

**PERBEDAAN PENGARUH FAKTOR MAKROEKONOMI TERHADAP RETURN SAHAM
PERUSAHAAN *CONSUMER GOODS* DAN *REAL ESTATE***
(Studi Pada Industri Consumer Goods Dan Industri *Real Estate* yang Terdaftar
Di Bursa Efek Indonesia)

Agung Wibowo

Fakultas Ekonomi Universitas 17 Agustus 1945 (UNTAG) Semarang.
Jl. Pawiyatan Luhur Bendan Semarang

Abstract

Investments in the securities markets can be classified as high-risk investments, because of the nature of the commodity is very sensitive to changes in the macroeconomic sector, including inflation, interest rates, and exchange rate rupiah / U.S. Dollar. This study aimed to examine differences in the effect of inflation, interest rate, and exchange rate Rupiah / U.S. Dollar on stock return consumer goods companies and stock return real estate company.

This study were used a sample 29 consumer goods companies and 30 real estate companies that listed on the Indonesia Stock Exchange over the period 2007 to 2011. The sample taken using purposive sampling, and the analysis tools used were Chow test with dummy variable method.

The study found that there is a significant negative effect of inflation and the interest rate on stock return consumer goods companies and stock return real estate companies, as well as a significant positive effect of exchange rate of Rupiah / U.S. Dollar on stock return consumer goods companies and stock return real estate companies. The study also found that the effect of the interest rate to the stock return real estate companies greater than the effect of interest rate on stock return consumer goods companies, but there is no difference in the effect of inflation and exchange rate of Rupiah / U.S. Dollar on stock return consumer goods companies and stock return real estate companies.

Keywords : *Inflation, Interest Rate, Exchange Rate Rupiah / U.S. Dollar, Consumer Goods, and Real Estate*

Pendahuluan

Perusahaan yang bergerak di sektor bisnis *Consumer Goods* dan *Real Estate* merupakan perusahaan yang bersentuhan langsung dengan kebutuhan masyarakat umum, oleh karena itu harga sahamnya sangat peka terhadap perubahan daya beli masyarakat. Pada kondisi di mana makroekonomi cerah, daya beli masyarakat akan menguat dan sebaliknya jika kondisi makroekonomi lesu, maka daya beli masyarakat akan melemah. Daya beli masyarakat secara langsung akan menentukan kinerja perusahaan melalui peningkatan hasil produksinya. Jika daya beli masyarakat menguat, maka akan mendorong perusahaan untuk meningkatkan hasil produksinya, peningkatan hasil produksi ini akan meningkatkan kinerja perusahaan. Peningkatan kinerja perusahaan pada gilirannya akan direspon positif oleh investor di pasar modal sehingga mengakibatkan peningkatan harga sahamnya. Oleh karena itu harga saham perusahaan yang bergerak di sektor bisnis *Consumer Goods* dan *Real Estate* memiliki sensitivitas tinggi terhadap perubahan kondisi makroekonomi.

Meskipun harga saham perusahaan yang bergerak di sektor bisnis *Consumer Goods* dan *Real Estate* memiliki sensitivitas tinggi terhadap perubahan kondisi makroekonomi, namun tingkat

sensitivitasnya berbeda. Hal ini disebabkan oleh karena adanya perbedaan karakteristik permintaan terhadap produk dari kedua sektor bisnis tersebut, di mana produk-produk sektor bisnis *Consumer Goods* memiliki permintaan yang lebih bersifat inelastis, sedangkan produk-produk sektor bisnis *Real Estate* memiliki permintaan yang lebih bersifat elastis. Produk-produk sektor bisnis *Consumer Goods* merupakan produk kebutuhan pokok primer yang tidak dapat ditunda pemenuhannya, sehingga meskipun terjadi penurunan daya beli masyarakat, maka tidak langsung diikuti dengan penurunan permintaan sehingga harga sahamnya juga tidak langsung turun. Sebaliknya produk-produk sektor bisnis *Real Estate* merupakan produk kebutuhan pokok sekunder yang dapat ditunda pemenuhannya, sehingga apabila terjadi penurunan daya beli masyarakat maka akan langsung diikuti penurunan permintaan dengan demikian akan diikuti pula oleh penurunan harga sahamnya. Hal inilah yang menyebabkan harga saham sektor bisnis *Real Estate* lebih sensitif terhadap perubahan kondisi makroekonomi dibandingkan dengan harga saham sektor bisnis *Consumer Goods*.

Perubahan harga saham, sebagai representasi dari *return* saham, tidak hanya ditentukan oleh faktor internal perusahaan, tetapi juga oleh faktor eksternal perusahaan. Faktor internal perusahaan dan faktor eksternal perusahaan ini merupakan faktor fundamental yang sering dipakai sebagai dasar oleh para investor di pasar modal untuk mengambil keputusan investasi. Faktor fundamental sangat luas cakupannya, meliputi faktor fundamental makro, yang berada diluar kendali perusahaan, dan faktor fundamental mikro, yang berada dalam kendali perusahaan (Bambang, 2010). Penelitian ini hanya membatasi pada faktor fundamental makroekonomi dengan indikator inflasi, tingkat suku bunga dan kurs Rupiah/US Dollar.

Inflasi memiliki kecenderungan untuk mempengaruhi pasar modal baik secara langsung maupun tidak langsung. Perubahan inflasi akan direspon langsung oleh pasar modal, sehingga faktor tersebut sangat berpotensi untuk meningkatkan atau menurunkan risiko sistematis. Peningkatan atau penurunan risiko sistematis ini akan berdampak pada minat investor di pasar modal sehingga dapat menurunkan atau menaikkan harga saham. Kenaikan atau penurunan harga saham ini tentu saja berdampak pada *return* yang diperoleh oleh investor.

Beberapa penelitian tentang inflasi telah dilakukan antara lain, penelitian yang dilakukan oleh Gudono (1999) dan Dewi (2001). Gudono (1999), menemukan bahwa inflasi tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham, sedangkan Dewi (2001), menemukan bahwa inflasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap Indeks Harga Saham sektor properti. Beberapa penelitian tersebut telah menunjukkan hasil yang tidak konsisten, oleh karena itu penelitian ini mencoba mengkaji lebih lanjut pengaruh inflasi terhadap *return* saham pada perusahaan *consumer goods* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Tingkat suku bunga sering digunakan sebagai ukuran pendapatan yang diperoleh oleh para pemilik modal, tingkat suku bunga ini disebut dengan bunga simpanan atau bunga investasi. Tingkat suku bunga juga digunakan sebagai ukuran biaya modal yang harus dikeluarkan perusahaan karena menggunakan dana dari para pemilik modal, ini disebut dengan bunga pinjaman (Iswardono, 1999). Naiknya tingkat suku bunga akan mendorong masyarakat untuk menabung, dan malas untuk berinvestasi di sektor riil akibatnya sektor riil menjadi tidak berkembang dan akhirnya harga sahamnya akan turun. Kenaikkan tingkat suku bunga juga akan ditanggung oleh investor, yaitu berupa kenaikan biaya bunga bagi perusahaan. Perusahaan tidak mau berisiko melakukan investasi dengan biaya tinggi, akibatnya investasi menjadi tidak berkembang. Perusahaan banyak mengalami kesulitan untuk mempertahankan hidupnya, dan ini menyebabkan kinerja perusahaan menurun. Menurunnya kinerja perusahaan dapat berakibat pada penurunan harga saham.

Beberapa penelitian tingkat suku bunga telah dilakukan, antara lain oleh Solnik (1996), Suryanto (1998), Dewi (2001), dan Sudjono (2002). Hasil penelitian Solnik (1996), menemukan bahwa terdapat hubungan negatif yang signifikan antara return saham dengan tingkat suku bunga. Suryanto (1998), dalam penelitiannya menemukan bahwa tingkat suku bunga deposito dollar US, Singapura dan Yen Jepang berpengaruh signifikan terhadap harga saham (IHSG). Demikian juga Dewi (2001), menemukan bahwa tingkat suku bunga berpengaruh signifikan terhadap Indeks Harga Saham sektor properti. Sedangkan Sudjono (2002), dalam penelitiannya menemukan bahwa tingkat suku bunga berpengaruh negatif dan signifikan terhadap harga saham. Beberapa penelitian tersebut telah menunjukkan hasil yang tidak jelas arah hubungannya, oleh karena itu penelitian ini mencoba mengkaji lebih lanjut pengaruh tingkat suku bunga terhadap return saham pada perusahaan consumer goods dan real estate yang terdaftar di BEI.

Kurs merupakan harga mata uang lokal terhadap mata uang asing. Para investor di pasar internasional sangat memperhitungkan penentuan kurs valuta asing (valas), karena kurs valas akan mempengaruhi biaya dan manfaat dalam perdagangan barang, jasa dan surat berharga (Mudrajad, 1996). Teori *Purchasing Power Parity* (PPP) menghubungkan kurs valas dengan harga-harga komoditi dalam mata uang lokal di pasar internasional, yaitu bahwa kurs valas akan cenderung menurun dalam proporsi yang sama dengan laju kenaikan harga (Baillie and McMahon, 1990). Menurunnya kurs akan membuat biaya produksi naik, terutama pada perusahaan yang menggunakan bahan baku impor. Akibatnya, daya saing perusahaan-perusahaan tersebut menurun, karena perusahaan harus menjual produknya dengan harga yang lebih tinggi. Turunnya daya saing perusahaan ini akan direspon negatif oleh para investor di pasar modal sehingga harga saham akan turun.

