

KATA PENGANTAR

Kegiatan penelitian ini merupakan kegiatan penelitian kerja sama antara Bursa Efek Jakarta dengan Fakultas Ekonomi Unpad dengan judul “Kontribusi/Peranan Pasar Modal Terhadap Perekonomian Indonesia” yang dilakukan bertujuan untuk mengetahui peran pasar modal didalam mendorong perekonomian Indonesia selama periode 1996 hingga 2006 dalam bentuk data kwartalan.

Penelitian ini melibatkan seluruh emiten dari berbagai sektor yang terdapat dalam bursa efek Jakarta. Dari hasil penelitian ini diharapkan dapat berguna bagi Bursa Efek Jakarta Khususnya di dalam mendorong perannya di dalam mendorong sektor riil dan keuangan sehingga memacu pertumbuhan ekonomi. Bagi Fakultas Ekonomi Unpad, penelitian ini merupakan wahana untuk melakukan studi empiris mengenai pasar modal dalam kaitannya dengan sektor riil.

Bandung, 31 Desember 2006

Tim Peneliti

**PERANAN PASAR MODAL TERHADAP
PEREKONOMIAN INDONESIA
Studi Kasus di Bursa Efek Jakarta**

Tim Peneliti BEJ dan Fakultas Ekonomi Universitas Padjadjaran

**BAB I.
PENDAHULUAN**

1.1. LATAR BELAKANG

Dewasa ini modal telah menjadi komponen yang tidak dapat dipisahkan dari aktivitas pembangunan ekonomi. Negara maju dan berkembang memerlukan komponen modal sebagai salah satu elemen penting untuk pembangunan. Namun bagi negara berkembang, kecukupan dana cenderung menjadi masalah. Dalam melakukan ekspansi, perusahaan memerlukan tambahan dana. Umumnya tambahan dana tersebut didapat melalui pinjaman kredit pada sektor perbankan. Namun pinjaman kredit tersebut tidak dapat diandalkan secara terus menerus, hal ini dikarenakan adanya batasan *debt to equity ratio*. Untuk itu terdapat alternatif lain bagi perusahaan untuk mendapatkan dana, yaitu melalui pasar modal (*capital market*). Perusahaan dapat menerbitkan dan menjual sekuritas pasar modal untuk menjaring dana yang berada di masyarakat.

Pasar modal memiliki peran besar bagi perekonomian suatu negara karena pasar modal memiliki dua fungsi sekaligus, yaitu fungsi ekonomi dan fungsi keuangan. Pasar modal dikatakan memiliki fungsi ekonomi karena pasar menyediakan fasilitas atau wahana yang mempertemukan dua kepentingan yaitu pihak yang memiliki kelebihan dana (*investor*) dan pihak yang memerlukan dana (*issuer*). Dengan adanya pasar modal maka pihak yang memiliki kelebihan dana dapat menginvestasikan dana tersebut dengan harapan memperoleh imbalan (*return*) berupa dividen, sedangkan pihak issuer (dalam hal ini perusahaan) dapat memanfaatkan dana tersebut untuk kepentingan investasi tanpa harus menunggu tersedianya dana dari kegiatan operasi perusahaan. Pasar modal dikatakan memiliki fungsi keuangan,

karena pasar modal memberikan kemungkinan dan kesempatan memperoleh imbalan (*return*) bagi pemilik dana, sesuai dengan karakteristik investasi yang dipilih.

Kegiatan pasar modal di Indonesia dimulai pertama kali pada tahun 1977. Ketika itu PT. Semen Cibinong pertama kali menerbitkan sahamnya di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Kemudian jumlah perusahaan yang menerbitkan saham di BEJ terus mengalami peningkatan, walaupun pada rentang waktu tahun 1983 hingga 1988 sempat mengalami stagnasi, kemudian pada tahun 1989 jumlah perusahaan yang ikut serta dalam aktivitas BEJ kembali meningkat. Terdapat beberapa hal yang menyebabkan peningkatan tersebut, diantaranya adalah kebijakan BAPEPAM untuk tidak lagi ikut campur dalam pembentukan harga di pasar perdana (*primary market*), penghapusan batasan perubahan harga sebesar 4% yang dikemudian hari mendorong motif spekulasi dalam pasar modal, serta diizinkan investor asing untuk membeli sekuritas di BEJ.

Aktivitas di pasar modal pun tidak dapat dipisahkan dari aktivitas ekonomi makro di suatu negara. Pada periode 1987 hingga 1995, Indonesia memiliki rata-rata pertumbuhan ekonomi sebesar 6,6% dan pada periode 1990 hingga 1996, pasar modal di Indonesia telah mengalami pertumbuhan sebesar 816,38% (Wongbangpo & Sharma, 2002). Pertumbuhan pasar modal yang seiring dengan pertumbuhan ekonomi telah membuat investor asing tertarik untuk menanamkan modalnya dalam pasar modal di Indonesia. Kondisi ini menunjukkan bahwa terdapat kemungkinan adanya hubungan antara kondisi perekonomian dengan pasar modal.

Pertanyaan selanjutnya timbul mengenai hubungan antara kegiatan ekonomi Indonesia yang ditunjukkan oleh Pendapatan Indonesia Bruto (PNB) dengan harga saham di Bursa Efek Jakarta. Kondisi perekonomian atau kondisi makro ekonomi tidak saja diwakili oleh indikator PNB, tetapi juga terdapat indikator lain seperti tingkat bunga, nilai tukar, jumlah uang beredar, kinerja industri, dan indikator lainnya. Fama (1981) menemukan hubungan kuat antara harga saham di Amerika Serikat dengan variabel makro ekonomi seperti pengeluaran kapital, PNB, jumlah uang beredar, nilai lag tingkat suku bunga dan inflasi. Wongbangpo dan Sharma (2002) menemukan hubungan kuat antara harga saham di ASEAN dengan variabel-variabel makro ekonomi yang terpilih, seperti PNB, tingkat suku bunga, jumlah uang beredar, nilai tukar mata uang, indeks harga konsumen. Chen, Roll dan

Ross (1986) menganalisis pengaruh variabel makro ekonomi terhadap hasil pasar modal di Amerika Serikat.

Dalam kaitan ini maka Bursa Efek Jakarta harus mengetahui dengan jelas mengenai kontribusi kegiatan pasar modal terhadap perkembangan perekonomian Indonesia sehingga pasar modal benar-benar memiliki kontribusi yang signifikan terhadap penciptaan perekonomian Indonesia yang kuat.

TUJUAN PENELITIAN

Untuk mengetahui pengaruh kondisi pasar modal terhadap perekonomian Indonesia, maka secara rinci tujuan dari penelitian ini adalah:

- a. Melakukan analisis signifikansi pengaruh pasar modal terhadap pertumbuhan ekonomi Indonesia.
- b. Melakukan analisis signifikansi pengaruh pertumbuhan ekonomi terhadap pasar modal .
- c. Menentukan besaran elastisitas hubungan antara pergerakan pasar modal dengan pertumbuhan ekonomi Indonesia.

MANFAAT STUDI

Hasil studi ini akan sangat bermanfaat bagi Bursa Efek Jakarta dalam mengevaluasi dampak perubahan kondisi pasar modal terhadap kondisi perekonomian Indonesia dan juga sebaliknya mengetahui pengaruh kondisi perekonomian Indonesia terhadap kondisi pasar modal sehingga bisa membantu pemerintah di dalam mengambil kebijakan ekonomi. Selain itu penelitian ini dapat dijadikan bahan pertimbangan bagi Bursa Efek Jakarta, terutama Divisi Pengawasan dalam mengawasi pergerakan harga saham dan kinerja pasar modal lainnya yang tidak berjalan seperti biasanya (*unusual trend*), sehingga dampak terhadap perekonomian bisa segera diatasi.

RUANG LINGKUP PENELITIAN

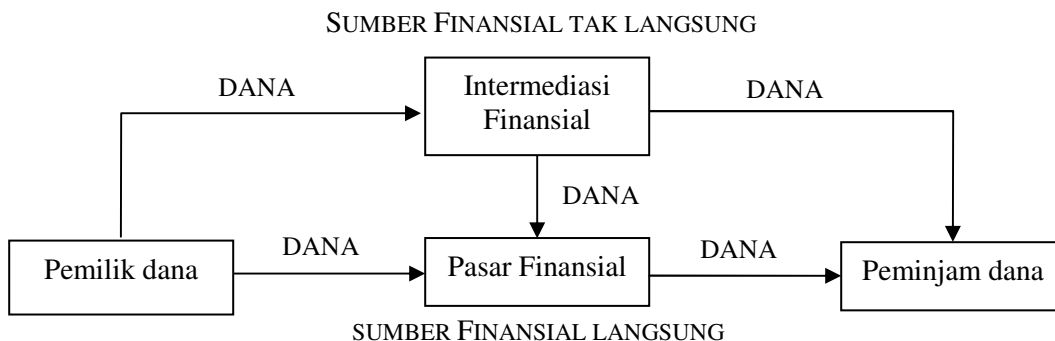
Dengan memperhatikan tujuan penelitian, maka lingkup pekerjaan penelitian meliputi:

1. Pengkajian signifikansi serta besarnya pengaruh perubahan kondisi pasar modal terhadap pergerakan pertumbuhan ekonomi Indonesia juga sebaliknya melakukan pengkajian pengaruh perubahan pertumbuhan ekonomi Indonesia terhadap kondisi pasar modal.
2. Menentukan besaran elastisitas hubungan antara kondisi pasar modal dengan perekonomian Indonesia.

KERANGKA PIKIR

Pertumbuhan ekonomi suatu negara sangat bergantung pada formasi modal. Bagi negara berkembang, hal tersebut cenderung menjadi permasalahan umum. Dana tersebut dapat dihimpun melalui masyarakat dengan cara yang akan digambarkan dalam diagram berikut ini:

Gambar 1.1. Diagram aliran dana melalui sistem finansial



Sumber : Mishkin, Frederick S. *The Economics Of Money, Banking, And Financial Markets*, 6th Edition, 2004.

Pada umumnya pasar finansial merupakan sumber pendanaan alternatif selain menggunakan jasa bank. Pasar finansial disini terbagi atas dua kategori, yaitu pasar uang (*money markets*) dan pasar modal (*capital markets*). Kedua jenis pasar ini dibedakan dari jenis instrumen yang diperjualbelikan. Pasar uang memperjualbelikan instrumen yang waktu jatuh temponya pendek (biasanya jatuh tempo dalam satu tahun), sedangkan untuk pasar modal merupakan kebalikannya. Pasar modal merupakan interaksi antara permintaan dan persediaan akan dana jangka panjang. Karena itu maka keberhasilan dari pasar modal dipengaruhi oleh permintaan dan persediaan tersebut. Faktor-faktor yang mempengaruhi keberhasilan pasar modal diantaranya adalah persediaan sekuritas, permintaan sekuritas, kondisi politik dan ekonomi, masalah hukum/peraturan, dan Kontribusi lembaga-lembaga pendukung pasar modal.

Pasar kemudian dibedakan menjadi dua macam yaitu pasar perdana (*primary market*) dengan pasar sekunder (*secondary market*). Pasar perdana adalah pasar dimana sekuritas untuk pertama-kalinya diperjualbelikan dan pasar sekunder adalah pasar dimana sekuritas, yang telah diperjualbelikan di pasar perdana, diperjualbelikan kembali untuk kedua kalinya atau lebih. Harga akan sekuritas akan mengalami fluktuasi pada pasar sekunder. Hal ini dikarenakan permintaan dan persediaan berubah-ubah tak henti-hentinya.

Harga sekuritas atau lebih spesifik dengan menyebut dengan harga saham, mengalami perubahan setiap harinya (dalam sekuritas juga terdapat obligasi namun dalam penelitian ini diabaikan dan lebih dikhususkan pada saham). Perubahan ini cenderung tidak dapat dijelaskan. Hal ini dikarenakan belum adanya formula yang dapat dengan baik menjelaskan harga saham. Teori finansial menyatakan bahwa perilaku harga pada masa lalu bukan merupakan indikasi dari perilaku harga masa depan dan tidak ada penelitian akan kinerja harga masa lalu dapat memberikan petunjuk apapun mengenai kinerja harga masa yang akan datang. Berdasarkan hal tersebut maka pergerakan harga saham merupakan aplikasi yang baik untuk *the random walk hypothesis*, yaitu hipotesis yang menyatakan bahwa harga bergerak dengan cara yang acak.

