sedangkan secara empiris telah terbukti bahwa realitas mengenai pasar saham merupakan fenomena yang kompleks dan dinamis. Oleh karena itu, penelitian ini akan menyelidiki faktor determinan pengembangan pasar saham, serta memahami karakteristik pengembangan pasar saham untuk memahami dinamika yang terjadi. Penelitian ini melakukan observasi pada 11 negara terpilih yang tergolong sebagai *emerging market* menurut klasifikasi IMF yaitu China, India, Indonesia, Malaysia, Pakistan, Philippines, Thailand, Brazil, Chile, Colombia, dan Mexico pada tahun 2008-2017. Dengan demikian, rumusan masalah pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Bagaimana pengaruh indikator makroekonomi dalam menentukan tingkat pengembangan pasar saham di 11 *selected emerging markets* pada tahun 2008-2017?
2. Bagaimana pengaruh indikator liberalisasi keuangan dalam menentukan tingkat pengembangan pasar saham di 11 *selected emerging markets* pada tahun 2008-2017?
3. Bagaimana pengaruh kinerja intermediasi keuangan dalam menentukan tingkat pengembangan pasar saham di 11 *selected emerging markets*

pada tahun 2008-2017?

4. Bagaimana karakteristik utama dari proses pengembangan pasar saham di negara berkembang?

### **1.3 Tujuan Penelitian**

Berdasarkan rumusan masalah di atas, tujuan penelitian yang ingin dicapai peneliti adalah sebagai berikut:

1. Untuk mengidentifikasi peran kinerja indikator ekonomi terhadap pengembangan pasar saham di 11 *selected emerging markets* pada tahun 2008-2017.
2. Untuk mengidentifikasi peran liberalisasi keuangan terhadap pengembangan pasar saham di 11 *selected emerging markets* pada tahun 2008-2017.
3. Untuk mengidentifikasi peran kinerja intermediasi keuangan terhadap pengembangan pasar saham di 11 *selected emerging markets* pada tahun 2008-2017.
4. Untuk memahami karakteristik pengembangan pasar saham di negara berkembang.

### **1.4 Kegunaan Penelitian**

Kegunaan dari penelitian mengenai keterkaitan antara pengembangan pasar saham dan pertumbuhan ekonomi diharapkan sebagai berikut:

1. Menunjukkan identifikasi faktor-faktor kinerja indikator makroekonomi yang memengaruhi pengembangan pasar saham di 11 *selected emerging market* pada tahun 2008-2017.

2. Menunjukkan identifikasi indikator liberalisasi keuangan yang memengaruhi pengembangan pasar saham di 11 *selected emerging market* pada tahun 2008-2017.
3. Menunjukkan identifikasi faktor-faktor kinerja intermediasi keuangan yang memengaruhi pengembangan pasar saham di 11 *selected emerging market* pada tahun 2008-2017.
4. Memberikan bahan pertimbangan bagi pembuat kebijakan dalam pertumbuhan ekonomi dan peningkatan kualitas dan kuantitas investasi di pasar saham.
5. Menambah ilmu pengetahuan yang berkaitan dengan pengembangan pasar saham, perkembangan sektor keuangan, dan pertumbuhan ekonomi di negara-negara berkembang yang belum banyak dilakukan.

### **1.5 Sistematika Penulisan**

Sistematika penulisan skripsi ini dibagi menjadi lima (5) bab yang masing-masing berisi sebagai berikut.

a. **BAB I PENDAHULUAN**

Bab pendahuluan berisi latar belakang masalah penelitian, rumusan masalah, tujuan penelitian, kegunaan penelitian, dan sistematika penulisan.

b. **BAB II TELAAH PUSTAKA**

Bab telaah pustaka berisi tentang tinjauan teori dan tinjauan empiris. Berdasarkan tinjauan teori dan tinjauan empiris terbentuk suatu kerangka pemikiran teoritis dan hipotesis.

c. **BAB III METODE PENELITIAN**

Bab ini menjelaskan mengenai jenis dan sumber data, penentuan objek penelitian, metode pengumpulan data, variabel penelitian dan definisi operasional, model empiris, dan metode analisis dalam penelitian ini.

d. **BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN**

Bab hasil dan pembahasan berisi mengenai deskripsi objek penelitian, hasil analisis data, interpretasi hasil, serta pembahasan mengenai hasil analisis dari objek penelitian tersebut.

e. **BAB V PENUTUP**

Bab terakhir ini akan menyajikan secara singkat kesimpulan yang diperoleh dalam pembahasan, keterbatasan-keterbatasan penelitian, saran- saran dan rekomendasi kebijakan bagi pihak yang berkepentingan.