



**PENGUJIAN KAUSALITAS ANTARA VARIABEL-
MAKROEKONOMI DENGAN RETURN PASAR DI BURSA
EFEK INDONESIA : SEBUAH PENDEKATAN VECTOR AUTO
REGRESSION**

Anggi Hapsari Nurullita
Karyawan PT. Bank Panin
Email: anggi_hapsari@ymail.com

Abstract

Indicators of macroeconomic have major impact on capital markets in general and stocks in particular. Influence of these indicators can be positive or negative. Vector Auto Regression (VAR) is a method of analysis used to predict the time series variable and analyze the dynamic impact factor interference in a system variable. VAR analysis is very useful to assess the linkages between economic variables.


This research aims to see the influence of indicators of macroeconomic such as the exchange rate (EXCHANGE), interest rate Bank Central of Indonesia Certificates (SBI) and rate of inflation (INFLATION) to market return (REIHSG) in Indonesian Stock Exchange in the period 2004:1-2011:10. Data obtained from the Monthly Stock Price Index Statistics JSX. This research applying several stages of testing as follows: unit root test, the optimal lag test, Granger causality test and Vector Auto Regression model (VAR). The results of unit root test in this study suggests that the data used for processing in the first degree and VAR Granger test because only the stationary stock index return variable in zero degree (level). On the test results suggested the optimal lag is the lag 3. On the Granger causality test is known that the Granger test variable rate (EXCHANGE) has a one-way impact or the exchange rate (EXCHANGE) affect market return (REIHSG) interest rate of Bank Central of Indonesia Certificates (SBI) and the rate of inflation (INFLATION) has a two direction or impact mutual Causality. These results indicate that there is a weak Granger causality between interest rates Bank Central of Indonesia Certificates (SBI) and rate of inflation (INFLATION) to market return (REIHSG).

Keywords: *Vector Auto Regressive (VAR), Macroeconomic, Granger Causality, IHSG stock return*

PENDAHULUAN

Dewasa ini masyarakat tidak hanya mengharapkan penghasilan yang didapat untuk melakukan konsumsi tetapi masyarakat ingin mendapatkan hasil dari pendapatan atau aset yang dimiliki di masa mendatang. Oleh karena itu, mereka melakukan investasi pada pasar modal yang memberikan hasil dan dapat meningkatkan dana pada suatu aset yang dimiliki. Investasi dapat diartikan sebagai suatu kegiatan menempatkan dana pada satu atau lebih dari aset selama periode tertentu dengan harapan dapat memperoleh penghasilan atau peningkatan nilai investasi (Husnan, 1998). Bagi sebagian besar orang, investasi merupakan upaya untuk mengoptimalkan hasil dari sisa penghasilan yang mereka miliki dengan memanfaatkan berbagai sarana investasi yang ada dan berharap uang yang di investasikan akan bertambah di kemudian hari. Untuk dapat mengoptimalkan investasi tersebut, mengatur waktu penundaan konsumsi sekarang cukup penting, untuk mendapatkan manfaat yang lebih besar di masa mendatang. Oleh sebab itu, dalam berinvestasi perlu mengetahui kondisi yang sedang terjadi dan apa saja yang menjadi penyebabnya.

Pada setiap investasi terutama pada *financial market* maka investor akan dihadapkan pada resiko yang akan terjadi. Tingkat pengembalian yang bisa didapatkan berasal dari *capital gain* untuk jangka pendek dan *dividen* dalam jangka panjang, sedangkan resiko yang dihadapi oleh



investor bisa berasal dari internal perusahaan dan eksternal perusahaan. Risiko yang berasal dari dalam perusahaan sering disebut dengan risiko tidak sistematis atau *undiversifiable* dan risiko yang berasal dari luar perusahaan disebut dengan risiko sistematis. Kedua risiko ini bersama-sama akan membentuk risiko total.

Dari latar belakang tersebut dapat diketahui bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi *return* pasar IHSG di masa yang akan datang yaitu faktor eksternal dan internal perusahaan. Faktor eksternal perusahaan yaitu variabel ekonomi makro yang mempengaruhi pasar modal. Berdasarkan hal tersebut diidentifikasi pokok permasalahan sebagai berikut: Bagaimana karakteristik hubungan kausalitas antara variabel nilai tukar, SBI dan inflasi terhadap *return* pasar IHSG di Bursa Efek Indonesia?

TINJAUAN PUSTAKA

Pengertian dan fungsi Investasi

Investasi dapat diartikan sebagai pananaman modal di masa mendatang dari suatu aset yang dimiliki. Dimana investasi salah satu komponen dari pertumbuhan ekonomi atau GDP yaitu:

$$GDP = C + I + G + (X - M).$$

Dimana apabila Investasi naik maka GDP naik begitu pula sebaliknya. Investasi terbagi menjadi dua jenis antara lain :

a. Investasi Otonom (*Autonomous Investment*)

Investasi otonom adalah investasi yang tidak dipengaruhi oleh adanya perubahan



dalam pendapatan nasional maupun tingkat bunga. Jadi, tinggi rendahnya pendapatan nasional tidak menentukan jumlah investasi yang dilakukan oleh perusahaan. Investasi otonom (*autonomous investment*) dipengaruhi oleh perkembangan yang terjadi di dalam jangka panjang seperti :

1. Tingkat keuntungan investasi yang diramalkan akan diperoleh.
2. Tingkat bunga.
3. Ramalan mengenai keadaan ekonomi di masa depan.
4. Kemajuan teknologi.
5. Tingkat pendapatan nasional dan perubahan-perubahannya.
- b. Investasi Terpengaruh (*Induced Investment*)

Investasi terpengaruh adalah investasi yang didorong oleh adanya perubahan pendapatan nasional. Jika pendapatan nasional naik investasi juga akan naik, jika pendapat nasional turun maka investasi juga menurun. Peningkatan pendapatan nasional diikuti kenaikan investasi karena kenaikan pendapatan nasional akan membawa serta kenaikan konsumsi, sehingga produksi dan investasi juga bertambah.

Keseimbangan dalam perekonomian terjadi apabila:

1. $Y = C + I$,
yaitu pendapatan nasional sama dengan konsumsi ditambah investasi.
2. $I = S$,
yaitu investasi sama dengan tabungan.
Faktor-faktor yang mempengaruhi tingkat investasi antara lain:
 1. Expected Rate of Return
 2. Kondisi internal perusahaan

3. Kondisi eksternal perusahaan
4. Biaya investasi
5. *Marginal Efficiency of Capital* (MEC) dan *Marginal Efficiency of Investment* (MEI)
6. Tingkat bunga.
7. Ramalan kondisi yang akan datang.
8. Perubahan dan perkembangan teknologi.
9. Tingkat pendapatan nasional dan perubahan-perubahannya.
10. Keuntungan yang dicapai perusahaan.

