IDENTIFYING THE IMPACT OF FINANCIAL LIBERALIZATION IN A SMALL OPEN ECONOMY: A CASE STUDY OF INDONESIA

Ryan Juminta Anward*

Faculty of Economics and Business/Economics Development, Lambung Mangkurat University, Jl.
Brigjen H. Hasan Basri, Banjarmasin, 70123, Indonesia

*ryanward@ulm.ac.id

Abstract - *In view of the fact that financial liberalization plays essential role to promote economic growth causes many developing countries to implement a series of liberalization policies in the financial sector. This study aims to identify empirically the impact of financial liberalization on economic growth and other macroeconomic variables in Indonesia. This study develops empirical models through de facto and de jure measure of financial liberalization. Estimation of the Vector Autoregression (VAR) model in de jure approach shows that financial liberalization index statistically has no significant effect on economic growth and other macroeconomic variables (inflation, exchange rate and interest rate). In de facto approach, the results of cointegration test reveals the existence of long run relationship between economic growth and all the indicators used as a proxy for financial liberalization. The estimation results in de facto approach through the Vector Error Correction Model (VECM) indicates that financial liberalization has a negative effect on economic growth via the increase of banking credit to the private sector. Overall, the results cannot provide robust evidence related to the positive impact of financial liberalization on economic growth in the small open economy of Indonesia.*

Keywords: *financial liberalization, economic growth, small open economy, vector autoregression (VAR), vector error correction model (VECM)*

IDENTIFIKASI DAMPAK LIBERALISASI KEUANGAN DALAM SMALL OPEN ECONOMY: STUDI KASUS DI INDONESIA

Abstrak- Adanya pandangan bahwa liberalisasi keuangan berperan penting dalam mendorong pertumbuhan ekonomi menyebabkan banyak negara-negara berkembang melakukan serangkaian kebijakan liberalisasi di sektor keuangan. Penelitian ini bertujuan untuk mengidentifikasi secara empiris dampak liberalisasi keuangan terhadap pertumbuhan ekonomi dan variabel makro ekonomi lainnya di Indonesia. Penelitian ini mengembangkan model empiris melalui pengukuran liberalisasi keuangan secara *de facto* dan *de jure*. Hasil estimasi model Vector Autoregression (VAR) dalam pendekatan *de jure* menunjukkan bahwa indeks liberalisasi keuangan secara statistik tidak berpengaruh signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi dan variabel makro lainnya (inflasi, nilai tukar dan suku bunga). Dalam pendekatan *de facto*, hasil pengujian kointegrasi menunjukkan adanya hubungan jangka panjang antara pertumbuhan ekonomi dan seluruh indikator yang digunakan sebagai proksi liberalisasi keuangan. Hasil estimasi pada pendekatan *de facto* melalui model Vector Error Correction Model (VECM) mengindikasikan bahwa liberalisasi keuangan memberikan efek negatif terhadap pertumbuhan ekonomi melalui peningkatan kredit perbankan terhadap sektor swasta. Secara keseluruhan hasil penelitian ini tidak dapat menemukan bukti kuat terkait adanya dampak positif liberalisasi keuangan terhadap pertumbuhan ekonomi dalam *small open economy* seperti di Indonesia.

Kata kunci : *liberalisasi keuangan, pertumbuhan ekonomi, small open economy, vector autoregression (VAR), vector error correction model (VECM)*

PENDAHULUAN

Sektor keuangan memegang peranan penting dalam perekonomian. Perkembangan sektor keuangan akan menentukan proses mobilisasi dana secara efektif dan efisien dari unit surplus ke unit defisit. King dan Levine (1993) mengemukakan lima fungsi dasar dalam sistem keuangan yang mendorong pertumbuhan ekonomi, yaitu mobilisasi tabungan, manajemen risiko, memberikan informasi investasi, melakukan pengawasan investasi dan memfasilitasi pertukaran barang dan jasa. Melalui fungsi tersebut sektor keuangan dapat meningkatkan pertumbuhan ekonomi baik melalui sektor swasta, pemerintah dan rumah tangga.

