



***FINANCIAL DEVELOPMENT, GROWTH ECONOMIC, STOCK PRICE VOLATILITY PERUSAHAAN ENERGI DALAM GEJOLAK PANDEMI***

Nico Hadist A 1), Deni Ramdani 2), Hanung Eka Atmaja 3)  
nicohadist03@gmail.com

Universitas Tidar

**Abstrak**

Pandemi telah menjadi sebuah krisis yang menjadikan mobilisasi masyarakat terbatas karena peningkatan penyebaran virus dan angka kematian di berbagai negara. Memicu terputusnya rantai pasokan sehingga menurunkan produktivitas perusahaan. Penurunan produksi yang terjadi berakibat pada perlambatan ekonomi. Kondisi ekonomi didorong oleh peranan sektor keuangan sebagai *financial intermediary* yang akan memberikan suntikan modal bagi perusahaan dan memicu aktivitas perdagangan saham di pasar modal. Perekonomian diukur melalui proksi PDB sedangkan *financial development* melalui proksi rasio kredit sektor swasta dan kapitalisasi pasar terhadap PDB. Sementara, dependen utama pada model mediasi adalah volatilitas harga saham. Dari penelitian ini, ditemukan bahwa rasio kredit sektor swasta dan kapitalisasi pasar terhadap PDB memiliki pengaruh tidak langsung terhadap volatilitas harga saham pada perusahaan sektor energi tahun 2018-2020. Penyebabnya adalah prioritas masih dalam kredit konsumtif sehingga jumlahnya mengalami kenaikan dan rendahnya literasi keuangan masyarakat Indonesia untuk melakukan aktivitas investasi pada perusahaan domestik. Model estimasi regresi yang digunakan adalah *common effect model* dengan metode *pooled least square*. Jumlah sampel penelitian sebanyak 10 perusahaan dalam kurun waktu kuartal 1 tahun 2018 hingga kuartal 4 tahun 2020. Penelitian ini diharapkan dapat membantu para investor dalam memberikan informasi mengenai faktor yang dibutuhkan saat melakukan analisis fundamental. Juga memberikan kritikan kepada pemerintah karena pemulihan ekonomi belum selesai dan dibutuhkan *goodwill* dalam merumuskan dan mengimplementasikan kebijakan moneter dan fiskal dalam upayanya melindungi jumlah investasi yang ada di Indonesia.

**Kata Kunci:** Pandemi, Rantai Pasokan, Sektor Keuangan, Pertumbuhan Ekonomi, Volatilitas Harga Saham, Energi



**Mengutip Ini Sebagai:** Hadist, Ramdani, Atmaja, 2022. *Financial Development, Growth Economic, Stock Price Volatility Perusahaan Energi dalam Gejolak Pandemi, Ekonomi dan Bisnis*, 9(1), 13-27. doi.org/10.35590/jeb.v9i1.4142

### **Abstract**

*The pandemic has become a crisis that has limited community mobilization due to the increase in the spread of the virus and the death toll in various countries. Trigger supply chain breakdowns thereby reducing company productivity. The decline in production resulted in an economic slowdown. Economic conditions are driven by the role of the financial sector as a financial intermediary that will provide capital injections for companies and trigger stock trading activities in the capital market. The economy is measured by the proxy of GDP, while financial development is measured by the ratio of private sector credit and market capitalization to GDP. Meanwhile, the main dependent on the mediation model is stock price volatility. From this study, it was found that the ratio of private sector credit and market capitalization to GDP had an indirect effect on stock price volatility in energy sector companies in 2018-2020. The reason is that the priority is still on consumer credit so that the number has increased and the financial literacy of the Indonesian people is low to carry out investment activities in domestic companies. The regression estimation model used is the common effect model with the pooled least square method. The number of research samples is 10 companies in the 1st quarter of 2018 to 4th quarter of 2020. This research is expected to assist investors in providing information about the factors needed when conducting fundamental analysis. Also criticized the government because the economic recovery has not been completed and goodwill is needed in formulating and implementing monetary and fiscal policies in an effort to protect the amount of investment in Indonesia.*

**Keywords:** *Pandemic, Supply Chain, Financial Development, Growth Economic, Stock Price Volatility, Energy*

### **PENDAHULUAN**

Dunia dikejutkan oleh kemuculan fenomena wabah penyakit COVID-19 pada awal tahun 2020. Diketahui wabah penyakit yang menyerang saluran pernafasan ini pertama kali terjadi di Wuhan, China dan kemudian secara masif menyebar ke berbagai negara. Penyebaran kasus infeksi telah menyebabkan banyaknya kematian di berbagai negara. Kondisi tersebut membuat pemerintah dari berbagai negara kemudian membuat respon berupa kebijakan dalam upaya mengendalikan penyebaran virus ini. Perlu diketahui bahwasanya, Kota Wuhan merupakan kota industri yang berada di China. Pembuatan kebijakan pembatasan mobilisasi masyarakat inilah yang memberikan efek bagi pelaku industri. China merupakan negara penyumbang kontribusi produk domestik bruto terbesar kepada global. Industri-industri di China menjadi *supplier* baik bagi negara maju maupun negara berkembang. Mobilisasi yang terbatas akibat pandemi, mengharuskan terhentinya aktivitas perdagangan atau bisnis beberapa negara terutama di China. Menurut Nuno Fernandes (2020) hal itu disebabkan karena terputusnya *supply chain* (rantai pasokan) memberikan efek negatif bagi produktivitas perusahaan, salah satunya adalah Indonesia. China adalah negara yang penting bagi perdagangan ekspor