Pengertian dan Fungsi Pasar Modal

Pasar modal adalah pasar dari berbagai instrumen keuangan (sekuritas) jangka panjang yang dapat diperjual belikan, baik dalam bentuk hutang (obligasi) maupun modal sendiri (saham) yang diterbitkan pemerintah atau perusahaan swasta. Pengertian pasar modal secara umum adalah suatu sistem keuangan yang terorganisasi, termasuk didalamnya adalah bank-bank komersial dan semua lembaga perantara dibidang keuangan, serta keseluruhan surat-surat berharga yang beredar. Dalam arti sempit, pasar modal adalah suatu pasar (tempat, berupa gedung) yang disiapkan guna memperdagangkan saham-saham, obligasi-obligasi, dan jenis surat berharga lainnya dengan memakai jasa para perantara pedagang efek (Sunariyah, 2000:4)

Fungsi pasar modal yaitu tempat bertemunya pihak yang memiliki dana lebih (*lender*) dengan pihak yang memerlukan dana jangka panjang tersebut (*borrower*). Pasar modal mempunyai dua fungsi yaitu ekonomi dan keuangan. Penyediaan fasilitas untuk memindahkan dana dari *lender* ke

borrower. Dengan menginvestasikan dananya, *lender* mengharapkan adanya imbalan atau return dari penyerahan dana tersebut. Sedangkan bagi *borrower*, adanya dana dari luar dapat digunakan untuk usaha pengembangan usahanya tanpa menunggu dana dari hasil operasi perusahaannya. Di dalam keuangan, dengan cara menyediakan dana yang diperlukan oleh *borrower* dan para *lender* tanpa harus terlibat langsung dalam kepemilikan aktiva riil.

Pelaku Pasar Modal

Para pemain utama yang terlibat di pasar modal dan lembaga penunjang yang terlibat langsung dalam proses transaksi antara pemain utama (Kasmir, 2001 : 183-189) sebagai berikut:

1. Emiten, perusahaan yang akan melakukan penjualan surat-surat berharga atau melakukan emisi di bursa disebut emiten.
2. Investor, Pemodal yang akan membeli atau menanamkan modalnya di perusahaan yang melakukan emisi.
3. Lembaga Penunjang

Indeks Harga Saham

Untuk memberikan informasi kepada masyarakat mengenai perkembangan bursa dengan lengkap salah satu informasi yang diperlukan adalah harga saham sebagai cerminan dari pergerakan harga saham. Indeks harga saham merupakan indikator utama yang menggambarkan pergerakan harga saham. Indeks harga saham juga berfungsi untuk mengevaluasi seberapa baik kinerja suatu saham. Di pasar modal sebuah

indeks diharapkan memiliki tiga fungsi (BEI, 2008) yaitu :

1. Sebagai indikator tren pasar
2. Sebagai indikator tingkat keuntungan
3. Sebagai tolak ukur (*benchmark*) kinerja suatu portofolio
4. Memfasilitasi pembentukan portofolio dengan strategi pasif
5. Memfasilitasi berkembangnya produk derivatif

Nilai Tukar

Pengertian nilai tukar atau sering disebut kurs adalah harga satu unit mata uang asing dalam mata uang domestik atau dapat juga dikatakan harga mata uang domestik terhadap mata uang asing. Sebagai contoh nilai tukar Rupiah (Rp) terhadap dolar Amerika (USD) adalah harga satu dolar Amerika (USD) dalam Rupiah (Rp), atau dapat juga sebaliknya diartikan harga satu Rupiah terhadap satu USD. Nilai tukar yang kita kenal dalam pengertian sehari-hari sebagai mana diuraikan di atas adalah dalam pengertian nominal (nilai tukar nominal).

Ada beberapa indikator yang mempengaruhi fluktuasi harga saham dan return saham di masa mendatang, di antaranya faktor makro ekonomi seperti inflasi, nilai tukar, dan suku bunga. Harga pada umumnya terkait dengan sejumlah uang, dan nilai tukar ini bersifat stabil dan bisa labil atau terlalu bergerak naik atau turun.

Tingkat Suku Bunga SBI

Sertifikat Bank Indonesia (SBI) adalah surat berharga yang digunakan sebagai





pengakuan utang berjangka waktu pendek yang dikeluarkan oleh Bank Indonesia dengan sistem diskonto. Sertifikat Bank Indonesia diterbitkan tanpa warkat (*scripless*) dan transaksi yang dilakukan dicatat dalam sarana Bank Indonesia BISSSS. Masyarakat dan bank umum dapat memilki SBI dan Bank dapat membeli SBI di pasar perdana sementara masyarakat diperbolehkan membeli di pasar sekunder. SBI merupakan salah satu mekanisme yang digunakan Bank Indonesia untuk mengontrol kestabilan nilai Rupiah. Dengan menjual SBI, Bank Indonesia dapat menyerap kelebihan uang primer yang beredar. Tingkat suku bunga yang berlaku pada setiap penjualan SBI ditentukan oleh mekanisme pasar berdasarkan sistem lelang. Sejak awal Juli 2005, BI menggunakan mekanisme BI Rate (suku bunga BI), yaitu BI mengumumkan target suku bunga SBI yang diinginkan BI untuk pelelangan pada masa periode tertentu. BI rate ini kemudian yang digunakan sebagai acuan para pelaku pasar dalam mengikuti pelelangan.

Bagi masyarakat tingkat suku bunga tinggi berarti terjadi inflasi yang cukup tinggi. Dengan adanya inflasi dapat menyebabkan penurunan konsumsi riilmasyarakat karena nilai uang yang dipegang masyarakat berkurang dan barang yang dihasilkan oleh perusahaan menurun pula. Hal ini kan mengurangi pendapatan perusahaan sehingga akan mempengaruhi tingkat keuantungan perusahaan, yang pada akhirnya akan berpengaruh terhadap harga saham perusahaan tersebut (Sunariyah, 2006).

Inflasi

Inflasi dapat di kaitkan dengan kemampuan daya beli baik individu maupun perusahaan. Hampir semua negara mengalami inflasi baik inflasi yang rendah atau tinggi. Didalam per-ekonomian ada kekuatan tertentu yang menyebabkan tingkat harga melonjak sekaligus, tetapi ada kekuatan lain yang menyebabkan kenaikan tingkat harga berlangsung terus menerus secara perlahan. Peristiwa yang cenderung mendorong naiknya tingkat harga disebut gejala Inflasi (Lipsey, 1997). Secara keseluruhan, laju inflasi yang sedang berlangsung tergantung pada (i) permintaan, seperti yang ditunjukkan oleh senjang inflasi atau senjang resesi, (ii) kenaikan biaya yang diharapkan, (iii) serangkaian kekuatan luar yang datang terutamadari sisi penawaran.

Laju inflasi dapat dipisahkan menjadi tiga komponen yaitu inflasi inti, inflasi permintaan dan inflasi gejala (Nopirin, 1997). Inflasi inti adalah inflasi yang komponen harganya dipengaruhi oleh faktor fundamental. Inflasi permintaan yaitu inflasi yang dipengaruhi oleh kebijakan pemerintah seperti kebijakan harga BBM, listrik, air minum, dan lainnya, sedangkan inflasi bergejolak adalah inflasi yang dipengaruhi oleh kelancaran produksi dan distribusi barang dan jasa. Kenaikan inflasi dapat diukur dengan menggunakan indeks harga konsumen (*Customer Price index*).

