

PENGARUH VARIABEL MONETER TERHADAP INDEKS HARGA SAHAM SEKTOR KEUANGAN DI INDONESIA: *ERROR CORRECTION MODEL*

Florentinus Nugro Hardianto

Dosen Fakultas Ekonomi Universitas Parahyangan

E-mail: flnugroho@gmail.com

Abstract

The aim of this research is to analyse the effect of monetary variables on financial sector composite index in Indonesia by using error correction model for 1997:1-2006:4 period. The result of cointegration test shows that there is a long-run or equilibrium relationship between financial sector composite index and monetary variables such as deposit interest rate, SIBOR interest rate, exchange rate, and economic growth. Both short-term and long-term, financial sector composite index are influenced by exchange rate significantly. Implication of this research is that exchange rate stabilization policy can affect Indonesian capital market growth, especially in financial sector.

Keywords *financial sector composite index, monetary variable, error correction model*

PENDAHULUAN

Banyak faktor yang dapat mempengaruhi fluktuasi pergerakan harga saham di pasar modal. Ada yang berpendapat bahwa volatilitas di dalam pasar finansial sangat sensitif terhadap perubahan-perubahan variabel ekonomi seperti kebijakan moneter dan fiskal, maupun variabel non-ekonomi seperti ketidakstabilan politik bahkan yang sifatnya sekedar rumor (Widarjono, 2005:33). Berbagai faktor demikian berpotensi mengakibatkan fluktuasi yang terjadi pada harga saham di pasar modal. Tidak tertutup kemungkinan, fluktuasi transaksi saham dan saham beredar di pasar modal juga dipengaruhi oleh faktor-faktor seperti tersebut di atas. Hal ini menarik perhatian sejumlah pihak untuk melakukan penelitian lebih lanjut.

Secara empiris, sudah banyak penelitian dilakukan untuk mengetahui berbagai faktor ekonomi dan non-ekonomi yang diduga berhubungan dengan fluktuasi

harga saham. Sejauh yang diketahui, pengembangan riset ini diawali oleh Fama (1965) yang melakukan penelitian mengenai perilaku harga saham di Amerika Serikat termasuk pengaruh variabel ekonomi makro di dalamnya. Setelah itu, muncul riset-riset lain yang terkait, tetapi sudah lebih variatif. Variabel independennya semakin banyak dengan beberapa kombinasi variabel, dan semakin kompleks metode analisisnya.

Namun demikian, dari sejumlah penelitian yang sudah dilakukan, ternyata masih belum cukup memuaskan karena perkembangannya belum merata. Sebagai misal masih terbatasnya riset mengenai hubungan harga saham sektor keuangan dan variabel ekonomi moneter. Selain itu, perkembangan riset serupa paling banyak memfokuskan perhatiannya hanya pada variabel tunggal ekonomi makro-moneter seperti suku bunga atau inflasi, dan paling banyak hanya untuk konteks Amerika Serikat (West dan Warthington, 2003:78).

Sehubungan dengan hal tersebut, penelitian ini merupakan salah satu upaya untuk lebih memperluas riset di bidang pasar modal, lebih khusus lagi pengaruh variabel moneter terhadap pasar modal sektor keuangan yang terjadi di Indonesia. Secara khusus, tujuan penelitiannya sebagai berikut: (1) untuk menganalisis pengaruh perubahan kurs rupiah per dollar AS terhadap perkembangan indeks harga saham sektor keuangan di Indonesia; (2) untuk menganalisis pengaruh perubahan suku bunga domestik terhadap perkembangan indeks harga saham sektor keuangan di Indonesia; (3) untuk menganalisis pengaruh perubahan suku bunga internasional terhadap perkembangan indeks harga saham sektor keuangan di Indonesia; dan (4) untuk menganalisis pengaruh pertumbuhan ekonomi terhadap perkembangan indeks harga saham sektor keuangan di Indonesia.

Selanjutnya dalam artikel ini terbagi dalam lima bagian. Bagian pertama berisi pendahuluan yang mengandung latar belakang, masalah, tujuan, manfaat, dan organisasi penulisan. Kedua berisi tinjauan pustaka yang mencakup landasan teori, riset sebelumnya, dan hipotesis penelitian. Ketiga berisi metode penelitian yang menjelaskan variabel dan data, pengumpulan data, dan analisis data. Keempat menyajikan hasil analisis penelitian yang telah dilakukan dan pembahasannya. Terakhir adalah bagian kelima yang berisi kesimpulan dan implikasi hasil penelitian.

METODE PENELITIAN

Metode analisisnya menggunakan metode kuantitatif, yakni metode analisis yang menggunakan alat analisis kuantitatif. Dalam penelitian ini, alat analisis kuantitatifnya adalah ekonometrika khususnya ekonometrika dinamis, yaitu *error correction model*.

Model *error correction model* yang dipakai adalah Engle Granger *Error*

Correction Model (EG-ECM). Model EG-ECM diperkenalkan oleh Engle dan Granger (1987). Penjelasan lebih lanjut mengenai EG-ECM ini juga dikemukakan oleh Thomas (1997). EG-ECM mengasumsikan adanya keseimbangan (*equilibrium*) dalam jangka panjang antara variabel-variabel ekonomi. Dalam jangka pendek, bila pada suatu periode terdapat ketidakseimbangan (*disequilibrium*), maka pada periode berikutnya dalam rentang waktu tertentu akan terjadi proses koreksi kesalahan sehingga kembali kepada posisi keseimbangan. Proses koreksi kesalahan ini dapat diartikan sebagai penyelaras perilaku jangka pendek yang berpotensi mengalami ketidakseimbangan ke arah perilaku jangka panjang yang merepresentasikan kondisi keseimbangan.