Beberapa penelitian tentang kurs telah dilakukan, antara lain oleh Claude, *et al* (1996), Suryanto (1998) dan Sudjono (2002). Hasil penelitian dari Claude, *et al* (1996), menemukan bahwa *economic risk* (termasuk kurs) berhubungan positif dengan *return* saham di pasar modal negara maju, sedangkan di pasar modal pada negara berkembang, tidak ditemukan pengaruh yang signifikan antara *economic risk* (termasuk kurs) terhadap *return* saham. Suryanto (1998), dalam penelitiannya menemukan bahwa kurs dollar US, dollar Singapura dan Poundsterling berpengaruh signifikan terhadap harga saham (IHSG). Penelitian Sudjono (2002), menemukan bahwa nilai tukar uang (kurs) berhubungan negatif dengan harga saham. Beberapa penelitian tersebut telah menunjukkan hasil yang tidak jelas arah hubungannya, oleh karena itu penelitian ini mencoba mengkaji lebih lanjut pengaruh kurs Rupiah/US Dollar terhadap return saham pada perusahaan *consumer goods* dan *real estate* yang terdaftar di BEI.

Lebih jauh lagi, penelitian ini dimaksudkan untuk menguji perbedaan pengaruh faktor fundamental makroekonomi yang meliputi inflasi yang diproksi dengan tingkat inflasi tahunan, tingkat suku bunga yang diproksi dengan *BI Rate* dan kurs Rupiah/US Dollar yang diproksi dengan kurs tengah Rupiah/US Dollar, terhadap return saham perusahaan yang bergerak dalam bidang *Consumer Goods* dan *Real Estate*. Untuk menjawab permasalahan penelitian ini, dikembangkan beberapa pertanyaan sebagai berikut:

1. Bagaimana pengaruh inflasi terhadap return saham perusahaan *Consumer Goods*?
2. Bagaimana pengaruh inflasi terhadap return saham perusahaan *Real Estate*?
3. Apakah ada perbedaan pengaruh dari inflasi terhadap return saham perusahaan *Consumer Goods* dan *Real Estate*?
4. Bagaimana pengaruh tingkat suku bunga terhadap return saham perusahaan *Consumer Goods*?
5. Bagaimana pengaruh tingkat suku bunga terhadap return saham perusahaan *Real Estate*?
6. Apakah ada perbedaan pengaruh dari tingkat suku bunga terhadap return saham perusahaan

Consumer Goods dan Real Estate?

7. Bagaimana pengaruh kurs Rupiah/US Dollar terhadap return saham perusahaan *Consumer Goods*?
8. Bagaimana pengaruh kurs Rupiah/US Dollar terhadap return saham perusahaan *Real Estate*?
9. Apakah ada perbedaan pengaruh dari kurs Rupiah/US Dollar terhadap return saham perusahaan *Consumer Goods dan Real Estate*?

Kerangka Pemikiran Teoritis Dan Pengembangan Hipotesis

Inflasi dan Return Saham

Investasi di pasar modal tergolong investasi yang berisiko tinggi, karena sifat komoditasnya sangat peka terhadap perubahan-perubahan yang terjadi pada sektor makroekonomi. Oleh karena itu, kenaikan inflasi sebagai salah satu faktor makroekonomi, akan berpotensi untuk menurunkan kegiatan investasi, dan dampak ini akan dialami oleh seluruh perusahaan baik perusahaan *Consumer Goods* maupun perusahaan *Real Estate*, dengan demikian para investor tidak bisa menghindarinya, sekalipun melakukan diversifikasi portofolio, karena setiap perusahaan akan terpengaruh dengan perubahan ini. Risiko ini seperti dijelaskan sebelumnya disebut sebagai risiko sistematis, dan menurut teori portofolio (Markowitz, 1952), risiko ini tidak dapat dieliminasi dengan melakukan diversifikasi portofolio. Peningkatan risiko sistematis ini akan berdampak pada minat investor di pasar modal sehingga dapat menurunkan harga saham. Penurunan harga saham ini tentu saja berdampak pada penurunan *return* saham yang diperoleh oleh investor. Dari uraian di atas, maka dapat diajukan hipotesis sebagai berikut.

Hipotesis 1a : *Inflasi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap return saham perusahaan Consumer Goods, semakin tinggi tingkat inflasi maka semakin rendah tingkat return saham perusahaan Consumer Goods.*

Hipotesis 1b : *Inflasi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap return saham perusahaan Real Estate, semakin tinggi tingkat inflasi maka semakin rendah tingkat return saham perusahaan Real Estate.*

Meskipun harga saham perusahaan yang bergerak di sektor bisnis *Consumer Goods dan Real Estate* memiliki sensitivitas tinggi terhadap perubahan kondisi makroekonomi, namun tingkat sensitivitasnya berbeda. Hal ini disebabkan oleh karena adanya perbedaan karakteristik permintaan terhadap produk dari kedua sektor bisnis tersebut, di mana produk-produk sektor bisnis *Consumer Goods* memiliki permintaan yang lebih bersifat inelastis, sedangkan produk-produk sektor bisnis *Real Estate* memiliki permintaan yang lebih bersifat elastis. Produk-produk sektor bisnis *Consumer Goods* merupakan produk kebutuhan pokok primer, yang tidak dapat ditunda pemenuhannya, sehingga meskipun terjadi kenaikan inflasi, maka tidak langsung diikuti dengan penurunan permintaan sehingga harga sahamnya juga tidak langsung turun dan return sahamnya juga tidak langsung turun. Sebaliknya produk-produk sektor bisnis *Real Estate* merupakan produk kebutuhan pokok sekunder, yang dapat ditunda pemenuhannya, sehingga apabila terjadi kenaikan inflasi, maka akan langsung diikuti penurunan permintaan dengan demikian akan diikuti pula oleh penurunan harga sahamnya dan return sahamnya juga langsung turun. Dari uraian di atas, maka dapat diajukan hipotesis sebagai berikut.

Hipotesis 1c : *Pengaruh negatif Inflasi terhadap return saham perusahaan Real Estate lebih besar dibandingkan dengan pengaruh negatif inflasi terhadap return saham perusahaan Consumer Goods.*

Tingkat Suku Bunga dan Return Saham

Tingkat suku bunga adalah harga dari penggunaan uang untuk jangka waktu tertentu atau harga dari penggunaan uang yang dipergunakan pada saat ini dan akan dikembalikan pada saat mendatang (Herman, 2003). Tingkat suku bunga sering digunakan sebagai ukuran pendapatan yang diperoleh oleh para pemilik modal, tingkat suku bunga ini disebut dengan bunga simpanan atau bunga investasi. Tingkat suku bunga juga digunakan sebagai ukuran biaya modal yang harus dikeluarkan perusahaan karena menggunakan dana dari para pemilik modal, ini disebut dengan bunga pinjaman (Iwardono, 1999). Naiknya tingkat suku bunga akan mendorong masyarakat untuk menabung, dan malas untuk berinvestasi di pasar modal, akibatnya permintaan di pasar modal menjadi berkurang, pasar modal menjadi lesu dan akhirnya akan mendorong turunnya harga saham, turunnya harga saham ini pada akhirnya akan mengakibatkan turunnya *return* saham.

Akibat dari kenaikan tingkat suku bunga juga akan ditanggung oleh sektor riil, yaitu berupa kenaikan biaya bunga bagi perusahaan. Kenaikan biaya bunga ini merupakan kenaikan biaya modal bagi perusahaan, sehingga biaya operasional perusahaan menjadi lebih tinggi, akibatnya keuntungan perusahaan akan berkurang. Berkurangnya keuntungan perusahaan ini akan direspon negatif oleh para investor di pasar modal, akibatnya harga sahamnya akan turun dan *return* sahamnya juga turun.

Beberapa penelitian mengenai tingkat suku bunga telah dilakukan, antara lain oleh Solnik (1996), Suryanto (1998), Dewi (2001), dan Sudjono (2002). Hasil penelitian Solnik (1996), menemukan bahwa terdapat hubungan negatif yang signifikan antara *return* saham dengan tingkat suku bunga. Suryanto (1998), dalam penelitiannya menemukan bahwa tingkat suku bunga deposito dollar US, Singapura dan Yen Jepang berpengaruh signifikan terhadap harga saham (IHSG). Demikian juga Dewi (2001), menemukan bahwa tingkat suku bunga berpengaruh signifikan terhadap Indeks Harga Saham sektor properti. Sedangkan Sudjono (2002), dalam penelitiannya menemukan bahwa tingkat suku bunga berpengaruh negatif dan signifikan terhadap harga saham. Dari uraian di atas dan dari hasil beberapa penelitian tersebut maka diajukan hipotesis sebagai berikut.

Hipotesis 2a : Tingkat suku bunga berpengaruh negatif dan signifikan terhadap return saham perusahaan Consumer Goods, semakin tinggi tingkat suku bunga maka semakin rendah tingkat return saham perusahaan Consumer Goods.

