

**PENGARUH PASAR MODAL TERHADAP PERTUMBUHAN EKONOMI DI INDONESIA TAHUN 1985-2019**Aqshal Ivan Yudhatama<sup>1</sup>, Arif Pujiyono<sup>2</sup><sup>✉</sup><sup>1, 2</sup>Universitas Diponegoro**Info Artikel***Sejarah Artikel:*

Diterima Februari 2024  
Disetujui Maret 2024  
Dipublikasikan Mei 2024

*Keywords:*

*Pasar modal, pertumbuhan ekonomi, Indonesia, VECM.*

**Abstrak**

Tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh pasar modal terhadap pertumbuhan ekonomi di Indonesia dari tahun 1985-2019. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data *time series* dengan pendekatan kuantitatif. Penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh dari laman Bursa Efek Indonesia, Badan Pusat Statistik, Bank Indonesia, Badan Koordinasi Penanaman Modal, dan Otoritas Jasa Keuangan. Untuk menganalisis pengaruh dalam jangka pendek dan jangka panjang, penelitian ini menggunakan metode *vector error correction model* (VECM). Hasil penelitian menyimpulkan bahwa dalam jangka panjang kapitalisasi pasar saham berpengaruh positif signifikan terhadap PDB, sementara indeks harga saham gabungan, penanaman modal asing, dan tingkat partisipasi angkatan kerja berpengaruh negatif signifikan. Dalam jangka pendek indeks harga saham gabungan dan tingkat partisipasi angkatan kerja berpengaruh negatif signifikan dan penanaman modal asing berpengaruh positif signifikan.

**Abstract**

*This research aimed to analyze the stock market nexus to economic growth in Indonesia from 1985-2019. The data used in this study are time series with quantitative approach. Secondary data obtained from the Indonesia Stock Exchange website, General Statistics Agency, Bank Indonesia, Investment Coordinating Board, and Financial Services Authority are used in this research. To analyze the short and long run effects, the Vector Error Correction Model (VECM) method is employed. The results concluded that in the long run stock market capitalization have a significant positive impact on GDP, while composite stock market price, foreign direct investment, and labor force participation rate have a significant negative impact. In the short run composite stock market price and labor force participation rate has a significant negative impact, while foreign direct investment has a significant positive impact.*

✉ Alamat korespondensi:

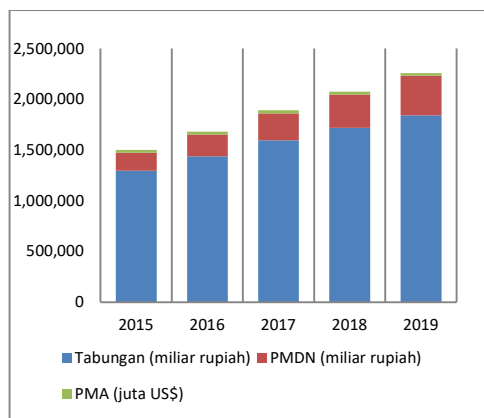
Jln. Prof. Soedharto SH, Tembalang, Semarang, Jawa Tengah  
50239  
Email: arifpujiyono@lecturer.undip.ac.id

## PENDAHULUAN

Pembangunan ekonomi adalah usaha untuk peningkatan kesejahteraan dari sekelompok masyarakat di suatu negara. Pembangunan ekonomi tidak hanya berfokus pada peningkatan penyerapan lapangan pekerjaan, tetapi juga berfokus pada investasi di bidang ekonomi, menaikkan kemakmuran, dan kualitas hidup dari seluruh penduduk. Untuk mewujudkan cita-cita tersebut dibutuhkan perubahan fundamental pada pemerataan pendapatan dan struktur ekonomi. Pada perspektif ekonomi publik, pembangunan ekonomi melibatkan alokasi sumber daya yang terbatas berupa tanah, tenaga kerja, kewirausahaan, dan kapital.

Pada negara-negara berkembang, pembangunan ekonomi sering terhambat oleh terbatasnya ketersediaan modal. Hal tersebut merupakan salah satu kendala utama dalam pelaksanaan pembangunan untuk sebuah negara. Secara umum, tingkat investasi di Indonesia masih rendah. Terbatasnya tingkat investasi tersebut pada akhirnya akan berdampak pada terbatasnya tingkat akumulasi kapital. Hal ini membuat rendahnya tingkat pendapatan nasional di suatu negara. Pelaksanaan pembangunan ekonomi membutuhkan dana yang tidak sedikit. Apabila pendapatan nasional pada suatu negara rendah, maka mengakibatkan pembangunan ekonomi menjadi terkendala. Hal ini disebabkan dana yang digunakan untuk melaksanakan kegiatan pembangunan di segala sektor terbatas. Perkembangan mengenai tingkat tabungan masyarakat dan investasi di Indonesia dari tahun 2015-2019 ditampilkan pada Gambar 1 berikut.