Peraturan IHSG

Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) menggunakan data semua saham yang tercatat di suatu bursa efek. Metodologi

perhitungan Indeks menggunakan rata-rata tertimbang nilai pasar (*market value weighted average Index*). Nilai pasar adalah kumulatif jumlah saham hari ini dikali harga pasar hari ini (kapitalisasi pasar), sedangkan nilai dasar adalah kumulatif jumlah saham pada hari dasar dikali harga dasar pada hari dasar. Hari dasar di Bursa Efek Jakarta adalah tanggal 10 Agustus 1982 dengan nilai 100. Indeks Harga Saham yang digunakan dalam penelitian ini adalah saham IHSG yang nilainya diambil dari *Monthly Statistic* Bursa Efek Indonesia dari tahun 2004 sampai dengan tahun 2011. Nilai yang dipakai adalah nilai harga penutupan (*closing price*) setiap bulan yang akan digunakan untuk mendapatkan *return* dari setiap bulan.

Ekpektasi Pengembalian (*Expected Return*)

Untuk mengukur apakah kita akan memutuskan untuk membeli suatu aset, kita akan dipengaruhi oleh tingkat pengembalian yang akan diperoleh dari penyimpanan aset tersebut. Indikator inflasi dapat menggambarkan tingkat pengembalian atas suatu aset apabila tingkat inflasi tinggi akan mempengaruhi perekonomian nasional yang dapat menyebabkan tingkat pengembalian suatu aset. Fluktuasi tingkat inflasi yang tinggi di masa mendatang memiliki resiko atau kerugian yang juga tinggi terhadap aset yang dimiliki. Maka itu tingkat inflasi menjadi salah satu indikator yang cukup kuat untuk menurunkan harapan tingkat pengembalian yang tinggi di masa mendatang. Perubahan ekspektasi atas inflasi juga mempengaruhi nilai aset riil secara langsung

dan lainnya secara tidak langsung. Kenaikan ekspektasi atas inflasi akan membuat nilai nominal dari aset riil naik dan meningkatkan permintaan atas aset tersebut. Sedangkan karena tingkat pengembalian yang diharapkan oleh aset lain relatif menjadi lebih rendah maka permintaan aset lain pun menjadi menurun. Kesimpulannya adalah peningkatan pada *expected return* suatu aset relatif terhadap alternatif aset lainnya akan meningkatkan kuantitas permintaan dari aset tersebut, *ceteris paribus*.

Hubungan Antara Inflasi Dengan Nilai Tukar

Hubungan antara nilai tukar dengan inflasi dapat dianalisis melalui *pass through effect* (dampak lintasan langsung) pada umumnya adalah untuk mengetahui efek perubahan nilai tukar terhadap perubahan harga barang impor dan ekspor dan harga konsumen. Namun dapat dikembangkan lebih lanjut untuk melihat dampaknya terhadap investasi dan volume perdagangan. Fokus di berikan terhadap harga karena perubahan harga, misalnya harga ekspor dan harga impor, merupakan fenomena mendasar dalam pembentukan harga produk, yang selanjutnya akan berpengaruh terhadap perubahan harga konsumen, dan pada gilirannya pada investasi dan volume perdagangan (Sunariyah, 2006).

Model tersebut serupa dengan model yang dikembangkan oleh Svensson (2000), dimana pengaruh lintasan langsung kurs terhadap perekonomian dapat melalui efek langsung (*direct pass through*) maupun tidak langsung (*indirect pass through*).





a. Efek Langsung (*Direct Pass Through*)

Pada efek langsung perubahan nilai tukar akan mempengaruhi melalui jalur output, yaitu melalui perubahan permintaan agregat dan penawaran agregat. Dampak langsung perubahan nilai tukar mempengaruhi inflasi melalui perubahan indeks barang domestik yang berasal dari impor barang-barang konsumsi. Dimana jika terjadi fluktuasi nilai tukar (depresiasi rupiah) maka harga-harga barang dari luar negeri akan menjadi mahal.

b. Efek Tidak Langsung (*Indirect Pass Through*)

Dampak tidak langsung lintasan kurs, dapat dilihat dari pergerakan nilai tukar yang akan mempengaruhi tingkat harga domestik melalui guncangan permintaan dan penawaran agregat. Secara teoritis, jalur tidak langsung biasanya melalui transmisi demand pull, dimana kenaikan harga luar negeri ataupun kenaikan pendapatan eksportir dalam negeri, pada gilirannya akan meningkatkan permintaan mereka terhadap barang dan jasa di dalam negeri (Menon, 1995).

Hubungan antara Suku Bunga dengan Nilai Tukar

Perekonomian terbuka dengan arus lintas modal yang bebas, peningkatan suku bunga akan memperkuat nilai tukar karena terjadi pemasukan modal dari luar negeri. Kenaikan suku bunga dalam negeri diharapkan bisa menarik minat para pemegang modal untuk menarik dana

dari luar negeri ke Indonesia. Dengan masuknya dana dari luar negeri akan menyebabkan surplus neraca pembayaran. Orang asing ingin membeli aset domestik, keadaan ini akan menyebabkan nilai tukar mengalami apresiasi (Dornbusch, 2004).

Hubungan Inflasi, Nilai Tukar dan Suku Bunga Terhadap Return Saham

Banyak indikator yang dapat mengukur variabel makro dan indikator yang lazim digunakan untuk memprediksi fluktuasi harga dan return saham dimasa mendatang adalah variabel moneter yang dikendalikan oleh kebijakan moneter melalui mekanisme transmisi pasar keuangan (Bank Indonesia, 2004). Variabel-variabel antara lain tingkat bunga, laju inflasi, dan kurs valuta asing.

Arbitrage Pricing Theory mengemukakan bahwa return saham dipengaruhi oleh beberapa faktor resiko. Salah satu resiko yang mempengaruhi perubahan pada return saham adalah perubahan tingkat inflasi yang tidak diantisipasi sebelumnya (*unanticipated inflation*). Kenaikan laju inflasi yang tidak diantisipasi tersebut akan meningkatkan harga barang dan jasa, sehingga konsumsi akan menurun. Selain itu kenaikan harga faktor produksi juga akan meningkatkan biaya modal perusahaan. Sehingga pengaruh dari kenaikan laju inflasi yang tidak diantisipasi tersebut akan menurunkan harga saham (Berry, 1998).

Dornbusch dan Fisher (1980) berpendapat bahwa ada hubungan antara *current account* saat ini dan perilaku nilai tukar. hal ini diasumsikan bahwa nilai tukar ditentukan oleh *current account dan trade*

balance performance. Perubahan dalam kurs mempengaruhi daya saing internasional dan neraca perdagangan, dengan demikian mem-pengaruhi variabel ekonomi riil seperti pendapatan riil dan output. Artinya, model pasar uang menunjukkan bahwa perubahan dalam nilai tukar mem-pengaruhi daya saing perusahaan, yang pada gilirannya mempengaruhi laba perusahaan dan biaya yang mem-pengaruhi harga sahamnya. Sedangkan dalam teori, saham harus netral inflasi, dan kenaikan inflasi seharusnya tidak berdampak pada penilaian saham.