Hipotesis 2b : Tingkat suku bunga berpengaruh negatif dan signifikan terhadap return saham perusahaan Real Estate, semakin tinggi tingkat suku bunga maka semakin rendah tingkat return saham perusahaan Real Estate.

Meskipun harga saham perusahaan yang bergerak di sektor bisnis *Consumer Goods* dan *Real Estate* memiliki sensitivitas tinggi terhadap perubahan kondisi makroekonomi, namun tingkat sensitivitasnya berbeda. Hal ini disebabkan oleh karena adanya perbedaan karakteristik permintaan terhadap produk dari kedua sektor bisnis tersebut, di mana produk-produk sektor bisnis *Consumer Goods* memiliki permintaan yang lebih bersifat inelastis, sedangkan produk-produk sektor bisnis *Real Estate* memiliki permintaan yang lebih bersifat elastis. Produk-produk sektor bisnis *Consumer Goods* merupakan produk kebutuhan pokok primer, yang tidak dapat ditunda pemenuhannya, sehingga meskipun terjadi penurunan daya beli masyarakat akibat dari kenaikan tingkat suku bunga, maka tidak langsung diikuti dengan penurunan permintaan sehingga harga sahamnya juga tidak langsung turun dan *return* sahamnya juga tidak langsung turun. Sebaliknya, produk-produk sektor bisnis *Real Estate* merupakan produk kebutuhan pokok sekunder, yang dapat ditunda pemenuhannya, sehingga apabila terjadi penurunan daya beli masyarakat akibat dari kenaikan tingkat suku bunga, maka akan langsung

diikuti penurunan permintaan dengan demikian akan diikuti pula oleh penurunan harga sahamnya dan *return* sahamnya juga akan langsung turun. Hal inilah yang menyebabkan *return* saham sektor bisnis *Real Estate* lebih sensitif terhadap perubahan tingkat suku bunga dibandingkan dengan *return* saham sektor bisnis *Consumer Goods*. Dari uraian di atas, maka dapat diajukan hipotesis sebagai berikut.

Hipotesis 2c : Pengaruh negatif tingkat suku bunga terhadap *return* saham perusahaan *Real Estate* lebih besar dibandingkan dengan pengaruh negatif tingkat suku bunga terhadap *return* saham perusahaan *Consumer Goods*.

Kurs Rupiah/US Dollar dan Return Saham

Kurs merupakan harga mata uang lokal terhadap mata uang asing. Madura (1995), menyatakan bahwa nilai tukar mata uang merupakan harga mata uang suatu negara yang dinyatakan dalam mata uang negara lainya. Salvatore (1997 dalam Haris, 1997) menyatakan bahwa melemahnya nilai tukar domestik terhadap mata uang asing (seperti Rupiah terhadap US Dollar) memberikan pengaruh yang negatif terhadap pasar ekuitas karena pasar ekuitas menjadi tidak punya daya tarik. Para investor di pasar internasional sangat memperhitungkan penentuan kurs valuta asing (valas), karena kurs valas akan mempengaruhi biaya dan manfaat dalam perdagangan barang, jasa dan surat berharga (Mudrajad, 1996). Teori *Purchasing Power Parity* (PPP) menghubungkan kurs valas dengan harga-harga komoditi dalam mata uang lokal di pasar internasional, yaitu bahwa kurs valas akan cenderung menurun dalam proporsi yang sama dengan laju kenaikan harga (Baillie and McMahon, 1990). Menurunnya kurs akan membuat biaya produksi naik, terutama pada perusahaan yang menggunakan bahan baku impor. Akibatnya, daya saing perusahaan-perusahaan tersebut menurun, karena perusahaan harus menjual produknya dengan harga yang lebih tinggi. Turunnya daya saing perusahaan ini akan direspon negatif oleh para investor di pasar modal sehingga harga saham akan turun akibatnya *return* sahamnya juga turun.

Beberapa penelitian tentang kurs telah dilakukan, antara lain oleh Claude, *et al* (1996), Suryanto (1998) dan Sudjono (2002). Hasil penelitian dari Claude, *et al* (1996), menemukan bahwa *economic risk* (termasuk kurs) berhubungan positif dengan *return* saham di pasar modal negara maju, sedangkan di pasar modal pada negara berkembang, tidak ditemukan pengaruh yang signifikan antara *economic risk* (termasuk kurs) terhadap *return* saham. Suryanto (1998), dalam penelitiannya menemukan bahwa kurs dollar US, dollar Singapura dan Poundsterling berpengaruh signifikan terhadap harga saham (IHSG). Dari uraian di atas dan dari hasil beberapa penelitian tersebut maka diajukan hipotesis sebagai berikut.

Hipotesis 3a : Kurs Rupiah/US Dollar berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham perusahaan *Consumer Goods*, semakin rendah kurs Rupiah/US Dollar maka semakin rendah tingkat *return* saham perusahaan *Consumer Goods*.

Hipotesis 3b : Kurs Rupiah/US Dollar berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham perusahaan *Real Estate*, semakin rendah kurs Rupiah/US Dollar maka semakin rendah tingkat *return* saham perusahaan *Real Estate*.

Seperti yang telah dijelaskan sebelumnya bahwa kurs Rupiah/US Dollar merupakan harga matauang Rupiah terhadap matauang US Dollar. Salvatore (1997 dalam Haris, 1997) menyatakan bahwa melemahnya nilai tukar domestik terhadap mata uang asing (dalam penelitian ini adalah Rupiah terhadap US Dollar) memberikan pengaruh yang negatif terhadap pasar ekuitas karena pasar ekuitas menjadi tidak punya daya tarik. Rendahnya daya tarik pasar ekuitas, akibat dari turunnya nilai tukar Rupiah terhadap US Dollar ini, berakibat pada turunnya harga jual saham, termasuk juga turunnya harga jual saham perusahaan-perusahaan *consumer goods* maupun perusahaan-perusahaan *real estate*, sehingga berakibat

pada turunnya *return* saham perusahaan kedua industri tersebut. Jadi terdapat pengaruh positif dari kurs Rupiah/US Dollar terhadap *return* saham perusahaan-perusahaan *consumer goods* maupun perusahaan-perusahaan *real estate*.

Seperti yang telah dijelaskan sebelumnya bahwa harga saham perusahaan yang bergerak di sektor bisnis *Consumer Goods* dan *Real Estate* memiliki sensitivitas tinggi terhadap perubahan kondisi makroekonomi, salah satunya yaitu kurs Rupiah/US Dollar, namun tingkat sensitivitasnya berbeda. Hal ini disebabkan oleh karena adanya perbedaan karakteristik permintaan terhadap produk dari kedua sektor bisnis tersebut, di mana produk-produk sektor bisnis *Consumer Goods* memiliki permintaan yang lebih bersifat inelastis, sedangkan produk-produk sektor bisnis *Real Estate* memiliki permintaan yang lebih bersifat elastis. Produk-produk sektor bisnis *Consumer Goods* merupakan produk kebutuhan pokok primer, yang tidak dapat ditunda pemenuhannya, sehingga ketika terjadi penurunan kurs Rupiah/US Dollar, maka tidak langsung diikuti dengan penurunan permintaan sehingga harga sahamnya juga tidak langsung turun dan *return* sahamnya juga tidak langsung turun. Sebaliknya, produk-produk sektor bisnis *Real Estate* merupakan produk kebutuhan pokok sekunder, yang dapat ditunda pemenuhannya, sehingga ketika terjadi penurunan kurs Rupiah/US Dollar, maka akan langsung diikuti penurunan permintaan dengan demikian akan diikuti pula oleh penurunan harga sahamnya dan *return* sahamnya juga akan langsung turun. Hal inilah yang menyebabkan *return* saham sektor bisnis *Real Estate* lebih sensitif terhadap perubahan kurs Rupiah/US Dollar dibandingkan dengan *return* saham sektor bisnis *Consumer Goods*. Dari uraian di atas, maka dapat diajukan hipotesis sebagai berikut.

Hipotesis 3c : Pengaruh positif kurs Rupiah/US Dollar terhadap *return* saham perusahaan *Real Estate* lebih besar dibandingkan dengan pengaruh positif kurs Rupiah/US Dollar terhadap *return* saham perusahaan *Consumer Goods*.

Gambar 1
Perbedaan Pengaruh Faktor Makroekonomi Terhadap *Return* Saham Perusahaan *Consumer Goods* Dan *Real Estate*



Sumber: Dikembangkan untuk penelitian ini (2013)

Metode Penelitian

Populasi dan Sampel.

Populasi dan sample penelitian ini adalah perusahaan sektor industri *Consumer Goods* dan *Real Estate* yang *listed* di Bursa Efek Indonesia selama lima tahun terakhir, yaitu dari tahun 2007 sampai dengan tahun 2011 yang berjumlah 37 perusahaan *Consumer Goods* dan 44 perusahaan *Real Estate*.

Teknik pengambilan sample dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*, dengan kriteria sebagai berikut: (1) perusahaan yang selalu *listed* di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2007 sampai 2011, (2) perusahaan yang secara rutin menyajikan dan mempublikasikan laporan keuangan secara berturut-turut selama tahun 2007 sampai dengan 2011, (3) perusahaan yang sahamnya aktif diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian. Berdasarkan kriteria teknik sampling tersebut di atas, maka ukuran sampel yang memenuhi kriteria sebanyak 29 perusahaan *Consumer Goods* dan 30 perusahaan *Real Estate*. Penelitian ini menggunakan data *time series* dan *cross section (pooling data)*, data diperoleh dari publikasi laporan keuangan yang diterbitkan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI) melalui *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* tahun 2007 sampai 2011 dan Statistik Bank Indonesia serta Biro Pusat Statistik.