**Gambar 1.** Tabungan dan Investasi di Indonesia Tahun 2015-2019



Sumber: BI dan BPS

Berdasarkan Gambar 1 ditunjukkan bahwa pada tahun 2015-2019 Indonesia memiliki tingkat tabungan yang lebih besar daripada PMDN. Tingkat PMDN yang lebih rendah tersebut mengindikasikan bahwa terdapat potensi *saving* yang belum terserap secara maksimal untuk investasi di Indonesia. Fakta tersebut menunjukkan bahwa peningkatan investasi masih memungkinkan karena potensi tabungan domestik yang masih berada di atas PMDN. Dari tahun 2015-2019 tingkat PMA lebih besar daripada PMDN, hal tersebut mengartikan bahwa setiap tahunnya pemerintah Indonesia masih mengandalkan aliran modal asing untuk investasi. Ketergantungan terhadap aliran modal asing tersebut menandakan adanya defisit fiskal. Konsekuensi dari defisit fiskal yang terus menerus akan membuat utang luar negeri pemerintah semakin besar (Amril, 2013).

Pertumbuhan ekonomi di suatu negara dapat terwujud disebabkan oleh beberapa faktor, di antaranya adalah faktor perkembangan sektor finansial. Pernyataan tersebut sejalan dengan pendapat para ahli seperti Schumpeter (1983) yang menyatakan bahwa perantara keuangan mampu berperan untuk mengelola tabungan masyarakat, memitigasi risiko, dan membantu evaluasi proyek investasi. Berdasarkan hal tersebut maka kegiatan investasi dapat berdampak baik dan merupakan salah satu variabel yang dapat memengaruhi perekonomian di suatu negara. Investasi dapat memengaruhi perekonomian jika investasi tersebut digunakan untuk melaksanakan pendanaan pada sektor riil sehingga jika sektor riil sudah berkembang dengan baik maka output nasional juga akan meningkat (Sulistyowati, 2020).

Pendanaan sektor riil bisa dilaksanakan melalui sektor perbankan dan sektor keuangan yang lain misalnya pasar modal. Di Indonesia terdapat banyak instrumen-instrumen yang dijadikan sebagai wadah untuk berinvestasi seperti deposito, emas, properti, saham, *cryptocurrency*, dan reksa dana. Secara umum masyarakat menjadikan investasi saham sebagai instrumen investasi yang paling populer dan banyak diperjualbelikan. Diversifikasi risiko atas investasi yang dimiliki investor dapat dilakukan di pasar modal yaitu dengan cara berinvestasi pada berbagai macam perusahaan yang sudah *initial public offering* (IPO). Diversifikasi risiko adalah salah satu bentuk dari manajemen risiko yang dilakukan dengan menyatukan berbagai macam instrumen investasi dengan tipe dan karakter yang bermacam-macam contohnya mata uang, kelas aset, dan sektor pada

portofolio untuk menghindari risiko kerugian yang dapat terjadi karena penurunan nilai dari aset investasi tertentu.

Diskusi mengenai investasi erat kaitannya dengan pasar modal. Pasar modal dalam perekonomian di suatu negara memiliki peran penting khususnya di Indonesia, karena pasar modal menjalankan dua fungsi sekaligus yakni fungsi perekonomian dan fungsi keuangan. Pasar modal memiliki fungsi perekonomian karena merupakan pasar yang menyediakan fasilitas atau sarana yang mempertemukan dua kepentingan yaitu pihak yang memiliki dana (investor) dan pihak yang membutuhkan dana (*issuer*). Adanya pasar modal ini maka pihak yang memiliki dana dapat mengalokasikan dana tersebut dalam bentuk investasi dengan ekspektasi memperoleh imbalan (*return*), sedangkan pihak *issuer* (dalam hal ini perusahaan) dapat memanfaatkan dana tersebut untuk kepentingan investasi tanpa harus menunggu tersedianya dana dari aktivitas perusahaan. Pasar modal memiliki fungsi keuangan karena pasar modal memberikan probabilitas dan peluang untuk mendapatkan imbalan (*return*) bagi pemilik dana, hal ini disesuaikan dengan karakteristik investasi yang dipilih. Deregulasi yang dilakukan oleh pemerintah di bidang keuangan dan perbankan membuat pasar modal mengalami peningkatan dan terus berkembang (Rohman, 2016).

Harga saham merupakan indikator penting untuk pembangunan ekonomi. Data mengenai saham dapat membantu memberikan informasi tentang kesejahteraan suatu negara (Erdem, 2010). Tingkat hubungan antara keuntungan saham dan pembangunan ekonomi pada pasar yang sedang berkembang tidak hanya bergantung pada level pembangunan ekonomi tetapi juga pada ukuran dan likuiditas pasar saham. Pasar saham dan fungsi ekonomi pada kenyatannya mewakili hubungan antara sektor yang berbeda dalam masyarakat antara *savers* dan produsen, karena sektor *saving* perlu menggunakan *saving* mereka dalam proyek yang lebih bermanfaat dan ambisius. Selain itu, sektor produktif selalu membutuhkan sumber finansial untuk membantu mereka agar terus berkontribusi pada perekonomian. Kinerja pasar saham dan fungsi ekonomi dasar mentransfer dana dari orang yang memiliki dana berlebih kepada mereka yang kekurangan dana (Masoud, 2013).