maupun impor bagi Indonesia. Bahan baku impor untuk kebutuhan industri di Indonesia sangat bergantung kepada aktivitas produktifitas di China. Jika, melihat pergerakan laju pertumbuhan secara global, semua negara mengalami penurunan laju pertumbuhan. Ini dikarenakan rendahnya produktivitas sehingga mengurangi kontribusi terhadap perekonomian. Gejolak dari adanya pandemi yang menyebabkan melemahnya perekonomian suatu negara merupakan salah satu penyebab terjadinya krisis. Kondisi pandemi yang telah meyebabkan perlemahan ekonomi global diyakini sebagai fenomena dari teori krisis ekonomi dan keuangan global (Gary A.Dymski, 2013). Diterangkan lebih lanjut pada penelitian oleh Novarinda & M.Khoerul (2021) bahwa ukuran perekonomian sebuah negara dapat dilihat dari produk domestik bruto. Efek pandemi kemudian berkembang secara holistik dengan meyentuh pasar modal. Pandemi yang menjadi krisis kemudian menciptakan risiko ketidakpastian di pasar modal (Zhan Wang, 2021). Menurut Ibrahim N. Khatatbeh, (2020) yang mengatakan kinerja indeks saham beberapa negara mengalami perlemahan terjadi di awal pandemi Kinerja Indeks Saham Indonesia sebesar 26,55%, Indeks Saham China turun sebesar 10,74%, Indeks Saham Amerika Serikat juga turun sebesar 24,25%, Inggris tercatat juga mengalami penurunan sebesar 27,80%, dan Korea Selatan sebesar 26,74%. Diyakini oleh Lisnawati & Eka Budiyanti (2016) perihal kondisi yang terjadi di pasar modal ini adalah aktivitas bisnis perusahaan yang akan memicu besarnya nilai kapitalisasi perusahaan yang tercipta dari adanya aktivitas perdagangan saham perusahaan. Kondisi ekonomi sebuah negara tidak terlepas dari apa yang dikatakan oleh Isaac Olaitan Okeya & David Funso Dare (2020) bahwa alokasi dana melalui kredit sektor swasta dan aktivitas di pasar modal akan mendorong produktivitas dan meningkatkan profitabilitas perusahaan . Menurut Musebe Bellarmine Victor Chessar (2015) cerminan ekonomi negara yang stabil menunjukkan negara tersebut dapat mengelola risiko ketidakpastian global. Apabila kita melihat keadaan di Indonesia, terkhusus adalah industri sektor pertambangan atau energi memberikan fenomena yang berbeda di pasar modal. Indeks sektoral sektor energi selama pandemi menunjukkan kinerja positif dibandingkan delapan indeks sektor lainnya. Padahal jumlah impor dan ekspor sektor energi ini selalu mengalami penurunan. Lalu, produksi bahan tambang juga mengalami penurunan selama tiga tahun yaitu pada tahun 2018-2020. Efek yang menyertainya adalah penurunan valuasi proyek pertambangan selama pandemi. Akibatnya, pemenuhan distribusi listrik negara Indonesia turun selama pandemi karena bahan tambang adalah bahan yang digunakan sebagai bahan produksi energi listrik. Hal tersebut sangat tidak memiliki relevansi dengan penjelasan dari *signaling theory* dan *financial crises*.

Namun, kondisi perekonomian antara negara berkembang dan maju telah dijustifikaso seblumnya oleh Hiroyuki Ito & Masahiro Kawai (2018), dimana negara maju dapat meminimalisir risiko ketidakpastian global karena sektor keuangan (*financial development*) yang kuat dan negara berkembang sebaliknya. Konsep ini berkontradiksi oleh hasil penelitian yang dilakukan oleh Kaan Celebi dan Michaela Hönig (2019) dan Dao Van Hung (2021). Kontradiksi yang terdapat dari kedua penelitian tersebut yakni negara Jerman sebagai negara maju tetap terkena krisis dan

gagal untuk mengelola krisis ketidakpastian sehingga ekonomi menjadi lamban selama periode krisis dan tingkat volatilitas harga saham yang tinggi di Bursa DAX yang dicerminkan oleh tingkat return saham yang negatif selama krisis. Sebaliknya, kondisi perlambatan ekonomi dapat dilalui oleh pemerintah vietnam sehingga tren laju pertumbuhan dapat naik walaupun rendah dan tingkat volatilitas harga saham dapat turun di Bursa Hanoi. Dari penjelasan mengenai *fenomena gap*, *teori gap*, dan *conceptual gap* sebelumnya, maka penelitian yang akan dilakukan berupaya untuk menghadirkan telaah secara akademis mengenai korelasional antara *financial development*, *growth economic*, dan *stock price volatility*. Peneliti membuat model mediasi dalam menganalisis tiga variabel utama dalam penelitian ini. Tiga variabel penelitian akan diproses masing-masing yaitu kredit sektor swasta dan kapitalisasi pasar modal untuk *financial development*. Produk domestik bruto untuk *growth economic* dan volatilitas harga saham. Penelitian ini diharapkan memberikan masukan kepada pemerintah dalam mengendalikan perekonomian selama pandemi yang hingga saat ini masih berlangsung. Mengingat negara Indonesia sedang membutuhkan suntikan investasi dalam upaya pembangunan perekonomian. Serta, bagi investor untuk mempersiapkan analisis fundamentalnya dengan melihat secara detail mengenai faktor yang membangun pertumbuhan ekonomi seperti jumlah kredit ke sektor swasta dan nilai kapitalisasi pasar modal. Penelitian ini akan menggunakan data harga saham pada perusahaan sektor energi selama kurun waktu 2018-2020 dimana peneliti memegang teguh konsep eksplanatori yang bertujuan untuk menganalisis pengaruh serta membandingkan keadaan sebelum dan selama pandemi.