Selain inflasi indikator moneter lain yang menunjukkan bahwa dapat mem-pengaruhi return saham adalah kurs valuta asing sebagai cerminan fluktuasi pasar valuta asing. Pengaruh variabel ini dapat dijelaskan melalui mekanisme *term of trade*. Geske and Roll (1983) men jelaskan bahwa depresiasi mata uang domestik akan meningkatkan volume ekspor. Bila permintaan pasar internasional cukup elastis, hal ini akan meningkatkan *cash flow* perusahaan domestik, kemudian meningkatkan harga saham ini berarti meningkatnya harga saham dapat meningkatkan return saham.

Dalam literatur, antara tingkat bunga dan harga saham berhubungan negatif dengan beberapa alasan. Dalam proses penilaian ekuitas, pada pertama tingkat diskonto yang ditentukan. Tingkat diskonto yang dipilih mencerminkan nilai waktu uang dan keberisikoan saham. Risk free rate merupakan nilai waktu dari uang. Sebuah premi risiko merupakan kompensasi untuk

risiko, diukur relatif terhadap risk-free rate. Pemilihan tingkat diskonto oleh investor sebagai tingkat pengembalian (Stowe et al. 2007 : 47).

Penelitian Terdahulu

Yulita, (2009) melakukan penelitian dengan judul “Pengaruh Variabel Ekonomi Makro terhadap Return Saham pada Perusahaan Properti dan Real Estate yang Listing di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode Agustus 2004- Juli 2007”. Populasi yang digunakan dalam penelitian ini yaitu sebanyak 38 perusahaan properti dan real estate yang listing di BEI periode 2004-2007. Sampel dalam penelitian ini yaitu sebanyak 10 perusahaan berdasarkan sepuluh urutan asset terbesar perusahaan properti yang listing di BEI selama tahun 2006. Teknis analisis data yang digunakan yaitu asumsi klasik, regresi linier berganda dan pengujian hipotesis. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh secara parsial dari variabel inflasi, suku bunga dan produk domestik bruto terhadap return saham. Sedangkan untuk variabel nilai tukar rupiah terdapat pengaruh yang signifikan terhadap return saham. Secara bersama-sama tidak terdapat pengaruh antara inflasi, suku bunga, produk domestik bruto dan nilai tukar rupiah terhadap return saham.

Libdeh (2011) dan Harasheh (2011) melakukan penelitian dengan judul “*Testing for Correlation and Causality relationship between stock price and macroeconomic variables the case of palestine securities exchange*”. Data yang



digunakan dalam penelitian ini yaitu GDP, inflasi, nilai tukar, tingkat tenaga kerja, neraca perdagangan dan harga saham. Periode yang dilakukan 10 tahun dengan quarterly data (40 observasi) . model yang digunakan adalah model granger causality test. Hasil dari penelitian yaitu adanya hubungan signifikan antara variabel makro dan harga saham dan pada hubungan kausalitas bahwa terdapat hubungan satu arah setiap variabel makro tertentu dengan harga saham.

Lestari (2005) melakukan penelitian dengan judul “Pengaruh Variable Makro Terhadap Return Saham di Bursa Efek Jakarta : Pendekatan Beberapa Model”. Penelitian ini menggunakan data variable ekonomi makro, yaitu tingkat bunga, inflasi, dan kurs yang digunakan untuk melakukan estimasi adalah data time series bulanan dengan mengambil sampel mulai tahun 1998-2003. Pengambilan data bersumber dari Bank Indonesia untuk variable makro dan dari Bursa Efek Jakarta untuk variable return saham. Hasil penelitian tersebut bahwa variable makro berpengaruh signifikan terhadap fluktuasi harga saham, tetapi untuk mempengaruhinya dibutuhkan time lag antara 1 sampai 3 bulan. Dari perilaku model yang sudah diuji menunjukkan bahwa model kausalitas Granger adalah yang paling efisien dibanding model-model lain yang diajukan.

Pudyastuti (2000) melakukan penelitian dengan judul “Analisis Pengaruh Return Pasar, Tingkat Inflasi, Tingkat Suku Bunga Deposito Terhadap Return Saham Individu Pada Industri Dasar & Kimia Yang Terdaftar

di BEJ Periode 1997-1999”. Dalam penelitian ini data yang digunakan yaitu variabel indeks LQ4, inflasi dan suku bunga deposito berjangka, return saham sektor industri Dasar & Kimia yang diambil datanya di BEJ periode 1997-1999 yang berjumlah 30 perusahaan atau emiten yang dijadikan sampel. Model yang digunakan adalah model Multi Indez CAPM. Hasil penelitian yaitu return LQ45 dari 30 sampel hanya 22 saham berpengaruh positif secara signifikan, hanya 8 saham dari sampel berpengaruh secara signifikan oleh tingkat inflasi dengan rincian 6 saham berpengaruh positif dan 2 saham berpengaruh negatif, tingkat suku bunga deposito tidak berpengaruh signifikan terhadap return LQ45 dan pengaruh return LQ45 tingkat inflasi dan tingkat bunga deposito secara bersama-sama terhadap masing-masing return saham sektor Industri Dasar & Kimia. Emrah Ozbay (2009) melakukan penelitian dengan judul “The Relation ship Between Stock Returns and *Macro economic factors* : *Evidence From Turkey*”.

Kerangka pemikiran ini mengacu pada studi teoritis yang dapat membantu peneliti untuk berfikir dari pemikiran yang bersifat umum menuju ke pemikiran secara khusus. Berdasarkan studi teoritis dan studi empiris maka disusun suatu rumusan hipotesis yang merupakan jawaban sementara terhadap masalah yang masih perlu diuji kebenarannya secara statistik kuantitatif. Dalam penelitian ini menggunakan model VAR, yaitu model analisis kuantitatif dinamik untuk data *time series*



Pengembangan Hipotesis

- H1 : Nilai Tukar mempengaruhi SBI
- H2 : SBI mempengaruhi Nilai Tukar
- H3 : Nilai Tukar dan SBI saling mempengaruhi
- H4 : Nilai Tukar mempengaruhi Inflasi
- H5 : Inflasi mempengaruhi Nilai Tukar
- H6 : Nilai Tukar dan Inflasi saling mempengaruhi
- H7 : Nilai Tukar mempengaruhi Return Pasar IHSG
- H8 : Return Pasar IHSG mempengaruhi Nilai Tukar
- H9 : Nilai Tukar dan Return Pasar IHSG saling mempengaruhi
- H10 : SBI mempengaruhi Inflasi
- H11 : Inflasi mempengaruhi SBI
- H12 : Inflasi dan SBI saling mempengaruhi
- H13 : SBI mempengaruhi Return Pasar IHSG
- H14 : Return Pasar IHSG mempengaruhi SBI