Berdasarkan hipotesis tersebut, banyak ahli yang mengembangkan penelitiannya mengenai harga saham dan kinerja pasar modal. Mereka melihat bahwa kinerja dari perekonomian dan kinerja dari industri yang bersangkutan dalam perekonomian adalah

merupakan komponen utama dalam pergerakan harga saham dan juga sebaliknya. Pandangan investor mengenai kondisi perekonomian dan kemungkinan dari arah perekonomian merupakan elemen kunci dalam pergerakan harga saham. Pandangan investor tersebut akan membentuk ekspektasi yang kemudian akan merubah harga dari saham.

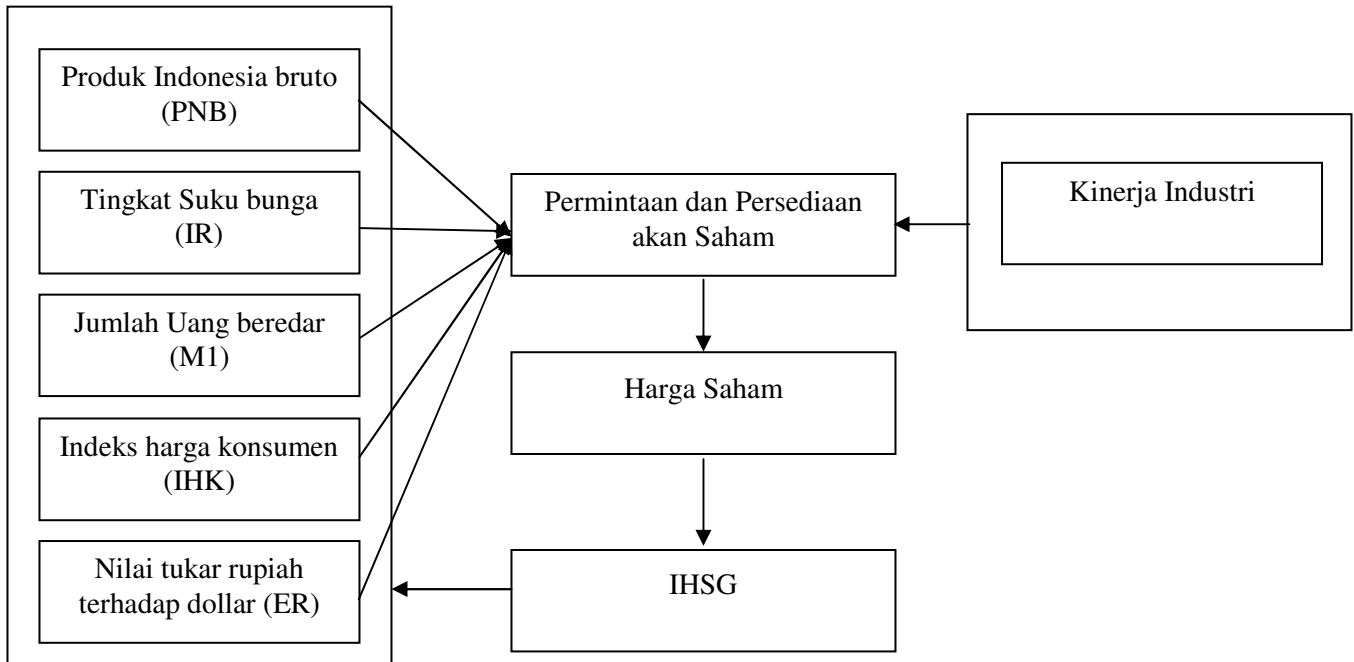
Harga saham dipengaruhi oleh ramalan perekonomian, ramalan nilai tukar dollar terhadap mata uang domestik, tingkat dan ramalan suku bunga, industri relatif dengan perekonomian, kinerja perusahaan relatif dengan industri, dividen dan pertumbuhan pendapatan potensial dan kualitas manajemen. Alan Gart melihat bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi harga saham dapat dikategorisasikan kedalam dua hal, yaitu faktor makro dan mikro. Faktor makro meliputi tingkat inflasi dan suku bunga, kebijakan fiskal dan moneter, tingkat aktivitas perekonomian dan interIndonesiasiasi (nilai tukar mata uang).

Untuk faktor mikro, termasuk didalamnya faktor-faktor seperti profit, dividen, modal berlebih, perubahan dasar fundamental dalam industri atau perusahaan dan perubahan dalam perilaku investasi.

Pasar modal yang memiliki fungsi ekonomi dan fungsi keuangan secara teori memiliki pengaruh terhadap perekonomian Indonesia. Penelitian mengenai pengaruh pasar modal terhadap perekonomian Indonesia masih belum banyak dilakukan tetapi dari beberapa penelitian yang dilakukan, pasar modal memiliki pengaruh terhadap perekonomian Indonesia.

Berdasarkan penjelasan diatas, terlihat bahwa adanya hubungan simultan antara pasar barang, pasar uang, pasar sekuritas (merupakan pasar modal) dengan perekonomian Indonesia. Hubungan tersebut akan dijelaskan melalui skema diagram berikut:

Gambar 1.2. Skema Hubungan Kondisi Makroekonomi dan Performa Industri terhadap Perkembangan Pasar Modal

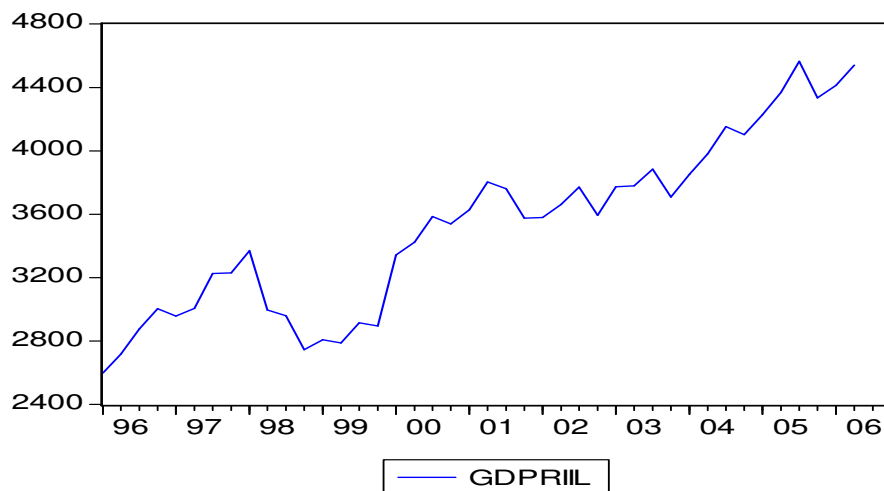


Berdasarkan skema diagram di atas diketahui adanya hubungan yang bersifat simultan antara pasar modal dengan perkembangan perekonomian Indonesia.

BAB II. PEREKONOMIAN NASIONAL DAN PASAR MODAL

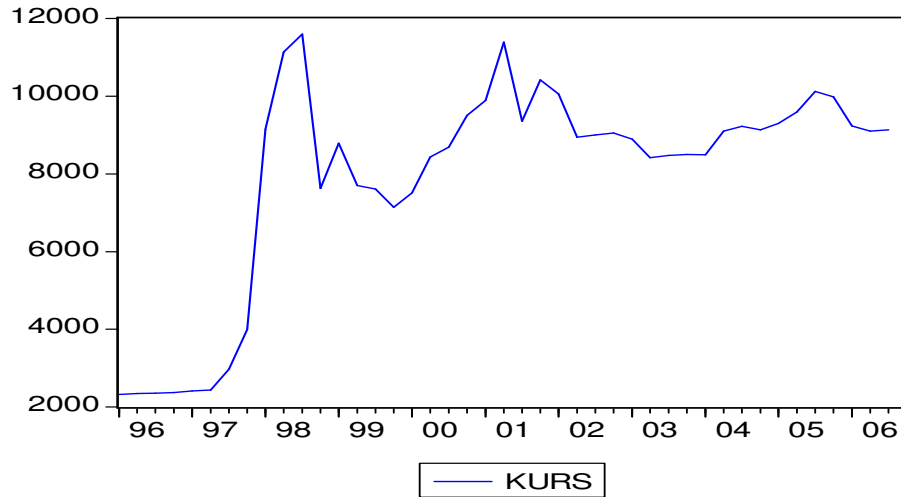
PERKEMBANGAN PEREKONOMIAN INDONESIA

Dilihat dari indikator nilai produk domestik bruto (PDB), perekonomian Indonesia terus menunjukkan perbaikan. Sepanjang periode 1996 hingga 2006 secara rata-rata PDB Indonesia mengalami fluktuasi yang cenderung meningkat. Pada akhir tahun 1997 hingga akhir tahun 1998, perekonomian Indonesia mengalami depresi perekonomian yang cukup signifikan (lihat gambar 2.1). Setelah tahun 1999, perekonomian Indonesia menunjukkan adanya perbaikan.



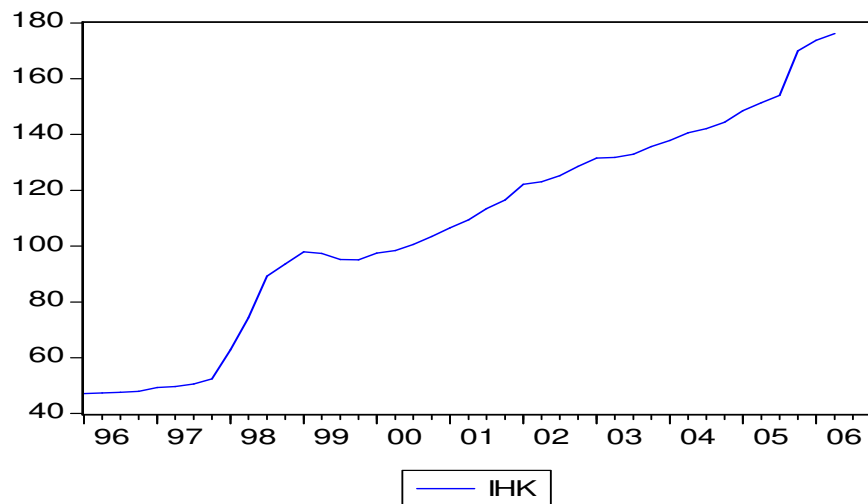
Gambar 2.1. GDP Rill Indonesia (Miliar Rupiah)

Terjadinya depresi perkonomian tidak terlepas dari krisis mata uang rupiah terhadap dollar USA yang terdepresiasi hingga ratusan persen pada pertengahan tahun 1997 hingga akhir tahun 1998 (lihat gambar 2.2). Nilai tukar rupiah terhadap dollar USA mengalami stabilisasi setelah tahun 2000 walaupun masih sedikit mengalami fluktuasi.



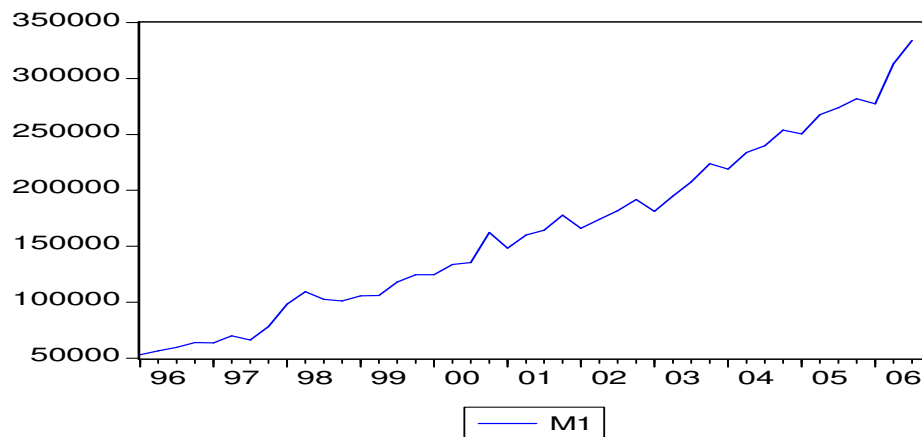
Gambar 2.2. Kurs Rupiah Terhadap Dolar USA

Pada gambar 2.3 juga ditunjukkan bahwa perekonomian Indonesia memiliki indeks harga konsumen (IHK) Indonesia yang terus meningkat. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat inflasi selama periode 1996-2006 terus mengalami peningkatan dari tahun ke tahun. Hingga tahun 2007 diperkirakan IHK akan terus meningkat sejalan dengan adanya persiapan pemilu nasional.