### **TINJAUAN PUSTAKA**

Pada penelitian yang dilakukan oleh Hiroyuki Ito & Masahiro Kawai (2018) kredit sektor swasta dan kapitalisasi pasar modal berpengaruh positif terhadap produk domestik bruto. Senada dengan itu, Jose Ruiz Vergara (2018) mengatakan kredit sektor swasta dan kapitalisasi pasar modal berpengaruh positif terhadap domestik bruto. Sektor keuangan yang mendorong ekonomi disebut dengan *supply leading*. Pertumbuhan ekonomi yang dapat menentukan sektor keuangan disebut dengan *demand following* dan hubungan timbal balik tersebut disebut dengan *bidirectional causation* (Patrick, 1996). Adanya penguatan sektor keuangan akan memberikan suntikan modal bagi perusahaan sehingga mereka dapat meningkatkan skala produksi mereka. Besaran produktivitas inilah yang akan memberikan kontribusi bagi perekonomian. Produk domestik bruto memiliki pengaruh negatif pada volatilitas harga saham Mosfrique Uddin (2021). Produk domestik bruto memiliki pengaruh positif pada volatilitas harga saham Lidia Suniarti (2020). Perekonomian yang stabil dan tidak stabil akan memberikan sinyal yang ditangkap sebagai informasi oleh perusahaan dan investor yang disebut dengan *signalling theory* (Spense, 1973). Sehingga naik turunnya volatilitas bergantung pada kondisi tersebut.

#### ***Financial Development* dan *Growth Economic***

#### **Kredit Sektor Swasta terhadap Produk Ekonomi Bruto**

Rasio kredit sektor swasta terhadap produk domestik bruto memberikan kontribusi secara tidak langsung ketika lembaga keuangan mampu membuat regulasi yang memudahkan akses modal bagi perusahaan maka semakin meningkatkan rasio perputaran uang di masyarakat. Dasar tersebut sesuai dengan tiga teori yang berkenaan dengan perkembangan keuangan. Maka, melalui tiga teori kausalitas tersebut perkembangan keuangan berpengaruh terhadap pertumbuhan ekonomi. Pernyataan mengenai pengaruh kredit sektor swasta terhadap produk domestik bruto terdapat pada penelitian oleh Durucu-Ciftci (2017) yang menunjukkan bahwa variabel kredit sektor swasta memiliki pengaruh positif signifikan terhadap variabel produk domestik bruto.

H1: Kredit sektor swasta berpengaruh terhadap produk domestik bruto

### **Kapitalisasi Pasar Modal terhadap Produk Ekonomi Bruto**

Rasio kapitalisasi pasar terhadap produk domestik bruto memberikan kontribusi melalui aktivitas investasi di pasar modal. Kebijakan lembaga keuangan dalam membuat regulasi di pasar modal berimplikasi kepada perusahaan. Instrumen keuangan yang diperjualbelikan di pasar modal ialah saham. Harga saham sangat sensitif dalam setiap kondisi terutama ketika kondisi suatu negara tidak stabil seperti kondisi yang dibahas dalam penelitian ini yaitu pandemi. Kondisi sosial dan kondisi ekonomi terkena imbas, akibatnya pergerakan harga saham secara tiba-tiba mengalami penurunan. Sesuai dengan *signaling theory* dimana kondisi tersebut menjadi sinyal bagi investor untuk menahan pembelian saham di pasar modal karena kondisi fundamental seperti kondisi ekonomi dan operasional perusahaan yang sedang tidak stabil. Melalui teori tersebut kapitalisasi pasar berpengaruh terhadap produk domestik bruto. Pernyataan tersebut sejalan dengan penelitian oleh Ibrahim & Alagidede (2018) yang menunjukkan kapitalisasi pasar berpengaruh positif signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi.

H2: Kapitalisasi Pasar berpengaruh terhadap produk domestik bruto

### ***Growth Economic dan Stock Price Volatility***

#### **Produk Domestik Bruto terhadap Volatilis Harga Saham**

Pembangunan ekonomi suatu negara sangat erat kaitannya dengan laju pertumbuhan ekonomi. Pertumbuhan ekonomi diukur melalui variabel proksi yaitu produk domestik bruto. Pertumbuhan ekonomi suatu negara digerakkan oleh aktivitas ekonomi, salah satunya yaitu aktivitas bisnis perusahaan. Peningkatan produksi akan memberikan pendapatan bagi perusahaan. Pendapatan perusahaan dapat diperoleh melalui aktivitas perdagangan baik ekspor maupun impor. Dari kegiatan tersebut maka memberikan kontribusi pendapatan baik berupa retribusi melalui pajak maupun devisa. Naik turunnya pertumbuhan ekonomi menyebabkan harga saham di pasar modal juga ikut bergerak. Sesuai dengan teori, pada kondisi krisis dalam kondisi ini adalah pandemi. Kondisi pandemi telah memperlambat pertumbuhan ekonomi dan mengakibatkan terhambatnya aktivitas perdagangan sehingga memberikan sinyal negatif bagi harga saham perusahaan di pasar modal. Dasar itulah yang menjadikan produk domestik bruto berpengaruh terhadap

tingkat volatilitas harga saham. Pernyataan tersebut telah ditunjukkan oleh penelitian dari Kaan Celebi & Michaela Hönig (2019) yang menjelaskan bahwa produk domestik bruto berpengaruh negatif terhadap volatilitas harga saham di Bursa Jerman. Namun, pada penelitian oleh Lidia Suniarti (2020) produk domestik bruto memiliki pengaruh positif terhadap volatilitas harga saham di Bursa Indonesia

H3: Produk domestik bruto berpengaruh terhadap volatilitas harga saham

### **Model Mediasi (*Growth Economic* sebagai *Intervening*)**

#### **Pengaruh kredit sektor swasta dan kapitalisasi pasar melalui produk domestik bruto terhadap volatilitas harga saham**

Melalui teori kasualitas antara perkembangan keuangan dan pertumbuhan ekonomi serta *signaling theory*, produk domestik bruto sebagai variabel antara independen kredit sektor swasta dan kapitalisasi pasar dengan dependen yaitu volatilitas harga saham. Pada penelitian ini, literatur yang digunakan sebagai acuan untuk memilih pertumbuhan ekonomi dengan variabel produk domestik bruto sebagai variabel antara (*intervening*) mengacu pada penelitian-penelitian yang hanya berfokus pada (i) perkembangan keuangan terhadap pertumbuhan ekonomi dan (ii) pertumbuhan ekonomi terhadap volatilitas harga saham. Sesuai dengan tujuan penelitian yaitu membandingkan dimensi waktu penelitian antara sebelum pandemi dan selama pandemi. Berdasarkan penelitian yang dijadikan acuan yaitu Kaan Celebi & Michaela Hönig (2019) dimana dummy digunakan untuk melihat perbedaan kedua periode ini. Maka, penggunaan variabel dummy ditambahkan di dalam model regresi penelitian