Pembentukan EG-ECM selengkapnya melalui tahap-tahap berikut ini. Diawali dari pengembangan model persamaan awal (1) yang menggambarkan hubungan keseimbangan dalam jangka panjang sesuai teori yang berlaku, yakni:

$$\begin{aligned}
 INKU_t = & \alpha_0 + \alpha_1 GROWTH_t + \alpha_2 DEPO_t \\
 & + \alpha_3 SIBOR_t + \alpha_4 KURS_t \\
 & + e_t \dots\dots\dots (1)
 \end{aligned}$$

Jika variabel INKU berada pada titik keseimbangan terhadap variabel independennya, maka hubungan keseimbangan antara variabel dependen dan independennya seperti persamaan (1) terpenuhi. Namun pada umumnya, keseimbangan tersebut sulit tercapai dan justru ketidakseimbangan yang sering muncul dalam jangka pendek. Ketidakseimbangan ini digambarkan dengan nilai *error correction term* (ECT) yang dirumuskan sebagai berikut:

$$ECT_t = INKU_t - \alpha_0 - \alpha_1 GROWTH_t - \alpha_2 DEPO_t - \alpha_3 SIBOR_t - \alpha_4 KURS_t$$

ECT_t ini disebut sebagai kesalahan ketidakseimbangan (*disequilibrium error*).

Selanjutnya untuk mengetahui secara empiris hubungan antara variabel harga saham sektor keuangan dan variabel-variabel ekonomi moneter, peneliti tidak

dapat mendeteksi nilai keseimbangan secara langsung. Peneliti hanya dapat melakukannya dengan mengestimasi hubungan jangka pendek dengan memasukkan unsur kelambanan sehingga model persamaannya menjadi:

$$\begin{aligned} \text{INKU}_t = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{GROWTH}_t + \alpha_2 \text{DEPO}_t \\ & + \alpha_3 \text{SIBOR}_t + \alpha_4 \text{KURS}_t \\ & + \alpha_5 \text{GROWTH}_{t-1} + \alpha_6 \text{DEPO}_{t-1} \\ & + \alpha_7 \text{SIBOR}_{t-1} + \alpha_8 \text{KURS}_{t-1} \\ & + \alpha_9 \text{INKU}_{t-1} + e_t \dots \dots \dots (2) \end{aligned}$$

Persoalan utama dalam mengestimasi persamaan (2) adalah jika data ternyata tidak stasioner pada tingkat level. Untuk mengatasinya, persamaan (2) perlu dimanipulasi.

Setelah melalui manipulasi persamaan dan parameterisasi ulang, model EG-ECM yang akan diestimasi adalah sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{DINKU}_t = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{DGROWTH}_t + \alpha_2 \text{DDEPO}_t \\ & + \alpha_3 \text{DSIBOR}_t + \alpha_4 \text{DKURS}_t - \\ & \text{ECT}_{t-1} + e_t \dots \dots \dots (3) \end{aligned}$$

dimana:

$$\text{DINKU}_t = \text{INKU}_t - \text{INKU}_{t-1} \text{ (diferensi pertama indeks harga saham sektor keuangan)}$$

$$\text{DKURS}_t = \text{KURS}_t - \text{KURS}_{t-1} \text{ (diferensi pertama kurs rupiah per dollar AS)}$$

$$\text{DSIBOR}_t = \text{SIBOR}_t - \text{SIBOR}_{t-1} \text{ (diferensi pertama suku bunga SIBOR 3 bulan)}$$

$$\text{DDEPO}_t = \text{DEPO}_t - \text{DEPO}_{t-1} \text{ (diferensi pertama suku bunga deposito bank umum 3 bulan)}$$

$$\text{DGROWTH}_t = \alpha_4 \text{GROWTH}_t - \alpha_4 \text{GROWTH}_{t-1} \text{ (diferensi pertama pertumbuhan ekonomi)}$$

$$\begin{aligned} \text{ECT}_{t-1} = & \text{Error-Correction Term pada } t-1 = \\ & \text{INKU}_{t-1} - \delta_1 \text{GROWTH}_{t-1} \\ & - \alpha_2 \text{DEPO}_{t-1} - \alpha_3 \text{SIBOR}_{t-1} \\ & - \alpha_4 \text{KURS}_{t-1} \end{aligned}$$

e_t = residual

Persamaan (3) di atas menjelaskan bahwa perubahan variabel indeks harga saham sektor keuangan (DINKU) dipengaruhi oleh perubahan variabel kurs rupiah per dollar

AS (DKURS), suku bunga deposito bank umum 3 bulan (DEPO), suku bunga SIBOR 3 bulan (DSIBOR), pertumbuhan ekonomi (GROWTH), dan *error-correction term* (ECT). Model persamaan tersebut hanya dapat diestimasi jika variabel-variabel di dalamnya terkointegrasi pada derajat integrasi yang sama. Karena itu, sebelum mengestimasi persamaan EG-ECM, terlebih dahulu dilakukan pengujian derajat integrasi dan kointegrasi.