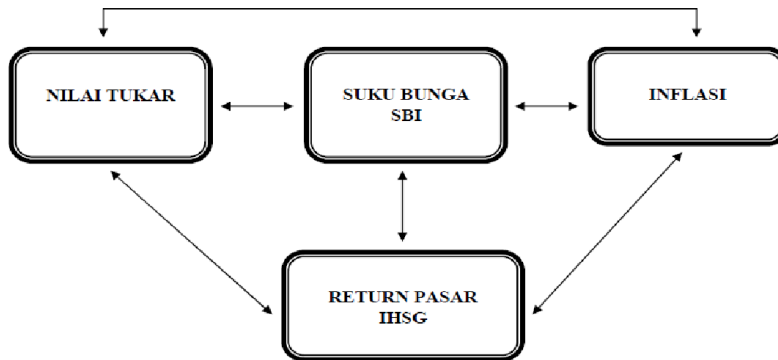
- H15 : Return Pasar IHSG dan SBI saling mempengaruhi
- H16 : Inflasi mempengaruhi Return Pasar IHSG
- H17 : Return Pasar IHSG mempengaruhi Inflasi
- H18 : Inflasi dan Return Pasar IHSG saling mempengaruhi

METODE PENELITIAN

Rancangan penelitian yang di gunakan adalah penelitian kausalitas antara variabel makroekonomi dengan *return* pasar IHSG dengan menggunakan analisis *Vector Autoregression* secara *time series* di Bursa Efek Indonesia periode 2004:1-2011:10.

Variabel dan Pengukuran

Berikut ini adalah variabel-variabel variabel makro dan return saham IHSG yang digunakan dalam penelitian ini, antara lain :



Gambar 1
Kerangka Pemikiran



- 1) Nilai tukar adalah nilai tukar Rupiah terhadap dolar Amerika Serikat. Kurs yang digunakan adalah kurs tengah rupiah terhadap dolar Amerika Serikat yang dikeluarkan oleh Bank Indonesia. Data diperoleh dari SEKI (Statistik ekonomi keuangan Indonesia) Bank Indonesia yang diambil dari www.bi.go.id. Data yang digunakan adalah data tiap bulan selama periode amatan antara 2004-2011. Ukuran : Rp/\$ AS Skala: Rasio
- 2) Suku Bunga SBI adalah jumlah yang kreditur bebaskan ketika mereka meminjamkan uang kepada debitur. Tingkat suku bunga yang digunakan yaitu SBI 1 bulan dari 2004:1-2011:10 dikarenakan tingkat suku bunga SBI 1 bulan tidak berlaku kembali dan untuk data suku bunga selanjutnya digunakan data BI rate dari 2010:6-2011:10 yang dikeluarkan oleh Bank Indonesia pada akhir bulan sesuai keputusan dengan rapat dewan gubernur. Data diperoleh dari SEKI (Statistik ekonomi keuangan Indonesia) Bank Indonesia yang diambil dari www.bi.go.id. Data yang digunakan adalah data tiap bulan selama periode amatan antara 2004-2011. Ukuran : Persen
Skala : Rasio
- 3) Inflasi adalah kenaikan harga barang dan jasa yang berlangsung secara umum dan kontinyu dalam per-ekonomian. Data yang digunakan yaitu laju inflasi (Indeks Harga Konsumen) yang dikeluarkan oleh Bank Indonesia. Data diperoleh dari SEKI (Statistik ekonomi keuangan Indonesia) Bank Indonesia yang diambil dari www.bi.go.id. Data yang digunakan adalah data tiap bulan selama periode amatan antara 2004-2011. Ukuran: Persen
Skala : Rasio
- 4) Return pasar IHSI adalah persentase arus kas yang diterima oleh investor terhadap harga asset pada waktu tertentu. Return pasar IHSI yang digunakan yaitu dihitung dari $IHSI_t - IHSI_{t-1} / IHSI_{t-1}$ yang dikeluarkan oleh Bursa Efek Indonesia. Data harga pasar IHSI diperoleh dari *Monthly Stock Price Index JSX Statistics*. Data yang digunakan adalah data tiap akhir bulan selama periode amatan antara tahun 2004-2011. Ukuran: Persen Skala: Rasio

Metode Analisis

Alat yang digunakan dalam penelitian ini yaitu pengujian model VAR. Jika kita tidak dapat secara pasti apakah suatu variabel eksogen atau endogen, maka untuk pembentukan model yang melibatkan banyak variabel sebaiknya memperlakukan semua variabel menjadi variabel endogen itulah model VAR, Sim (1980). VAR adalah model yang memperlakukan setiap variabel dalam model secara simetris. Karena secara individual koefisien didalam model VAR sulit diinterpretasikan para ahli ekonometrika menggunakan *Impulse Respons* (Widardjono, 2009).

Proses Pembentukan VAR

Uji akar unit dapat dilihat secara grafik yang dapat memperlihatkan terdapat *trend* dalam data atau tidak. Penelitian ini menggunakan *Augmented Dickey-Fuller* (ADF) untuk menguji stasioneritas data. Dalam test ADF, jika nilai ADF lebih kecil dari Mc Kinnon *Critical Value* maka dapat disimpulkan bahwa data tersebut stasioner. Jika pada data tidak stasioner pada level maka dimodifikasi menjadi selisih antar data sebelumnya (*first difference*) sehingga data menjadi stasioner, data ini kemudian disebut terintegrasi pada derajat pertama I (1). Meskipun menggunakan *first difference* dalam VAR dapat di-gunakan, namun tidak restriksi jangka panjang tidak dapat dilakukan. Oleh karena itu perlunya uji stasioneritas sebelum menggunakan VAR.

Model VAR

Model penelitian mengenai hubungan kausalitas variabel ekonomi makro terhadap return saham IHSG menggunakan model Vector Auto Regression (VAR). Apabila semua variabel yang dilibatkan dalam penelitian ini dirumuskan dalam model VAR, maka model penelitian ini adalah sebagai berikut :

$$KURSt = \alpha_1 + \sum \beta_1 i KURSt-i + \sum \gamma_1 i SBI t-i + \sum \delta_1 i INFLASIt-i + \sum \pi_1 i REIHSGt-i + \epsilon t$$

$$SBI t = \alpha_2 + \sum \beta_2 i KURSt-i + \sum \gamma_2 i SBI t-i + \sum \delta_2 i INFLASIt-i + \sum \pi_2 i REIHSGt-i + \epsilon t$$

$$INFLASIt = \alpha_3 + \sum \beta_3 i KURSt-i + \sum \gamma_3 i SBI t-i + \sum \delta_3 i INFLASIt-i + \sum \pi_3 i REIHSGt-i + \epsilon t$$

$$REIHSGt = \alpha_4 + \sum \beta_4 i KURSt-i + \sum \gamma_4 i SBI t-i + \sum \delta_4 i INFLASIt-i + \sum \pi_4 i REIHSGt-i + \epsilon t$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil Uji Stasioneritas Data

Dalam data time series diperlukan pembatasan seperti variabel-variabel yang di uji adalah stasioner. Dalam penelitian ini bertujuan untuk melihat apakah variabel kurs, sbi, inflasi dan return pasar IHSG bersifat stasioner atau tidak. Pengujian akar unit variabel yang dianalisis berdasarkan metode Augmented Dickey Fuller Test (*ADF-Test*). Variabel return pasar IHSG yang stasioner pada derajat nol (*level*) dan lainnya seperti kurs, sbi dan inflasi stasioner pada derajat pertama (*first differnce*) sehingga seluruh variabel harus menggunakan data first difference untuk pengolahan pada uji granger dan VAR.