H4: Pengaruh kredit sektor swasta dan kapitalisasi pasar melalui produk domestik bruto terhadap volatilitas harga saham

## **METODOLOGI PENELITIAN**

### **Desain dan Sampel Penelitian**

Penelitian ini termasuk tipe penelitian eksplanatori dengan pendekatan kuantitatif. Dimana penelitian eksplanatori bertujuan untuk menganalisis hubungan kausal (sebab-akibat) antara variabel yang mempengaruhi (variabel independen) terhadap variabel yang dipengaruhi (variabel dependen) dan melakukan perbandingan berdasarkan dimensi waktu penelitian (Sugiyono, 2017). Penelitian ini menggunakan sepuluh perusahaan yang telah terpilih dari hasil *purposive sampling*. Perusahaan yang dipilih adalah perusahaan yang aktif dalam aktivitas perdagangan saham selama tahun 2018-2019 dan memiliki nilai kapitalisasi paling besar di dalam daftar yang tercatat di papan utama sektor energi.

### **Variabel Penelitian**

#### **Volatilitas Harga Saham**

Volatilitas harga saham merupakan ukuran perubahan naik turunnya harga saham perusahaan. Dalam penelitian ini harga saham yang digunakan adalah harga saham tertinggi dan harga saham terendah perusahaan sektor energi Bursa Efek Indonesia :

$$\text{Volatilitas Harga Saham} = \frac{Hi - li}{Hi + li}$$

Keterangan:

$Hi$  = Harga Saham Tertinggi triwulan atau kuartal (t)

$li$  = Harga Saham Terendah triulan atau kuartal (t)

### **Kredit Sektor Swasta**

Kredit sektor swasta merupakan jumlah kredit atau pinjaman yang diberikan lembaga keuangan kepada sektor swasta. Dalam penelitian ini kredit sektor swasta dibagi menjadi dua yaitu kredit modal kerja dan kredit investasi. Adapun perhitungan kredit sektor swasta sebagai berikut :

$$\frac{\text{kredit sektor swasta}}{\text{produk domestik bruto}}$$

### **Kapitalisasi Pasar**

Kapitalisasi pasar merupakan nilai keseluruhan dari jumlah saham perusahaan yang beredar di pasar keuangan. Dalam penelitian ini kapitalisasi yang digunakan yaitu kapitalisasi pasar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Adapun perhitungan kapitalisasi pasar keuangan sebagai berikut:

$$\frac{\text{kapitalisasi pasar keuangan}}{\text{produk domestik bruto}}$$

### **Produk Domestik Bruto**

Produk domestik bruto merupakan total pendapatan yang dihasilkan dari kegiatan produksi barang dan jasa di dalam suatu negara. Ukuran produk domestik bruto dihitung melalui beberapa elemen seperti konsumsi rumah tangga, jumlah nilai investasi, pendapatan dan atau pengeluaran pemerintah dan ekspor serta impor yang merupakan aktivitas perdagangan barang dan jasa. Dalam penelitian ini produk domestik bruto yang digunakan adalah ukuran laju pertumbuhan yang mana laju pertumbuhan ini diukur berdasarkan per triwulan atau kuartal *yoY* (*year on year*). Adapun perhitungan laju pertumbuhan produk domestik bruto sebagai berikut:

$$R = \frac{PDB_t - PDB_{t-1}}{PDB_{t-1}}$$

Keterangan:

$R$  = Laju Pertumbuhan Produk Domestik Bruto

$PDB_t$  = PDB triwulan atau kuartal tahun (t)

$PDB_{t-1}$  = PDB triwulan atau kuartal tahun (t) sebelumnya

### **Variabel Dummy**

Varibel dummy yang digunakan dalam penelitian ini bertujuan untuk membedakan dimensi waktu antara sebelum pandemi dan selama pandemi. Angka 0 = Sebelum pandemi dimulai dari kuartal 1 tahun 2018 – kuartal 4 2019 , sedangkan Angka 1= Selama pandemi berlangsung yaitu kuartal 1 tahun 2020 – kuartal 4 2020. Dummy juga digunakan dalam penelitian untuk melihat apakah periode krisis memberikan efek terhadap variabel yang diteliti yaitu produk domestik bruto dan volatilitas harga saham.

Dalam menganalisis hubungan dari variabel penelitian, maka disusunlah permodelan regresi linier berganda dan model mediasi pada penelitian ini. Model regresi linier berganda meliputi 1) persamaan pertama yaitu kredit sektor swasta terhadap PDB, 2) persamaan kedua yaitu kapitalisasi pasar terhadap PDB, 3) persamaan ketiga adalah PDB terhadap volatilitas harga saham, kemudian pada model mediasi meliputi 4) persamaan keempat (mediasi), kredit sektor swasta,kapitalisasi pasar, PDB, dummy terhadap volatilitas harga saham.

## **HASIL DAN PEMBAHASAN**

### **Statistik Deskriptif**

Pada tabel 1, data yang ditunjukkan diperoleh dari data volatilitas harga saham dari sepuluh perusahaan sektor energi. Data rasio kredit dan kapitalisasi serta PDB diperoleh dari Badan Pusat Statistika. Semua data terhitung mulai dari kuartal 1 tahun 2018 hingga kuartal 4 tahun 2020.