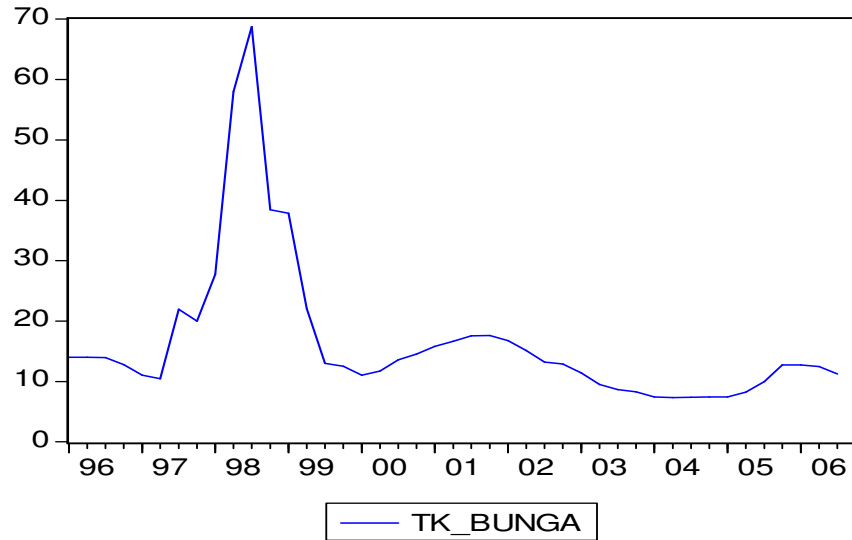
Gambar 2.3. Indeks Harga Konsumen Indonesia

Salah satu penyebab tingginya inflasi di Indonesia ialah ternyata disebabkan oleh meningkatkan secara terus menerus jumlah uang beredar selama periode 1996 hingga 2006 (lihat gambar 2.4). Jumlah uang beredar yang terus meningkat akan menyebabkan orang mudah untuk mendapatkan uang sehingga menyebabkan pola konsumsi masyarakat akan semakin meningkat lalu menyebabkan permintaan meningkat yang akhirnya berdampak terhadap harga yang terus meningkat.



Gambar 2.4. Jumlah Uang Beredar M1

Tingkat bunga mengalami kenaikan yang sangat signifikan pada tahun 1997-1998 sebagai akibat adanya depresiasi mata uang rupiah yang memaksa pemerintah untuk menaikkan tingkat bunga sebagai upaya stabilisasi nilai tukar rupiah terhadap dollar USA. Setelah krisis ekonomi, tingkat bunga mengalami penurunan hingga di bawah 10% pada tahun 2003-2004 dan kemudian meningkat lagi pada akhir tahun 2005 hingga awal 2006 sebagai respon adanya depresiasi nilai tukar rupiah terhadap nilai dollar USA. Hal ini bisa dilihat pada gambar 2.5

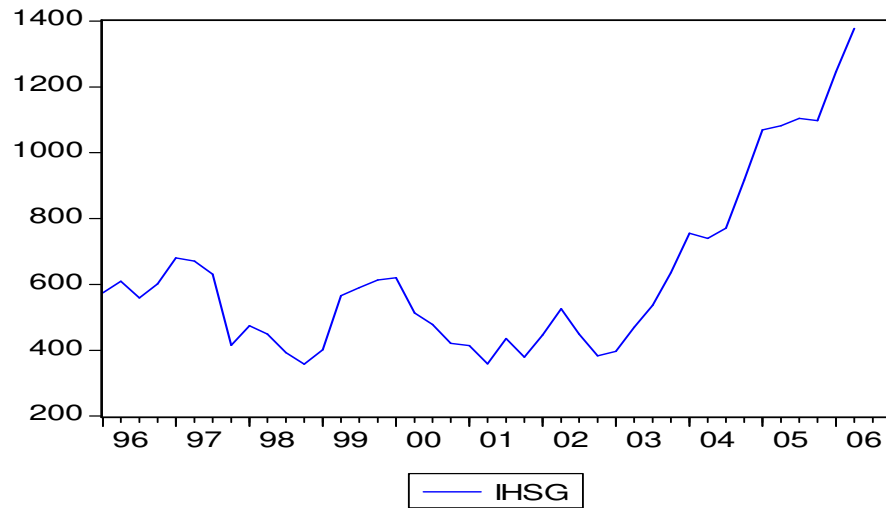


Gambar 2.5. Tingkat Bunga

Pada tahun 2007, diperkirakan tingkat bunga akan mengalami penurunan sejalan dengan semakin stabilnya nilai tukar rupiah terhadap dollar USA.

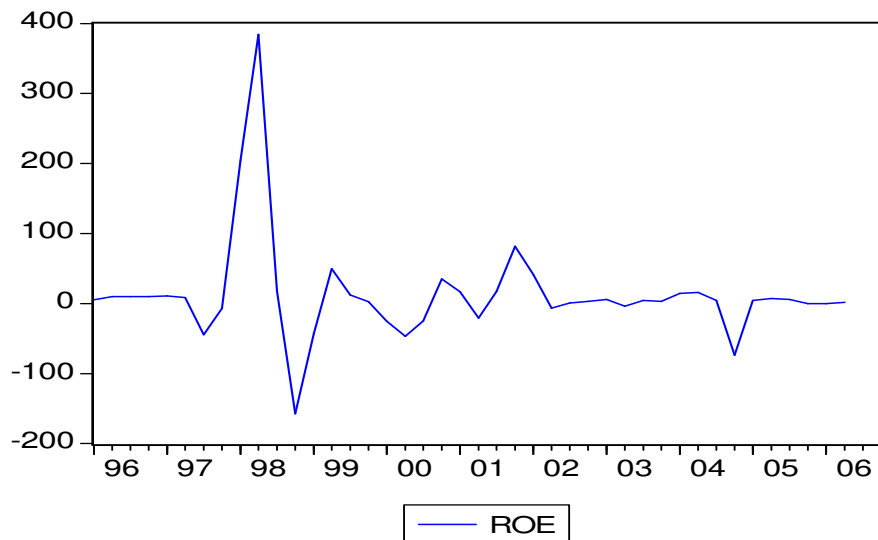
PERKEMBANGAN BURSA EFEK JAKARTA

Perkembangan IHSG ternyata memiliki trend yang meningkat setelah tahun 2002. Sebelum tahun 2002, pergerakan IHSG cenderung fluktuatif dan mengalami penurunan yang cukup signifikan pada tahun 1997 hingga tahun 1998 ketika terjadi krisis ekonomi. Pergerakan IHSG diperkirakan akan menembus level 1800-an pada akhir tahun 2007. Jika dilihat dari trend-nya ternyata pergerakan IHSG yang semakin meningkat juga sejalan dengan pergerakan PDB yang semakin meningkat pula. Pergerakan IHSG ini bisa dilihat pada gambar 2.6. di bawah ini :



Gambar 2.6. Pergerakan IHSG

Berbeda dengan pergerakan IHSG, Pergerakan ROE ternyata sangat fluktuatif dan cenderung sangat susah diprediksi. Pada tahun 2006, nilai ROE emiten relatif stabil berada di kisaran nilai 0. Hal ini bisa dilihat pada gambar 2.7 di bawah ini.



Gambar 2.7. Pergerakan ROE

Pergerakan ROE yang relatif stabil di kisaran nol ini menimbulkan kekhawatiran akan dampak negatif terhadap kinerja pasar modal secara keseluruhan.

HUBUNGAN PEREKONOMIAN NASIONAL DAN PASAR MODAL

2.3.1 Peranan Sektor Keuangan dalam Perekonomian

Peranan utama mengapa sistem keuangan yang efisien menjadi sangat penting di dalam perekonomian adalah karena keberadaan informasi dan biaya transaksi. *Asymmetric information* dapat membuat *adverse selection* dan *moral hazard*, yang menyebabkan biaya transaksi yang cukup tinggi, sehingga pada akhirnya menyebabkan inefisiensi. Dengan mengkhhususkan diri pada pengumpulan informasi, mengevaluasi proyek, membagi risiko, dan memberikan kemudahan serta likuiditas transaksi, sistem keuangan yang efisien akan meningkatkan tabungan dan dapat memperbaiki alokasi dana pada berbagai kemungkinan investasi. Sebagai akibatnya, intermediasi keuangan akan meningkatkan produktivitas modal dan mendorong pertumbuhan ekonomi.

Terdapat tiga saluran di mana intermediasi keuangan serta pasar keuangan dapat mendorong pertumbuhan ekonomi. Pertama, perkembangan pada sektor keuangan dapat mendorong peningkatan pada tingkat tabungan masyarakat. Dengan memanfaatkan skala ekonomis serta pengalaman, intermediasi keuangan mampu memberikan investor return yang lebih besar, dan hal ini dapat mendorong peningkatan tabungan masyarakat. Beberapa penelitian yang mendukung pemikiran ini, diantaranya yang dilakukan oleh McKinnon (1973) dan Shaw (1973) yang menekankan pada peranan liberalisasi keuangan dalam mendorong tabungan dan investasi. Mereka berpendapat bahwa *financial deepening* tidak hanya meningkatkan produktivitas modal tetapi juga tingkat tabungan, sehingga mampu mendorong investasi dan pertumbuhan ekonomi. Kedua, dengan mengurangi biaya pengumpulan informasi dan biaya transaksi, intermediasi keuangan akan mendorong fungsi ekonomi terutama dalam menyalurkan dana dari lender kepada borrower. Hasil penelitian Gurley dan Shaw (1955, 1960 dan 1967) menekankan pada pentingnya intermediasi keuangan dalam penyaluran tabungan untuk menggunakan investasi. Ketiga, sektor keuangan mampu memperbaiki alokasi sumber daya. Beberapa penelitian berargumentasi hal ini di mana perkembangan pada sektor keuangan akan mendorong pertumbuhan ekonomi dengan cara mendorong alokasi dana secara lebih efisien melewati beberapa cara, yaitu: (1) *fund pooling*, yang membuat feasible proyek investasi dengan nominal besar dengan biaya yang cukup kompetitif, (2) diversifikasi risiko, mengurangi probabilita default risk dengan menggunakan

prinsip diversifikasi, (3) manajemen likuiditas, mendorong likuiditas pada proyek investasi, (4) screening, yaitu mendapatkan dan mengevaluasi informasi pada sebuah proyek dan menyalurkan dana pada proyek yang paling menguntungkan, (5) monitoring, yaitu mengawasi kinerja borrower agar dapat memenuhi komitmen kewajibannya. Sebuah sistem keuangan yang berfungsi secara proporsional akan mendorong alokasi sumber daya yang lebih efisien dengan mekanisme tersebut.

2.3.2 Perkembangan Pasar Modal dan Pertumbuhan Ekonomi

Perkembangan pasar modal adalah konsep yang bersifat multi-dimensi. Perkembangan ini biasanya diukur dengan beberapa indikator, seperti ukuran pasar modal, likuiditas, volatilitas, konsentrasi, tingkat keterbukaan, serta peraturan pendukung. Banyak yang berpendapat, bahwa perkembangan pasar modal dapat terlihat dari indeks saham pasarnya, seperti pendapat Levine dan Zervos (1996) serta Demirguc-Kunt dan Levine (1996b). Demirguc-Kunt dan Levine (1996b) berkesimpulan bahwa hampir seluruh indikator perkembangan pasar modal memiliki hubungan yang erat dengan perkembangan intermediasi keuangan. Sebuah negara yang memiliki pasar modal yang telah berkembang dipastikan cenderung akan memiliki intermediasi keuangan yang juga berkembang baik.