Dalam data time series diperlukan pembatasan seperti variabel-variabel yang di uji adalah stasioner. Dalam penelitian ini bertujuan untuk melihat apakah variabel kurs, sbi, inflasi dan return pasar IHSG bersifat stasioner atau tidak. Pengujian akar unit variabel yang dianalisis berdasarkan metode *Augmented Dickey Fuller Test* (*ADF-Test*). Pada tabel 1. terlihat bahwa hanya variabel return pasar IHSG yang stasioner pada derajat nol (*level*) dan lainnya



sepertikurs, sbi dan inflasi stasioner pada derajat pertama (*first differnce*) sehingga seluruh variabel harus menggunakan data *first difference* untuk pengolahan pada uji granger dan VAR. *Lag* yang digunakan pada penelitian ini adalah *lag* 3.

Hasil Uji Kausalitas Granger

Uji kausalitas Granger dimaksudkan untuk melihat hubungan antar variabel yang menjadi obyek penelitian dalam menjelaskan pengaruh nilai tukar, suku bunga SBI dan inflasi terhadap *return* pasar IHSG di Bursa Efek Indonesia. Untuk mencapai tujuan tersebut, maka uji kausalitas Granger dalam penelitian ini tidak hanya terbatas untuk melihat hubungan antar variabel yang terdapat pada hipotesis. Uji ini menggunakan *lag* yang telah diperoleh melalui uji yang telah dilakukan sebelumnya, yaitu VAR lag kriteria dengan hasil *lag* 3.

Uji Respon Variabel (*Impulse Response Functions*)

Untuk mengetahui respon suatu variabel terhadap perubahan atau *shock* yang terjadi dari variabel itu sendiri dengan variabel lain dalam penelitian ini digunakan analisis *impulse response*. Melalui kurva berikut dapat diketahui perubahan satu variabel terhadap variabel lainnya.

Dalam kaitan ini, analisis *Impulse Response Functions* bermanfaat menjawab pertanyaan yang telah ditemukan sebelumnya, yaitu bagaimana respon return pasar IHSG terhadap shock variabel makroekonomi. Selanjutnya analisis *Impulse*

Response Functions juga diperlukan untuk menguji hipotesis penelitian yaitu apakah benar bahwa setelah terjadi *shock* pada suatu variabel makro ekonomi, return pasar IHSG akan mampu kembali kepada garis keseimbangan jangka panjangnya.

Pada analisis hubungan antara REIHSG dengan KURS. bahwa respons REIHSG mengalami peningkatan yang mencapai peningkatan pada periode ketiga. Setelah periode tersebut REIHSG berangsurangsur menuju posisi keseimbangan. Dan diperlukan time lag satu bulan bagi REIHSG untuk dapat merespon shock REIHSG dan respons REIHSG terhadap shock KURS relatif kuat.

Pada analisis hubungan antara REIHSG dengan SBI. dapat dilihat bahwa respons REIHSG mengalami penurunan yang mencapai penurunan pada periode kedua. Namun setelah periode tersebut REIHSG berangsur-angsur menuju posisi keseimbangan. Diperlukan time lag satu bulan bagi REIHSG untuk dapat merespon shock REIHSG dan respons REIHSG terhadap shock SBI relatif kuat.

Pada analisis hubungan antara REIHSG dengan INFLASI. dapat dilihat bahwa respons REIHSG mengalami penurunan yang mencapai penurunan pada periode kedua. Namun setelah periode tersebut REIHSG berangsur-angsur menuju posisi keseimbangan. Diperlukan time lag satu bulan bagi REIHSG untuk dapat merespon shock REIHSG dan respons REIHSG terhadap shock INFLASI relatif kuat.



Tabel 1
Hasil Uji Stasioneritas Data

V Ariabel	Level			First Order Difference		
	NONE	CONST.4NT	CONSTAN +TREND	NONE	CONSTANT	CONSTAN +TREND
Kurs	(-0.049395] (0.6638) -2.590065 -1.944324 -1.614464	(-2.803934] (0.0617) -3.504727 -2.893956 -2.584126	(-2.788801] (0.2053) -4.063233 -3.460516 -3.156439	[-4.746712] (0.0000) -2.590910 -1.944445 -1.614392	(-4.719662] (0.0002) -3.504727 -2.893956 -2.584126	(-4.745705] (0.0012) -4.063233 -3.460516 -3.156439
Sbi	(-0.541319] (0.4799) -2.590340 -1.944364 -1.614441	(-2.1284473] (0.2342) -3.503049 -2.893230 -2.583740	1-2.831778] (0.1900) -4.060874 -3.459397 -3.155786	[-3.987709] (0.0001) -2.590340 -1.944364 -1.614441	[-3.966312] (0.0024) -3.503049 -2.893230 -2.583740	(-4.03187] (0.0108) -4.060874 -3.459397 -3.155786
Inflasi	(-0.6567631] (0.4298) -2.593121 -1.944762 -1.614204	(-1.7638961] (0.3961) -3.502738 -2.892879 -2.583553	(-2.6235601] (0.2711) -4.060874 -3.459397 -3.155786	[-7.9398361] (0.0000) -2.590340 -1.944364 -1.614441	(-7.8961013] (0.0000) -3.503049 -2.893230 -2.583740	(-7.9057321] (0.0000) -4.060874 -3.459397 -3.155786
Return lhse	(-7.521590] (0.0000) -2.590065 -1.944324 -1.614464	(-7.6669131] (0.0000) -3.502738 -2.892879 -2.583553	(-7.7721001] (0.0000) -4.069734 -3.458856 -3.155470	[-12.047591] (0.0000) -2.590622 -1.944404 -1.614417	(-11.979481] (0.0001) -3.503879 -2.893589 -2.583931	(-11.899141] (0.0000) -4.067040 -3.459950 -3.156109

Keterangan:

f 1 Augmented Dieck-Fuller Test Statistic () Probability Test Critical Values:

*1% Level **5% Level ***10% Level

Mackinnon (1996) One-Sided P-Values.