Pengukuran Variabel Penelitian

Inflasi (X1)

Inflasi adalah proses kenaikan harga-harga barang secara umum dan terus menerus (Nopirin, 1992). Jadi inflasi akan terjadi jika ada kenaikan harga-harga barang secara umum dan terus menerus selama suatu periode, meskipun mungkin kenaikan harga-harga tersebut tidak secara bersamaan. Pada penelitian ini inflasi diukur dari tingkat inflasi riil selama periode penelitian. Mengingat bahwa penelitian menggunakan panel data yang merupakan penggabungan *crosssection* data dan *time series* data, maka untuk menentukan nilai inflasi masing-masing perusahaan digunakan pendekatan sensitivitas (Imam, 2002), yang dihitung dengan meregres tingkat inflasi dengan return saham selama periode penelitian untuk mendapatkan nilai Beta (β)nya, dengan fungsi: $\text{Inflasi (X1)} = \beta_i + \beta_i R_i + e$. Inflasi berfungsi sebagai variabel independen yang mempengaruhi return saham perusahaan.

Tingkat Suku Bunga (X2)

Tingkat suku bunga sering digunakan sebagai ukuran pendapatan yang diperoleh oleh para pemilik modal, tingkat suku bunga ini disebut dengan bunga simpanan atau bunga investasi. Tingkat suku bunga juga digunakan sebagai ukuran biaya modal yang harus dikeluarkan perusahaan karena menggunakan dana dari para pemilik modal, ini disebut dengan bunga pinjaman (Iswardono, 1999). Pada penelitian tingkat suku bunga diukur dengan tingkat suku bunga acuan Bank Indonesia (BI-Rate) selama periode penelitian. Mengingat bahwa penelitian menggunakan panel data yang merupakan penggabungan *crosssection* data dan *time series* data, maka untuk menentukan nilai tingkat suku bunga masing-masing perusahaan digunakan pendekatan sensitivitas (Imam, 2002), yang dihitung dengan meregres tingkat suku bunga dengan return saham selama periode penelitian untuk mendapatkan nilai Beta (β)nya, dengan fungsi: $\text{Tingkat suku bunga (X2)} = \beta_i + \beta_i R_i + e$. Tingkat suku bunga berfungsi sebagai variabel independen yang mempengaruhi return saham perusahaan.

Kurs Rupiah/US Dollar (X3)

Kurs merupakan harga mata uang lokal terhadap mata uang asing. Para investor di pasar internasional sangat memperhitungkan penentuan kurs valuta asing (valas), karena kurs valas akan mempengaruhi biaya dan manfaat dalam perdagangan barang, jasa dan surat berharga (Mudrajad, 1996). Pada penelitian kurs Rupiah/US Dollar diukur dengan tingkat kurs tengah selama periode penelitian. Mengingat bahwa penelitian menggunakan panel data yang merupakan penggabungan *crosssection* data dan *time series* data, maka untuk menentukan nilai kurs Rupiah/US Dollar masing-masing perusahaan digunakan pendekatan sensitivitas (Imam, 2002), yang dihitung dengan meregres tingkat kurs tengah

Rupiah/US Dollar dengan return saham selama periode penelitian untuk mendapatkan nilai Beta (β) nya, dengan fungsi: Kurs Rupiah/US Dollar (X_3) = $\beta_0 + \beta_1 R_i + e$. Kurs Rupiah/US Dollar berfungsi sebagai variabel independen yang mempengaruhi return saham perusahaan.

Return Saham (Y)

Kembalian (*return*) saham adalah tingkat keuntungan yang dinikmati oleh investor dari investasi saham yang dilakukannya. Pada penelitian ini return saham diukur dengan return ekspektasi (*expected return*) yaitu return yang diharapkan akan diterima pada masa yang akan datang dari investasi pada saham perusahaan *Consumer Goods* dan *Real Estate*. Return ekspektasi ini diproxy dengan menggunakan nilai rata-ratanya dalam satu periode tertentu, yaitu periode tahun 2007 sampai dengan tahun 2011. Return ekspektasi dapat dihitung dengan dua metode, yaitu berdasarkan pada probabilitas kejadiannya dan berdasarkan data return masa lampau (data return historis). Pada penelitian ini return ekspektasi dihitung dengan menggunakan data return historis sebagai berikut :

$$E(R) \text{ atau } \bar{R} = \frac{\sum R_i}{N}$$

Di mana:

$E(R_i)$ = Return ekspektasi saham

R_i = Jumlah *return* saham selama periode 2007 sampai dengan 2011.

N = Banyaknya data *return* saham selama periode 2007 sampai dengan 2011.

Metode Analisis Data

Model 1 : Fungsi regresi perusahaan *Consumer Goods*

$$Y_1 = a_1 + b_1 X_1 + b_2 X_2 + b_3 X_3 + e$$

di mana:

Y_1 = Return saham *Consumer Goods*

X_1 = Tingkat iInflasi

X_2 = Tingkat suku bunga

X_3 = Kurs Rupiah/US Dollar

Model 2: Fungsi regresi perusahaan *Real Estate*

$$Y_2 = a_2 + b_1 X_1 + b_2 X_2 + b_3 X_3 + e$$

di mana :

Y_2 = Return saham *Real Estate*

X_1 = Tingkat inflasi

X_2 = Tingkat suku bunga

X_3 = Kurs Rupiah/US Dollar

Model 3: Fungsi regresi Chow test

Untuk menjawab pertanyaan penelitian nomor tiga, nomor enam, dan nomor sembilan digunakan *Chow test* dengan variabel *Dummy* yang dikembangkan oleh Grunfield (1958) dengan model sebagai berikut :

$$Y = a_1 + a_2D + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4(D.X_1) + b_5(D.X_2) + b_6(D.X_3) + e$$

di mana:

Y = Return saham

X₁ = Tingkat inflasi

X₂ = Tingkat suku bunga

X₃ = Kurs Rupiah/US Dollar

D = Dummy (0 untuk perusahaan *Consumer Goods*; 1 untuk perusahaan *Real Estate*)

Teknik analisis:

1. Untuk menjawab pertanyaan penelitian nomor satu, yaitu bagaimana pengaruh inflasi terhadap return saham perusahaan *Consumer Goods*, digunakan Model 1 dengan melihat signifikansi b_1 .
2. Untuk menjawab pertanyaan penelitian nomor dua, yaitu bagaimana pengaruh inflasi terhadap return saham perusahaan *Real Estate*, digunakan Model 2 dengan melihat signifikansi b_4 .
3. Untuk menjawab pertanyaan penelitian nomor tiga, yaitu apakah ada perbedaan pengaruh dari inflasi terhadap return saham perusahaan *Consumer Goods* dan *Real Estate*, digunakan Model 3 dengan melihat signifikansi b_4 .
4. Untuk menjawab pertanyaan penelitian nomor empat, yaitu bagaimana pengaruh tingkat suku bunga terhadap return saham perusahaan *Consumer Goods*, digunakan Model 1 dengan melihat signifikansi b_2 .
5. Untuk menjawab pertanyaan penelitian nomor lima, yaitu bagaimana pengaruh tingkat suku bunga terhadap return saham perusahaan *Real Estate*, digunakan Model 2 dengan melihat signifikansi b_5 .
6. Untuk menjawab pertanyaan penelitian nomor enam, yaitu apakah ada perbedaan pengaruh dari tingkat suku bunga terhadap return saham perusahaan *Consumer Goods* dan *Real Estate*, digunakan Model 3 dengan melihat signifikansi b_5 .
7. Untuk menjawab pertanyaan penelitian nomor tujuh, yaitu bagaimana pengaruh kurs Rupiah/US Dollar terhadap return saham perusahaan *Consumer Goods*, digunakan Model 1 dengan melihat signifikansi b_3 .
8. Untuk menjawab pertanyaan penelitian nomor delapan, yaitu bagaimana pengaruh kurs Rupiah/US Dollar terhadap return saham perusahaan *Real Estate*, digunakan Model 2 dengan melihat signifikansi b_6 .
9. Untuk menjawab pertanyaan penelitian nomor sembilan, yaitu apakah ada perbedaan pengaruh dari kurs Rupiah/US Dollar terhadap return saham perusahaan *Consumer Goods* dan *Real Estate*, digunakan Model 3 dengan melihat signifikansi b_6 .

Uji Normalitas

Hasil uji normalitas menggunakan statistik nonparametrik *One-Sample Kolmogorov-Smirnov* terhadap Model 1, Model 2, dan Model 3 menunjukkan hasil bahwa residual dari ketiga model tersebut adalah normal.