Dalam beberapa dekade terakhir terjadi peningkatan aliran dana masuk dan keluar dari suatu negara sebagai akibat liberalisasi di sektor keuangan. Liberalisasi keuangan pada dasarnya merupakan suatu proses dimana alokasi sumber daya mengalami pergeseran dari kebijakan yang bersifat langsung mengontrol menjadi ditentukan oleh perilaku pasar. McKinnon dan Shaw (1973) menyatakan hipotesis bahwa represi keuangan (*financial repression*) seperti pembatasan tingkat suku bunga, program kredit langsung dari pemerintah dan tingkat cadangan minimum yang tinggi akan mengurangi tingkat investasi dan produktivitas dalam perekonomian. Hipotesis McKinnon dan Shaw tersebut didukung oleh sekelompok ekonom berdasarkan teori efisiensi pasar. Pada kondisi *free capital mobility* dengan kondisi pasar yang efisien, negara-negara yang kekurangan modal akan memiliki *return* investasi marjinal yang lebih tinggi daripada tingkat *return* negara-negara yang memiliki modal yang berlimpah. Hal tersebut akan mendorong terjadinya alokasi tabungan yang efisien secara global dan dapat menyalurkan sumber daya kepada penggunaan yang produktif sehingga meningkatkan pertumbuhan ekonomi (Levine 1997; Beck *et al* 2000; Bekaert *et al* 2005).

Menurut Prasad *et al* (2003) dampak positif liberalisasi keuangan untuk negara berkembang dapat dibagi dalam dua saluran yakni saluran langsung dan saluran tidak langsung. Pada saluran langsung mencakup peningkatan tabungan domestik, penurunan biaya modal akibat alokasi risiko secara global yang lebih baik, penurunan volatilitas konsumsi, transfer teknologi dan manajemen serta untuk mendorong perkembangan sektor keuangan. Sementara itu untuk saluran tidak langsung termasuk promosi spesialisasi, komitmen terhadap kebijakan ekonomi yang lebih baik dan sinyal praktek kebijakan yang lebih bersahabat. Stiglitz (2000) mengkritik pendapat yang menyatakan bahwa *free capital mobility* akan

memfasilitasi alokasi tabungan global secara efisien dan menyalurkan dana kepada penggunaan paling produktif. Menurut Stiglitz informasi asimetris dalam pasar keuangan akan menciptakan biaya informasi dan menghalangi alokasi sumber daya keuangan yang efisien. Henry (2000) mengemukakan hasil empiris bahwa liberalisasi keuangan mendorong terjadinya *booming* investasi akibat rendahnya biaya modal. Namun liberalisasi keuangan dapat menciptakan instabilitas makro ekonomi karena aliran modal bersifat *procyclical* dan meningkatkan fluktuasi ekonomi. Seperti dikemukakan oleh Glick dan Hutchinson (2002) bahwa liberalisasi keuangan dapat meningkatkan potensi risiko krisis perbankan dan krisis nilai tukar.

Dari hasil analisa yang dilakukan oleh Prasad *et al* (2013) pada 14 penelitian *cross-country* yang mengidentifikasi dampak liberalisasi keuangan terhadap pertumbuhan ekonomi, hanya 3 penelitian yang memberikan hasil terdapat dampak positif, mayoritas hasil penelitian empiris tersebut menyatakan tidak terdapat dampak positif liberalisasi keuangan terhadap pertumbuhan ekonomi. Achy (2003) menganalisa hubungan antara liberalisasi keuangan terhadap investasi, tabungan dan pertumbuhan ekonomi pada 5 negara MENA dan tidak memperoleh hasil bahwa liberalisasi keuangan dapat mempengaruhi pertumbuhan ekonomi. Beberapa kajian empiris telah dilakukan pada studi kasus negara *small open economy* seperti misalnya yang dilakukan oleh Ang dan McKibbin (2005), Hye dan Wizarat (2013), Owusu dan Odhiambo (2013), Hye *et al* (2014) dan Orji dan Ogbuabor (2015). Secara umum penelitian-penelitian empiris yang telah dilakukan menunjukkan hasil yang bervariasi. Kaminsky dan Schmuckler (2008) menyatakan efek liberalisasi keuangan cenderung berubah sepanjang waktu sehingga sulit untuk diperoleh hasil empiris yang kuat.

Indonesia sebagai negara *small open economy* telah mengalami reformasi dan restrukturisasi sektor keuangan. Sebelum tahun 1983 sistem keuangan Indonesia melakukan pembatasan pada tingkat suku bunga dan ekspansi kredit yang menyebabkan rendahnya deposito pada perbankan dan rasio jumlah uang beredar terhadap GDP. Paket kebijakan sektor perbankan pada tahun 1983 dan 1988 menandai era liberalisasi sektor keuangan di Indonesia.