Hasil Tahapan Pembentukan Sistem Persamaan VAR

Koefisien determinasi (*R2 Adjusted*) menunjukkan peran masing-masing variabel dalam menjelaskan pengaruh variabel endogen lainnya. *R2 Adjusted* dari variabel nilai tukar (KURS) adalah 0.168151 artinya 16.8151% perubahan nilai tukar (KURS) dapat dijelaskan oleh variabel dalam model. *Standard error* variabel pada model ini adalah 301.0594 artinya kemungkinan kesalahan variabel dalam model sebagai

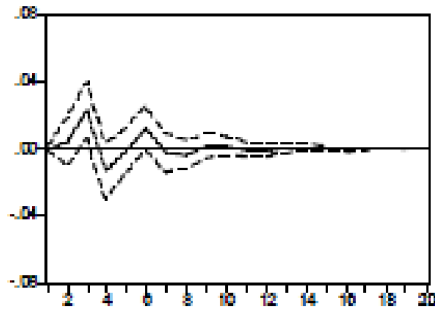
variabel untuk memprediksi perubahan nilai tukar (KURS). *R2 Adjusted* terbesar adalah *R2 Adjusted* dari variabel suku bunga kebijakan moneter (SBI) adalah 0.575872 artinya 57.5872% perubahan SBI dapat dijelaskan oleh variabel dalam model. Standar error variabel pada model ini adalah 0.241835 artinya kemungkinan kesalahan variabel dalam model sebagai variabel untuk memprediksi perubahan suku bunga kebijakan moneter (SBI). *R2 Adjusted* dari variabel laju inflasi (INFLASI) adalah



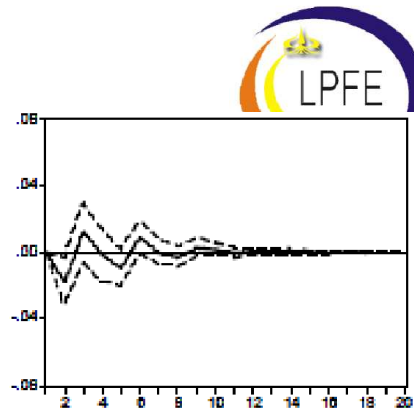
Tabel 2
Uji Kausalitas Granger

V A R Pairwise Granger Cansaliitjnslodc Bxogeasity Wald Tests
Date: **11 / 20 / 11** Time: 23:02 Sample: 20<M:01 2011:10 Included
Obseratum: 91

Dependent variable: DKURS			
Exclude	Chi-sq	df	Prob.
DSBI	2.932342	2	0.2303
DINFLASI	0.606311	2	0.7385
DREIHSG	0.012009	2	0.9940
All	3.243533	6	0.7777
Dependent variable: DSBI			
Exclude	Chi-sq	df	Prob.
DKUES	4.027398	2	0.1335
DINFLASI	10.36183	2	0.0050
DREIHSG	4.698936	2	0.0954
All	12.12393	6	0.0012
Dependent variable: DINFLASI			
Exclude	Chi-sq	df	Prob.
DKUHS	0.071073	2	0.9651
DSBI	9506156	2	0.0071
DREIHSG	1.278302	2	0.5277
All	12.75565	5	0.0455
Dependent variable: DREIHSG			
Exclude	Chi-sq	df	Prob.
DKURS	14.24280	2	0.0008
DSBI	5.079942	3	0.0759
DINFLASI	1.517262	2	0.4633
All	20.08944	6	0.0027

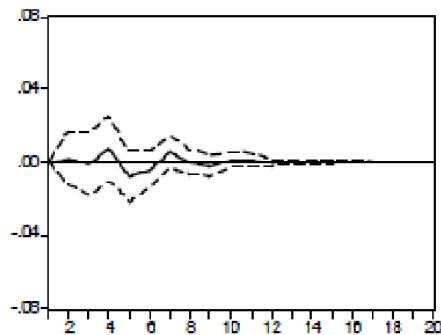


Gambar 2
REISHG To KURS



Gambar 3
Response of DREIHSG to SBI

0.099137 artinya 9.9137% perubahan laju inflasi (INFLASI) dapat dijelaskan oleh variabel dalam model. *Standart error* variabel pada model ini adalah 1.384959 artinya kemungkinan kesalahan variabel dalam model sebagai variabel untuk memprediksi perubahan laju inflasi (INFLASI). *R2 Adjusted* dari variabel *return* pasar IHSG (REIHSG) adalah 0.388320 artinya 38.8320% perubahan REIHSG dapat dijelaskan oleh variabel dalam model. *Standart error* variabel pada model ini adalah 0.066384 artinya kemungkinan kesalahan variabel dalam model sebagai variabel untuk memprediksi perubahan *return* pasar IHSG (REIHSG). Dalam kajian VAR ini digunakan *lag* 3 sesuai dengan LR, FPE dan AIC, karena lebih efisien dan efektif. Efisien karena cukup menggunakan 20 periode waktu yang akan datang, efektif karena tetap dapat menunjukkan dampak perubahan suatu instrumen.



Gambar 4
Response of DRWIHSG to DINFLASI

SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

Berdasarkan pembahasan yang telah diuraikan sebelumnya maka dapat diambil simpulan sebagai berikut:

1. Sesuai dengan uji unit *root test* yang tidak stasioner pada kondisi *level* (tidak terkointegrasi) sehingga tidak dapat menganalisa apakah kebijakan moneter berpengaruh pada jangka panjang.



2. Variabel ekonomi makro tidak berpengaruh secara parsial terhadap *return* pasar IHSG, hanya variabel kurs yang berpengaruh signifikan terhadap *return* pasar IHSG dan dalam mempengaruhinya dibutuhkan *time lag* 1 sampai 3 bulan.
3. Variabel SBI dan Inflasi dalam hal ini saling mempengaruhi secara signifikan dan dalam mempengaruhinya di butuhkan *time lag* 1 sampai 3 bulan.
4. Pada hasil *Impulse Respons* diketahui bahwa *return* pasar IHSG mempunyai respon yang berbeda terhadap setiap variabel. Hanya variabel nilai tukar yang mengalami peningkatan pada awal periode sebelum menuju pada ke seimbangan. Dan ini menunjukkan bahwa respons *return* pasar IHSG memiliki hubungan yang kuat terhadap *shock* nilai tukar.
5. Bila dibandingkan dengan penelitian sebelumnya oleh lestari (2005) dimana menggunakan variabel yang sama yaitu nilai tukar, SBI, inflasi dan *return* saham yang sama yaitu indeks harga saham gabungan (IHSG) hasil yang didapatkan memiliki perbedaan dimana variabel nilai tukar, SBI dan inflasi memiliki hubungan yang signifikan dengan *return* saham baik dalam waktu 1 bulan atau 3 bulan. Berbeda dengan penelitian ini yang memiliki hasil dimana hanya variabel nilai tukar yang mempunyai hubungan yang signifikan dengan *return* saham baik dalam waktu 1 bulan atau 3 bulan.
1. Para investor dan calon investor selain melihat kondisi pasar dan karakteristik emiten saham harus melihat kondisi makroekonomi yang terjadi sekarang atau masa yg akan datang. Terutama variabel nilai tukar yang faktor penentunya tidak hanya perekonomian domestik melainkan internasional. Kurs dan harga saham mempunyai sifat yang sama-sama *volatile* dan tidak ada lembaga penentu yang lebih dominan (lembaga yang mengendalikan) sehingga hubungan timbal balik berlangsung dalam jangka panjang.
2. Bagi penelitian selanjutnya perlu menambah variabel-variabel makro ekonomi lain dan menambah waktu penelitian dan diharapkan hasil yang diperoleh lebih beragam. Dan menggunakan metode lain yang dimungkinkan lebih baik dari metode yang digunakan dalam penelitian ini.
3. Bagi penelitian selanjutnya dapat melakukan pengujian lain antara variabel-variabel makroekonomi dengan *return* saham syariah yang telah dikeluarkan oleh Bursa Efek Indonesia yaitu JII jadi tidak terbatas pada saham non syariah saja.