Beberapa penelitian yang mendukung akan peranan penting dari pasar modal terhadap perekonomian nasional adalah penelitian yang dilakukan oleh Atje dan Jovanovic (1993) yang bertujuan menguji hipotesis bahwa pasar modal memiliki pengaruh positif terhadap pertumbuhan ekonomi di 40 negara selama periode 1980-1988. Mereka berkesimpulan bahwa terdapat hubungan yang positif dan signifikan antara pertumbuhan ekonomi dengan perkembangan pasar modal (yang menggunakan indikator rasio nilai saham yang perdagangan terhadap PDB). Hasil penelitian lainnya dari Levine dan Zervos (1996, 1998) serta Singh (1997) menunjukkan bahwa perkembangan pasar modal berdampak positif dan signifikan bagi pertumbuhan ekonomi dalam jangka panjang. Selain itu dengan membandingkan antara peranan sumber pendanaan tidak langsung (indirect finance) lewat intermediasi keuangan dan sumber pendanaan langsung (direct finance) lewat pasar modal, yang didukung dengan data 47 negara selama periode 1976 hingga 1993, Levine dan Zervos

(1998) menemukan hasil bahwa likuiditas pasar modal memiliki hubungan positif dan signifikan dengan pertumbuhan ekonomi, baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang, meskipun dengan tetap menggunakan variabel kontrol berupa faktor ekonomi dan politik. Selain itu, perkembangan pasar modal dan perbankan sama-sama mempengaruhi pertumbuhan ekonomi secara signifikan dalam jangka panjang, di mana meskipun karakteristik keduanya berbeda, terutama dari sisi jasa keuangan yang ditawarkan, pasar modal mampu menyediakan jasa keuangan yang penting bagi pertumbuhan ekonomi.

2.3.3 Hubungan Kausalitas antara Perkembangan Sektor Keuangan dan Pertumbuhan Ekonomi

Peranan sektor keuangan diyakini memegang peranan kunci bagi pertumbuhan ekonomi. Meskipun begitu, hubungan yang mungkin terjadi dapat bersifat kebalikannya, di mana pertumbuhan ekonomi juga diyakini dapat mendorong perkembangan sektor keuangan. Beberapa hal di bawah ini yang menggarisbawahi hubungan antara perkembangan sektor keuangan dan pertumbuhan ekonomi.

1. Perkembangan sektor keuangan mendorong pertumbuhan ekonomi. Beberapa pemikiran yang mendukung hal ini adalah bahwa inovasi pada sektor keuangan akan meningkatkan supply jasa keuangan, sehingga tingkat dana yang tersedia bagi investasi produktif akan semakin besar, dan pada akhirnya dapat mendorong pertumbuhan ekonomi. Hal ini didukung oleh hasil empiris dari McKinnon (1973), Shaw (1973), serta King dan Levine (1993a, b, c).
2. Pertumbuhan Ekonomi mendorong perkembangan sektor keuangan. Pendapat ini menekankan pada peranan pasif dari sistem keuangan, di mana perkembangan sektor keuangan merupakan dampak dari aktivitas ekonomi secara keseluruhan. Ekspansi ekonomi secara terus menerus akan membutuhkan dukungan jasa sektor keuangan dengan instrumen-instrumen baru. Sistem keuangan kemudian mengadaptasi dalam upaya memenuhi permintaan pasar, terutama sektor riil. Pemikiran ini didukung oleh Gurley dan Shaw (1967), serta Goldsmith (1969).

3. Hubungan saling mempengaruhi antar pertumbuhan ekonomi dan perkembangan sektor keuangan. Pertumbuhan ekonomi menyebabkan perkembangan pada sistem keuangan menjadi lebih menguntungkan dan perkembangan pada sistem keuangan yang semakin efisien dapat mendorong pertumbuhan ekonomi yang lebih cepat. Pada waktu bersamaan, adopsi teknologi pada sistem keuangan juga akan semakin meningkat seiring dengan meningkatnya ukuran sektor keuangan akibat skala ekonomi dan learning-by-doing.

HASIL PENELITIAN EMPIRIS

2.4.1 Penelitian Garcia & Liu (1999)

Penelitian yang dipublikasikan pada *Journal of Applied Economic*, Mei 1999 dengan judul “*Macroeconomic Determinants of Stock Market Development*” ini terfokus pada faktor-faktor yang secara signifikan mempengaruhi perkembangan pasar modal, dengan indikator nilai kapitalisasi pasar per PDB. Sampel penelitian dilakukan pada negara berkembang di Amerika Latin dan Asia, serta negara maju Amerika Serikat dan Jepang. Analisis panel dengan data pool dari 15 negara (Argentina, Brazil, Chili, Colombia, Meksiko, Peru, Venezuela, Indonesia, Korea, Malaysia, Filipina, Taiwan, Thailand, Jepang dan Amerika Serikat) dari tahun 1980 hingga 1995. Data pertumbuhan ekonomi menggunakan data income riil dan tingkat pertumbuhan income. Kesimpulan yang di dapat yaitu, (1) income riil, tingkat tabungan, perkembangan intermediasi keuangan, dan likuiditas pasar modal merupakan faktor yang secara signifikan mempengaruhi perkembangan pasar modal; (2) volatilitas makroekonomi terbukti tidak signifikan mempengaruhi pasar modal; (3) perkembangan pasar modal serta intermediasi keuangan merupakan sebuah fenomena komplemen, dan bukanlah sebuah substitusi pengambilan keputusan investasi.

Tabel 2.1. Hasil Regresi Faktor Penentu Perkembangan Pasar Modal

Regression No.	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Last year income	0.007 (2.263) [0.025]	0.008 (2.438) [0.016]	0.008 (2.319) [0.021]	0.008 (2.284) [0.023]	0.007 (2.258) [0.025]
Last year savings rate	0.879 (2.359) [0.019]		0.758 (1.979) [0.049]	0.794 (2.064) [0.040]	0.885 (2.358) [0.019]
Last year investment rate		1.043 (2.839) [0.005]			
Credit to private sector to PDB ratio	0.527 (3.867) [0.000]	0.446 (3.224) [0.001]		0.682 (5.128) [0.000]	0.526 (3.853) [0.000]
Liquid liabilities to PDB ratio			0.323 (2.421) [0.016]		
Last year value traded to PDB ratio	0.133 (4.108) [0.000]	0.136 (4.229) [0.000]	0.149 (4.443) [0.000]		0.133 (4.100) [0.000]
Last year turnover ratio				0.081 (2.070) [0.040]	
Inflation change					-0.0004 (-0.157) [0.875]
R2	0.69	0.69	0.68	0.67	0.69
Regression No.	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
Last year income	0.008 (2.433) [0.016]	0.008 (2.445) [0.015]	0.008 (2.435) [0.016]	0.007 (2.197) [0.029]	
Last year savings rate				1.132 (3.056) [0.003]	1.021 (2.742) [0.007]
Last year investment rate	1.215 (3.339) [0.001]	0.951 (2.519) [0.012]	1.053 (2.842) [0.005]		
Credit to private sector to PDB ratio		0.609 (4.522) [0.000]	0.445 (3.201) [0.002]	0.521 (3.923) [0.001]	0.597 (4.605) [0.000]
Liquid liabilities to PDB ratio	0.323 (0.131) [2.477]				
Last year value traded to PDB ratio	0.143 (4.351) [0.000]		0.136 (4.223) [0.000]	0.131 (4.167) [0.000]	0.129 (4.089) [0.000]
Last year turnover ratio		0.085 (2.201) [0.029]			
Inflation change			-0.0005 (-0.241) [0.810]		
Dummy Variable for structural change				16.286 (3.507) [0.001]	14.549 (3.066) [0.002]
Income growth rate					0.809 (2.136) [0.034]
R2	0.69	0.67	0.69	0.71	0.69

Keterangan: Variabel dependen yaitu rasio kapitalisasi pasar terhadap PDB, t-statistic berada di dalam kurung, dan P-values berada di bracket.

2.4.2 Penelitian Chowdhury, Mollik, Akhter (2006)

Penelitian yang berjudul “*Does Predicted Macroeconomic Volatility Influence Stock Market Volatility? Evidence from the Bangladesh Capital Market*” ini bertujuan untuk menganalisis bagaimana risiko makroekonomi, dengan indikator indeks produksi industri, inflasi, indeks harga konsumen, dan nilai tukar mempengaruhi return market, dengan menggunakan data bulanan dari Januari 1990 hingga Desember 2004. Metode estimasi GARCH dan VAR digunakan dalam melihat fenomena tersebut.

Hasil estimasi menunjukkan bahwa hubungan antara perkembangan pasar modal dan variabel makroekonomi tidak kuat. Hal ini terutama disebabkan karena masih sedikitnya jumlah investor di Banglades. Selain itu perubahan sistem nilai tukar, dari fixed exchange rate menjadi flexible exchange rate yang terjadi beberapa tahun terakhir membuat hubungan nilai tukar menjadi tidak signifikan terhadap perkembangan pasar modal. Hasil penelitian ini sedikit berbeda dengan penelitian Chowdhury dan Rahman (2004) yang menemukan bahwa volatilitas variabel makro yang sudah dapat diprediksi berpengaruh signifikan terhadap return saham di Banglades. Hal ini disebabkan karena penelitian tersebut menggunakan data volatilitas dan makroekonomi yang berbeda pada periode waktu yang berbeda. Penelitian ini diyakini memiliki kelebihan terutama dalam perhitungan data volatilitas, sehingga hasil yang didapat lebih *reliable*. Namun, dalam hal pembuatan kebijakan harus lebih hati-hati terutama dalam hal kesamaan fenomena yang ada di negara lain sehingga pengertian akan semakin mendalam mengenai perilaku perkembangan pasar modal dan pertumbuhan ekonomi, terutama pada negara berkembang.

BAB III. METODE PENELITIAN

3.1. SISTEMATIKA PENGKAJIAN

Penelitian ini merupakan penelitian dengan pendekatan kuantitatif dan deskriptif kualitatif. Penelitian kuantitatif dilakukan dengan metode sistem persamaan simultan atas variabel-variabel relevan. Penelitian deskriptif kualitatif dilakukan dengan cara menganalisis pengaruh kondisi pasar modal terhadap perekonomian Indonesia.

Data yang dibutuhkan adalah data sekunder pada rentang waktu kuartal I tahun 1996 hingga kuartal II tahun 2006, berupa data pergerakan indeks harga saham gabungan dan data produk domestik bruto riil sebagai variabel dependen, serta data informasi makroekonomi dan kondisi pasar modal lainnya sebagai variabel independen yang terkait dengan aktivitas perdagangan saham di Bursa Efek Jakarta.

3.2. DATA

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data triwulanan. Spesifikasi dari data yang akan digunakan adalah sebagai berikut:

3.2.1. Variabel Endogen

- a. Kinerja Perekonomian. Data kinerja perekonomian yang digunakan adalah produk domestik bruto riil, dengan tahun dasar 2000, dan dengan satuan milyar rupiah.
- b. Kinerja Pasar Modal. Data kinerja pasar modal yang digunakan adalah IHSG dan ROE di mana IHSG digunakan sebagai indikator bursa secara umum, sementara ROE digunakan sebagai indikator emiten bursa. ROE adalah rata-rata *return on equity* seluruh emiten bursa pada suatu periode.

3.2.2. Variabel Eksogen

- a. Tingkat Harga. Data tingkat harga yang digunakan adalah Indeks Harga Konsumen di Indonesia dan Amerika dengan tahun dasar 2000.

- b. Tingkat Bunga. Data tingkat bunga yang digunakan adalah tingkat bunga Sertifikat Bank Indonesia 3 bulan.
- c. Jumlah Uang Beredar. Data jumlah uang beredar yang digunakan adalah jumlah uang beredar dalam arti sempit (M1) untuk mengetahui aktivitas kebijakan moneter yang dilakukan oleh Bank Indonesia dalam mendorong perekonomian. Data digunakan dalam satuan milyar rupiah.
- d. Nilai Tukar. Data nilai tukar yang digunakan adalah nilai tukar dollar terhadap rupiah.
- e. Indeks Sektoral. Data indeks sektoral yang digunakan adalah Indeks Saham Sektor Manufaktur dan Indeks Saham Sektor Jasa Keuangan, di mana kedua sektor ini digunakan karena memiliki peranan yang cukup penting untuk mengetahui variasi dari variabel endogen.

3.3. METODE ANALISIS

3.3.1. Pendekatan Simultan dan Autoregressive Distributed Lag Model

Metode analisis pada penelitian ini akan menggunakan metode sistem persamaan simultan dan *Autoregressive Distributed Lag Model*. Model regresi yang akan digunakan ialah model persamaan Ln-Ln dan Lin-Ln. Model penelitian ialah sebagai berikut:

Model 1.

$$\begin{aligned} \text{LnPDB}_t &= f(\text{LnIHSG}_t, \text{IR}_t, \text{IHK}_t, \text{lnM1}_t, \text{lnER}_t) \\ \text{LnIHSG}_t &= f(\text{LnPDB}_t, \text{IR}_t, \text{lnER}_t, \text{IHK}_t, \text{Indeks_Finance}_t, \text{Indeks_Manuf}_t) \end{aligned}$$

Dari hasil regresi persamaan model di atas nantinya bisa diketahui nilai elastisitas antara PDB dan IHSG.