Dengan adanya potensi dampak negatif liberalisasi keuangan serta masih terbatasnya hasil empiris yang memberikan bukti kuat terkait dampak positif liberalisasi keuangan terhadap pertumbuhan ekonomi, penelitian ini bertujuan untuk mengidentifikasi dampak liberalisasi keuangan terhadap pertumbuhan ekonomi dan variabel makro ekonomi lainnya di Indonesia.

METODOLOGI

DATA

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari Bank Indonesia, World Bank dan IMF *International Financial Statistic* (IFS). Data yang digunakan adalah data tahunan dari periode 1970-2012 yang meliputi data GDP riil, persentase pertumbuhan GDP tahunan, indeks liberalisasi keuangan, nilai tukar nominal (Rupiah terhadap US Dollar), tingkat inflasi yang diukur berdasarkan persentase perubahan CPI, suku bunga riil, pertumbuhan M2 (jumlah uang beredar), kredit perbankan terhadap sektor swasta dan *stock market turnover ratio*.

METODE ESTIMASI

Proses liberalisasi keuangan dalam perekonomian suatu negara dapat dievaluasi dalam dua cara yang berbeda yakni melalui *de jure*, diukur sebagai hasil dari suatu aturan yang mengizinkan atau membatasi arus masuk dan melalui *de facto*, dimana liberalisasi keuangan dapat dilihat sebagai hasil dari intensitas arus masuk dan arus keluar modal. Secara umum pendekatan *de jure* membentuk indeks liberalisasi keuangan berdasarkan hasil publikasi IMF laporan tahunan AREAER (*Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange*) yang kemudian memberikan kategori *binary* untuk menentukan apakah undang-undang atau peraturan suatu negara terhadap lalu lintas keuangannya membatasi atau bersifat bebas. Sedangkan pendekatan *de facto* dilakukan dengan cara menentukan indikator-indikator yang dapat digunakan untuk melihat intensitas arus masuk dan arus keluar modal.

Penelitian ini menggunakan pengukuran liberalisasi keuangan secara *de jure* dan *de facto*. Dalam pendekatan *de jure* penelitian ini menggunakan indeks liberalisasi keuangan yang dikembangkan oleh Chin dan Ito (yang membentuk indeks liberalisasi keuangan berdasarkan laporan tahunan AREAER IMF). Sedangkan untuk pendekatan *de facto* penelitian ini menggunakan tiga proksi liberalisasi keuangan yakni rasio M2 terhadap GDP, rasio kredit perbankan terhadap sektor swasta dan *stock market turnover ratio*. Ketiga indikator digunakan sebagai proksi liberalisasi sektor keuangan karena mencerminkan pertumbuhan, ukuran serta pendalaman sektor keuangan.

Model empiris penelitian ini menggunakan model multivariat *Vector Autoregression* (VAR).

Model VAR mengasumsikan bahwa seluruh variabel dalam persamaan simultan adalah variabel endogen. Asumsi ini diterapkan karena seringkali penentuan variabel eksogen dalam persamaan simultan bersifat subyektif. Pendekatan VAR merupakan permodelan setiap variabel endogen dalam sistem sebagai fungsi dari lag semua variabel endogen dalam sistem.

Dalam model pendekatan *de jure* variabel yang digunakan adalah GDP riil (GDP), indeks liberalisasi keuangan (IFL), nilai tukar nominal (EXR), tingkat inflasi (INF), dan suku bunga riil (IR). Spesifikasi model VAR dalam pendekatan *de jure* adalah sebagai berikut:

$$\ln GDP_t = b_{11} + b_{12}\ln GDP_{t-1} + b_{13}IFL_{t-1} + b_{14}\ln EXR_{t-1} + b_{15}\ln INF_{t-1} + b_{16}\ln IR_{t-1} + \varepsilon_{1t} \quad (1)$$

$$IFL_t = b_{21} + b_{22}IFL_{t-1} + b_{23}\ln GDP_{t-1} + b_{24}\ln EXR_{t-1} + b_{25}\ln INF_{t-1} + b_{26}\ln IR_{t-1} + \varepsilon_{2t} \quad (2)$$

$$\ln EXR_t = b_{31} + b_{32}\ln EXR_{t-1} + b_{33}\ln GDP_{t-1} + b_{34}IFL_{t-1} + b_{35}\ln INF_{t-1} + b_{36}\ln IR_{t-1} + \varepsilon_{3t} \quad (3)$$

$$\ln INF_t = b_{41} + b_{42}\ln INF_{t-1} + b_{43}\ln GDP_{t-1} + b_{44}IFL_{t-1} + b_{45}\ln EXR_{t-1} + b_{46}\ln IR_{t-1} + \varepsilon_{4t} \quad (4)$$

$$\ln IR_t = b_{51} + b_{52}\ln IR_{t-1} + b_{53}\ln GDP_{t-1} + b_{54}IFL_{t-1} + b_{55}\ln EXR_{t-1} + b_{56}\ln INF_{t-1} + \varepsilon_{5t} \quad (5)$$