DAFTAR PUSTAKA

- Athukorala, Premachandra. Menon, Jayant. 1995. *Modelling Manu-factured imports: Methodological Issues with Evidence From Australia*. Centre of Policy Studies/IMPACT Centre



- Working Papers g-112. Monash University, Centre of Policy Studies/IMPACT Centre.
- Aydemir, Oguzhan. 2009. The Relationship between Stock Prices and Exchange Rates Evidence from Turkey. *International Research Journal of Finance and Economics*. ISSN 1450-2887 Issue 23.
- Bank Indonesia. 2004. *Sistem dan Kebijakan Nilai Tukar*. Seri Kebanksentralan No.12. Kantor Bank Indonesia. Jakarta. . (on-line) <http://www.bi.go.id> (di akses pada tanggal 19 November 2011).
- Berry, Leonard A. Valarie, Parasuraman, L. Zeithaml, A. 1998. *Servqual : A Multiple-item Scale for Measuring Consumer Perceptions of Service Quality*. *Journal of Retailing* Vol. 64 No. 1.
- Bodie, W. L., E. O. Garton, E. R. Taylor And M. McCoy. 1995. A Sighting Model For Bighorn Sheep In Canyon Habitats. *Journal Of Wildlife Management* 59:832-840.
- Burmeister, Edwin; Wall, Kent D. (1986). "The arbitrage pricing theory and macroeconomic factor measures". *Financial Review* 21 (1): 1–20 *Bursa Efek Indonesia*. (on-line) <http://www.idx.co.id> (di akses pada tanggal 19 November 2011).
- Dornbusch, Rudiger. Stanley, Fischer. Richard Startz. 2008. *Makro ekonomi*. Edisi 10. McGraw-Hill. New York, AS.
- Dornbusch, Rudiger. 2004. *Makro ekonomi*. Edisi 9. McGraw-Hill. New York, AS.
- Dornbusch, R dan S. Fisher. 1980. *Exchange Rate and Current Account*, *American Economic Review*.
- Elton, Edwin J. Gruber, Martin J. 1995. Modern portfolio theory. *Journal of Banking & Finance* 21 (1997) 1743±1759
- Fischer, Stanley. 1993. *Macroeconomic Factors in Growth*. *Journal of Monetary Economics*.
- Fisher, Irving. 1896. Appreciation and interest. *Publications of the American Economic Association* 11(4) (Jul.): pp. 1-98.
- Geske, R. Roll, R. 1983. *The Fiscal and Monetary Linkage Between Stock Returns and Inflation*. *Journal of Finance*. Page 1-33.
- Gujarati, Damodar. 2003. *Ekonometri Dasar*. Terjemahan: Sumarno Zain. Jakarta: Erlangga. . 1995. *Basic Econometrics*. Alih bahasa Sumarno Zain. *Ekonometrika Dasar*. Penerbit Erlangga. Jakarta.
- H.M, Jogyanto 1994. *Dasar-Dasar Teori Portfolio dan Analisa Sekuritas*, BPFE UGM, Yogyakarta.
- Huberman, Gur. Wang, Zhenyu. 2005. *Arbitrage Pricing Theory*. Working Paper, The Federal Reserve Bank of New York.
- Husnan, Suad. 1998. *Analisis Sekuritas di Pasar Modal Kecil: Pengamatan di Bursa Efek Jakarta*. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia* Vol.9 No. 1.

- Kadarisman. 1996. *Bank Indonesia dan Bapeppam sebagai Regulator Pasar Uang dan Pasar Modal*. Pengembangan Perbankan. Jakarta.
- Karl, E. Case. Ray, C. Fair. 2004. *Prinsip-prinsip Ekonomi Makro*. Edisi Kelima. Penerbit PT. Indeks. Jakarta.
- Kasmir. 2001. *Bank & lembaga keuangan lainnya*. Penerbit Raja Grafindo Persada. Jakarta.
- Lestari, Murti. 2005. *Pengaruh Variabel Makro Terhadap Return Saham Di Bursa Efek Jakarta: Pendekatan Beberapa Model*. SNA VIII Solo, 15 – 16 September 2005.
- Libdeh, Haneen Abu. Harasheh, Murad. 2011. *Testing for correlation and causality relationships between stock prices and macroeconomic variables The case of Palestine Securities Exchange*. International Review of Business Research Papers Vol. 7. No. 5. September 2011. Pp. 141- 154
- Lipsey, R.G. Courant. P.N, Purvis, D.D. Steiner, P.O. 1997. *Pengantar Makroekonomi*. Edisi Kesepuluh. Binarupa Aksara. Jakarta.
- Menon, Jayant. 1995. Exchange Rate Pass-Through. *Journal of Economic Surveys*. Wiley Blackwell vol. 9(2) pages 197-231.
- Mishkin, Frederic S. 2009. *The Economics of Money, Banking and Financial Markets – 97th ed*. Person Addition-Wesley. United State of America.
- Nopirin. 1997. *Ekonomi Moneter*. Buku 1 Edisi Keempat. Cetakan Kelima. BPFEYogyakarta. Yogyakarta.
- Ozbay, Emrah. 2009. *The Relationship between Stock Returns and Macroeconomic Factors: Evidence for Turkey*. MSc. Financial Analysis and Fund Management. Business School, Universtiy Of Exeter.
- Pudyastuti, Enny. 2000. *Analisis Pengaruh Return Pasar, Tingkat Inflasi, Tingkat Suku Bunga Deposito terhadap Return Saham Indivisu Pada Industri Dasar Kimia yang Terdaftar di BEJ Periode 1997-1999*. Tesis. Di Publikasikan.
- Sims, Christopher A. 1980. *Macro economics and reality*. Discussion Paper No. 77-9.
- Stowe, John D. Emery, R Douglas. Finnerty, John D. 2007. *Corporate Financial Management*. Third Edision. Columbia.
- Sunariyah. 2006. *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. Edisi Kelima. UPP STIM YKPN, Yogyakarta.
- Svensson, Lars E. O. 2000. *Open-Economy Inflation Targeting*. NBER Working Papers 6545, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Tandelilin, Eduardus. 1997. *Determinant of Systematic Risk: The Experience of Some Indonesia Common Stock*. Kelola, 16/IV, Hal 101-114
- Thobarry, Ath Achmad. 2009. *Analisis Pengaruh Nilai Tukar, Suku Bunga, Laju Inflasi Dan Pertumbuhan GDP*



Terhadap Indeks Harga Saham Sektor Properti (Kajian Empiris Pada Bursa Efek Indonesia Periode Pengamatan Tahun 2000-2008). Tesis. Di Publikasikan.

Widardjono, Agus. 2007. *Ekonometrika Teori dan Aplikasi Untuk Ekonomi Dan Bisnis*. Edisi Kedua. Penerbit Ekonosia Fakultas Ekonomi UII. Yogyakarta. Yulita, Edwin Arniya. 2009. Pengaruh variabel ekonomi makro terhadap return saham (pada perusahaan properti dan real estate yang listing di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode Agustus 2004 - Juli 2007). Digital library. Universitas Negeri Malang.