Penelitian ini akan menggunakan lima variabel, yakni satu variabel dependen dan empat variabel independen. Variabel dependennya adalah indeks harga saham sektor keuangan dengan definisi operasionalnya indeks harga saham sektor keuangan di Bursa Efek Jakarta (INKU). Kemudian, keempat variabel independennya adalah tingkat kurs dengan definisi operasionalnya kurs rupiah per dolar AS (KURS), suku bunga domestik dengan definisi operasionalnya suku bunga deposito bank umum 3 bulan (DEPO), suku bunga internasional dengan definisi operasionalnya suku bunga SIBOR 3 bulan (SIBOR), dan pertumbuhan ekonomi dengan definisi operasionalnya pertumbuhan GDP riil (GROWTH).

Data yang digunakan dalam penelitian memiliki sejumlah karakteristik. Pertama, data penelitian bersifat kuantitatif karena berwujud angka. Kedua, data penelitian juga bersifat runtun waktu (*time-series*) dari tahun 1997:1 hingga tahun 2006:4. Untuk kebutuhan penelitian, data tersebut akan dibentuk menjadi data tiga bulanan (triwulanan) sehingga terdapat 40 data (= 10 tahun x 4 triwulan). Kemudian karakteristik yang ketiga, data penelitian diambil dari laporan publikasi lembaga terkait (Bank Indonesia, BPS, BEJ) sehingga sifatnya sekunder.

PEMBAHASAN HASIL

Dari hasil pengumpulan data, perkembangan variabel penelitian sepanjang

periode penelitian dapat dilihat secara detail pada Tabel 1 dan Grafik 1 sampai Grafik 5. Berikut ini perkembangan variabel penelitian secara umum. Dilihat dari rata-ratanya, indeks harga saham sektor keuangan rata-rata 82,86 dengan nilai tertinggi 198,40 dan terendah 31,75. Derajat penyimpangan (deviasi) relatif cukup besar, yakni 45,82 melebihi setengah dari nilai rata-ratanya. Kemudian, tingkat pertumbuhan ekonomi memiliki rata-rata 2,46% dengan tingkat pertumbuhan tertinggi sebesar 8,46 dan terendah -18,26%. Tingkat penyimpangan melebihi rata-ratanya, yakni sebesar 5,91.

Untuk suku bunga deposito bank umum 3 bulan, rata-ratanya 16,49% dengan tingkat bunga tertinggi sebesar 49,23% dan terendah 6,11%. Berikutnya, suku bunga SIBOR 3 bulan bergerak dengan rata-rata 4,04% dengan suku bunga tertinggi 6,78% dan terendah 1,12%. Selanjutnya, tingkat kurs rupiah per dolar AS berfluktuasi pada rata-rata Rp 8.626 per dolar AS dengan tingkat apresiasi tertinggi sebesar Rp 2.419 per dolar AS dan depresiasi tertinggi sebesar Rp 14.900 per dolar AS. Perkembangan tersebut berada dalam 40 pengamatan dari tahun 1997:1 sampai 2006:4.

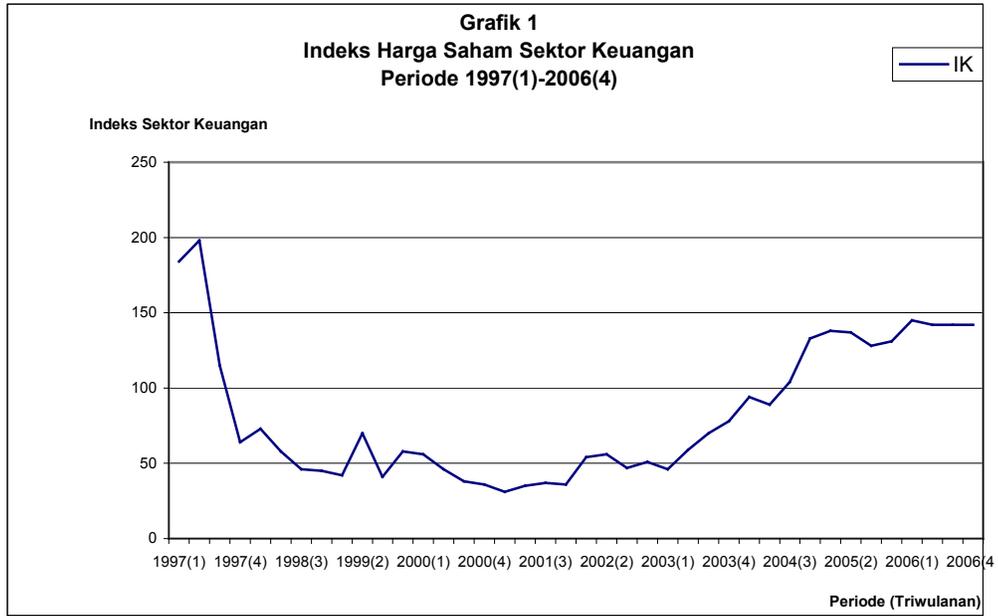
Tabel 1: Statistik Deskriptif Variabel Penelitian
Periode 1997:1-2006:4