Model 2.

$$\begin{aligned} \text{LnPDB}_t &= f(\text{ROE}_t, \text{IR}_t, \text{IHK}_t, \text{lnM1}_t, \text{lnER}_t) \\ \text{ROE}_t &= f(\text{LnPDB}_t, \text{IR}_t, \text{lnER}_t, \text{IHK}_t, \text{Indeks_Finance}_t, \text{Indeks_Manuf}_t) \end{aligned}$$

Dari hasil regresi persamaan model di atas nantinya bisa diketahui nilai elastisitas antara PDB dan IHSG.

3.3.2. Mencari *Lagging Variable*

Untuk mencari lamanya pengaruh variabel makroekonomi terhadap variabel Kinerja Harga Saham atau sebaliknya untuk mencari lamanya pengaruh variabel Kinerja Harga Saham terhadap variabel makroekonomi maka digunakan model *autoregressive distributed lag model* (ADL). Lamanya atau sampai kapan pengaruh tersebut berlangsung dilihat dari jumlah lag yang digunakan sedangkan besarnya pengaruh dilihat dari besaran koefisien setiap lag-nya. Adapun model penelitian ialah sebagai berikut :

Model 1.

$$\begin{aligned} LnIHSG_t &= \alpha_0 + \sum_{i=0}^n \alpha_i LnGDP_{t-i} + \sum_{j=0}^n \beta_j IHK_{t-j} + \sum_{k=0}^n \gamma_k IR_{t-k} + \sum_{m=0}^n \theta_m LnER_{t-m} \\ &+ \sum_{n=0}^n \lambda_n Indeks_Finance_{t-n} + \sum_{n=0}^n \phi_n Indeks_Manuf_{t-n} + \varepsilon_t \\ LnGDP_t &= \alpha_0 + \sum_{i=0}^n \alpha_i LnIHSG_{t-i} + \sum_{j=0}^n \beta_j IHK_{t-j} + \sum_{k=0}^n \gamma_k IR_{t-k} + \sum_{m=0}^n \theta_m LnER_{t-m} + \sum_{l=0}^n \delta_l LnM1_{t-l} + \varepsilon_t \end{aligned}$$

Model 2.

$$\begin{aligned} ROE_t &= \alpha_0 + \sum_{i=0}^n \alpha_i LnGDP_{t-i} + \sum_{j=0}^n \beta_j IHK_{t-j} + \sum_{k=0}^n \gamma_k IR_{t-k} + \sum_{m=0}^n \theta_m LnER_{t-m} \\ &+ \sum_{n=0}^n \lambda_n Indeks_Finance_{t-n} + \sum_{n=0}^n \phi_n Indeks_Manuf_{t-n} + \varepsilon_t \\ LnGDP_t &= \alpha_0 + \sum_{i=0}^n \alpha_i ROE_{t-i} + \sum_{j=0}^n \beta_j IHK_{t-j} + \sum_{k=0}^n \gamma_k IR_{t-k} + \sum_{m=0}^n \theta_m LnER_{t-m} + \sum_{l=0}^n \delta_l LnM1_{t-l} + \varepsilon_t \end{aligned}$$

Di mana :

- PDB = produk nasional bruto riil (milyar rupiah)
- IHSG = indeks harga saham gabungan
- ROE = rata-rata return on equity emiten (persen)
- IHK = Indeks harga konsumen
- IR = Tingkat bunga (persen)
- M1 = Jumlah uang beredar (milyar rupiah)
- ER = Nilai tukar (Rupiah per Dollar)
- Indeks_Finance = indeks saham sektor jasa keuangan
- Indeks_Manuf = indeks saham sektor jasa keuangan

Metode sistem persamaan simultan ialah metode yang digunakan untuk mengestimasi dua atau lebih persamaan yang merupakan satu kesatuan dan saling mempengaruhi antar persamaan. Metode sistem persamaan simultan yang digunakan di dalam penelitian ini ialah metode *Two Stage Least Square* yang merupakan metode menggunakan dua langkah. Pertama mengestimasi persamaan reduksinya (=persamaan tanpa variabel endogen sebagai variabel independen). Kedua mengestimasi persamaan aslinya dengan memasukan nilai estimasi variabel endogen dari persamaan reduksi pada variabel endogen persamaan aslinya sebelah kanan.

Metode ADL ialah metode ekonometrika yang mengasumsikan bahwa suatu variabel dipengaruhi oleh variabel itu sendiri tetapi dalam waktu sebelumnya. Besarnya lag yang akan dipilih untuk setiap model ditentukan oleh besarnya nilai Akaike Information Criterion (AIC). Jika besarnya suatu lag memberikan nilai AIC yang paling kecil terhadap model maka jumlah lag tersebut yang dipilih.

Metode *autoregressive distributed lag model* (ADL) ini bisa menjelaskan variabel-variabel makroekonomi apa saja yang berpengaruh signifikan terhadap variabel IHSG dan sebaliknya terhadap PNB, serta bisa diketahui lamanya atau sampai kapan pengaruh tersebut berlangsung.

Mengetahui sampai berapa lama atau sampai kapan pengaruh tersebut berlangsung bisa dilihat dari signifikansi masing-masing lag-nya. Setiap model yang terbentuk akan diuji signifikansi masing-masing lag yang terbentuk dari setiap variabel independen. Dari signifikansi variabel bisa diketahui sampai lag berapa variabel independen tersebut signifikan mempengaruhi variabel IHSG dan PNB. Masing-masing koefisien dari setiap lag variabel independen menunjukkan berapa besar pengaruh variabel independen setiap lag-nya terhadap variabel IHSG dan PNB.

3.3.3 Memperbaiki Masalah Autokorelasi

Untuk memperbaiki masalah autokorelasi, penelitian ini menggunakan metode *Cochrane-Orcutt Iterative*. Metode ini merupakan metode untuk mencari koefisien autokorelasi (ρ) yang diperoleh dari persamaan :

$$U_t = \rho U_{t-1} + e_t$$

Nilai ρ yang didapat dari metode ini kemudian digunakan untuk transformasi seluruh data yang ada di dalam model penelitian. Sebagai contoh, data IHSG dan Kurs akan ditransformasi menjadi :

$(IHSG_t - \rho IHSG_{t-1})$ dan $(Kurs_t - \rho Kurs_{t-1})$

Jika seluruh data telah ditransformasi kemudian akan digunakan untuk mengestimasi model tersebut.

BAB IV

TEMUAN EMPIRIS

4.I. Pengujian Data dan Model

4.1.1. Uji Stasionaritas

Penelitian ini menggunakan data-data urutan waktu (time series) kwartalan periode 1996-2006. Sebelum data urutan waktu (*time series*) digunakan di dalam model maka data tersebut harus diuji apakah stasioner atau tidak. Pengujian stasionaritas (unit root) dilakukan untuk melihat apakah suatu data memiliki perubahan yang stabil atau tidak.

Pengujian stasionaritas yang digunakan di dalam penelitian ini ialah dengan menggunakan pengujian *Dickey-Fuller Test* (DF-test). Dengan asumsi tidak adanya hubungan antar variabel gangguan, DF- test menguji dengan tiga model dan tiga hipotesis yang berbeda dengan menggunakan istilah *random walk model*. *Random walk* ialah suatu kondisi di mana prediksi dari suatu nilai data besok ialah nilai data hari ini ditambah variabel gangguannya. 3 model DF test ini yaitu :

- a. *IHK is a random walk without drift* artinya *random walk* tanpa intersep

$$\Delta IHK_t = \delta IHK_{t-1} + u_t \quad \dots(4.1)$$

- b. *IHK is a random walk with drift* artinya *random walk* dengan intersep

$$\Delta IHK_t = \beta_1 + \delta IHK_{t-1} + u_t \quad \dots(4.2)$$

- c. *IHK is a random walk with drift around a stochastic trend* artinya *random walk* dengan intersep di sekitar trend yang stokastik

$$\Delta IHK_t = \beta_1 + \beta_2 + \delta IHK_{t-1} + u_t \quad \dots(4.3)$$

Di mana t ialah variabel waktu atau trend waktu

Hipotesis nol yang diuji untuk setiap model ialah $\delta = 0$, artinya terdapat masalah unit root di dalam model yaitu data time series tidak stasioner. Jika hipotesis nol ditolak maka data time series stasioner. Hipotesis nol ditolak jika Dickey-Fuller Statistik (DF-Statistik) lebih besar daripada nilai *t-critical value*.

Dari hasil pengujian unit root terhadap seluruh data penelitian, didapat hasil pengujian sebagai berikut :

Tabel 4.1 Uji Stasionaritas Data*

Data	Stasioner	Nilai DF-Statistik
IHSG	<i>First Difference</i>	-4,6199
PDB	<i>First Difference</i>	-6,997
Tingkat Bunga	<i>First Difference</i>	-5,3421
Uang Beredar (M1)	<i>First Difference</i>	-7,999
Nilai Tukar	<i>First Difference</i>	-5,765
IHK	<i>First Difference</i>	-3,875
ROE	<i>Level</i>	-4,265
Indeks Saham Manufaktur	<i>First Difference</i>	-4,858
Indeks Saham Keuangan	<i>First Difference</i>	-4,316

* **t-critical value at $\alpha = 5\%$ is -2,935**

Dari hasil tabel 4.1. di atas bisa disimpulkan bahwa Data IHSG, PDB, tingkat bunga, uang beredar, nilai tukar, indeks saham manufaktur, indeks saham keuangan, dan IHK ternyata stasioner pada *first difference* karena pada *first difference* ini nilai DF-statistiknya lebih besar dari pada nilai t-critical value-nya sebesar -2,935 (df=39, $\alpha=5\%$). Untuk variabel ROE dan ROA, pada tingkat level nilai DF-statistiknya masing-masing lebih besar daripada nilai kritisnya sebesar -2,935 (df=39, $\alpha=5\%$).

Menurut Gujarati (2003), jika data-data yang ada di dalam model stasioner pada tingkat yang berbeda maka agar data-data tersebut benar-benar diyakini saling menjelaskan pada tingkat level maka terlebih dahulu harus dilakukan uji kointegrasi.

4.1.2. Uji Kointegrasi

Sebelumnya telah dijelaskan bahwa jika regresi suatu variabel non stasioner (tidak stasioner pada level) terhadap variabel non stasioner lain dilakukan maka akan menghasilkan *spurious regression*. Menurut Gujarati (2003), regresi variabel non stasioner terhadap variabel non stasioner lain tetap bisa dilakukan asal dalam jangka panjang terhadap hubungan atau keseimbangan di antara variabel tersebut atau dengan kata lain variabel-variabel tersebut

berkointegrasi. Adapun tahapan pengujian kointegrasi dimulai dengan melakukan regresi terhadap persamaan awal :

$$\text{LnPNB}_t = f(\text{LnIHSG}_t, \text{IR}_t, \text{IHK}_t, \text{LnM1}_t, \text{LnER}_t) \quad \dots(4.4)$$

Persamaan (4.4.) juga disebut *cointegrating regression*.

Dari persamaan regresi 4.4. lalu didapat nilai residunya.

Dari nilai residu ini nantinya akan diketahui apakah adanya hubungan jangka panjang antara variabel PNB dan seluruh variabel independennya dengan regresi menggunakan metode Engle-Granger (EG) / Augmented Engle-Granger (AEG) sebagai berikut :

$$\Delta \hat{u}_t = \delta u_{t-1} \quad \dots(4.5)$$

dengan hipotesis nol ialah $\delta = 0$ yang berarti variabel PNB dan seluruh variabel independennya tidak berkointegrasi. Jika t-statistik lebih besar daripada t-kritisnya maka H_0 ditolak atau dengan kata lain model berkointegrasi.

Tabel 4.2. Hasil Uji Kointegrasi

Model	Kointegrasi	t-statistik
Perekonomian Nasional :		
PDB dengan IHSG	Terkointegrasi	-4,873
PDB dengan ROE	Terkointegrasi	-6,779
Kinerja Pasar Modal		
IHSG dengan PDB	Terkointegrasi	-4,637
ROE dengan PDB	Terkointegrasi	-5,504

*** t-critical value at 5% is 2,022 (Df=35, $\alpha=5\%$)**

Hasil uji kointegrasi pada tabel 4.2. menunjukkan bahwa nilai t-statistik untuk seluruh model baik model perekonomian nasional maupun model kinerja pasar modal lebih besar daripada t-kritisnya sebesar 2,022 sehingga H_0 ditolak atau model terkointegrasi artinya bahwa dalam jangka panjang seluruh variabel independen di dalam setiap model menjelaskan masing-masing variabel dependennya walaupun masing-masing data stasioner pada tingkat yang

berbeda-beda. Hasil ini meyakinkan bahwa seluruh data penelitian bisa digunakan di dalam mengestimasi model penelitian.