Perekonomian diharapkan terus meningkat dengan adanya pasar modal karena pasar modal adalah alternatif pendanaan bagi perusahaan, dengan demikian perusahaan mampu menjalankan aktivitas perusahaannya

dengan cakupan yang lebih luas dan pada akhirnya dapat meningkatkan pendapatan perusahaan dan kemakmuran masyarakat secara luas. Pasar modal juga diharapkan dapat memberikan pengaruh terhadap pembangunan ekonomi. Pembangunan ekonomi itu sendiri merupakan suatu proses kenaikan pendapatan total (pertumbuhan ekonomi) di suatu negara dengan memperhitungkan adanya perubahan fundamental dalam struktur ekonomi, penambahan jumlah penduduk, dan pemerataan pendapatan.

Perkembangan penelitian menyimpulkan bahwa pasar modal berpengaruh positif terhadap pertumbuhan ekonomi. Thaddeus, *et al* (2022) meneliti perkembangan pasar modal dan pertumbuhan ekonomi di sub-Sahara Afrika dan menemukan hasil bahwa terdapat hubungan positif dan signifikan antara pasar modal dan pertumbuhan ekonomi di SSA. Levine dan Zervos (1996) mengevaluasi secara empiris hubungan antara pasar modal dan pertumbuhan jangka panjang. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perkembangan pasar modal berpengaruh secara positif terhadap pertumbuhan ekonomi. Regresi *cross-country* mengimplikasikan koneksi kuat antara pasar modal dan pertumbuhan ekonomi. Alam dan Hussein (2019) menyatakan bahwa terdapat pengaruh positif dan signifikan antara pasar modal dan pertumbuhan ekonomi di Oman. Olweny dan Kimani (2011) melakukan studi mengenai pengaruh kinerja pasar modal dan pertumbuhan ekonomi di Kenya dan disimpulkan bahwa terdapat hasil positif dan signifikan antara kinerja pasar modal dan pertumbuhan ekonomi di Kenya.

Di samping efek positif pasar modal terhadap pertumbuhan ekonomi, terdapat pendapat berseberangan yang menyatakan bahwa pertumbuhan pasar modal tidak memiliki pengaruh yang penting pada pertumbuhan ekonomi. Alshammery (2014) menyatakan bahwa terdapat pengaruh negatif dan signifikan pada jangka panjang antara perkembangan pasar modal dan pertumbuhan ekonomi di Arab Saudi. Penelitian Pan dan Mishra (2018) pada negara China dari bulan Januari tahun 1999 sampai bulan November tahun 2015 menemukan bahwa pasar saham Shanghai memiliki hubungan jangka panjang negatif signifikan dengan sektor ekonomi riil. Temuan penelitian tersebut tidak menunjukkan bukti apapun dari hubungan antara pasar saham dan ekonomi riil di jangka pendek. Mayer (1988) berargumen bahwa pasar modal yang besar bukan merupakan sumber penting dari keuangan perusahaan.

Munculnya hasil penelitian yang tidak konsisten tersebut maka rumusan masalah penelitian ini adalah bagaimana pengaruh pasar modal terhadap pertumbuhan ekonomi di Indonesia. Tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh pasar modal terhadap pertumbuhan ekonomi di Indonesia. Kontribusi penelitian ini adalah untuk mengembangkan khasanah keilmuan berdasarkan topik yang terkait dengan pasar modal.

## METODE PENELITIAN

Jenis penelitian yang digunakan adalah penelitian kuantitatif berupa penekanan pada pengujian teori melalui pengukuran variabel penelitian dengan angka dan melakukan analisis data dengan menggunakan prosedur statistik.

Data yang digunakan adalah data sekunder yang diperoleh dari laman pemerintah maupun lembaga di bidang ekonomi seperti Badan Pusat Statistik (BPS), Bursa Efek Indonesia (BEI), Bank Indonesia (BI), Badan Koordinasi Penanaman Modal (BKPM), Kementerian Keuangan, dan Otoritas Jasa Keuangan (OJK). Penelitian ini menggunakan data sekunder berupa laporan keuangan tahunan Indonesia tahun 1985 sampai dengan tahun 2019.

Metode analisis yang digunakan adalah VECM (*Vector Error Correction Model*) di mana VECM dikenal sebagai teorema Granger yang menyatakan bahwa jika dua variabel X dan Y terkointegrasi maka hubungan keduanya dapat diketahui sebagai VECM. Pada dasarnya estimasi VAR dan VECM merupakan model ekonometrik yang digunakan untuk menganalisis hubungan di antara beberapa variabel *time series*. Proses estimasi model VAR dilakukan dengan beberapa tahap yaitu uji stasioneritas, penentuan panjang *lag*, uji kointegrasi, uji stabilitas VAR/VECM, estimasi VAR/VECM, *impulse response function* (IRF), dan *variance decomposition* (VD). Pada Tabel 1 berikut ditampilkan variabel operasional yang digunakan yaitu sebagai berikut.