Sedangkan dalam pendekatan *de facto* variabel yang digunakan adalah GDP riil (GDP), M2/GDP (M2), kredit perbankan terhadap pihak swasta (CR), *stock market turnover ratio* (ST) dan suku bunga riil (IR) digunakan sebagai variabel kontrol. Spesifikasi model VAR dalam pendekatan *de jure* adalah sebagai berikut:

$$\ln GDP_t = b_{11} + b_{12}\ln GDP_{t-1} + b_{13}\ln M2_{t-1} + b_{14}\ln CR_{t-1} + b_{15}\ln IR_{t-1} + b_{16}\ln ST_{t-1} + \varepsilon_{1t} \quad (6)$$

$$\ln M2_t = b_{21} + b_{22}\ln M2_{t-1} + b_{23}\ln GDP_{t-1} + b_{24}\ln CR_{t-1} + b_{25}\ln IR_{t-1} + b_{26}\ln ST_{t-1} + \varepsilon_{2t} \quad (7)$$

$$\ln CR_t = b_{31} + b_{32}\ln CR_{t-1} + b_{33}\ln GDP_{t-1} + b_{34}\ln M2_{t-1} + b_{35}\ln IR_{t-1} + b_{36}\ln ST_{t-1} + \varepsilon_{3t} \quad (8)$$

$$\ln IR_t = b_{41} + b_{42}\ln IR_{t-1} + b_{43}\ln GDP_{t-1} + b_{44}\ln M2_{t-1} + b_{45}\ln CR_{t-1} + b_{46}\ln ST_{t-1} + \varepsilon_{4t} \quad (9)$$

$$\ln ST_t = b_{51} + b_{52}\ln ST_{t-1} + b_{53}\ln GDP_{t-1} + b_{54}\ln M2_{t-1} + b_{55}\ln CR_{t-1} + b_{56}\ln IR_{t-1} + \varepsilon_{5t} \quad (10)$$

Variasi spesifikasi model VAR biasanya terjadi akibat perbedaan derajat integrasi variabelnya. VECM sering disebut sebagai desain VAR bagi *series* nonstasioner yang memiliki hubungan kointegrasi. Spesifikasi VECM merestriksi hubungan jangka panjang variabel-variabel endogen agar konvergen ke dalam hubungan kointegrasinya, namun tetap membiarkan keberadaan dinamisasi jangka pendek. Ada beberapa prosedur pengujian yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu terdiri dari: (1) Uji *unit root*; (2) Uji kelayakan *lag*; (3) Uji kointegrasi Johansen; (4) Uji stabilitas model; dan (5) Uji autokorelasi.

HASIL DAN PEMBAHASAN

MODEL PENDEKATAN *DE JURE*

Dalam tahapan analisis variabel GDP, INF, IR, EXR ditransformasikan ke dalam bentuk logaritma, hanya variabel FLI yang tidak dalam bentuk logaritma. Uji *Augmented Dickey Fuller* (ADF) dan Uji *Phillips-Perron* (PP) digunakan untuk menguji stationeritas variabel. Apabila nilai statistik ADF dan PP lebih besar daripada nilai kritis (signifikansi 5%) maka H_0 tidak dapat ditolak, yang berarti variabel tersebut tidak stationer. Tabel 1 dan Tabel 2 menunjukkan hasil uji *unit root* ADF dan PP. Berdasarkan hasil uji ADF dan PP, variabel FLI, GDP, IR dan EXR tidak stationer dalam bentuk level $I(0)$ sedangkan variabel INF stationer dalam bentuk level $I(0)$. Setelah dilakukan pengujian dalam bentuk *first difference* $I(1)$ variabel FLI, GDP, IR dan EXR sudah tidak terdapat *unit root* (stationer). Dikarenakan derajat integrasi yang berbeda antar variabel maka pengujian kointegrasi tidak dapat dilakukan sehingga model pendekatan *de jure* akan diestimasi dengan menggunakan *Vector Autoregression* (VAR) pada bentuk *first difference*.