Variabel Statistik Deskriptif	INKU (satuan)	GROWTH (%)	DEPO (%)	SIBOR (%)	KURS (Rp/US\$)
Mean	82.86923	2.469750	16.49600	4.044250	8626.700
Median	61.80500	3.990000	13.09500	4.945000	8977.500
Maximum	198.4000	8.460000	49.23000	6.780000	14900.00
Minimum	31.75000	-18.26000	6.110000	1.120000	2419.000
Std. Dev.	45.82788	5.911641	10.66717	1.925334	2258.462
Skewness	0.825736	-2.430544	1.717541	-0.312836	-0.902525
Kurtosis	2.517122	8.067155	5.352371	1.535080	5.758447
Jarque-Bera	4.934219	82.17706	28.88905	4.229094	18.11206
Probability	0.084830	0.000000	0.000001	0.120688	0.000117
Observations	40	40	40	40	40

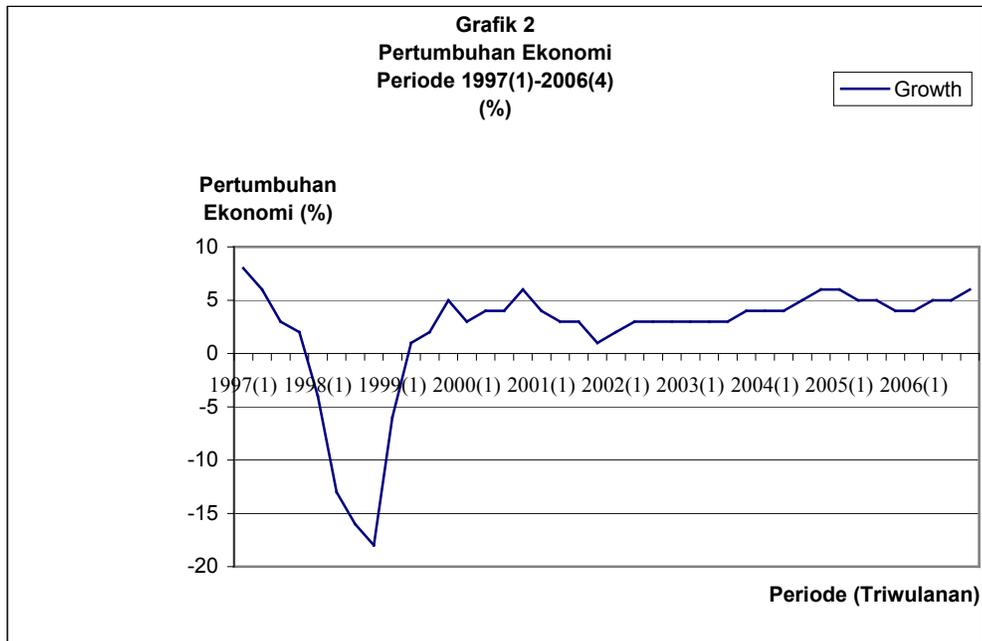
Sumber: Hasil Analisis Data

Keterangan:

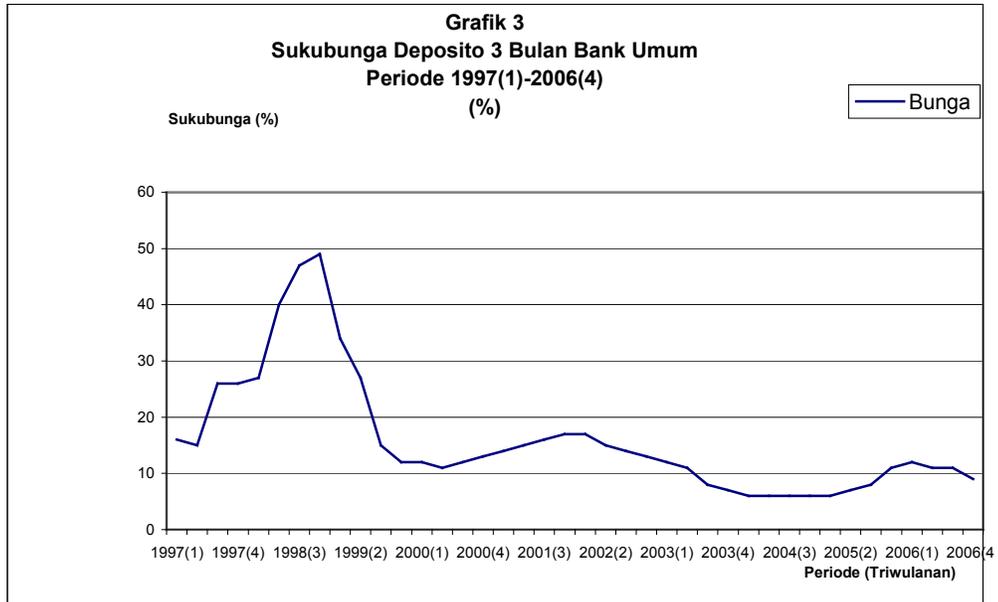
- INKU : Indeks harga saham sektor keuangan
- GROWTH : Pertumbuhan ekonomi
- DEPO : Suku bunga deposito 3 bulan bank umum
- SIBOR : Suku bunga SIBOR 3 bulan
- KURS : Kurs rupiah (Rp) per dolar Amerika Serikat (US\$)