**Tabel 1.** Definisi Operasional Variabel

Variabel	Definisi	Ukuran
Produk Domestik Bruto	PDB harga konstan Indonesia dengan	Ribu Rupiah

Variabel	Definisi	Ukuran
(PDB)	tahun dasar 2010	
Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)	Indeks yang menggambarkan kondisi pasar saham secara keseluruhan sesuai harga penutupan	Nilai Komposit
Kapitalisasi Pasar Saham (KPS)	Nilai harga penutupan saham dihitung dengan total saham beredar dikalikan harga yang berlaku saat ini	Miliar Rupiah
Penanaman Modal Asing (PMA)	Penanaman modal asing berdasarkan sektor	Juta US\$
Tingkat Partisipasi Angkatan Kerja (TPAK)	Persentase partisipasi angkatan kerja dari total populasi	%
Anggaran Pendidikan dan Kesehatan (HC)	Anggaran belanja berdasarkan fungsi pendidikan dan kesehatan	Miliar Rupiah

Estimasi VECM sesuai untuk dilakukan ketika sejumlah variabel ditemukan terkointegrasi satu sama lain. Model ini menyesuaikan perubahan jangka pendek pada variabel dan deviasi dari keseimbangan (Andrei dan Andrei, 2015). Model VECM lebih cocok ketika menghadapi variabel yang tidak stasioner dengan menangkap hubungan dinamis jangka pendek dan hubungan keseimbangan jangka panjang melalui kointegrasi dan *error correction terms*. Efek jangka pendek dihasilkan melalui koefisien individu dari istilah yang berbeda. Artinya koefisien variabel VECM mengandung informasi tentang apakah nilai variabel di masa lalu memengaruhi nilai variabel yang sedang diteliti di masa sekarang.

Ukuran dan signifikansi statistik dari koefisien *error correction term* mengukur tendensi dari masing-masing variabel untuk kembali ke keseimbangannya. Koefisien yang signifikan mengimplikasikan bahwa eror kesimbangan sebelumnya berperan dalam menentukan hasil saat ini yang menghasilkan dampak jangka panjang. Pentingnya VECM ini berdasarkan

kemampuannya untuk menampilkan penyesuaian yang dibuat oleh sebagian variabel melalui *shock* yang dialami variabel lain. Secara empiris, model VECM yang digunakan dalam penelitian ini dapat dirumuskan pada persamaan 1 berikut.

$$LPDB_t = A_{01} + \Sigma A_{i1}LIHSG_{1t-i} + \Sigma A_{i2}LKPS_{2t-i} + \Sigma A_{i3}LPMA_{3t-i} + \Sigma A_{i4}TPAK_{4t-i} + \Sigma A_{i5}LHC_{5t-i} + e_t \quad (1)$$

- Di mana :
- LPDB<sub>t</sub> : Log Produk domestik bruto
  - LIHSG<sub>t</sub> : Log Indeks harga saham gabungan
  - LKPS<sub>t</sub> : Log Kapitalisasi pasar saham
  - LPMA<sub>t</sub> : Log Penanaman modal asing
  - TPAK<sub>t</sub> : Tingkat partisipasi angkatan kerja
  - LHC<sub>t</sub> : Log Anggaran Pendidikan dan Kesehatan
  - A<sub>01</sub> : Konstanta
  - A<sub>in</sub> : Koefisien
  - e<sub>t</sub> : Error term

**HASIL DAN PEMBAHASAN**

**Uji Stasioneritas**

Pada pendeteksian stasioneritas digunakan uji *augmented dickey-fuller* (ADF). Indikasi adanya data yang tidak stasioner dapat dilihat pada nilai probabilitasnya, apabila nilai probabilitasnya di bawah 0,05 maka data sudah stasioner. Pada uji tersebut didapati bahwa seluruh variabel stasioner pada tingkat *first difference*.

**Penentuan Panjang Lag**

Menurut Basuki (2016) penetapan panjang *lag* yang digunakan dalam model penting dilakukan karena hal tersebut berguna untuk menghilangkan masalah autokorelasi dalam model autoregresi seperti VAR atau VECM. Pada penelitian ini, *lag* tiga menjadi *lag* terbaik yang akan digunakan. Hal tersebut didasari bahwa semua kriteria indikator yaitu *Likelihood Ratio* (LR), *Final Prediction Error* (FPE), *Akaike Information Criterion* (AIC), *Schwarz Information Criterion* (SC), *Hannan-Quinn Information Criterion* (HQ) mengindikasikan bahwa *lag* tersebut adalah *lag* terbaik dari model.