Penentuan panjang *lag* optimal dalam model VAR dilakukan pengujian *lag* dengan menggunakan nilai kriteria AIC (*Akaike Information Criterion*) dan HQ (*Hannan-Quinn*). Hasil pengujian *lag* menunjukkan jumlah *lag* yang digunakan adalah 1 (satu) berdasarkan nilai AIC dan HQ terendah. Untuk memastikan validitas model VAR yang digunakan diperlukan pengujian stabilitas model. Pengujian stabilitas model dilakukan dengan menggunakan *Roots of Characteristic Polynomial* yaitu pengujian semua *root* terletak dalam *unit circle*. Hasil pengujian stabilitas model menunjukkan semua *root* bernilai kurang dari 1 atau berada dalam *unit circle* sehingga model VAR yang digunakan dapat dinyatakan stabil.

Untuk memastikan tidak terdapat masalah autokorelasi dalam model VAR yang diestimasi dilakukan uji autokorelasi *LM test*. Hasil uji LM menunjukkan dari lag 1 sampai dengan lag 12 diperoleh nilai probabilitas yang lebih besar dari tingkat signifikansi 5%. Hasil ini menunjukkan model VAR yang digunakan terbebas dari masalah autokorelasi.

Tabel 1. Hasil Uji *Unit Root* ADF

Variabel	ADF Test			
	Level		First Difference	
	t-stat	Prob.	t-stat	Prob.
FLI	-1.6090	0.7706	-7.85964	0.0000
GDP	-2.0490	0.5560	-4.4249	0.0061
INF	-5.1800	0.0008	-8.9564	0.0000
IR	3.3602	0.0730	-5.9084	0.0002
EXR	-1.9161	0.6266	-6.4346	0.0000

Tabel 2. Hasil Uji *Unit Root* PP

Variabel	PP Test			
	Level		First Difference	
	t-stat	Prob.	t-stat	Prob.
FLI	-1.4105	0.8417	-7.9531	0.0000
GDP	-1.7598	0.7042	-4.4249	0.0061
INF	-5.1840	0.0008	19.072	0.0000
IR	3.4305	0.0631	-10.6181	0.0000
EXR	-1.9757	0.5955	-6.4394	0.0000

Untuk melihat hubungan kausalitas yang terjadi antara FLI dengan pertumbuhan ekonomi dan variabel makro ekonomi lainnya dilakukan uji kausalitas Granger dengan *Wald Test*. Dari Tabel 3 dapat dilihat bahwa variabel FLI tidak menyebabkan kausalitas granger searah terhadap variabel GDP dan variabel makro ekonomi lainnya (IR, INF, EXR) dengan nilai probabilitas *chi-square* lebih besar dari tingkat signifikansi 5%. Begitu juga variabel pertumbuhan ekonomi dan variabel makro ekonomi lainnya tidak menyebabkan kausalitas granger searah terhadap FLI.

Tabel 3. Hasil Uji Kausalitas *Wald Test*

Dependent Variable	Excluded	Chi-sq	Prob.
D(LNGDP)	FLI	0.309454	0.5780
FLI	D(LNGDP)	1.771688	0.1832
D(LNINF)	FLI	0.039609	0.8422
FLI	D(LNINF)	0.017563	0.8946
D(LNEXR)	FLI	0.582846	0.4452
FLI	D(LNEXR)	3.637705	0.0565
D(LNIR)	FLI	0.048181	0.8263
FLI	D(LNIR)	1.130795	0.2876

Tabel 4. Hasil Estimasi Model VAR Pendekatan *De Jure*

Variabel	D(LNGDP)	D(FLI)	D(LNINF)	D(LNEXR)	D(LNIR)
D(LNGDP(-1))	0.442680 [2.06787]	2.456080 [0.87909]	7.456873 [1.98399]	0.438729 [0.32591]	8.599722 [4.01382]
D(FLI(-1))	0.022321 [1.50575]	-0.134160 [-0.69346]	0.129582 [0.49789]	0.040754 [0.43720]	0.097363 [0.65626]
D(LNINF(-1))	0.046194 [3.16064]	-0.023631 [-0.12389]	-0.737960 [-2.87589]	-0.289287 [-3.14763]	-0.275915 [-1.88627]
D(LNEXR(-1))	0.003098 [0.06596]	0.863744 [1.40923]	1.849363 [2.24292]	0.239003 [0.80930]	1.279806 [2.72285]
D(LNIR(-1))	-0.076981 [-3.53394]	-0.289660 [-1.01888]	0.551408 [1.44178]	0.343247 [2.50582]	0.091778 [0.42097]
C	0.032431 [2.07860]	-0.244087 [-1.19871]	-0.646630 [-2.36058]	0.026573 [0.27084]	-0.635782 [-4.07155]
R-squared	0.416484	0.126398	0.338317	0.314933	0.453463
F-statistic	3.997001	0.810241	2.863262	2.574387	4.646335