Tabel 1
Uji Normalitas Model 1

		Unstandardize d Residual
N		29
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	,0000000
	Std. Deviation	,08771432
Most Extreme Differences	Absolute	,101
	Positive	,101
	Negative	-,071
Kolmogorov-Smirnov Z		,546
Asymp. Sig. (2-tailed)		,927

Tabel 2
Uji Normalitas Model 2

		Unstandardize d Residual
N		30
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	,0000000
	Std. Deviation	,05925650
Most Extreme Differences	Absolute	,064
	Positive	,057
	Negative	-,064
Kolmogorov-Smirnov Z		,353
Asymp. Sig. (2-tailed)		1,000

Tabel 3
Uji Normalitas Model 3

		Unstandardize d Residual
N		59
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	,0000000
	Std. Deviation	,07395888
Most Extreme Differences	Absolute	,068
	Positive	,068
	Negative	-,055
Kolmogorov-Smirnov Z		,519
Asymp. Sig. (2-tailed)		,950

Uji Asumsi Klasik

Hasil uji multikolinearitas menggunakan *Collinearity Statistics Tolerance* dan *VIF* terhadap Model 1, Model 2, dan Model 3 menunjukkan hasil bahwa ketiga model tersebut memiliki nilai *Tolerance* yang tidak kurang dari 0,1 dan nilai *VIF* yang tidak lebih dari 10, dengan demikian ketiga model tersebut adalah bebas dari gangguan multikolinearitas.

Tabel 4
Uji Multikolinearitas Model 1

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	(Constant)		
	Tingkat Inflasi	,345	2,899
	Tingkat Suku Bunga	,116	8,584
	Kurs Rupiah/US Dollar	,172	5,801

Tabel 5
Uji Multikolinearitas Model 2

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	(Constant)		
	Tingkat Inflasi	,178	5,619
	Tingkat Suku Bunga	,158	6,328
	Kurs Rupiah/US Dollar	,295	3,395

Tabel 6
Uji Multikolinearitas Model 2

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	(Constant)		
	Tingkat Inflasi	,297	3,368
	Tingkat Suku Bunga	,116	8,591
	Kurs Rupiah/US Dollar	,113	8,858
	Dummy	,334	2,996
	DX1	,163	6,151
	DX2	,154	6,497
	DX3	,142	7,067

Hasil uji autokorelasi menggunakan statistik nonparametrik *Runs-Test* terhadap Model 1, Model 2, dan Model 3 menunjukkan hasil bahwa ketiga model tersebut adalah bebas dari gangguan autokorelasi.

Tabel 7
Uji Autokorelasi Model 1

	Unstandardize d Residual
Test Value ^a	-,00655
Cases < Test Value	14
Cases >= Test Value	15
Total Cases	29
Number of Runs	10
Z	-1,887
Asymp. Sig. (2- tailed)	,059

Tabel 8
Uji Autokorelasi Model 2

	Unstandardize d Residual
Test Value ^a	,00096
Cases < Test Value	15
Cases >= Test Value	15
Total Cases	30
Number of Runs	16
Z	,000
Asymp. Sig. (2- tailed)	1,000

Tabel 9
Uji Autokorelasi Model 3

	Unstandardize d Residual
Test Value ^a	-,00013
Cases < Test Value	29
Cases >= Test Value	30
Total Cases	59
Number of Runs	28
Z	-,655
Asymp. Sig. (2- tailed)	,513

Hasil uji heteroskedastisitas menggunakan metode *Glejser* terhadap Model 1, Model 2, dan Model 3 menunjukkan hasil bahwa ketiga model tersebut adalah bebas dari gangguan heteroskedastisitas.

Tabel 10
Uji Heteroskedastisitas Model 1

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized	t	Sig.
		B	Std. Error	Coefficients Beta		
1	(Constant)	,052	,018		2,899	,008
	Tingkat Inflasi	,000	,001	-,159	-,481	,635
	Tingkat Suku Bunga	,000	,000	-,385	-,678	,504
	Kurs Rupiah/US Dollar	-5,308E-5	,000	-,479	-1,027	,314

a. Dependent Variable: AbsRes

Tabel 11
Uji Heteroskedastisitas Model 2

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized	t	Sig.
		B	Std. Error	Coefficients Beta		
1	(Constant)	,041	,011		3,719	,001
	Tingkat Inflasi	,000	,002	,061	,133	,895
	Tingkat Suku Bunga	-,003	,005	-,318	-,652	,520
	Kurs Rupiah/US Dollar	-2,722E-5	,000	-,256	-,718	,479

a. Dependent Variable: AbsRes

Tabel 12
Uji Heteroskedastisitas Model 3

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized	t	Sig.
		B	Std. Error	Coefficients Beta		
1	(Constant)	,052	,015		3,422	,001
	Tingkat Inflasi	,000	,001	-,138	-,568	,573
	Tingkat Suku Bunga	,000	,000	-,311	-,800	,427
	Kurs Rupiah/US Dollar	-5,308E-5	,000	-,478	-1,212	,231
	Dummy	-,012	,021	-,130	-,568	,573
	DX1	,001	,002	,084	,257	,798
	DX2	-,003	,007	-,167	-,494	,624
	DX3	2,586E-5	,000	,140	,398	,692

a. Dependent Variable: AbsREs

Uji Model

Hasil uji *Goodness of Fit* terhadap Model 1 menunjukkan hasil koefisien *Adjusted R Square* sebesar 0,946 dengan nilai *F test* sebesar 163,110 dan signifikansi 0,000, nilai signifikansi ini berada di bawah $\alpha = 0,05$ dengan demikian Model 1 dinyatakan *fit* dan dapat digunakan sebagai alat analisis.

Hasil uji *Goodness of Fit* terhadap Model 2 menunjukkan hasil koefisien *Adjusted R Square* sebesar 0,956 dengan nilai *F test* sebesar 210,684 dan signifikansi 0,000, nilai signifikansi ini berada di bawah $\alpha = 0,05$ dengan demikian Model 2 dinyatakan *fit* dan dapat digunakan sebagai alat analisis.

Hasil uji *Goodness of Fit* terhadap Model 3 menunjukkan hasil koefisien *Adjusted R Square* sebesar 0,954 dengan nilai *F test* sebesar 173,843 dan signifikansi 0,000, nilai signifikansi ini berada di bawah $\alpha = 0,05$ dengan demikian Model 3 dinyatakan *fit* dan dapat digunakan sebagai alat analisis.

Pengujian Hipotesis Dan Pembahasan

Pengujian Hipotesis 1a

Untuk menjawab pertanyaan penelitian nomor satu, yaitu bagaimana pengaruh Inflasi terhadap *return* saham perusahaan *Consumer Goods*, maka dilakukan pengujian hipotesis 1a dengan menggunakan Tabel 13 sebagai berikut.

Tabel 13
Pengaruh Inflasi Terhadap Return Saham Perusahaan Consumer Goods

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,361	,031		11,645	,000
	Tingkat Inflasi	-,003	,001	-,226	-3,007	,006
	Tingkat Suku Bunga	-,003	,000	-,993	-7,684	,000
	Kurs Rupiah/US Dollar	,000	,000	-,237	-2,236	,035

a. Dependent Variable: Return Saham

Dari Tabel 13 diperoleh **Model 1**: $Y_1 = 0,361 - 0,003X_1 - 0,003X_2 + 0,000X_3 + e$. Dari Model 1 tersebut tampak bahwa koefisien Inflasi sebesar -0,003 (bernilai negatif) dengan signifikansi 0,006 sehingga hipotesis 1a yang menyatakan bahwa Inflasi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *return* saham perusahaan *consumer goods*, dapat diterima. Artinya semakin tinggi Inflasi maka semakin rendah *return* saham perusahaan *consumer goods*. Hasil penelitian ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan mendukung teori ekonomi, yaitu bahwa Inflasi berpengaruh negatif terhadap *return* saham perusahaan.

Seperti yang dijelaskan dalam teori investasi, bahwa *return* saham terdiri atas *capital gain* dan *yield*. *Capital gain* merupakan prosentase selisih harga saham pada periode t dengan harga saham pada periode $t-1$ atau $R_t = (P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}$, sedangkan *yield* merupakan rasio deviden dengan harga saham pada periode $t-1$ atau $yield = D_t / P_{t-1}$. Pada kondisi perekonomian di mana inflasi berkecenderungan naik, maka harga-harga bahan baku perusahaan *consumer goods* juga mengalami kenaikan, hal ini menyebabkan biaya produksi juga naik sehingga kinerja perusahaan turun. Turunnya kinerja perusahaan ini direspon negatif oleh para investor di pasar modal sehingga harga-harga saham perusahaan *consumer goods* mengalami penurunan. Penurunan harga-harga saham ini mengakibatkan turunnya *capital gain* sehingga *return* saham perusahaan *consumer goods* mengalami penurunan. Pada sisi lain, penurunan kinerja perusahaan akibat adanya kenaikan inflasi menyebabkan keuntungan perusahaan juga turun, turunnya keuntungan ini mengakibatkan dividen yang dibagikan juga turun, akibatnya *yield* saham perusahaan juga turun sehingga berakibat pada turunnya *return* saham.

Pengujian Hipotesis 1b

Untuk menjawab pertanyaan penelitian nomor dua, yaitu bagaimana pengaruh Inflasi terhadap *return* saham perusahaan *Real Estate*, maka dilakukan pengujian hipotesis 1b dengan menggunakan Tabel 14 sebagai berikut.