**Uji Kointegrasi**

Tujuan dari uji kointegrasi adalah untuk menunjukkan adanya hubungan jangka

panjang dan pemilihan estimasi VAR/VECM di dalam model penelitian. Kointegrasi dilihat dengan membandingkan hasil *trace statistic* dan *max-eigen statistic* dengan 0,05 *critical value*. Hasil uji menemukan terdapat lima kointegrasi sehingga disimpulkan bahwa terdapat hubungan jangka panjang.

**Uji Stabilitas VECM**

Diagnostik Stabilitas VECM adalah diagnostik yang bertujuan untuk menemukan apakah VECM telah stabil dengan keberadaan akar unit pada model. Diagnostik ini diharuskan terdapat kondisi dari model yang memiliki unit modulus bernilai 1. Hal tersebut ditunjukkan pada *testing root of characteristic polynomial* pada tingkat alpha 5%. Asumsi tersebut terpenuhi apabila setidaknya terdapat satu akar unit bernilai satu (Ortegon dan Alexander, 2018). Hasil diagnostik menunjukkan bahwa terdapat 5 modulus bernilai 1 yang dimaksudkan bahwa model VECM memiliki spesifikasi 5 akar unit pada modelnya.

**Pembahasan**

*Vector error correction model* (VECM) dipilih sebagai metode analisis pada penelitian ini berdasarkan serangkaian uji yang telah dilakukan sebelumnya. Variabel-variabel yang digunakan adalah PDB, indeks harga saham gabungan, kapitalisasi pasar saham, penanaman modal asing, tingkat partisipasi angkatan kerja, dan anggaran pendidikan dan kesehatan. Hasil estimasi jangka pendek dari model empiris pada penelitian ini dapat dilihat pada tabel berikut.

**Tabel 2.** Estimasi VECM jangka pendek

Variabel	Koefisien	t-statistik
CointEq1	0.096816	[4.30085]
D(LOGPDB(-1))	0.268328	[0.79290]
D(LOGPDB(-2))	-1.868167	[-5.34172]
D(LOGIHSG(-1))	-0.048386	[-1.01935]
D(LOGIHSG(-2))	<b>-0.057230</b>	<b>[-2.35258]</b>
D(LOGKPS(-1))	0.036970	[0.94794]
D(LOGKPS(-2))	0.017812	[0.63829]
TPAK(-1))	0.001546	[0.64441]
TPAK(-2))	<b>-0.012923</b>	<b>[-5.01255]</b>
D(LOGPMA(-1))	<b>0.049316</b>	<b>[2.21154]</b>
D(LOGPMA(-2))	<b>0.057389</b>	<b>[3.54272]</b>

Variabel	Koefisien	t-statistik
D(LOGHC(-1))	-0.084085	[-1.60058]
D(LOGHC(-2))	-0.033767	[-0.85892]

Sumber: Data Sekunder, diolah.

Berdasarkan hasil estimasi VECM pada Tabel 2 dapat ditarik kesimpulan bahwa dalam jangka pendek variabel-variabel yang memengaruhi PDB adalah IHSG (-2), TPAK (-2) dan, penanaman modal asing (-1) dan (-2). Nilai t-statistik variabel-variabel tersebut secara berturut-turut adalah -2.35258, -5.01255, 2.21154, dan 3.54272 lebih besar dari nilai t-tabel sebesar 2.045. Koefisien IHSG (-2) bertanda negatif yang berarti setiap kenaikan 1% IHSG dua periode sebelumnya akan menurunkan PDB periode sekarang sebesar 0.057230%. Koefisien TPAK (-2) bertanda negatif yang berarti setiap kenaikan 1% TPAK dua periode sebelumnya akan menurunkan PDB periode sekarang sebesar 0.012923%. Koefisien penanaman modal asing (-1) dan (-2) bertanda positif yang berarti setiap kenaikan 1% penanaman modal asing satu dan dua periode sebelumnya akan menaikkan PDB periode sekarang sebesar 0.049316% dan 0.057389%.

**Tabel 3.** Estimasi VECM jangka panjang

Variabel	Koefisien	t-statistik
LOGPDBPK(-1)	1.000000	
LOGIHSG(-1)	<b>-0.415715</b>	<b>[-2.91754]</b>
LOGKPS(-1)	<b>0.475519</b>	<b>[14.1245]</b>
TPAK(-1)	<b>-0.035807</b>	<b>[-8.40080]</b>
LOGPMA(-1)	<b>-1.041431</b>	<b>[-18.6211]</b>
LOGHC(-1)	-0.195420	[-1.51907]

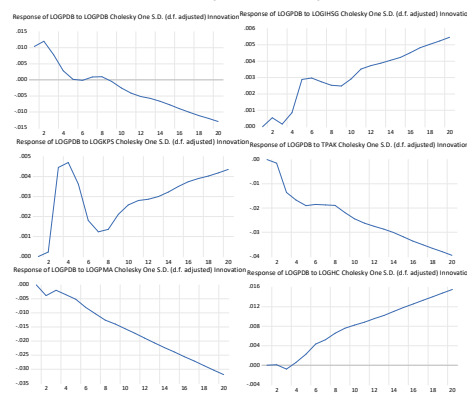
Sumber: Data Sekunder, diolah.