Keterangan : Nilai dalam kurung menunjukkan t-hitung

Hasil estimasi VAR menunjukkan variabel FLI(-1) berpengaruh positif terhadap variabel GDP (pertumbuhan ekonomi) namun secara statistik tidak signifikan (5%). Variabel FLI(-1) berpengaruh positif terhadap variabel IR (suku bunga), INF (inflasi) dan EXR (nilai tukar) namun secara statistik juga tidak signifikan (5%). Tabel 4 menunjukkan hasil estimasi model VAR dalam pendekatan *de jure*.

MODEL PENDEKATAN *DE FACTO*

Seluruh variabel ditransformasikan ke dalam bentuk logaritma yakni variabel GDP, M2, CR, ST, INF, IR, dan EXR. Hasil uji unit root ADF dan PP pada tabel 5 dan tabel 6 menunjukkan seluruh variabel tidak stationer pada bentuk level I(0) namun setelah diuji pada bentuk *first difference* seluruh variabel tidak terdapat unit root (stationer). Dari hasil uji ADF dan uji PP seluruh variabel terintegrasi pada I(1) sehingga kemungkinan terdapat hubungan kointegrasi antar variabel.

Pengujian kointegrasi dilakukan dengan menggunakan uji kointegrasi Johansen. Berdasarkan nilai AIC dan HQ jumlah *lag* optimal yang digunakan adalah *lag* 1. Hasil uji kointegrasi Johansen pada Tabel 7, dengan menggunakan nilai *trace statistic* dan *max-eigen statistic* diperoleh dua kointegrasi vektor dalam persamaan, hasil ini menyatakan bahwa terdapat hubungan jangka panjang antar variabel dalam persamaan. Sehingga untuk mengestimasi hubungan jangka pendek dalam pendekatan *de facto*

digunakan model VECM (*Vector Error Correction Model*).

Tabel 5. Hasil Uji *Unit Root* ADF

Variabel	ADF Test			
	Level		First Difference	
	t-stat	Prob.	t-stat	Prob.
GDP	-2.626677	0.2730	-6.621975	0.0001
M2	-3.293558	0.0934	-7.072915	0.0001
CR	-1.507244	0.7957	-3.567424	0.0478
ST	-2.912637	0.1776	-5.050804	0.0006
IR	-2.075930	0.5300	-6.318637	0.0002

Tabel 6. Hasil Uji *Unit Root* PP

Variabel	PP Test			
	Level		First Difference	
	t-stat	Prob.	t-stat	Prob.
GDP	-2.680539	0.2528	-6.168932	0.0003
M2	-3.210383	0.1081	-7.072915	0.0001
CR	-1.283740	0.8652	-3.598252	0.0445
ST	-2.912637	0.1776	-4.917587	0.0040
IR	-2.132088	0.5011	-4.694477	0.0068

Tabel 7. Hasil Uji Kointegrasi Johansen

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	Max-Eigen Statistic
None	0.863037	102.6791	41.74886
At most 1	0.782415	60.93023	32.02850
At most 2	0.504593	28.90173	14.74990
At most 3	0.417302	14.15183	11.34180
At most 4	0.125245	2.810038	2.810038