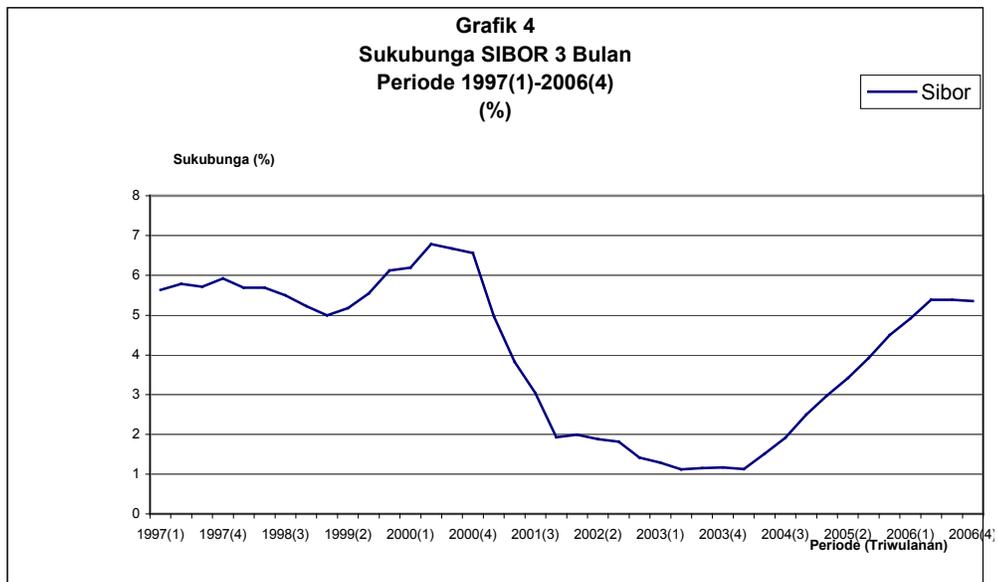
Sumber: Hasil Analisis Data



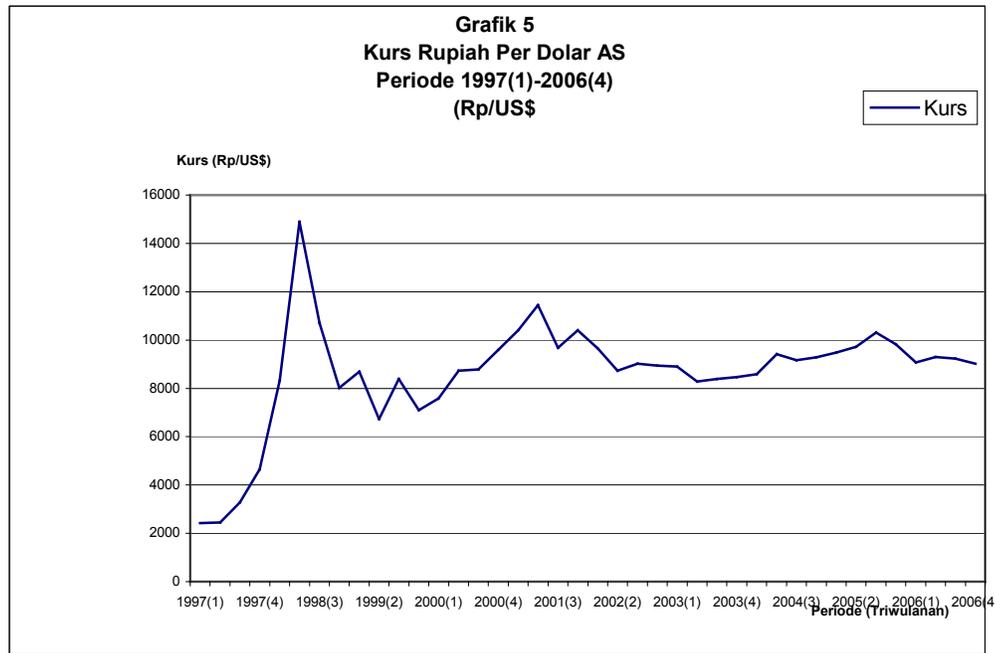
Sumber: Hasil Analisis Data



Sumber: Hasil Analisis Data



Sumber: Hasil Analisis Data



Sumber: Hasil Analisis Data

Hasil uji stasioneritas menunjukkan bahwa semua variabel tidak stasioner pada bentuk level karena baik pada uji ADF maupun uji PP, nilai absolut statistik ADF dan PP lebih kecil daripada nilai absolut kritisnya masing-masing pada tingkat signifikansi 5%. Selanjutnya dilakukan uji stasioneritas terhadap variabel penelitian dalam bentuk diferensi pertama. Hasilnya menunjukkan semua variabel ternyata stasioner dalam bentuk diferensi pertama. Ini dilihat dari nilai absolut statistik ADF dan PP yang lebih besar daripada nilai absolut kritisnya masing-masing pada tingkat signifikansi 5%. Karena itu dapat dikatakan bahwa variabel-variabel penelitian terintegrasi pada derajat yang sama, yakni derajat satu.