Tabel 14
Pengaruh Inflasi Terhadap Return Saham Perusahaan Real Estate

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized	t	Sig.
		B	Std. Error	Coefficients		
1	(Constant)	,070	,019		3,714	,001
	Tingkat Inflasi	-,009	,003	-,306	-3,317	,003
	Tingkat Suku Bunga	-,083	,009	-,886	-9,036	,000
	Kurs Rupiah/US Dollar	,000	,000	-,236	-3,287	,003

a. Dependent Variable: Return Saham

Dari Tabel 14 diperoleh **Model 2**: $Y_2 = 0,070 - 0,009X_1 - 0,083X_2 + 0,000X_3 + e$. Dari Model 2 tersebut tampak bahwa koefisien Inflasi sebesar -0,009 (bernilai negatif) dengan signifikansi 0,003 sehingga hipotesis 1b yang menyatakan bahwa Inflasi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *return* saham perusahaan *real estate*, dapat diterima. Artinya semakin tinggi Inflasi maka semakin rendah *return* saham perusahaan *real estate*. Hasil penelitian ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan mendukung teori ekonomi, yaitu bahwa Inflasi berpengaruh negatif terhadap *return* saham perusahaan.

Seperti yang dijelaskan dalam teori investasi, bahwa *return* saham terdiri atas *capital gain* dan *yield*. *Capital gain* merupakan prosentase selisih harga saham pada periode t dengan harga saham pada periode $t-1$ atau $R_t = (P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}$, sedangkan *yield* merupakan rasio deviden dengan harga saham pada periode $t-1$ atau $yield = D_t / P_{t-1}$. Pada kondisi perekonomian di mana inflasi berkecenderungan naik, maka harga-harga bahan baku perusahaan *real estate* juga mengalami kenaikan, hal ini menyebabkan biaya produksi juga naik sehingga kinerja perusahaan turun. Turunnya kinerja perusahaan ini direspon negatif oleh para investor di pasar modal sehingga harga-harga saham perusahaan *real estate* mengalami penurunan. Penurunan harga-harga saham ini mengakibatkan turunnya *capital gain* sehingga *return* saham perusahaan *real estate* mengalami penurunan. Pada sisi lain, penurunan kinerja perusahaan akibat adanya kenaikan inflasi menyebabkan keuntungan perusahaan juga turun, turunnya keuntungan ini mengakibatkan dividen yang dibagikan juga turun, akibatnya *yield* saham perusahaan juga turun sehingga berakibat pada turunnya *return* saham.

Pengujian Hipotesis 1c

Untuk menjawab pertanyaan penelitian nomor tiga, yaitu apakah ada perbedaan pengaruh dari inflasi terhadap *return* saham perusahaan *Consumer Goods* dan *Real Estate*, maka dilakukan pengujian hipotesis 1c dengan menggunakan Tabel 15 sebagai berikut.

Tabel 15
Perbedaan Pengaruh Inflasi Terhadap Return Saham
Perusahaan Consumer Goods dan Real Estate

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized	t	Sig.
		B	Std. Error	Coefficients		
1	(Constant)	,361	,026		13,705	,000
	Tingkat Inflasi	-,003	,001	-,182	-3,539	,001
	Tingkat Suku Bunga	-,003	,000	-,744	-9,044	,000
	Kurs Rupiah/US Dollar	,000	,000	-,220	-2,632	,011
	Dummy	-,291	,036	-,398	-8,178	,000
	DX1	-,006	,004	-,108	-1,555	,126
	DX2	-,080	,012	-,497	-6,941	,000
	DX3	,000	,000	-,012	-,156	,877

a. Dependent Variable: Return Saham

Dari Tabel 15 diperoleh **Model 3**: $Y = 0,361 - 0,291D - 0,003X_1 - 0,003X_2 + 0,000X_3 - 0,006(D.X_1) - 0,080(D.X_2) + 0,000(D.X_3) + e$. Dari Model 3 tersebut tampak bahwa koefisien interaksi variabel *Dummy* dan variabel Tingkat Inflasi atau (DX1) sebesar -0,006 (bernilai negatif) dengan signifikansi 0,126 sehingga hipotesis 1c yang menyatakan bahwa pengaruh negatif Inflasi terhadap *return* saham perusahaan *Real Estate* lebih besar dibandingkan dengan pengaruh negatif inflasi terhadap *return* saham perusahaan *Consumer Goods*, tidak dapat diterima. Artinya meskipun nilai koefisien variabel inflasi pada Model 2 (yaitu -0,009, tanda negatif hanya menunjukkan arah pengaruh) lebih besar dibandingkan dengan nilai koefisien variabel inflasi pada Model 1 (yaitu -0,003) namun perbedaan ini sangat kecil sehingga secara statistik tidak signifikan, oleh karena itu maka dapat disimpulkan bahwa tidak ada perbedaan pengaruh negatif dari inflasi terhadap *return* saham perusahaan *Real Estate* maupun *return* saham perusahaan *Consumer Goods*.

Seperti yang dijelaskan dalam teori investasi, bahwa investasi di pasar modal tergolong investasi yang berisiko tinggi, karena sifat komoditasnya sangat peka terhadap perubahan-perubahan yang terjadi pada sektor makroekonomi. Inflasi sebagai salah satu faktor fundamental makroekonomi sifatnya adalah *uncontrollable* sehingga dampaknya akan dirasakan oleh semua perusahaan dari semua industri. Kenaikan inflasi akan berpotensi untuk menurunkan kegiatan investasi, dampak ini akan dialami oleh seluruh perusahaan dengan demikian para investor tidak dapat menghindarinya, sekalipun melakukan diversifikasi portofolio karena setiap perusahaan akan terpengaruh dengan perubahan ini, risiko ini disebut sebagai risiko sistematis. Pada kondisi di mana risiko sistematis cenderung naik, maka para investor kurang berminat untuk investasi di saham, mereka lebih memilih investasi yang lebih aman misalnya di emas, akibatnya pasar modal menjadi lesu dan dampak ini akan dirasakan oleh semua perusahaan, tidak terkecuali perusahaan *real estate* maupun perusahaan *consumer goods*. Alasan inilah yang menjelaskan mengapa tidak terdapat perbedaan pengaruh dari inflasi terhadap *return* saham perusahaan *real estate* maupun *return* saham perusahaan *consumer goods*.

Pengujian Hipotesis 2a

Untuk menjawab pertanyaan penelitian nomor empat, yaitu bagaimana pengaruh tingkat suku bunga terhadap *return* saham perusahaan *Consumer Goods*, maka dilakukan pengujian hipotesis 2a dengan menggunakan **Model 1** dan Tabel 13. Dari Model 1 dan Tabel 13 tampak bahwa koefisien Tingkat

Suku Bunga sebesar -0,003 (bernilai negatif) dengan signifikansi 0,000 sehingga hipotesis 2a yang menyatakan bahwa tingkat suku bunga berpengaruh negatif dan signifikan terhadap return saham perusahaan *consumer goods*, dapat diterima. Artinya semakin tinggi tingkat suku bunga maka semakin rendah return saham perusahaan *consumer goods*. Hasil penelitian ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan mendukung teori ekonomi, yaitu bahwa tingkat suku bunga berpengaruh negatif terhadap return saham perusahaan.

Seperti yang dijelaskan dalam teori investasi, bahwa *return* saham terdiri atas *capital gain* dan *yield*. *Capital gain* merupakan prosentase selisih harga saham pada periode t dengan harga saham pada periode $t-1$ atau $R_t = (P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}$, sedangkan *yield* merupakan rasio deviden dengan harga saham pada periode $t-1$ atau $yield = D_t / P_{t-1}$. Pada kondisi perekonomian di mana tingkat suku bunga berkecenderungan naik, maka perusahaan *consumer goods* akan menanggung beban yang lebih tinggi, yaitu berupa kenaikan biaya bunga bagi perusahaan. Kenaikan biaya bunga ini merupakan kenaikan biaya modal bagi perusahaan, sehingga biaya operasional perusahaan menjadi lebih tinggi, akibatnya kinerja perusahaan menjadi turun. Turunnya kinerja perusahaan ini direspon negatif oleh para investor di pasar modal sehingga harga-harga saham perusahaan *consumer goods* mengalami penurunan. Penurunan harga-harga saham ini mengakibatkan turunnya *capital gain* sehingga *return* saham perusahaan *consumer goods* mengalami penurunan.

Pada sisi lain, penurunan kinerja perusahaan akibat adanya kenaikan tingkat suku bunga menyebabkan keuntungan perusahaan juga turun, turunnya keuntungan ini mengakibatkan dividen yang dibagikan juga turun, akibatnya *yield* saham perusahaan juga turun sehingga berakibat pada turunnya *return* saham. Naiknya tingkat suku bunga juga akan mendorong masyarakat untuk menabung, dan malas untuk berinvestasi di pasar modal, akibatnya permintaan di pasar modal menjadi berkurang, pasar modal menjadi lesu dan akhirnya akan mendorong turunnya harga saham, turunnya harga saham ini pada akhirnya akan mengakibatkan turunnya *return* saham perusahaan *consumer goods*.