**Tabel 1. Statistik Deskriptif**

	V_SAHAM	KREDIT	KAPITALISASI	PDB
Mean	0.200809	0.470527	0.141117	0.027333
Median	0.172455	0.468675	0.134350	0.050050
Maximum	0.575130	0.504938	0.200500	0.052700
Minimum	0.021277	0.453133	0.111500	-0.053200
Std. Dev.	0.108217	0.013242	0.023279	0.037927
Skewness	1.402275	1.232244	1.286290	-1.189495
Kurtosis	4.874927	4.294339	4.068839	2.656856
Jarque-Bera	56.90423	38.74508	38.80290	28.88670
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000001
Sum	24.09713	56.46322	16.93400	3.280000
Sum Sq. Dev.	1.393601	0.020867	0.064485	0.171178
Observations	120	120	120	120

Sumber: *Software Eviews 10*, data diolah

Pada variabel volatilitas harga saham, nilai minimum sebesar 0,02 artinya tingkat volatilitas harga saham terendah terjadi pada emiten HITS kuartal 4 tahun 2018. Sementara nilai maksimum sebesar 0,057 artinya volatilitas harga saham tertinggi terjadi pada emiten DOID kuartal 1 tahun 2020. Nilai rata-rata (mean) volatilitas harga saham sebesar 0,20 dengan standar deviasi sebesar 0,10. Nilai



range adalah selisih dari nilai maksimum dan minimum yaitu sebesar 0,58. Pada variabel kredit sektor swasta, nilai maksimum sebesar 0,50 artinya terdapat rasio tertinggi sebesar 50% kredit sektor swasta terhadap produk domestik bruto terjadi di kuartal 2 tahun 2020. Sedangkan nilai minimum sebesar 0,45 artinya rasio terendah sebesar 0,45 atau 45% kredit sektor swasta terhadap produk domestik bruto terjadi di kuartal 3 tahun 2019. Sementara nilai mean dan standar deviasi masing-masing sebesar 0,46 dan 0,01. Pada variabel kapitalisasi pasar modal, nilai maksimum sebesar 0,20 artinya terdapat rasio tertinggi sebesar 20% kapitalisasi pasar terhadap produk domestik bruto yang terjadi di kuartal 2 dan 3 tahun 2019. Sedangkan nilai minimum sebesar 0,11 artinya rasio terendah sebesar 11% kapitalisasi pasar terhadap produk domestik bruto terjadi di kuartal 1 tahun 2020. Sementara nilai mean dan standar deviasi masing-masing sebesar 0,14 dan 0,02. Pada variabel produk domestik bruto, nilai minimum sebesar -0,053 artinya laju pertumbuhan perekonomian terendah terjadi di kuartal 2 2020. Sedangkan nilai maksimum sebesar 0,052 artinya laju pertumbuhan perekonomian tertinggi terjadi secara berturut-turut mulai dari kuartal 2 2018. Sementara nilai mean dan standar deviasi masing-masing sebesar 0,02 dan 0,03.

**Tabel 2. Uji Normalitas**

Jarque-Bera	1.999143
<b>Probability</b>	<b>0.368037</b>

Sumber : *Software Eviews 10*, data diolah

Pada tabel 2, uji normalitas menunjukkan nilai probabilitas lebih dari ( $>0,05$ ), maka data penelitian yang digunakan sebagai sampel telah layak dan tepat sebagai representatif populasi dan dapat digunakan dalam persamaan regresi parametrik.

**Tabel 3. Uji Autokolerasi**

Mean dependent var	0.200809
S.D. dependent var	0.108217
Akaike info criterion	-2.065600
Schwarz criterion	-1.949454
Hannan-Quinn criter.	-2.018433
<b>Durbin-Watson stat</b>	<b>1.663789</b>

Sumber : *Software Eviews 10*, data diolah

Pada tabel 3, hasil uji autokolerasi menunjukkan bahwa nilai durbin watson sebesar 1,663789. Sementara nilai  $dU$  yang diambil dari tabel durbin watson ( $k=3;n=120$ ) yaitu 1,7536. Nilai  $4-dU$  sebesar 2,2464. Maka, dapat disimpulkan nilai  $d$  terletak diantara nilai  $dU$  dan  $4-dU$  dan itu menunjukkan tidak ada gejala autokolerasi dari model regresi.

**Tabel 4. Uji Multikolinieritas**

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
----------	-------------------------	-------------------	-----------------

C	0.494366	5317.583	NA
KREDIT	2.107060	5021.722	3.941229
KAPITALISASI	0.181046	39.82691	1.046492
PDB	0.262735	6.142747	4.031355

Sumber : *Software Eviews 10*, data diolah

Pada tabel 4, memperlihatkan semua variabel independen yaitu kredit sektor swasta, kapitalisasi pasar modal, dan produk domestik bruto memperoleh nilai *centered vif* dibawah 0,05. Maka dapat disimpulkan tidak terjadi gejala multikolinieritas diantara variabel independen yang digunakan dalam penelitian.

**Tabel 5. Uji Heterokedatisitas**

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.133657	0.322450	-0.414504	0.6793
KREDIT	0.457291	0.665698	0.686935	0.4935
KAPITALISASI	-0.073684	0.195134	-0.377607	0.7064
PDB	-0.169663	0.235070	-0.721756	0.4719

Sumber : *Software Eviews 10*, data diolah

Pada tabel 5, menunjukkan bahwa pada uji heteroskedastisitas di setiap variabel independen secara keseluruhan terhadap nilai residual pengamatan lebih dari nilai probabilitas 0,05. Dapat disimpulkan bahwa pada model regresi tidak terbebas dari masalah heteroskedastisitas.