Selanjutnya, hasil uji kointegrasi menunjukkan adanya hubungan kointegrasi pada model persamaan awal penelitian. Hal ini dapat diketahui dari uji stasioneritas

terhadap residual yang diperoleh dari hasil estimasi model persamaan awal, yakni persamaan (1). Uji stasioneritas tersebut menunjukkan bahwa nilai absolut statistik ADF dan PP lebih besar daripada nilai absolut kritisnya masing-masing pada tingkat signifikansi 5%. Dengan adanya hubungan kointegrasi, itu berarti bahwa model persamaan awal merupakan model persamaan kointegrasi atau persamaan jangka panjang/keseimbangan.

Setelah melakukan uji stasioneritas dan uji kointegrasi, penelitian ini berlanjut dengan membentuk model koreksi kesalahan dengan tujuan mendapatkan model estimasi yang berguna untuk mengetahui perilaku hubungan jangka pendek termasuk penyesuaian koreksi kesalahan sebagai reaksi adanya ketidakseimbangan. Pembentukan model koreksi kesalahan dalam penelitian ini didasarkan pada EG-ECM yang dikembangkan oleh Robert F. Engle dan C.W.J.

Granger (1987). Hasil EG-ECM yang terbentuk adalah model persamaan seperti pada persamaan (3) di atas.

Selanjutnya model persamaan EG-ECM tersebut diestimasi dengan metode OLS. Hasil estimasi EG-ECM dapat dikemukakan seperti berikut ini. Dalam jangka pendek, variabel independen yang berpengaruh signifikan terhadap indeks harga saham sektor keuangan (DINKU) adalah kurs rupiah per dolar AS (DKURS) dan variabel *error correction term* (ECT) pada tingkat signifikansi 5%, dan memiliki tanda sesuai dengan yang diharapkan. Peningkatan (apresiasi) 1 satuan variabel kurs rupiah per dolar AS akan cenderung menurunkan indeks harga saham gabungan sektor keuangan sekitar 0,44 % satuan dengan anggapan variabel independen lainnya tetap. Sebaliknya dalam jangka pendek, variabel pertumbuhan ekonomi (DGROWTH), suku bunga deposito bank umum 3 bulan (DDEPO), dan suku bunga SIBOR (DSIBOR) tidak berpengaruh signifikan.

Estimasi persamaan EG-ECM adalah sebagai berikut

$$\begin{aligned} \text{DINKU}_t = & -38.2592_t - 1.1833 \text{DGROWTH}_t \\ & (-2.705) \quad (-0.682) \\ & - 2.1638 \text{DDEPO}_t + 5.8640 \text{DSIBOR} \\ & (-1.855) \quad (0.906) \\ & - 0.0044 \text{DKURS}_t^* - 0.0044 \text{ECT}_{t-1}^* \\ & (-2.084) \quad (-2.783) \end{aligned}$$

*signifikan pada =5%
(standard error)

Kemudian, variabel ECT juga berpengaruh signifikan pada tingkat signifikansi 5%, dan memiliki tanda negatif. Signifikannya variabel ECT memperkuat bukti adanya hubungan kointegrasi atau hubungan jangka panjang/keseimbangan antara variabel independen dan dependen-

nya. Selain itu, signifikansi variabel ECT juga berarti bahwa model empiris yang digunakan dalam penelitian memiliki spesifikasi model yang valid sehingga hasil estimasi EG-ECM dapat digunakan untuk melihat pengaruh variabel-variabel ekonomi moneter tersebut terhadap indeks harga saham sektor keuangan selama periode penelitian. Dari hasil estimasi diketahui besarnya nilai absolut koefisien variabel ECT sebesar 0,0044 yang menjelaskan bahwa sekitar 0,44 % ketidaksesuaian antara nilai aktual indeks harga saham sektor keuangan dalam jangka pendek dan nilai keseimbangan indeks harga saham sektor keuangan dalam jangka panjang akan dikoreksi pada setiap kuartalnya.

Selanjutnya, hasil estimasi di atas diuji apakah sudah memenuhi asumsi klasik. Hasil uji menunjukkan bahwa semua uji telah lolos dari asumsi klasik kecuali untuk uji linieritas. Dengan Jarque-Bera Test (J-B Test) diketahui bahwa nilai JB hitung lebih kecil daripada nilai *chi-square*-tabel yang berarti bahwa residual hasil estimasi berdistribusi normal. Berikutnya, uji non-autokorelasi dengan Serial Correlation Lagrange Multiplier Test (LM Test) yang hasilnya ternyata nilai *chi-square* hitung lebih kecil daripada nilai *chi-square*-tabel sehingga lolos dari masalah autokorelasi. Lalu diteruskan dengan uji homokedastisitas dengan White Test, dan dihasilkan nilai *chi-square* hitung lebih kecil daripada nilai *chi-square*-tabel yang mengindikasikan terpenuhinya asumsi homokedastisitas. Uji asumsi klasik lain yang juga penting adalah uji non-multikolinieritas dengan cara membandingkan nilai R^2 regresi antar-variabel independen dengan R^2 model EG-ECM (Metode Farrar dan Glauber). Hasil cara ini menunjukkan hampir semua nilai R^2 model EG-ECM lebih besar daripada nilainya untuk regresi antar-variabel independen sehingga dapat diduga tidak terdapat masalah multikolinieritas sempurna.