Pengujian Hipotesis 2b

Untuk menjawab pertanyaan penelitian nomor lima, yaitu bagaimana pengaruh tingkat suku bunga terhadap return saham perusahaan *Real Estate*, maka dilakukan pengujian hipotesis 2b dengan menggunakan **Model 2** dan Tabel 14. Dari Model 2 dan Tabel 14 tampak bahwa koefisien Tingkat Suku Bunga sebesar -0,083 (bernilai negatif) dengan signifikansi 0,000 sehingga hipotesis 2b yang menyatakan bahwa tingkat suku bunga berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *return* saham perusahaan *real estate*, dapat diterima. Artinya semakin tinggi tingkat suku bunga maka semakin rendah return saham perusahaan *real estate*. Hasil penelitian ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan mendukung teori ekonomi, yaitu bahwa tingkat suku bunga berpengaruh negatif terhadap return saham perusahaan.

Seperti yang dijelaskan dalam teori investasi, bahwa *return* saham terdiri atas *capital gain* dan *yield*. *Capital gain* merupakan prosentase selisih harga saham pada periode t dengan harga saham pada periode $t-1$ atau $R_t = (P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}$, sedangkan *yield* merupakan rasio deviden dengan harga saham pada periode $t-1$ atau $yield = D_t / P_{t-1}$. Pada kondisi perekonomian di mana tingkat suku bunga berkecenderungan naik, maka perusahaan *real estate* akan menanggung beban yang lebih tinggi, yaitu berupa kenaikan biaya bunga bagi perusahaan, sebab sebagian besar perusahaan *real estate* mendanai produksinya dengan menggunakan dana pinjaman. Kenaikan biaya bunga ini menyebabkan harga pokok produknya menjadi lebih tinggi sehingga berakibat pada turunnya penjualan. Turunnya penjualan ini akan direspon negatif oleh para investor di pasar modal sehingga harga saham perusahaan *real estate* mengalami

penurunan, akibatnya *capital gain* juga turun, sehingga *return* saham perusahaan *real estate* mengalami penurunan. Lebih jauh lagi, penurunan penjualan perusahaan juga akan menyebabkan keuntungan turun, turunya keuntungan ini mengakibatkan dividen yang dibagikan juga turun, akibatnya *yield* saham perusahaan juga turun sehingga berakibat pada turunya *return* saham.

Pada sisi lain, naiknya tingkat suku bunga juga akan mendorong masyarakat untuk menabung, dan malas untuk berinvestasi di pasar modal, akibatnya permintaan di pasar modal menjadi berkurang, pasar modal menjadi lesu dan akhirnya akan mendorong turunya harga-harga saham, turunya harga-harga saham ini pada akhirnya akan berimbas juga pada turunya *return* saham perusahaan *real estate*.

Pengujian Hipotesis 2c

Untuk menjawab pertanyaan penelitian nomor enam, yaitu apakah ada perbedaan pengaruh dari tingkat suku bunga terhadap *return* saham perusahaan *Consumer Goods* dan *Real Estate*, maka dilakukan pengujian hipotesis 2c dengan menggunakan **Model 3** dan Tabel 15. Dari Model 3 dan Tabel 15 tampak bahwa koefisien interaksi variabel *Dummy* dan variabel Tingkat Suku Bunga atau (DX2) sebesar -0,080 (bernilai negatif) dengan signifikansi 0,000 sehingga hipotesis 2c yang menyatakan bahwa pengaruh negatif tingkat suku bunga terhadap *return* saham perusahaan *Real Estate* lebih besar dibandingkan dengan pengaruh negatif tingkat suku bunga terhadap *return* saham perusahaan *Consumer Goods*, dapat diterima. Artinya bahwa nilai koefisien variabel Tingkat Suku Bunga pada Model 2 (yaitu -0,083, tanda negatif hanya menunjukkan arah pengaruh) lebih besar dibandingkan dengan nilai koefisien variabel Tingkat Suku Bunga pada Model 1 (yaitu -0,003) dan perbedaan ini cukup besar sehingga secara statistik signifikan, oleh karena itu maka dapat disimpulkan bahwa pengaruh negatif dari tingkat suku bunga terhadap *return* saham perusahaan *Real Estate* lebih besar dibandingkan dengan pengaruh negatif dari tingkat suku bunga terhadap *return* saham perusahaan *Consumer Goods*.

Seperti yang dijelaskan dalam teori investasi, bahwa investasi di pasar modal tergolong investasi yang berisiko tinggi, karena sifat komoditasnya sangat peka terhadap perubahan-perubahan yang terjadi pada sektor makroekonomi. Tingkat Suku Bunga sebagai salah satu faktor fundamental makroekonomi sifatnya adalah *uncontrollable*, namun dampaknya hanya akan dirasakan oleh perusahaan yang menggunakan dana pinjaman dalam operasionalnya. Perusahaan *real estate* adalah perusahaan yang sebagian besar biaya operasionalnya didanai menggunakan pinjaman, oleh karena itu perusahaan *real estate* akan merasakan dampak kenaikan tingkat suku bunga yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan *consumer goods*.

Pada sisi lain, produk perusahaan *real estate* memiliki karakteristik yang berbeda dengan produk perusahaan *consumer goods*. Produk perusahaan *consumer goods* merupakan produk kebutuhan pokok primer yang tidak dapat ditunda pemenuhannya dan sebagian besar konsumen dalam memenuhi kebutuhan produk *consumer goods* adalah secara tunai, tidak menggunakan dana pinjaman, oleh karena itu *return* saham perusahaan *consumer goods* tidak begitu terpengaruh oleh kenaikan tingkat suku bunga. Sebaliknya, produk perusahaan *real estate* merupakan produk kebutuhan pokok sekunder yang dapat ditunda pemenuhannya, disamping itu konsumen dalam memenuhi kebutuhan real estatnya sebagian besar menggunakan cara angsuran melalui pinjaman bank, sehingga ketika terjadi kenaikan tingkat suku bunga konsumen lebih memilih untuk menunda pembelian real estatnya, sebab beban angsurannya akan lebih tinggi dibandingkan dengan ketika terjadi penurunan tingkat suku bunga. Alasan inilah yang menjelaskan mengapa pengaruh inflasi terhadap *return* saham perusahaan *real estate* lebih besar dibandingkan dengan pengaruh inflasi pada *return* saham perusahaan *consumer goods*.

Pengujian Hipotesis 3a

Untuk menjawab pertanyaan penelitian nomor tujuh, yaitu bagaimana pengaruh kurs Rupiah/US Dollar terhadap *return* saham perusahaan *Consumer Goods*, maka dilakukan pengujian hipotesis 3a dengan menggunakan **Model 1** dan Tabel 13. Dari Model 1 dan Tabel 13 tampak bahwa koefisien Kurs Rupiah/US Dollar sebesar 0,000 (bernilai positif) dengan signifikansi 0,035 sehingga hipotesis 3a yang menyatakan bahwa kurs Rupiah/US Dollar berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham perusahaan *consumer goods*, dapat diterima. Artinya semakin rendah kurs Rupiah/US Dollar maka semakin rendah *return* saham perusahaan *consumer goods*. Hasil penelitian ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan mendukung teori ekonomi, yaitu bahwa kurs Rupiah/US Dollar berpengaruh positif terhadap *return* saham perusahaan.

Seperti yang telah dijelaskan sebelumnya bahwa kurs Rupiah/US Dollar merupakan harga matauang Rupiah terhadap matauang US Dollar. Salvatore (1997 dalam Haris, 1997) menyatakan bahwa melemahnya nilai tukar domestik terhadap mata uang asing (dalam penelitian ini adalah Rupiah terhadap US Dollar) memberikan pengaruh yang negatif terhadap pasar ekuitas karena pasar ekuitas menjadi tidak punya daya tarik. Rendahnya daya tarik pasar ekuitas, akibat dari turunnya nilai tukar Rupiah terhadap US Dollar ini, berakibat pada turunnya harga jual saham, termasuk juga turunnya harga jual saham perusahaan-perusahaan *consumer goods*, sehingga berakibat pada turunnya *return* sahamnya. Alasan inilah yang menjelaskan mengapa terdapat pengaruh positif dari kurs Rupiah/US Dollar terhadap *return* saham perusahaan *consumer goods*.

Pengujian Hipotesis 3b

Untuk menjawab pertanyaan penelitian nomor delapan, yaitu bagaimana pengaruh kurs Rupiah/US Dollar terhadap *return* saham perusahaan *Real Estate*, maka dilakukan pengujian hipotesis 3b dengan menggunakan **Model 2** dan Tabel 14. Dari Model 2 dan Tabel 14 tampak bahwa koefisien Kurs Rupiah/US Dollar sebesar 0,000 (bernilai positif) dengan signifikansi 0,003 sehingga hipotesis 3b yang menyatakan bahwa kurs Rupiah/US Dollar berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham perusahaan *real estate*, dapat diterima. Artinya semakin rendah kurs Rupiah/US Dollar maka semakin rendah *return* saham perusahaan *consumer goods*. Hasil penelitian ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan mendukung teori ekonomi, yaitu bahwa kurs Rupiah/US Dollar berpengaruh positif terhadap *return* saham perusahaan.