4.2. Hasil Regresi Model Penelitian

Sebagaimana dijelaskan di bab sebelumnya bahwa model penelitian yang digunakan ialah sebagai berikut :

$$\begin{aligned} \text{LnPNB}_t &= f(\text{LnIHSG}_t, \text{IR}_t, \text{IHK}_t, \text{LnM1}_t, \text{LnER}_t) \\ \text{LnIHSG}_t &= f(\text{LnPNB}_t, \text{IR}_t, \text{LnER}_t, \text{IHK}_t, \text{LnPIND}_t) \end{aligned} \dots\dots\dots(4.6)$$

$$\begin{aligned} \text{LnPNB}_t &= f(\text{ROE}_t, \text{IR}_t, \text{IHK}_t, \text{LnM1}_t, \text{LnER}_t) \\ \text{ROE}_t &= f(\text{LnPNB}_t, \text{IR}_t, \text{LnER}_t, \text{IHK}_t, \text{LnPIND}_t) \end{aligned} \dots\dots\dots(4.7)$$

Setelah dilakukan estimasi terhadap masing –masing model penelitian di atas, didapat hasil regresi sebagai berikut :

4.2.1 Model Perekonomian Nasional dengan IHSG sebagai variabel Independen

Dari hasil regresi terhadap model perekonomian nasional dengan menggunakan IHSG sebagai indikator kinerja pasar modal didapat hasil regresi sebagai berikut :

Dependent Variable: LOG(PDBRIIL)				
Method: Two-Stage Least Squares				
Sample (adjusted): 1996Q2 2006Q2				
Included observations: 40 after adjustments				
Instrument list: C LOG(KURSREAL) TK_BUNGA LOG(M1) IHK(-1) INDXMANUFAK INDXFINANCE DKRISIS				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.372050	0.907135	2.614880	**
LOG(IHSG)	0.067303	0.032112	2.095902	**
LOG(M1)	0.532585	0.086246	6.175161	***
LOG(KURSREAL)	-0.042464	0.016010	-2.652332	**
IHK(-1)	-0.003840	0.001102	-3.485180	***
TK_BUNGA	-0.004303	0.001217	-3.535090	***
DKRISIS	0.011414	0.047780	0.238884	TS

R-squared	0.896400	F-statistic	47.66732
Adjusted R-squared	0.877564	Prob(F-statistic)	0.000000
Durbin-Watson stat	1.604157		

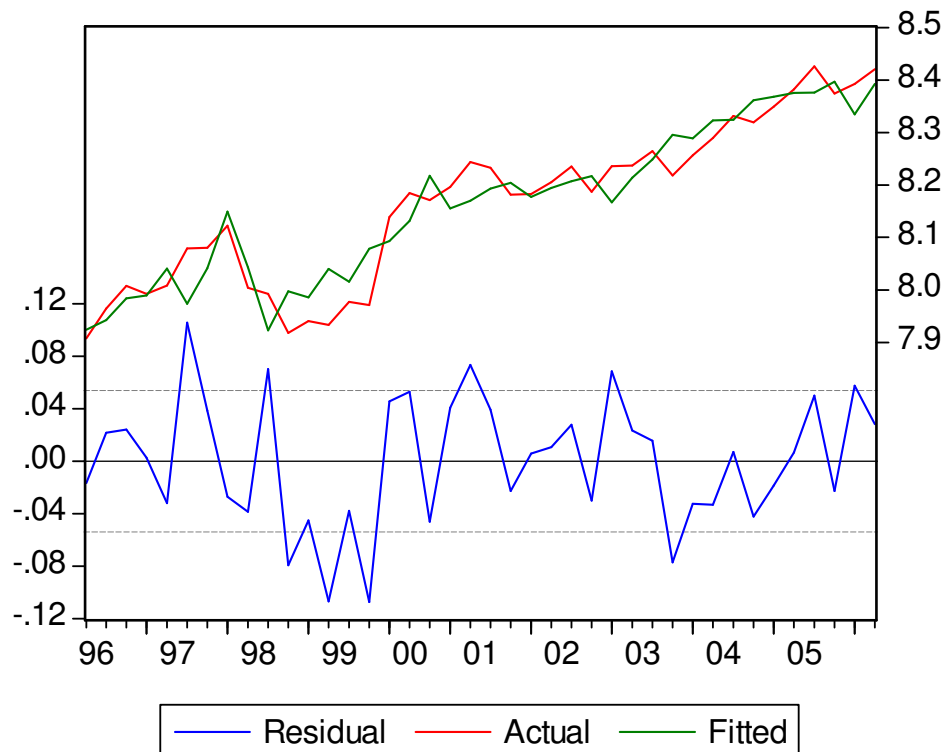
Keterangan :

*** = signifikan pada $\alpha = 1\%$

TS = Tidak signifikan

** = signifikan pada $\alpha = 5\%$

* = Signifikan pada $\alpha = 10\%$



Dari hasil regresi di atas bisa disimpulkan bahwa :

- Kinerja bursa saham (IHSG) memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap perekonomian nasional (PDB) pada tingkat $\alpha=5\%$. Semakin baik kinerja pasar modal maka akan semakin baik pula perekonomian nasional. Elastisitas PDB terhadap perubahan IHSG sebesar 0,067 menunjukkan bahwa perubahan PDB kurang elastis terhadap perubahan IHSG. Jika IHSG naik sebesar 1% maka PDB akan naik sebesar 0,067 %, ceteris paribus. Walaupun kurang elastis tetapi kinerja pasar modal memiliki

pengaruh yang kuat dan pasti terhadap perekonomian nasional terutama dalam jangka panjang.

- Jumlah uang beredar berpengaruh positif dan signifikan terhadap perekonomian nasional pada tingkat $\alpha=1\%$. Semakin besar jumlah uang beredar maka kinerja perekonomian akan semakin menurun. Elastisitas PDB terhadap jumlah uang beredar ialah sebesar 0,533 artinya ialah bahwa perubahan PDB terhadap jumlah uang beredar kurang elastis. Jika jumlah uang beredar naik sebesar 1% maka PDB akan naik sebesar 0,533 %, ceteris paribus. Walaupun kurang elastis tetapi jumlah uang beredar memiliki pengaruh yang kuat dan pasti terhadap perekonomian nasional terutama dalam jangka panjang.
- Nilai tukar rupiah terhadap dollar USA berpengaruh negatif dan signifikan terhadap PDB pada tingkat $\alpha=5\%$. Semakin terdepresiasi nilai tukar rupiah maka nilai PDB akan semakin menurun. Elastisitas PDB terhadap nilai tukar rupiah ini kurang elastis yaitu sebesar -0,042 di mana setiap kenaikan nilai tukar rupiah sebesar 1% akan direspon oleh penurunan PDB sebesar 0,042 %, ceteris paribus. Walaupun kurang elastis tetapi nilai tukar memiliki pengaruh yang kuat dan pasti terhadap perekonomian nasional terutama dalam jangka panjang.
- Nilai IHK tahun sebelumnya berpengaruh negatif dan signifikan terhadap perekonomian nasional pada tingkat $\alpha=1\%$. Jika IHK tahun sebelumnya naik sebesar 1 basis point maka PDB akan turun sebesar 0,0038 unit, ceteris paribus.
- Tingkat bunga memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap PDB pada tingkat $\alpha=1\%$. Semakin tinggi tingkat bunga maka nilai PDB akan semakin menurun. Jika tingkat bunga naik sebesar 1 % maka PDB akan turun sebesar 0,43 %, ceteris paribus.
- Dkrisis menunjukkan pengaruh positif dan tidak signifikan. Dari hasil ini bisa disimpulkan bahwa dalam jangka panjang setelah krisis ekonomi, perekonomian nasional lebih baik dibandingkan sebelum krisis ekonomi.

4.2.2 Model Perekonomian Nasional dengan ROE sebagai Variabel Independen

Dari hasil regresi terhadap model perekonomian nasional dengan menggunakan ROE sebagai indikator kinerja pasar modal didapat hasil regresi sebagai berikut :

Dependent Variable: LOG(PDBRIIL)				
Method: Two-Stage Least Squares				
Sample (adjusted): 1996Q3 2006Q2				
Included observations: 38 after adjustments				
Instrument list: C LOG(KURSREAL) TK_BUNGA LOG(M1) IHK(-1)				
INDXMANUFAK INDXFINANCE DKRISIS				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.579600	1.296383	3.532598	***
ROE(-1)	0.000841	0.000349	2.411523	**
LOG(M1)	0.438906	0.110756	3.962809	***
LOG(KURSREAL)	-0.105255	0.028684	-3.669419	***
IHK(-1)	-0.002743	0.001271	-2.156992	**
TK_BUNGA	-0.011743	0.003143	-3.736635	***
DKRISIS	0.094757	0.072479	1.307371	TS
R-squared	0.875345	F-statistic		30.98449
Adjusted R-squared	0.846259	Prob(F-statistic)		0.000000
Durbin-Watson stat	2.123018			

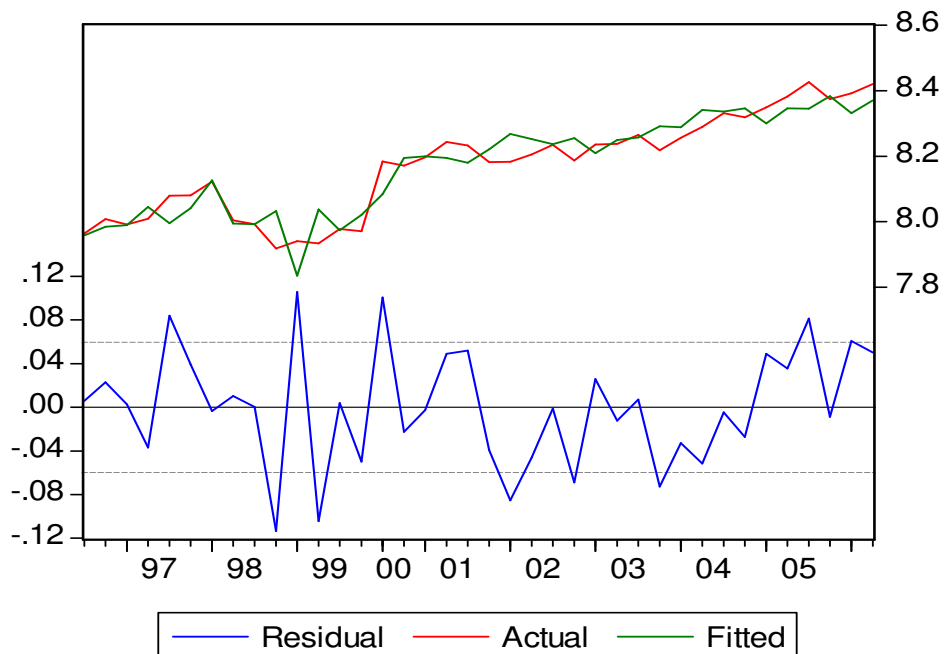
Keterangan :

*** = signifikan pada $\alpha = 1\%$

TS = Tidak signifikan

** = signifikan pada $\alpha = 5\%$

* = Signifikan pada $\alpha = 10\%$



Dari hasil regresi di atas bisa disimpulkan bahwa :

- Kinerja bursa saham (ROE) memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap perekonomian nasional (PDB) pada tingkat $\alpha=10\%$. Semakin baik kinerja bursa saham maka akan semakin baik pula perekonomian nasional. Jika ROE naik sebesar 1 unit maka PDB akan naik sebesar 0,084 %, ceteris paribus.
- Jumlah uang beredar berpengaruh positif dan signifikan terhadap perekonomian nasional pada tingkat $\alpha=1\%$. Semakin besar jumlah uang beredar maka kinerja perekonomian akan semakin meningkat. Elastisitas PDB terhadap jumlah uang beredar ialah sebesar 0,439 artinya bahwa perubahan PDB terhadap jumlah uang beredar kurang elastis. Jika jumlah uang beredar naik sebesar 1% maka PDB akan naik sebesar 0,439 %, ceteris paribus.
- Nilai tukar rupiah terhadap dollar USA berpengaruh negatif dan signifikan terhadap PDB pada tingkat $\alpha=1\%$. Semakin terdepresiasi nilai tukar rupiah maka nilai PDB akan semakin menurun. Elastisitas PDB terhadap nilai tukar rupiah ini kurang elastis yaitu sebesar -0,105 di mana setiap kenaikan nilai tukar rupiah sebesar 1% akan direspon oleh penurunan PDB sebesar 0,105 %, ceteris paribus.
- Nilai IHK tahun sebelumnya berpengaruh negatif dan signifikan terhadap perekonomian nasional pada tingkat $\alpha=5\%$. Jika IHK tahun sebelumnya naik sebesar 1 basis point maka PDB akan turun sebesar 0,0027 unit, ceteris paribus.
- Tingkat bunga memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap PDB pada tingkat $\alpha=1\%$. Semakin tinggi tingkat bunga maka nilai PDB akan semakin menurun. Jika tingkat bunga naik sebesar 1 % maka PDB akan turun sebesar 0,0117%.
- Dkrisis menunjukkan pengaruh positif dan tidak signifikan. Dari hasil ini bisa disimpulkan bahwa dalam jangka panjang setelah krisis ekonomi, perekonomian nasional lebih baik dibandingkan sebelum krisis ekonomi.