Dalam jangka panjang seluruh variabel signifikan memengaruhi PDB kecuali anggaran pendidikan dan kesehatan. Nilai t-statistik indeks harga saham gabungan, kapitalisasi pasar saham, tingkat partisipasi angkatan kerja, dan penanaman modal asing secara berturut-turut adalah -2.91754, 14.1245, -8.40080, dan -18.6211 yang lebih besar dari nilai t-tabel sebesar 2.045.

Koefisien negatif indeks harga saham gabungan mengartikan bahwa setiap kenaikan 1% indeks harga saham gabungan akan menurunkan PDB sebesar 0.415715%. Koefisien positif kapitalisasi pasar saham mengartikan

bahwa setiap 1% kenaikan kapitalisasi pasar saham akan menaikkan PDB sebesar 0.475519%. Koefisien negatif TPAK mengartikan bahwa setiap 1% kenaikan TPAK akan menurunkan PDB sebesar 0.035807%. Koefisien negatif penanaman modal asing mengartikan bahwa setiap 1% kenaikan penanaman modal asing akan menurunkan PDB sebesar 1.041431%. Nilai f-statistik sebesar 4.642797 yang lebih besar daripada f-tabel sebesar 2.53 yang mengartikan bahwa model persamaan simultan signifikan secara statistik. Nilai *adjusted r-squared* sebesar 0.585082 yang berarti kontribusi varian seluruh variabel independen dapat menjelaskan variabel dependen sebesar 58.5% dan sisanya dijelaskan di luar model sebesar 41.5%.

**Gambar 2.** Hasil *Impulse Response Function*



Sumber: Data Sekunder, diolah.

Analisis lebih lanjut dapat dilakukan dengan penggunaan *Impulse Response Function* (IRF). Analisis (IRF) digunakan untuk melihat respon suatu variabel terhadap variabel lainnya dalam beberapa periode jika terjadi *shock* tertentu sebesar satu standar deviasi pada setiap persamaan. Nilai standar deviasi yang mengukur besaran respon yang diberikan oleh suatu variabel ditunjukkan pada sumbu vertikal. Sementara, lamanya periode dari respon yang diberikan terhadap *shock* ditunjukkan pada sumbu horizontal. Pengaruh positif dari *shock* akan ditunjukkan pada respon di atas sumbu horizontal, sebaliknya pengaruh negatif dari *shock* akan ditunjukkan pada respon di bawah sumbu horizontal.

Pada Gambar 2, disajikan hasil estimasi dari IRF pada model yang dapat diinterpretasikan bahwa respon PDB terhadap *shock* variabel itu sendiri. *Shock* variabel PDB dari awal periode sampai dengan periode keenam menunjukkan tren yang cenderung menurun. Pada periode selanjutnya yaitu periode kesembilan PDB masih merespon secara positif tetapi trennya cenderung menurun sampai periode ke-20.

Kemudian respon PDB terhadap IHSG. Pada periode pertama terlihat bahwa variabel PDB belum memberikan respon terhadap IHSG, respon baru diberikan pada periode kedua dan menurun pada periode ketiga. Ketika terjadi *shock* variabel IHSG terhadap PDB pada periode keempat, nilai PDB akan naik. Kenaikan tersebut terjadi sampai periode ke-20 meskipun terdapat sedikit penurunan pada periode kesembilan.

Terdapat respon positif dan negatif dari PDB terhadap kapitalisasi pasar saham. Respon dimulai pada periode kedua yang bernilai positif dan meningkat secara signifikan hingga menjadi titik respon tertinggi pada periode ketiga. Selanjutnya, respon mengalami penurunan dan bernilai negatif pada periode ketujuh kemudian terus mengalami kenaikan sampai dengan periode ke-20. Hal ini dapat diketahui bahwa respon dari PDB terhadap *shock* dari variabel tingkat partisipasi angkatan kerja. Pada awal periode PDB belum memberikan respon. Periode kedua sampai ke-20 respon terus menurun.

Kemudian tentang bagaimana respon negatif dan positif dari PDB terhadap *shock* penanaman modal asing dapat dilihat pada tren pergerakan variabel hingga akhir waktu pengamatan. Pada periode kedua terdapat respon negatif dari PDB dan respon tersebut terus berlanjut sampai dengan periode ke-20.

Terakhir, respon dari PDB terhadap *shock human capital*. Belum terjadi respon pada periode awal, namun pada periode keempat trennya cenderung mengalami kenaikan sampai dengan periode ke-20. Berdasarkan hasil estimasi IRF respon PDB terhadap keseluruhan variabel independen sampai periode 20 dapat ditarik kesimpulan bahwa secara rata-rata PDB

belum memberikan respon pada awal periode. Respon positif terjadi pada variabel IHSG, KPS, dan HC. Terdapat beberapa respon negatif terhadap variabel *shock* PMA dan TPAK. Di samping itu, secara keseluruhan respon PDB menunjukkan tren yang terus naik sampai dengan periode ke-20.