Sekarang tibalah saatnya menganalisa hubungan jangka panjang antara variabel-variabel ekonomi moneter dan indeks harga saham gabungan sektor keuangan. Hubungan jangka panjang ini dapat diperoleh dengan mengestimasi model persamaan jangka panjang yang tidak lain adalah model persamaan kointegrasi, yakni persamaan (1) seperti ditunjukkan pada bagian atas. Hasil estimasi terhadap model persamaan tersebut menunjukkan bahwa hanya variabel kurs rupiah per dolar AS yang berpengaruh signifikan terhadap perubahan indeks harga saham gabungan sektor keuangan. Di sisi lain, variabel pertumbuhan ekonomi, suku bunga deposito bank umum 3 bulan, dan suku bunga SIBOR 3 bulan ternyata tidak berpengaruh signifikan terhadap perubahan indeks harga saham gabungan sektor keuangan. Secara serempak atas dasar uji F diketahui bahwa variabel-variabel independennya berpengaruh signifikan terhadap dependennya. Dengan hasil analisis ini dapat dikatakan bahwa indeks harga saham gabungan sektor keuangan tidak cukup responsif terhadap perubahan yang terjadi pada variabel ekonomi moneter di Indonesia dalam konteks ini terutama variabel pertumbuhan ekonomi, suku bunga deposito bank umum 3 bulan, dan suku bunga SIBOR 3 bulan.

Estimasi persamaan kointegrasi adalah sebagai berikut

$$\begin{aligned} \text{INKU}_t = & 206.0113 - 3.6806\text{GROWTH}_t \\ & (2.722) \quad (-0.839) \\ & - 3.8970\text{DEPO}_t + 7.2677\text{SIBOR}_t \\ & (-1.592) \quad (1.564) \\ & - 0.0088\text{KURS}_t^* \\ & (-2.023) \end{aligned}$$

*signifikan pada $\alpha=5\%$
(standard error)

PENUTUP

Dari hasil analisis yang telah dilakukan kemudian diambil sejumlah kesimpulan sesuai tujuan awal penelitian.

Kesimpulan yang dapat diperoleh dapat dikemukakan seperti berikut ini. Pertama, hasil uji kointegrasi menunjukkan bahwa ada hubungan kointegrasi jangka panjang atau hubungan keseimbangan antara pergerakan harga saham sektor keuangan di Indonesia dan variabel ekonomi moneter, yakni pertumbuhan ekonomi, suku bunga deposito bank umum 3 bulan, suku bunga SIBOR 3 bulan, dan kurs rupiah per dolar AS. Kedua, dengan menggunakan *Engle-Granger Error Correction Model* diketahui bahwa dalam jangka pendek, pergerakan indeks harga saham sektor keuangan dipengaruhi secara signifikan oleh perubahan kurs rupiah per dolar AS dan *error correction term*. Selanjutnya, dari hasil estimasi EG-ECM diketahui besarnya nilai absolut koefisien variabel ECT_{t-1} sebesar 0,0044 yang menjelaskan bahwa sekitar 0,44 % ketidaksesuaian antara nilai aktual indeks harga saham sektor keuangan dalam jangka pendek dan nilai keseimbangannya dalam jangka panjang akan dikoreksi pada setiap kuartalnya. Kemudian dalam jangka panjang, pergerakan indeks harga saham sektor keuangan di Indonesia dipengaruhi secara signifikan oleh perubahan kurs rupiah per dolar AS.

Berdasarkan hasil penelitian di atas, setidaknya ada dua implikasi yang dapat dikemukakan. Implikasi pertama adalah bahwa variabel ekonomi moneter sebaiknya menjadi perhatian kalangan industri pasar modal di sektor keuangan agar dapat lebih memahami dengan tepat dinamika harga saham sektor keuangan di Indonesia. Keputusan mengenai strategi alokasi portofolio di pasar sektor keuangan hendaknya juga mempertimbangkan pengaruh variabel moneter tersebut terutama kurs rupiah per dolar AS yang berpengaruh signifikan baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang.

Implikasi lain dari hasil riset ini adalah bahwa upaya stabilisasi nilai kurs

rupiah per dolar AS yang dilakukan pemerintah terutama bank sentral secara tidak langsung dapat mempengaruhi perkembangan pasar modal sektor keuangan. Ini berkaitan dengan pengaruh signifikan variabel kurs rupiah per dolar AS terhadap

indeks harga saham gabungan sektor keuangan. Keberhasilan pemerintah dalam menjaga stabilitas menguatnya kurs rupiah per dolar AS akan dapat mendorong perkembangan pasar modal di sektor keuangan.