4.2.3 Model Kinerja Pasar Modal dengan Indikator IHSG

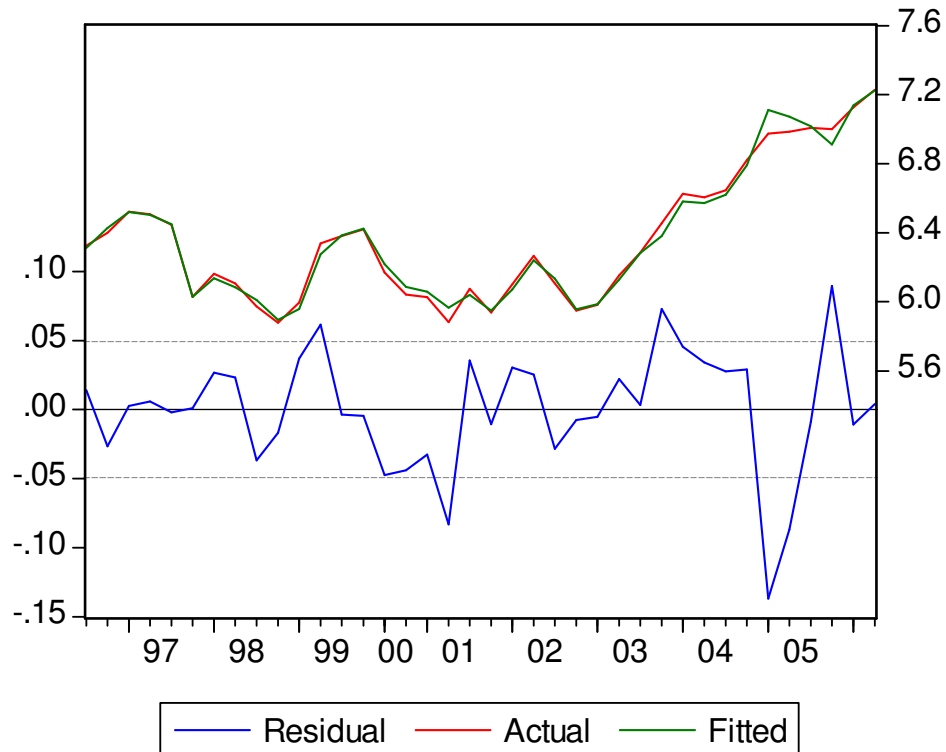
Dari hasil regresi terhadap model kinerja pasar modal dengan menggunakan IHSG sebagai indikator kinerja pasar modal didapat hasil regresi sebagai berikut :

Dependent Variable: LOG(IHSG)				
Method: Two-Stage Least Squares				
Sample (adjusted): 1996Q3 2006Q2				
Included observations: 38 after adjustments				
Instrument list: C LOG(M1) LOG(KURSREAL) TK_BUNGA INDXMANUFAK IHK(-1) INDXFINANCE INDXMANUFAK				
DKRISIS				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.696735	1.578434	1.074949	TS
LOG(PDBRIIL)	0.475252	0.204609	2.322733	**
LOG(KURSREAL)	-0.013931	0.014027	-0.993130	TS
TK_BUNGA	0.000629	0.000782	0.803597	TS
IHK(-1)	-0.001181	0.000677	-1.744078	*
DKRISIS	-0.001462	0.022289	-0.065610	TS
INDXMANUFAK	0.007164	0.000942	7.603174	***
INDXFINANCE	0.001950	0.000372	5.248367	***
R-squared	0.986995	F-statistic		275.7596
Adjusted R-squared	0.983408	Prob(F-statistic)		0.000000
Durbin-Watson stat	1.491714			

Keterangan :

- *** = signifikan pada $\alpha = 1\%$
- ** = signifikan pada $\alpha = 5\%$
- * = signifikan pada $\alpha = 10\%$

TS = Tidak signifikan



Dari hasil regresi di atas bisa disimpulkan bahwa :

- Perekonomian nasional (PDB) memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap kinerja bursa saham pada tingkat $\alpha=5\%$. Semakin baik perekonomian nasional maka akan semakin baik pula kinerja bursa saham. Elastisitas IHSG terhadap perubahan PDB sebesar 0,475 menunjukkan bahwa perubahan IHSG kurang elastis terhadap perubahan PDB. Jika PDB naik sebesar 1% maka IHSG akan naik sebesar 0,475%, ceteris paribus. Walaupun kurang elastis tetapi perekonomian nasional memiliki pengaruh yang kuat dan pasti terhadap kinerja pasar modal terutama dalam jangka panjang.
- Nilai tukar rupiah terhadap dollar USA berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap IHSG pada tingkat $\alpha=5\%$. Semakin terdepresiasi nilai tukar rupiah maka nilai IHSG akan semakin menurun. Elastisitas IHSG terhadap perubahan nilai tukar rupiah ini kurang elastis yaitu sebesar -0,0139 di mana setiap kenaikan nilai tukar rupiah sebesar 1% akan direspon oleh penurunan nilai IHSG sebesar 0,0139 %, ceteris paribus.

- Tingkat bunga memiliki pengaruh yang positif dan tidak signifikan terhadap IHSG pada tingkat $\alpha=10\%$. Semakin tinggi tingkat bunga maka nilai IHSG akan semakin meningkat. Jika tingkat bunga naik sebesar 1% maka nilai IHSG akan naik sebesar $0,0629\%$, ceteris paribus.
- Nilai IHK tahun sebelumnya berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja bursa saham pada tingkat $\alpha=10\%$. Jika IHK tahun sebelumnya naik sebesar 1 basis point maka IHSG akan turun sebesar $0,12\%$, ceteris paribus.
- Dummy krisis ekonomi tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan artinya nilai IHSG sebelum dan setelah krisis ekonomi tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan. Walaupun demikian, nilai IHSG setelah krisis ekonomi memiliki rata-rata yang lebih kecil dibandingkan sebelum krisis ekonomi.
- Indeks saham sektor manufaktur keuangan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja bursa saham pada tingkat $\alpha=1\%$. Jika indeks saham sektor manufaktur naik sebesar 1 basis poin maka IHSG akan naik sebesar $0,72\%$, ceteris paribus
- Indeks saham sektor keuangan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja bursa saham pada tingkat $\alpha=1\%$. Jika indeks saham sektor keuangan naik sebesar 1 basis point maka IHSG naik sebesar $0,19\%$, ceteris paribus.

4.2.4 Model Kinerja Pasar Modal dengan Indikator ROE

Dari hasil regresi terhadap model kinerja pasar modal dengan menggunakan ROE sebagai indikator kinerja pasar modal didapat hasil regresi sebagai berikut :

Dependent Variable: ROE				
Method: Two-Stage Least Squares				
Sample (adjusted): 1996Q3 2006Q2				
Included observations: 38 after adjustments				
Instrument list: C LOG(KURSREAL) TK_BUNGA LOG(M1) IHK(-1)				
INDXMANUFAK INDXFİNANCE DKRİSIS				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-5399.498	1567.356	-3.444973	***
LOG(PDBRIIL(-1))	660.3122	197.8929	3.336715	***
LOG(KURSREAL)	26.28170	30.44928	0.863131	TS

TK_BUNGA	3.786992	2.036865	1.859225	*
IHK(-1)	-3.185009	1.049592	-3.034520	***
DKRISIS	-85.18398	74.17796	-1.148373	TS
INDXMANUFAK	1.368890	0.777025	1.761708	*
INDXFINANCE	-1.203396	0.679288	-1.771554	*
R-squared	0.448612	F-statistic		3.202525
Adjusted R-squared	0.296505	Prob(F-statistic)		0.009927
Durbin-Watson stat	1.861239			

Keterangan :

*** = signifikan pada $\alpha = 1\%$

TS = Tidak signifikan

** = signifikan pada $\alpha = 5\%$

* = Signifikan pada $\alpha = 10\%$



Dari hasil regresi di atas bisa disimpulkan bahwa :

- Perekonomian nasional (PDB) memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap kinerja bursa saham pada tingkat $\alpha=1\%$. Semakin baik perekonomian nasional maka akan semakin baik pula kinerja bursa saham.. Jika PDB naik sebesar 1% maka ROE akan naik sebesar 6,603 unit, ceteris paribus.
- Nilai tukar rupiah terhadap dollar USA berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap ROE pada tingkat $\alpha=10\%$. Semakin terdepresiasi nilai tukar rupiah maka nilai ROE akan semakin meningkat. Jika nilai tukar rupiah naik sebesar 1% maka ROE akan naik sebesar 0,263 unit, ceteris paribus.

- Tingkat bunga memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap ROE pada tingkat $\alpha=10\%$. Semakin tinggi tingkat bunga maka nilai ROE akan semakin meningkat. Jika tingkat bunga naik sebesar 1% maka nilai ROE akan naik sebesar 3,787 unit, ceteris paribus.
- Nilai IHK tahun sebelumnya berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja bursa saham pada tingkat $\alpha=1\%$. Jika IHK tahun sebelumnya naik sebesar 1 basis point maka ROE akan turun sebesar 3,185 unit, ceteris paribus.
- Dummy krisis ekonomi tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan artinya nilai ROE sebelum dan setelah krisis ekonomi tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan. Walaupun demikian, nilai ROE setelah krisis ekonomi memiliki rata-rata yang lebih kecil dibandingkan sebelum krisis ekonomi.
- Indeks saham sektor manufaktur berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja bursa saham pada tingkat $\alpha=10\%$. Jika indeks saham sektor manufaktur naik sebesar 1 basis poin maka ROE akan naik sebesar 1,3689 unit, ceteris paribus
- Indeks saham sektor keuangan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja bursa saham pada tingkat $\alpha=10\%$. Jika indeks saham sektor keuangan naik sebesar 1 basis point maka ROE akan turun sebesar 1,203, ceteris paribus.

V. KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan

- Kinerja bursa saham baik menggunakan indikator IHSG maupun ROE memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap perekonomian nasional (PDB) pada tingkat $\alpha=5\%$. Semakin baik kinerja pasar modal maka akan semakin baik pula perekonomian nasional. Walaupun kurang elastis tetapi kinerja pasar modal memiliki pengaruh yang kuat dan pasti terhadap perekonomian nasional terutama dalam jangka panjang.
- Jumlah uang beredar berpengaruh positif dan signifikan terhadap perekonomian nasional pada tingkat $\alpha=1\%$. Semakin besar jumlah uang beredar maka kinerja perekonomian akan semakin meningkat. Walaupun kurang elastis tetapi jumlah uang beredar memiliki pengaruh yang kuat dan pasti terhadap perekonomian nasional terutama dalam jangka panjang.
- Nilai tukar rupiah terhadap dollar USA berpengaruh negatif dan signifikan terhadap PDB pada tingkat $\alpha=5\%$. Semakin terdepresiasi nilai tukar rupiah maka nilai PDB akan semakin menurun. Walaupun kurang elastis tetapi nilai tukar memiliki pengaruh yang kuat dan pasti terhadap perekonomian nasional terutama dalam jangka panjang.
- Nilai IHK tahun sebelumnya berpengaruh negatif dan signifikan terhadap perekonomian nasional pada tingkat $\alpha=1\%$.
- Tingkat bunga memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap PDB pada tingkat $\alpha=1\%$.
- Dummy krisis ekonomi berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap perekonomian nasional. Walaupun tidak signifikan tetapi dalam jangka panjang setelah krisis ekonomi, perekonomian nasional lebih baik dibandingkan sebelum krisis ekonomi.
- Perekonomian nasional (PDB) memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap kinerja bursa saham baik menggunakan indikator IHSG maupun ROE pada tingkat $\alpha=1\%$ dan $\alpha=5\%$. Semakin baik perekonomian nasional maka akan semakin baik pula kinerja bursa saham. Perkembangan kinerja bursa saham terhadap perkembangan perekonomian nasional kurang elastis. Walaupun kurang elastis tetapi perekonomian nasional memiliki pengaruh yang kuat dan pasti terhadap kinerja pasar modal terutama dalam jangka panjang.