Alat analisis lainnya yang dapat memberikan analisis lebih lanjut pada VECM adalah *variance decomposition* yang dapat menganalisis bagaimana varian dari suatu variabel ditentukan oleh variabel lain dan variabel itu sendiri. VD berguna untuk memperkirakan seberapa besar kontribusi suatu variabel terhadap perubahan atau *shock* variabel lain dan variabel itu sendiri dalam bentuk persentase pada beberapa periode. Hasil analisis VD dapat dilihat pada Tabel 4 berikut.

**Tabel 4.** Hasil *Variance Decomposition*

Period	S.E.	LOGPDB	LOGHC	LOGIHSG	LOGKPS	LOGPMA	TPAK
1	0.010359	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.016359	93.60352	0.001076	0.107115	0.017538	5.412840	0.857909
3	0.023192	57.77339	0.118430	0.057454	3.688729	3.405858	34.96614
4	0.029378	36.93150	0.111341	0.119829	4.852098	3.546911	54.43832
5	0.035767	24.91754	0.470235	0.730768	4.296152	4.486616	65.09869
6	0.041447	18.55764	1.431760	1.055737	3.387464	7.055304	68.51210
7	0.047010	14.46307	2.343399	1.160141	2.701058	10.29909	69.03324
8	0.052725	11.53251	3.405761	1.152688	2.212760	13.91315	67.78313
9	0.059367	9.103242	4.307012	1.084185	1.870776	16.53190	67.10288
10	0.066724	7.348872	4.919179	1.048114	1.629394	18.55619	66.49825
11	0.074514	6.201348	5.340840	1.063068	1.447864	20.23285	65.71403
12	0.082524	5.446823	5.691058	1.070856	1.300456	21.77363	64.71717
13	0.090693	4.920612	5.980702	1.068785	1.185698	23.22492	63.61929
14	0.099104	4.569090	6.246333	1.061909	1.096209	24.54455	62.47991
15	0.107890	4.372729	6.471722	1.049919	1.032120	25.62633	61.44718
16	0.117016	4.305203	6.652837	1.041143	0.978961	26.53838	60.48347
17	0.126416	4.326616	6.807206	1.037156	0.933496	27.34146	59.55407
18	0.136048	4.400772	6.945845	1.032554	0.893499	28.06641	58.66092
19	0.145888	4.505895	7.069925	1.027071	0.858951	28.73131	57.80685
20	0.155942	4.635625	7.182587	1.021266	0.829649	29.33468	56.99620

Sumber: Data Sekunder, diolah.

Pada Tabel 4 dapat diketahui bahwa pada periode pertama variabel yang diperkirakan akan memiliki kontribusi paling besar terhadap PDB pada 20 periode ke depan adalah variabel itu sendiri sebesar 100%. Dari periode kedua sampai periode ke-20, komposisi terus mengalami penyesuaian yang diakibatkan dari kontribusi variabel lain. Selain kontribusi yang tinggi dari variabel PDB, pada periode kedua komposisinya juga dipengaruhi oleh indeks harga saham gabungan sebesar 0.107115%, kapitalisasi pasar saham 0.017538%, tingkat partisipasi angkatan kerja sebesar 0.857909%, penanaman modal asing sebesar 5.412840%, dan human capital sebesar 0.001076%. Berdasarkan Tabel 4 terjadi penurunan kontribusi PDB dari periode ke periode, diikuti dengan meningkatnya

kontribusi variabel lain hingga periode ke-20. Pada periode ke-20 kontribusi terbesar secara berturut-turut ditempati oleh tingkat partisipasi angkatan kerja sebesar 56.99620%, penanaman modal asing sebesar 29.33468%, anggaran pendidikan dan kesehatan sebesar 7.182587%, indeks harga saham gabungan sebesar 1.021266%, dan kapitalisasi pasar saham sebesar 0.829649%.

## KESIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis penelitian yang telah dilakukan maka dapat ditarik kesimpulan bahwa dalam jangka pendek variabel yang berpengaruh signifikan yaitu indeks harga saham gabungan, tingkat partisipasi angkatan kerja, dan penanaman modal asing. Indeks harga saham gabungan berpengaruh negatif dan signifikan karena terdapat faktor spekulasi dan harga saham yang *overvalue*. Tingkat partisipasi angkatan kerja berpengaruh negatif dan signifikan, hal tersebut terjadi karena terdapat inklusivitas pada penyerapan tenaga kerja di Indonesia. Penanaman modal asing memiliki pengaruh positif dan signifikan karena aliran modal asing yang masuk menjadikan perekonomian menjadi lebih produktif baik dari aspek teknologi yang lebih modern maupun manajerial.