**Regresi**

**Tabel 6. Regresi Linier Berganda dan Model Mediasi**

No	Variabel	Regresi Linier		Model Mediasi	
		Koefisien	Signifikansi	Koefisien	Signifikansi
1	Kredit	-1.338048	0.0000	2.458179	0.0379
2	Kapitalisasi	-0.180975	0.0102	0.388977	0.2626
3	PDB	2.294115	0.0000	3.246484	0.0000
4	Dummy_1	-0.043210	0.0000	-	-
5	Dummy_2	-0.069832	0.0000	-	-
6	Dummy_3	0.274515	0.0000	-	-
7	Dummy_4	-	-	0.289593	0.0000
8	Firm CEM	Yes	-	Yes	-
9	Year CEM	Yes	-	Yes	-
10	N	120	-	120	-

Sumber : *Software Eviews 10*, data diolah

Dari hasil regresi linier berganda, hasil hipotesis pertama dan kedua menunjukkan bahwa kredit sektor swasta dan kapitalisasi berpengaruh negatif signifikan terhadap produk domestik bruto dan terjadi perbedaan produk domestik bruto sebelum dan selama pandemi, itu menunjukkan krisis akibat pandemi memiliki pengaruh terhadap pertumbuhan ekonomi. Hasil hipotesis ketiga, produk domestik bruto memiliki pengaruh positif signifikan terhadap volatilitas harga saham dan terjadinya perbedaan volatilitas harga saham sebelum dan selama

pandemi. Pada model mediasi, kredit sektor swasta dan kapitalisasi pasar memiliki pengaruh tidak langsung melalui produk domestik bruto sebagai *intervening* terhadap volatilitas harga saham dan terjadi perbedaan pada dependen yang dipengaruhi yakni volatilitas harga saham sebelum pandemi (kuartal 1 tahun 2018-2019) dan selama pandemi (kuartal 1-4 tahun 2020). Hasil permodelan mediasi yang diperoleh juga menunjukkan jenis mediasi bahwa pada model persamaan pertama variabel kredit melalui PDB adalah *quasy mediation*, sedangkan kapitalisasi pasar melalui PDB menjadi *perfect mediation* yang ditunjukkan dari nilai signifikansi masing-masing 0,0379 dan 0,2626.

### **Pengaruh Kredit Sektor Swasta terhadap PDB**

Kredit sektor swasta terdiri dari kredit produktif (kredit modal kerja&investasi) dan kredit konsumsi seperti kredit kpr & non-kpr. Jumlah kredit yang diberikan kepada perusahaan adalah kredit modal kerja dan investasi. Dana kredit ini akan menjadi suntikan modal tambahan bagi perusahaan. Penambahan modal akan meningkatkan skala produksi perusahaan dan profitabilitas perusahaan itu sendiri. Produktivitas yang dihasilkan oleh perusahaan domestik inilah yang memberikan kontribusi terhadap pertumbuhan ekonomi. Pada kasus dalam penelitian ini, pandemi telah memberikan dampak bagi kelangsungan ekonomi di Indonesia. Upaya dari pemerintah Indonesia adalah membuat kebijakan moneter dan fiskal. Intervensi politik ini dilakukan untuk mengelola risiko ketidakpastian akibat pandemi. Peningkatan jumlah kredit ke sektor swasta justru menurunkan pertumbuhan ekonomi, artinya terjadi perlambatan laju pertumbuhan ekonomi. Ini menunjukkan adanya pengaruh kredit terhadap PDB seperti penelitian dari (Durucu-Ciftci, 2017). Kondisi ini disebabkan pada masa pandemi diberlakukan pembatasan jumlah kredit yang diberikan akibat meningkatnya kredit macet, utamanya pada perusahaan sektor energi yang menempatkan mereka di posisi teratas dari delapan sektor lainnya. Kredit sektor swasta didominasi oleh kredit konsumtif, pemberian kredit yang meningkat ini merupakan efek dari kebijakan tersebut. Pada masa pandemi, masalah sosial dan ekonomi memberikan kesulitan bagi masyarakat negara berkembang seperti Indonesia dalam memenuhi kebutuhannya. Oleh karena itu, kebijakan pemberian kredit ini dilakukan atas respon dari laju pertumbuhan ekonomi yang melambat. Fenomena ini termasuk ke dalam *demand following theory*.

### **Pengaruh Kapitalisasi Pasar terhadap Produk Domestik Bruto**

Nilai kapitalisasi perusahaan dan volume perdagangan menentukan harga saham yang akan diterbitkan oleh perusahaan di pasar modal. Nilai kapitalisasi merupakan cerminan dari nilai perusahaan yang erat kaitannya dengan aktivitas investasi. Perusahaan memiliki sumber investasi dari para investor baik itu berupa kepemilikan manajerial (internal perusahaan) maupun kepemilikan institusional (eksternal perusahaan) baik asing dan domestik. Perkembangan pasar modal juga bergantung pada transaksi di pasar modal yang ditentukan oleh jual beli saham yang dipicu oleh supply dan demand. Adanya permintaan dan penawaran saham di bursa ini sangat dipengaruhi oleh kondisi ekonomi. Di sisi lain, perkembangan pasar modal akan menarik para investor untuk menanamkan modal investasinya melalui

instrument saham. Dana investasi yang didapatkan dari hasil perjualbelian saham akan menambah modal bagi perusahaan dalam melaksanakan aktivitas bisnisnya. Pada penelitian ini, kapitalisasi pasar justru menurunkan laju pertumbuhan ekonomi, kondisi tersebut dipicu oleh penurunan investasi dan aktivitas transaksi perdagangan di pasar modal akibat pandemi. Lalu, besaran investasi yang dilakukan masih didominasi oleh investor asing dibandingkan domestik (lokal). Rasio investasi yang masih rendah terhadap PDB dikarenakan rendahnya literasi keuangan masyarakat Indonesia. Hasil tersebut sejalan dengan penelitian dari (Ibrahim & Alagidede, 2018).

### **Pengaruh Produk Domestik Bruto terhadap Volatilitas Harga Saham**

Pertumbuhan ekonomi mencerminkan kondisi kestabilan sebuah negara. Perekonomian yang stabil akan menarik para investor untuk menanam sahamnya di Indonesia. Pada penelitian ini, laju pertumbuhan ekonomi yang meningkat justru dapat menaikkan volatilitas harga saham di bursa. Kondisi tersebut terjadi karena peningkatan laju pertumbuhan yang fluktuatif dan cenderung rendah. Angka laju pertumbuhan yang rendah inilah kemudian terjadi perlambatan ekonomi. Kondisi relevan dengan penelitian oleh (Kaan Celebi & Michaela Hönig, 2019). Perlambatan perekonomian dipicu oleh adanya pandemi. Tingkat risiko ketidakpastian yang muncul ini dipicu oleh menurunnya produktivitas perusahaan dan penurunan sembilan indeks sektor di Indonesia.