Tabel 9. Hasil Estimasi Model VECM Pendekatan *De Facto*

Error Correction	D(LNGDP)	D(LNM2)	D(LNCR)	D(LNST)	D(LNIR)
CointEq1	0.084850 [0.60234]	-0.924446 [-4.44162]	0.096745 [1.01247]	0.627007 [2.87971]	-0.297331 [-1.12629]
CointEq2	-0.517315 [-2.78964]	-1.374138 [-5.01523]	-0.140547 [-1.11731]	0.597019 [2.08288]	-0.149551 [-0.43033]
D(LNGDP(-1))	-0.189670 [-1.09472]	0.797870 [3.11677]	-0.011371 [-0.09675]	-0.300307 [-1.12138]	0.566744 [1.74545]
D(LNM2(-1))	-0.015695 [-0.12933]	-0.027498 [-0.15335]	-0.102274 [-1.24236]	-0.045427 [-0.24217]	0.056677 [0.24920]
D(LNCR(-1))	-2.033336 [-3.98538]	-1.361262 [-1.80580]	0.113024 [0.32658]	0.458633 [0.58158]	0.482640 [0.50478]
D(LNST(-1))	0.147278 [1.04905]	0.118649 [0.57199]	0.160449 [1.68482]	0.197483 [0.91006]	0.649374 [2.46814]
D(LNIR(-1))	-0.022478 [-0.11212]	0.595714 [2.01107]	-0.076191 [-0.56025]	-0.129335 [-0.41737]	0.028099 [0.07479]
C	-0.056638 [-1.31593]	0.006589 [0.10361]	-0.014802 [-0.50700]	-0.021301 [-0.32018]	-0.017635 [-0.21864]
R-squared	0.916019	0.811039	0.773893	0.476280	0.590570
F-statistic	20.25660	7.971022	6.356416	1.688915	2.678775

Keterangan : Nilai dalam kurung menunjukkan t-hitung

Hasil uji kausalitas Granger dengan menggunakan *Wald Test* pada Tabel 8 menunjukkan bahwa variabel CR menyebabkan kausalitas granger searah terhadap variabel GDP dengan tingkat signifikansi 5%. Sedangkan untuk variabel M2 dan ST tidak menyebabkan kausalitas granger searah terhadap variabel GDP. Sementara itu variabel GDP menyebabkan kausalitas granger searah terhadap variabel M2.

Tabel 8. Hasil Uji Kausalitas *Wald Test*

Dependent variable	Excluded	Chi-sq	Prob.
D(LNGDP)	D(LNM2)	0.016725	0.8971
D(LNGDP)	D(LNCR)	15.88324	0.0001
D(LNGDP)	D(LNST)	1.100509	0.2942
D(LNM2)	D(LNGDP)	9.714233	0.0018
D(LNCR)	D(LNGDP)	0.009361	0.9229
D(LNST)	D(LNGDP)	1.257492	0.2621

Hasil estimasi model VECM untuk pendekatan *de facto* pada Tabel 9 menunjukkan bahwa variabel CR yang merupakan variabel proksi liberalisasi keuangan berpengaruh negatif terhadap variabel GDP dan secara statistik signifikan (5%). Variabel M2 yang juga sebagai proksi liberalisasi keuangan berpengaruh negatif terhadap variabel GDP namun secara statistik tidak signifikan. Proksi liberalisasi keuangan lainnya yaitu variabel ST berdampak positif terhadap GDP namun juga tidak signifikan.

KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan mengidentifikasi dampak liberalisasi keuangan terhadap pertumbuhan ekonomi dan variabel makro ekonomi lainnya di Indonesia melalui pengukuran liberalisasi keuangan secara *de jure* dan *de facto*. Hasil estimasi pada pendekatan *de jure* menunjukkan bahwa indeks liberalisasi keuangan secara statistik tidak berpengaruh signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi, inflasi, tingkat suku bunga dan nilai tukar. Hasil pengujian kausalitas yang dilakukan menunjukkan tidak terdapat hubungan kausalitas antara indeks liberalisasi keuangan dan pertumbuhan ekonomi serta variabel makro ekonomi lainnya. Hasil analisis melalui pendekatan *de jure* memberikan implikasi tidak ada bukti bahwa liberalisasi keuangan berpengaruh positif terhadap pertumbuhan ekonomi di Indonesia.

Dalam pendekatan *de facto*, hasil analisis menunjukkan bahwa liberalisasi keuangan dapat mempengaruhi pertumbuhan ekonomi melalui peningkatan kredit perbankan kepada sektor swasta. Namun untuk kasus di Indonesia terdapat hubungan negatif antara peningkatan kredit perbankan dan pertumbuhan ekonomi. Tidak efisiennya alokasi kredit perbankan, tingginya kredit macet serta masalah *moral hazard* dan *adverse selection* menyebabkan penyaluran kredit yang tinggi dapat memberikan efek negatif bagi perekonomian. Secara

keseluruhan hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa liberalisasi keuangan tidak efektif dalam mendorong pertumbuhan ekonomi di Indonesia.