Dalam jangka panjang variabel indeks harga saham gabungan, kapitalisasi pasar saham, penanaman modal asing, dan tingkat partisipasi angkatan kerja, memiliki pengaruh yang signifikan. Variabel kapitalisasi pasar saham memiliki pengaruh positif dan signifikan. Hal tersebut mengartikan bahwa pasar modal dapat meningkatkan pertumbuhan ekonomi karena pasar modal mampu untuk mengakumulasi modal dan mendiversifikasi risiko. Indeks harga saham gabungan berpengaruh negatif signifikan. Hal tersebut mengindikasikan bahwa terdapat volatilitas dan spekulasi pada pasar saham yang dapat membuat pengaruhnya menjadi negatif, selain itu IHSG dapat mengalami *overvalue* yang di mana tidak dapat menggambarkan harga saham sebenarnya. Penanaman modal asing berpengaruh negatif dan signifikan karena terdapat keterbatasan fasilitas yang mendukung

dan tenaga kerja yang terampil di Indonesia. Tingkat partisipasi angkatan kerja berpengaruh negatif dan signifikan. Terdapat perlambatan pertumbuhan tenaga kerja dan inklusivitas penyerapan tenaga kerja pada beberapa kelompok menjadikan tingkat partisipasi angkatan kerja berpengaruh negatif. Anggaran pendidikan dan kesehatan berpengaruh negatif dan tidak signifikan karena terdapat penyerapan anggaran yang kurang maksimal sehingga kualitas pendidikan dan kesehatan tidak berjalan dengan semestinya.

Beberapa saran yang dapat diajukan mengacu pada hasil penelitian adalah pertumbuhan ekonomi dipengaruhi oleh perkembangan pasar modal. Perusahaan-perusahaan di Indonesia perlu didorong untuk *go public* agar ada peningkatan penawaran saham baru dan aliran modal bagi perusahaan. Aliran modal tersebut dapat digunakan untuk keperluan investasi di sektor riil sehingga terbentuknya pasar modal tidak hanya dipengaruhi oleh pergerakan harga saham saja. Pemerintah perlu mengeluarkan kebijakan pengembangan infrastruktur pasar modal agar pasar modal lebih efisien sehingga dapat menjadi pendorong investasi riil dan pertumbuhan ekonomi.

## DAFTAR PUSTAKA

- Alam, Md. S., & Hussein, M. A. (2019). The Impact of Capital Market on the Economic Growth in Oman. *Financial Studies*, 23(2(84)), 117–129.
- Amril. (2013). Perkembangan Celah Tabungan-Investasi dan Retensi Tabungan di Indonesia (Periode Pra dan Pasca Krisis Ekonomi). *Jurnal Perspektif Pembiayaan Dan Pembangunan Daerah*, 1(1).
- Andrei, D. M., & Andrei, L. C. (2015). Vector Error Correction Model in Explaining the Association of Some Macroeconomic Variables in Romania. *Procedia Economics and Finance*, 22, 568–576. [https://doi.org/10.1016/s2212-5671\(15\)00261-0](https://doi.org/10.1016/s2212-5671(15)00261-0)

- Basuki, A. T. (2016). *Analisis Regresi dalam Penelitian Ekonomi dan Bisnis*. PT RajaGrafindo Persada.
- Erdem, E., Gozbasi, O., Fatih Ilgün, M., & Nazlioglu, S. (2010). Stock Market and Economic Growth Nexus in Emerging Markets: Cointegration and Causality Analysis. In *Int. J. Business Forecasting and Marketing Intelligence* (Vol. 1).
- Levine, R., & Zervos, S. (1996). Stock market development and long-run growth. *World Bank Economic Review*, 10(2), 323–339. <https://doi.org/10.1093/wber/10.2.323>
- Masoud, N. M. H. (2013). The Impact of Stock Market Performance upon Economic Growth. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 3(4), 788–798.
- Ortegón, B. dan B. Alexander. (2018). Cointegration of Economic growth and External balance in Colombia: 1963-2016. *MPRA Paper No. 87974*, 1-33. <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/87974/>.
- Olweny, T. O., & Kimani, D. (2011). Stock Market Performance and Economic Growth Empirical Evidence from Kenya using Causality Test Approach. *Advances in Management & Applied Economics*, 1(3), 1792–7552.
- Rohman, S. (2016). Deregulasi Bursa Efek Jakarta 1987-1997. *Lembaran Sejarah*, 12(2), 179–197.
- Schumpeter, J. A. (1983). *The Theory of Economic Development*. Transaction Publishers.
- Thaddeus, K. J., Ngong, C. A., Nnecka, U. J., Nubong, N. M., Ibe, G. I., Chinyere C, O., & Onwumere, J. U. J. (2022). Stock market development and economic growth in sub-Saharan Africa (1990–2020): an ARDL approach. *Journal of Economic and Administrative Sciences*. <https://doi.org/10.1108/jeas-04-2021-0075>