### **Pengaruh Kredit Sektor Swasta dan Kapitalisasi Pasar terhadap Volatilitas Harga Saham melalui Produk Domestik Bruto**

Sektor keuangan akan memberikan jumlah kredit kepada perusahaan. Suntikan modal bagi perusahaan berupa kredit dan investasi di pasar modal akan meningkatkan skala produksi dan profitabilitas. Besaran produktivitas tersebut akan memberikan kontribusi bagi perekonomian, utamanya pada ekspor dan impor. Namun, gejala pandemi memberikan risiko ketidakpastian, perlambatan perekonomian terjadi karena rendahnya peningkatan dari jumlah kredit ke sektor swasta dan rasio kapitalisasi yang menjadi representatif dari perkembangan pasar modal. Sehingga, laju volatilitas harga saham perusahaan sektor energi meningkat. Sejalan dengan penelitian dari (Lidia Suniarti, 2020)

## **SIMPULAN**

Penelitian ini dilakukan untuk menganalisis hubungan secara tidak langsung dari variabel financial development yang diprosikan melalui rasio kredit sektor swasta dan rasio kapitalisasi pasar terhadap PDB, pertumbuhan ekonomi melalui laju produk domestik bruto dengan dependen utamanya yaitu volatilitas harga saham. Hasil Penelitian ini yaitu adanya pengaruh tidak langsung dari sektor keuangan melalui pemberian kredit dan aktivitas di pasar modal terhadap volatilitas harga saham melalui laju pertumbuhan ekonomi. Pengaruh tidak langsung ini dimulai dari peran sektor keuangan dalam memberikan kedalaman akses layanan instrumen keuangan seperti kredit produktif dan konsumtif. Naamun, kredit macet cenderung naik ketika kondisi pandemi yang berakibat

dikeluarkannya kebijakan pembatasan kredit. Respon tersebut sesuai dengan demand following. Aktivitas pasar modal bergantung pada volume perdagangan saham. Perusahaan juga didukung oleh suntikan investasi baik domestik maupun asing. Adanya rantai pasokan yang macet membuat produksi perusahaan turun. Skala produksi yang turun ini lalu menurunkan juga kinerja perusahaan sehingga menentukan jumlah volume saham yang diperdagangkan. Pandemi yang telah memberikan perlemahan pada perekonomian kemudian memberikan sinyal negatif sebagai kondisi yang tidak stabil. Jenis kondisi ini menciptakan risiko ketidakpastian utamanya pada pasar modal. Temuan pada penelitian ini berhasil menyoroiti adanya ketidakrelevansian dengan data kinerja positif yang ditunjukkan oleh indeks sektoral energi selama pandemi (2020). Penelitian ini menemukan bahwa peningkatan laju pertumbuhan masih rendah dan cenderung melamban karena berada pada masa pemulihan (recovery). Volatilitas harga saham yang tinggi dapat dikatakan bahwa risiko ketidakpastian ini juga mencerminkan tingkat return saham yang rendah.

Keistimewaan pada penelitian ini terletak pada permodelan regresi parametrik yang terbaru dengan membuat PDB sebagai intervening pada model ini. Di sisi lain, penelitian ini diharapkan dapat memberikan motivasi bagi akademisi lainnya untuk melakukan penelitian pada topik volatilitas harga saham dan memberikan kritikan untuk penelitian ini. Bagi para investor agar dapat menganalisis lebih dalam mengenai fundamental yang mempengaruhi pergerakan harga saham dengan lebih detail dan dapat menambahkan faktor peran sektor keuangan. Bagi emiten dan pemerintah agar dapat memberikan informasi yang sesuai dengan keadaan perekonomian utamanya saat ini di kondisi pandemi yang tengah berlangsung. Harapannya, agar kepentingan politik tidak serta merta memberikan intervensi dalam membentuk hubungan tertentu pada salah satu sektor. Karena, pada masa pemulihan ekonomi dibutuhkan goodwill dalam mengimplementasikan kebijakan moneter dan fiskal agar maksimal untuk mengelola risiko ketidakpastian global ini.

#### **DAFTAR PUSTAKA**

- Detzer, Daniel; Herr, Hansjörg. 2014." Theories of Financial Crises: An Overview." *Working Paper: Institute for International Political Economy Berlin*Theories, no.32: 1-43
- Patrick, Shrout & Bolger, Niall. 2014. "Mediation in Experimental and Nonexperimental Studies: New Procedures and Recommendations." *Journal of Colombia University*, (May): 1-26
- Makokha, Keren Chiteri. 2015." The Effect of Over Confidence Bias on Stock Returns of Companies Listed At The Nairobi Securities Exchange." *Journal of Nairobi University*, (October):19-53
- Škare, Marinko; Hasić, Tea. 2016."Corporate Governance, Firm Performance, And Economic Growth – Theoretical Analysis." *Journal Of Business Economics And Management*, no. 17 (January) :35-51