Seperti yang telah dijelaskan sebelumnya bahwa kurs Rupiah/US Dollar merupakan harga matauang Rupiah terhadap matauang US Dollar. Salvatore (1997 dalam Haris, 1997) menyatakan bahwa melemahnya nilai tukar domestik terhadap mata uang asing (dalam penelitian ini adalah Rupiah terhadap US Dollar) memberikan pengaruh yang negatif terhadap pasar ekuitas karena pasar ekuitas menjadi tidak punya daya tarik. Rendahnya daya tarik pasar ekuitas, akibat dari turunnya nilai tukar Rupiah terhadap US Dollar ini, berakibat pada turunnya harga jual saham, termasuk juga turunnya harga jual saham perusahaan-perusahaan *real estate*, sehingga berakibat pada turunnya *return* sahamnya. Alasan inilah yang menjelaskan mengapa terdapat pengaruh positif dari kurs Rupiah/US Dollar terhadap *return* saham perusahaan *real estate*.

Pengujian Hipotesis 3c

Untuk menjawab pertanyaan penelitian nomor sembilan, yaitu apakah ada perbedaan pengaruh dari kurs Rupiah/US Dollar terhadap *return* saham perusahaan *Consumer Goods* dan *Real Estate*, maka dilakukan pengujian hipotesis 3c dengan menggunakan **Model 3** dan Tabel 15. Dari Model 3 dan Tabel

15 tampak bahwa koefisien interaksi variabel *Dummy* dan variabel kurs Rupiah/US Dollar atau (DX3) sebesar 0,000 dengan signifikansi 0,877 sehingga hipotesis 3c yang menyatakan bahwa pengaruh positif kurs Rupiah/US Dollar terhadap *return* saham perusahaan *Real Estate* lebih besar dibandingkan dengan pengaruh positif kurs Rupiah/US Dollar terhadap *return* saham perusahaan *Consumer Goods*, tidak dapat diterima. Oleh karena itu, maka dapat disimpulkan bahwa pengaruh negatif dari kurs Rupiah/US Dollar terhadap *return* saham perusahaan *Real Estate* adalah sama dengan pengaruh negatif dari kurs Rupiah/US Dollar terhadap *return* saham perusahaan *Consumer Goods*.

Seperti yang telah dijelaskan sebelumnya bahwa kurs Rupiah/US Dollar merupakan harga matauang Rupiah terhadap matauang US Dollar. Salvatore (1997 dalam Haris, 1997) menyatakan bahwa melemahnya nilai tukar domestik terhadap mata uang asing (dalam penelitian ini adalah Rupiah terhadap US Dollar) memberikan pengaruh yang negatif terhadap pasar ekuitas karena pasar ekuitas menjadi tidak punya daya tarik. Rendahnya daya tarik pasar ekuitas, akibat dari turunnya nilai tukar Rupiah terhadap US Dollar ini, berakibat pada turunnya harga jual saham, termasuk juga turunnya harga jual saham perusahaan-perusahaan *consumer goods* maupun perusahaan-perusahaan *real estate*, sehingga berakibat pada turunnya *return* saham perusahaan kedua industri tersebut. Jadi terdapat pengaruh positif dari kurs Rupiah/US Dollar terhadap *return* saham perusahaan-perusahaan *consumer goods* maupun perusahaan-perusahaan *real estate*.

Seperti yang telah dijelaskan sebelumnya bahwa harga saham perusahaan yang bergerak di sektor bisnis *Consumer Goods* dan *Real Estate* memiliki sensitivitas tinggi terhadap perubahan kondisi makroekonomi, salah satunya yaitu kurs Rupiah/US Dollar. Mengingat produk-produk sektor bisnis *Consumer Goods* merupakan produk kebutuhan pokok primer, yang tidak dapat ditunda pemenuhannya, maka ketika terjadi penurunan kurs Rupiah/US Dollar tidak langsung diikuti dengan penurunan permintaan sehingga harga sahamnya juga tidak langsung turun dan *return* sahamnya juga tidak langsung turun. Di pihak lain, produk-produk sektor bisnis *Real Estate* merupakan produk yang sebagian besar bahan baku produksinya berasal dari lokal, yaitu berupa lahan dan material bangunan, sehingga ketika terjadi penurunan kurs Rupiah/US Dollar maka tidak akan menyebabkan naiknya harga pokok produksinya. Karena harga pokok produksinya tidak terpengaruh oleh penurunan kurs Rupiah/US Dollar, maka permintaan produknya juga tidak terpengaruh oleh penurunan kurs Rupiah/US Dollar. Dengan demikian ketika terjadi penurunan kurs Rupiah/US Dollar harga sahamnya tidak akan turun, sehingga *return* sahamnya juga tidak akan turun. Hal inilah yang menyebabkan mengapa tidak ada perbedaan pengaruh dari kurs Rupiah/US Dollar terhadap *return* saham sektor bisnis *Real Estate* dan *return* saham sektor bisnis *Consumer Goods*.

Penutup

a. Simpulan

1. Inflasi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *return* saham perusahaan *consumer goods* maupun perusahaan *real estate*.
2. Tidak ada perbedaan pengaruh negatif dari inflasi terhadap *return* saham perusahaan *consumer goods* maupun perusahaan *real estate*.
3. Tingkat suku bunga berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *return* saham perusahaan *consumer goods* maupun perusahaan *real estate*.
4. Pengaruh negatif dari tingkat suku bunga terhadap *return* saham perusahaan *real estate* lebih besar dibandingkan dengan pengaruh negatif dari tingkat suku bunga terhadap *return* saham perusahaan *consumer goods*.

5. Kurs Rupiah/US Dollar berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham perusahaan *consumer goods* maupun perusahaan *real estate*.
6. Tidak ada perbedaan pengaruh positif dari kurs Rupiah/US Dollar terhadap *return* saham perusahaan *consumer goods* maupun perusahaan *real estate*.

b. Saran

Penelitian ini hanya menggunakan data untuk jangka waktu lima tahun, yaitu dari tahun 007 sampai dengan tahun 2011 sehingga mungkin saja hasilnya kurang representatif, oleh karena itu untuk mendapatkan hasil penelitian yang lebih baik, penelitian mendatang disarankan untuk menambah jangka waktu penelitian.

DAFTAR PUSTAKA

- Baillie, Richard and Patrick McMahon, 1990, *The Foreign Exchange Market: Theory and Econometric Evidence*. Cambridge University Press, Cambridge.
- Bambang Sudiyatno, *Peran Kinerja Perusahaan Dalam Menentukan Pengaruh Faktor Fundamental Makroekonomi, Risiko Sistematis, Dan Kebijakan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empirik Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia)*, Disertasi, Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro Semarang, 2010.
- Claude B. Erb., Campbell R. Harvey., and Tadas E. Viskanta. 1996, *Political Risk, Economic*
- Dewi S Sundari, 2001, *Pengaruh Kondisi Ekonomi dan Kinerja Perusahaan Terhadap IHSG Sektor Properti di Bursa Efek Jakarta*, Tesis Non Publikasi.
- Gudono., 1999, "Penilaian Pasar Modal Terhadap Fluktuasi Bisnis Real Estate", *Kelola: Gajah Mada University Business Riview*, No. 20/VIII
- Gujarati, Damodar, N, 2003, *Basic Econometrics*, "Fourth Edition, International Edition, McGraw-Hill.
- Hair, et al, 1998, *Multivariate Data Analysis*, Fifth Edition, Prentice-Hill International, London.
- Hardiningsih, Anis Chariri, L. Suryanto., 2001, "Pengaruh Faktor Fundamental dan Resiko Ekonomi Terhadap Return Saham di Bursa Efek Jakarta", *Jurnal Bisnis Strategi*, Vol. 8/Desember.
- Imam Ghozali, 2002, *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*, Edisi 2, Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang.
- Imam Ghozali, Dan Irwansyah, 2002, Analisis Pengaruh Kinerja Keuangan Perusahaan Dengan Alat Ukur *Eva, Mva Dan Roa Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Manufaktur Di Bej*, *Jurnal Penelitian Akuntansi-Bisnis Dan Manajemen*, Vol. 9, No. 1, Hal. 18-33.

Iswardono, 1999, Suku Bunga Turun dan Investasi Meningkat, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Volume IV No. 2, halaman 34-42.

Madura, Jeff, 1995, “ International Financial Management “, Fourth Edition, West Publishing Company, USA.

Mudji Utami dan Mudjilah Rahayu, 2003, “ Peranan Profitabilitas, Suku Bunga, Inflasi Dan Nilai Tukar Dalam Mempengaruhi pasar modal indonesia Selama Krisis Ekonomi “, *Jurnal Manajemen & Kewirausahaan* Vol. 5 No. 2 September.

Mudrajad Kuncoro, 1996, Manajemen Keuangan Internasional: Pengantar Ekonomi dan Bisnis Global. PBF E UGM, Yogyakarta.

Sudjono, 2002, Analisis Keseimbangan dan Hubungan Simultan Antara Variabel Ekonomi Makro Terhadap Indeks Harga Saham di Bursa Efek Jakarta dengan Metode VAR (Vector Autoregression) dan ECM (Error Correction Model), *Jurnal Riset Ekonomi dan Manajemen*, Vol. 2. No. 3, pg. 81-97.

Suryanto, 1998, Pengaruh Tingkat Suku Bunga Deposito dan Kurs Mata Uang Asing Terhadap IHSG di Bursa Efek Jakarta, *Duta Kompas* No. 19.