Penelitian ini mendukung pandangan bahwa liberalisasi keuangan dalam jangka pendek dapat menyebabkan kerentanan keuangan (*financial fragility*) terutama bagi negara dengan perekonomian kecil terbuka (*small open economy*) seperti Indonesia. Mempertimbangkan hal tersebut, kebijakan yang berorientasi pada penguatan stabilitas sistem keuangan seperti peningkatan regulasi dan pengawasan perbankan merupakan prioritas utama. Selain itu juga liberalisasi keuangan harus diikuti oleh penggunaan kebijakan makropudential untuk memitigasi risiko instabilitas di sektor keuangan.

Model yang dibangun dalam penelitian ini berdasarkan asumsi hubungan langsung antara liberalisasi keuangan dan variabel-variabel makroekonomi, penelitian lebih lanjut diperlukan untuk mengidentifikasi mekanisme atau jalur bagaimana liberalisasi keuangan mempengaruhi perekonomian dengan menggunakan proksi liberalisasi keuangan yang lebih lengkap atau melalui pembentukan indeks.

DAFTAR PUSTAKA

- Achy, L., 2005, "Financial Liberalization, Savings, Investment, and Growth in MENA Countries", *Research in Middle East Economics*, 6, 77-94.
- Beck, T., Levine, R., & Loayza, N., 2000, "Finance and the sources of growth", *Journal of Financial Economics*, 58 (1-2), 261-300.
- Bekaert, G., Harvey, C. R., & Lundblad, C., 2005, "Does financial liberalization spur growth?", *Journal of Financial Economics*, 77 (1), 3-55.
- Ang, J. B., & McKibbin, W. J., 2007, "Financial liberalization, financial sector development and growth: Evidence from Malaysia", *Journal of Development Economics*, 84 (1), 215-233.
- Chinn, M. D., & Ito, H., 2006, "What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions", *Journal of Development Economics*, 81(1), 163-192.
- Chinn, M. D., & Ito, H., 2008, "A New Measure of Financial Openness", *Journal of Comparative Policy Analysis: Research and Practice*, 10 (3), 309-322.
- Glick, R., & Hutchinson, M., 2005, "Capital controls and exchange rate instability in developing economies", *Journal of International Money and Finance*, 24(3), 387-412.
- Henry, P. B., 2000, "Do stock market liberalizations cause investment booms? *Journal of Financial Economics*", 58(1-2), 301-334.
- Hye, Q. M. A., & Wizarat, S., 2013, "Impact of Financial Liberalization on Economic Growth: A Case Study of Pakistan", *Asian Economic and Financial Review*, 3(2), 270.
- Hye, Q. M. A., Lau, W. Y., & Tourres, M. A., 2014, "Does economic liberalization promote economic growth in Pakistan? An empirical analysis", *Quality and Quantity*, 48(4), 2097-2119.
- Kaminsky, G. L., & Schmukler, S. L., 2008, "Short-run pain, long-run gain: Financial liberalization and stock market cycles", *Review of Finance*, 12(2), 253-292.
- King, R. G., & Levine, R., 1993, "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right", *The Quarterly Journal of Economics*, 108(3), 717-737.
- Levine, R., 2001, "International Financial Liberalization and Economic Growth", *Review of International Economics*, 9(4), 688-702.
- Mckinnon, R.I., 1973, "Money, Capital and Banking in Economic Development", Brooklyn Institution, Washington D.C.
- Menzie Chinn dan Hiro Ito, "The Chinn-Ito index (KAOPEN)", http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm, 27 Januari 2018 (15:30).
- Orji, A., Ogbuabor, J. E., & Anthony-Orji, O. I., 2015, "Financial liberalization and economic growth in Nigeria: An empirical evidence", *International Journal of Economics and Financial Issues*, 5(3), 663-672.
- Owusu, E. L., & Odhiambo, N. M., 2014, "Financial liberalisation and economic growth in Nigeria: An ARDL-bounds testing approach", *Journal of Economic Policy Reform*, 17(2), 164-177.
- Prasad, E. S., Rogoff, K., Wei, S.-J., & Kose, M. A., 2003, "Effects of financial globalization on developing countries: some empirical evidence", *International Monetary Fund*, 86.
- Shaw, E., 1973, "Financial Deepening in Economic Development", Oxford University Press, New York.
- Stiglitz, J. E., 2000, "Capital market liberalization, economic growth, and instability" *World Development*, 28(6), 1075-10.