- Gautam, Ramji. 2017." Impact Of Firm Specific Variables On Stock Price Volatility And Stock Returns Of Nepalese Commercial Banks." *SAARJ Journal On Banking & Insurance Research*, no. 6 (June) :1-10
- Durusu-Ciftci, Dilek Ispir; M. Serdar; Yetkiner, Hakan. 2017." Financial Development And Economic Growth: Some Theory And More Evidence." *Journal of Policy Modeling* , no. 39 (February) :290-306
- Hassan, Mohammed Kabir; Sanchez, Benito; Yu, Jung-Suk. 2017."Financial Development and Economic Growth in The Organization of Islamic Conference Countries University of New Orleans Jung-Suk Yu School of Urban Planning & Real Estate Studies The Organization of Islamic Conference Countries." *Fothcoming in the Journal of King Abdul Aziz University-Islamic Economic*.1-34
- Ito, Hiroyuki. 2018." Quantity and Quality Measures of Financial Development: Implications for Macroeconomic Performance." *Public Policy Review*, no. 14 (May):803-834
- Sayılr, Özlem; Doğan, Murat; Soud, Nahifa Said. 2018." Financial development and governance relationships." *Applied Economics Letters*, no. 25 (February): 1466-1470
- Ruiz, Jose L. 2018." Financial Development, Institutional Investors, And Economic Growth." *International Review of Economics and Finance*, no. 54 (August):218-224
- Ibrahim, Muazu; Alagidede, Paul. 2018." Effect Of Financial Development On Economic Growth In Sub-Saharan Africa." *Journal of Policy Modeling*, no.40 (June):1104-1125
- Celebi, Kaan' Hönig, Michaela. 2019."The Impact Of Macroeconomic Factors On The German Stock Market: Evidence For The Crisis, Pre-And Post-Crisis Periods." *International Journal of Financial Studies*, no. 7 (March): 1-8
- Zhang, Dayong; Hu, Min; Ji, Qiang. 2020." Financial Markets Under The Global Pandemic Of COVID-19." *Finance Research Letters*, no.36 (April): 1-6
- Setiawan, Satria Aji. 2020. "Does Macroeconomic Condition Matter for Stock Market ? Evidence of Indonesia Stock Market Performance for 21 Years." *The Indonesian Journal of Development Planning*, no.4 (January):27-39
- Fernandes, Nuno. 2020." Economic effects of coronavirus outbreak (COVID-19) on the world economy." *SSRN Electronic Journal*, 1-29
- Khatatbeh, Ibrahim N; Hani, Mohammad Bani; Abu-Alfoul, Mohammed N. 2020." The Impact of COVID-19 Pandemic on Global Stock Markets: An Event Study." *International Journal of Economics and Business Administration*, no. 8 (March): 505-504
- Onali, Enrico. 2020." COVID-19 and Stock Market Volatility." *SSRN Electronic Journal*, (May) 1-24
- OECD. 2020." The impact of the coronavirus (COVID-19) crisis on development finance". *Tackling coronavirus (COVID-19) Contributing to a global effort*, no.100(June):468-470
- Wang, Zhan; Zhang, Zhongwen; Zhang, Qiong; Gao, Jieying; Lin, Weinan. 2021." COVID-19 And Financial Market Response In China: Micro Evidence And Possible Mechanisms." *Journal PLOS ONE*, no. 16 (September):1-23

- Novarinda, Putri; Mubin, Muhammad. 2021."Financial Deepening Relationship With Economic Growth in Indonesia." *Jurnal Ilmu Ekonomi Terapan*, no. 20 (January) :133
- Uddin, Moshfique; Chowdhury, Anup; Anderson, Keith; Chaudhuri, Kausik. 2021." The Effect Of COVID – 19 Pandemic On Global Stock Market Volatility: Can Economic Strength Help To Manage The Uncertainty?." *Journal of Business Research*, no. 128 (June):31-44
- Khan, Safi Ullah. 2021. "Financing Constraints And Firm-Level Responses To The COVID-19 Pandemic: International Evidence." *Research in International Business and Finance*, no. 59 ( August):1-15
- Huynh, Nhan; Dao, Anh; Nguyen, Dat. 2021." Openness, Economic Uncertainty, Government Responses, And International Financial Market Performance During The Coronavirus Pandemic." *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, no. 31 (May):1-8
- Nugroho, Ainine Devara; Robiyanto, Robiyanto. 2021." Determinant of Indonesian Stock Market's Volatility During the Covid-19 Pandemic." *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, no. 25 (January):1-20
- Naik, Pramod Kumar; Shaikh, Imlak; Huynh, Toan Luu Duc. 2021." Institutional investment activities and stock market volatility amid COVID-19 in India." *Economic Research-Ekonomska Istrazivanja*, 1-19
- Baum, Christopher F; Caglayan, Mustafa; Xu, Bing. 2021." The impact of uncertainty on financial institutions: A cross-country study." *International Journal of Finance and Economics*, no.26 (March): 1-39
- Jebabli, Ikram; Kouaissah, Nouredine; Arouri, Mohamed. 2021." Volatility Spillovers between Stock and Energy Markets during Crises: A Comparative Assessment between the 2008 Global Financial Crisis and the Covid-19 Pandemic Crisis." *Finance Research Letters*, (July): 1-12
- Utomo, Christian Damara & Hanggraeni, Dewi. 2021. "Dampak Pandemi COVID-19 pada Saham Kinerja Pasar di Indonesia." *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, no. 8 (May): 777-784
- Hutauruk, Martinus Robert. 2021. "Dampak Sebelum dan Sesudah Pandemi COVID-19 Terhadap Harga Saham LQ45 di Bursa Efek Indonesia." *Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan*, no. 9 (Februari): 241-252
- Gałas, A; Andrzej, S; Tost, Michael. 2021. "Impact of Covid-19 on the Mining Sector and Raw Materials." *Research Institute of the Polish Academy of Sciences*, no. 10: 1-23
- Laurent Calvet & Adlai Fisher. (2004) *Multifractal Volatility Theory, Forecasting, And Pricing* Third Edition. UK: Oxford University
- Robert Alan Hill. (2010). *Portofolio Theory & Financial Analyses* First Edition. Kindle
- Arie Arnon. (2011). *Monetary Theory and Policy from Hume and Smith to Wicksell*. New York: Cambridge University Press
- Kiichiro Yagi, Nobuharu Yokokawa, Shinjiro Hagiwara, Gary Dymksi. (2013). *Crises of Global Economies and the Future of Capitalism*. New York: Routledge
- Jeffrey Wooldridge. (2013). *Introductory Econometrics A Modern Approach* 5<sup>th</sup> Edition. USA: Nelson Education, Ltd

- Emilio Barucci & Claudio Fontana. (2017). Financial Markets Theory Second Edition. London: Springer-Verlag London Ltd
- L. Albert Hann. (2015). Economic Theory Bank Of Credit. UK: CPI Group Ltd
- Damodar Gujarati & Dawn Porter. (2015). Dasar-Dasar Ekonometrika Edisi 5: Salemba Empat
- Sugiyono. (2017). Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D. Bandung: Alfabet