DAFTAR PUSTAKA

- Aquino, R.Q. (2005). "Exchange Rate Risk and Phillipine Stock Returns: Before and After The Asian Financial Crisis". *Applied Financial Economics*, Vol.15, Issue 11.
- Arshanapali, B., dan Doukas, J. (1993). "International Stock Market Linkages: Evidence from the Pre- and Post-October 1987". *Journal of Banking and Finance*, Vol. 17.
- Beltratti, A., dan Morana, C. (2006). "Breaks and Persistency: Macroeconomic Causes of Stock Market Volatility". *Journal of Econometric*, Vol.131.
- Chauduri, K., dan Smiles, S. (2004). "Stock Market and Aggregate Economic Activity: Evidence from Australia". *Applied Financial Economics*, 14.
- Chen, N. F., Roll, R., dan Ross, S. (1986). "Economic Forces and the Stock Market". *Journal of Business*, Vol. 59(3).
- Dritsaki, M. (2005). "Linkage Between Stock Market and Macroeconomic Fundamentals: Case Study of Athens Stock Exchange". *Journal of Financial Management and Analysis*, 18(1).
- Dwyer, G. P., dan Hafer, R.W.. (1988). "Are National Stock Markets Linked?". *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review*, Vol. 70(6).
- Eun, C., dan Shim, S. (1989). "International Transmission of Stock Market Movements". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 24.
- Engle, R.F., dan Granger C.W.J. (1987). "Co -Integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing". *Econometrica*, Vol.55.
- Ewing, B.T. (2002). "Macroeconomic News and The Returns of Financial Companies". *Managerial and Decision Economic*.
- Ewing, B.T., dan Payne, J.E. (2005). "The Response of Real Estate Investment Trust Returns to Macroeconomic Shocks". *Journal of Business Research*, Vol.58, Issue 3.
- Fama, E. F. (1981). "Stock Returns, Real Activity, Inflation and Money". *The American Economic Review*, Vol. 71.
- Fama, E. F. (1990). "Stock Returns, Expected Returns and Real Activity". *Journal of Finance*, Vol. 45.
- Fama, E.F. (1965). "The Behavior of Stock-Market Prices". *The Journal of Business*, Vol.38, Issue 1.
- Granger, C.W.J. (1986). "Development in the Study of Cointegrated Economic Variables". *Oxford Buletin of Economics and Statistics*, Vol. 48.

- Harianto, F. dan Sudomo, S. (1998). *Perangkat dan Teknik Analisis Investasi di Pasar Modal Indonesia*. Jakarta: PT Bursa Efek Jakarta.
- Haugen, R.A. (1997). *Modern Investment Theory*, 4th edition. USA: Prentice-Hall, Inc.
- Hardouvelis, G.A. (1987), "Macroeconomic Information and Stock Prices". *Journal of Economics and Business*, Vol. 39.
- Ibrahim, M.H. (2003), "Macroeconomic Forces and Capital Market Integration", *Journal of The Asia Pasific Economy*, 8(1).
- Jeon, B. N., dan Chiang, T.C. (1991). "A System of Stock Prices in World Stock Exchanges: Common Stochastic Trend for 1975-1990?". *Journal of Economics and Business*, Vol. 43.
- Johansen, S., dan Juselius, K(1990). "Maximum Likelihood Estimation and Inteferece on Cointegration with Application to the Demand for Money". *Oxford Buletin of Economics and Statistics*, Vol. 52.
- Kasa, K. (1992). "Common Stochastic Trends in International Stock Markets". *Journal of Monetary Economics*, Vol. 29.
- Kia, A. (2003). "Forward-Looking Agents and Macroeconomic Determinants of The Equity Price in A Small Open Economy". *Applied Financial Economics*, 13.
- Kirbas-Kasman, S. (2006). "Is There A Relationship Between Stock Prices and Macroeconomic Variables?". *Iktisat Isletme ve Finans*, Vol.21, No.238.
- Kwon, C. S. dan Shin, T.S. (1999), "Cointegration and Causality between Macroeconomic Variables and Stock Market Returns". *Global Finance Journal* 10(1).
- Malliaris, A. G., dan Urrutia, J.L. (1992). "The International Crash of October 1987: Causality Test". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 22.
- Maysami, R. C., dan Kho, T.S. (2000). "A Vector Error Correction Model of the Singapore Stock Market". *International Review of Economics and Finance*, Vol. 9.
- Mukherjee, T. K., dan Naka, A. (1995). "Dynamic Relation between Macroeconomic Variables and Japanese Stock Market: An Application of a Vector ErrorCorrection Model". *The Journal of Financial Research*, Vol. 18(2).
- Panton, D. B., Lessig, V.P., dan Joy, O.M. (1976). "Co-movements of International Equity Markets: A Taxonomic Approach". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 11.
- Payne, J.E. (2003). "Shocks to Macroeconomic State Variables and The Risk Premium of REITs". *Applied Economics Letter*, 10.
- Ripley, D. (1973). "Systematic Element in the Linkage of National Stock Market Indices". *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 15.
- Tandelilin, E. (2001). *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*, Edisi Pertama, Cetakan Pertama. Yogyakarta: PT BPF.

- Thomas, R.L., (1997), *Modern Econometrics (An Introduction)*, England: Addison Wesley Longman.
- Twerefou, D.K., dan Nimo, M.K. (2005). “The Impact of Macroeconomic Risk on Asset Prices in Ghana, 1997-2002”. *African Development Review*, Vol.17, Issue1.
- Verma, R, dan Ozuna, T. (2005). “Are Emerging Equity Markets Responsive to Cross-Country Macroeconomic Movements?: Evidence from Latin America”. *Journal of International Financial Markets, Institution & Money*”, Vol.15.
- Widarjono, A. (2005), *Ekonometrika: Teori dan Aplikasi Untuk Ekonomi dan Bisnis*, Edisi Pertama, Cetakan I. Yogyakarta: Penerbit Ekonisia.
- Wu, Y. (2001). “Exchange Rates, Stock Prices, and Money Markets: Evidence from Singapore”. *Journal of Asian Economics*, 12.
- Wu, C., dan Su, Y. (1998). “Dynamic Relation among International Stock Markets”. *International Review of Economics and Finance*, Vol. 7.