- Nilai tukar rupiah terhadap dollar USA berpengaruh positif terhadap ROE dan berpengaruh negatif terhadap IHSG. Pengaruh nilai tukar terhadap ROE dan IHSG tidak signifikan.
- Tingkat bunga memiliki pengaruh yang positif dan tidak signifikan terhadap IHSG pada tingkat $\alpha=10\%$. Tingkat bunga memiliki pengaruh positif dan signifikan pada ROE pada tingkat $\alpha=10\%$. Semakin tinggi tingkat bunga maka kinerja bursa saham akan semakin meningkat.
- Nilai IHK tahun sebelumnya berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja bursa saham baik menggunakan indikator IHSG maupun ROE pada masing-masing tingkat $\alpha=1\%$ dan $\alpha=10\%$.
- Dummy krisis ekonomi tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan artinya nilai IHSG sebelum dan setelah krisis ekonomi tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan. Walaupun demikian, nilai IHSG setelah krisis ekonomi memiliki rata-rata yang lebih kecil dibandingkan sebelum krisis ekonomi.
- Indeks saham sektor manufaktur dan keuangan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja bursa saham baik menggunakan indikator IHSG maupun ROE pada masing-masing tingkat $\alpha=1\%$ dan $\alpha=10\%$.
- Indeks saham sektor keuangan berpengaruh positif dan signifikan terhadap IHSG pada tingkat $\alpha=1\%$ sedangkan indeks saham sektor keuangan berpengaruh negatif terhadap ROE pada tingkat $\alpha=10\%$.

5.2. Saran

- Pengaruh yang signifikan dari pasar modal terhadap perekonomian nasional mempunyai implikasi bahwa pengembangan pasar modal akan mampu berkontribusi dalam mendorong pertumbuhan perekonomian nasional. Oleh karena itu pengembangan pasar modal merupakan salah satu pilihan kebijakan pembangunan perekonomian nasional.
- Sebaliknya, pengaruh yang signifikan dari perekonomian nasional terhadap pasar modal mempunyai implikasi bahwa pasar modal rentan terhadap gejolak perekonomian nasional. Hal ini berimplikasi bahwa BEJ harus selalu tanggap dan

waspada terhadap fluktuasi perekonomian dan berupaya untuk meredam dampak negatifnya. Dalam hal ini, BEJ bisa mempersiapkan perangkat peraturan dan kebijakan yang dirancang untuk mengurangi "shock" yang bersifat eksternal tadi. Meskipun demikian, kekhawatiran yang berlebihan tidaklah diperlukan karena elastisitas kinerja pasar modal yang di-proksi dengan IHSG maupun ROE terhadap gejala perekonomian yang di-proksi dengan PDB bersifat kurang elastis.

Referensi

- Alan Gart. *Handbook of the Money and Capital Markets*. 1988.
- Atje, Raymond, dan Boyan Jovanovic. *Stock Markets and Development*. European Economic Review 37 (2/3), pp. 632-40. 1993.
- Chowdhury, S.S.H, Mollik, dan Akhter. *Does Predicted Macroeconomic Volatility Influence Stock Market Volatility? Evidence from the Bangladesh Capital Market*. 2006
- Chowdhury, S. S. H. dan M. A. Rahman. *On the Empirical Relation between Macroeconomic Volatility and Stock Market Volatility of Bangladesh*. The Global Journal of Finance and Economics, Vol. 1, No. 2. 2004.
- Demirguc-Kunt, Asli, dan Ross Levine. *Stock Markets, Corporate Finance and Economic Growth: An Overview*. The World Bank Economic Review 10 (2), pp. 223-239. 1996a.
- Demirguc-Kunt, Asli, and Ross Levine. *Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts*. The World Bank Economic Review 10 (2), pp. 291-321. 1996b.
- Garcia, Valeriano F dan Lin Liu. *Macroeconomic Determinants of Stock Market Development*. Journal of Applied Economics, Vol. II, No. 1. May 1999.
- Gujarati, Damodar N., 2003, "Basic Econometrics", Fourth Edition, The McGraw-Hill Companies Inc., New York.
- Levine, Ross. *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*. Journal of Economic Literature 35 (2), pp. 688-726. 1997.
- Levine, Ross dan Sara Zervos. *Stock Market Development and Long-Run Growth*. The World Bank Economic Review, Vol. 10, No.2. 1996.
- Mishkin, Frederick S. *The Economics Of Money, Banking, And Financial Markets*. 6th Edition, 2004.
- Praphan Wongbangpo, Subhash C. Sharma, 2002. *Stock Market And Macroeconomics Fundamental Dynamic Interaction : ASEAN-5 Countries*, Journal of Asian Economics. pp:27-51
- Singh, A. *Stock Markets, Financial Liberalization and Economic Development*. Economic Journal 107, pp. 771-82. 1997.
- Suad Husnan. *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Edisi Kedua. 1994.

LAMPIRAN

I. Uji Stasionaritas

Null Hypothesis: D(IHSG) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.619965	0.0006
Test critical values:		
1% level	-3.605593	
5% level	-2.936942	
10% level	-2.606857	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(IHSG,2)
 Method: Least Squares
 Date: 07/11/05 Time: 08:55
 Sample (adjusted): 1996Q3 2006Q2
 Included observations: 40 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(IHSG(-1))	-0.744702	0.161192	-4.619965	0.0000
C	14.91787	12.74064	1.170889	0.2489
R-squared	0.359666	Mean dependent var		2.402414
Adjusted R-squared	0.342816	S.D. dependent var		97.12509
S.E. of regression	78.73631	Akaike info criterion		11.61879
Sum squared resid	235577.5	Schwarz criterion		11.70324
Log likelihood	-230.3759	F-statistic		21.34407
Durbin-Watson stat	1.924761	Prob(F-statistic)		0.000043

Null Hypothesis: D(GDPRILL) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.997454	0.0000

Test critical values:	1% level	-3.605593
	5% level	-2.936942
	10% level	-2.606857

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(GDPRIL,2)
 Method: Least Squares
 Date: 07/11/05 Time: 08:57
 Sample (adjusted): 1996Q3 2006Q2
 Included observations: 40 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(GDPRIL(-1))	-1.126705	0.161016	-6.997454	0.0000
C	51.30244	25.13159	2.041352	0.0482
R-squared	0.563039	Mean dependent var		0.176200
Adjusted R-squared	0.551540	S.D. dependent var		227.0976
S.E. of regression	152.0807	Akaike info criterion		12.93541
Sum squared resid	878884.5	Schwarz criterion		13.01985
Log likelihood	-256.7081	F-statistic		48.96437
Durbin-Watson stat	1.957261	Prob(F-statistic)		0.000000

Null Hypothesis: D(TK_BUNGA) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.342164	0.0001
Test critical values:		
	1% level	-3.600987
	5% level	-2.935001
	10% level	-2.605836

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(TK_BUNGA,2)
 Method: Least Squares
 Date: 07/11/05 Time: 08:58
 Sample (adjusted): 1996Q3 2006Q3

Included observations: 41 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TK_BUNGA(-1))	-0.845391	0.158249	-5.342164	0.0000
C	-0.061211	1.240365	-0.049349	0.9609
R-squared	0.422553	Mean dependent var		-0.030488
Adjusted R-squared	0.407747	S.D. dependent var		10.32008
S.E. of regression	7.942124	Akaike info criterion		7.029789
Sum squared resid	2460.016	Schwarz criterion		7.113378
Log likelihood	-142.1107	F-statistic		28.53872
Durbin-Watson stat	1.952525	Prob(F-statistic)		0.000004

Null Hypothesis: D(M1) has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.999756	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.600987	
5% level	-2.935001	
10% level	-2.605836	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(M1,2)

Method: Least Squares

Date: 07/11/05 Time: 09:00

Sample (adjusted): 1996Q3 2006Q3

Included observations: 41 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(M1(-1))	-1.266269	0.158288	-7.999756	0.0000
C	8455.723	1853.407	4.562260	0.0000
R-squared	0.621345	Mean dependent var		426.0000
Adjusted R-squared	0.611636	S.D. dependent var		16008.91
S.E. of regression	9976.575	Akaike info criterion		21.30142
Sum squared resid	3.88E+09	Schwarz criterion		21.38501
Log likelihood	-434.6791	F-statistic		63.99610
Durbin-Watson stat	1.900293	Prob(F-statistic)		0.000000

Null Hypothesis: D(KURS) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.765470	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.600987	
5% level	-2.935001	
10% level	-2.605836	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(KURS,2)
 Method: Least Squares
 Date: 07/11/05 Time: 09:00
 Sample (adjusted): 1996Q3 2006Q3
 Included observations: 41 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(KURS(-1))	-0.920244	0.159613	-5.765470	0.0000
C	152.4068	197.8792	0.770201	0.4458
R-squared	0.460138	Mean dependent var		0.349756
Adjusted R-squared	0.446295	S.D. dependent var		1687.566
S.E. of regression	1255.741	Akaike info criterion		17.15639
Sum squared resid	61498535	Schwarz criterion		17.23998
Log likelihood	-349.7060	F-statistic		33.24064
Durbin-Watson stat	2.011992	Prob(F-statistic)		0.000001

Null Hypothesis: D(IHK) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.875278	0.0049
Test critical values:		
1% level	-3.605593	
5% level	-2.936942	

10% level

-2.606857

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(IHK,2)

Method: Least Squares

Date: 07/11/05 Time: 09:01

Sample (adjusted): 1996Q3 2006Q2

Included observations: 40 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(IHK(-1))	-0.558974	0.144241	-3.875278	0.0004
C	1.825041	0.707138	2.580886	0.0138
R-squared	0.283259	Mean dependent var		0.057015
Adjusted R-squared	0.264398	S.D. dependent var		3.984028
S.E. of regression	3.416991	Akaike info criterion		5.344105
Sum squared resid	443.6815	Schwarz criterion		5.428549
Log likelihood	-104.8821	F-statistic		15.01778
Durbin-Watson stat	2.024282	Prob(F-statistic)		0.000408

Null Hypothesis: ROE has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.265538	0.0016
Test critical values:		
1% level	-3.600987	
5% level	-2.935001	
10% level	-2.605836	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(ROE)

Method: Least Squares

Date: 07/11/05 Time: 09:02

Sample (adjusted): 1996Q2 2006Q2

Included observations: 41 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
----------	-------------	------------	-------------	-------

ROE(-1)	-0.636384	0.149192	-4.265538	0.0001
C	8.262732	11.45381	0.721396	0.4750
R-squared	0.318120	Mean dependent var		-0.085673
Adjusted R-squared	0.300636	S.D. dependent var		86.40832
S.E. of regression	72.26155	Akaike info criterion		11.44601
Sum squared resid	203647.5	Schwarz criterion		11.52960
Log likelihood	-232.6432	F-statistic		18.19481
Durbin-Watson stat	1.567940	Prob(F-statistic)		0.000123

II. Uji Kointegrasi

Uji Kointegrasi Model Perekonomian Nasional dengan ROE

Dependent Variable: D(RESID01)
Method: Least Squares
Date: 07/11/05 Time: 07:16
Sample (adjusted): 1996Q4 2006Q2
Included observations: 36 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESID01(-1)	-1.109525	0.163667	-6.779155	0.0000
R-squared	0.567056	Mean dependent var		-0.002949
Adjusted R-squared	0.567056	S.D. dependent var		0.079297
S.E. of regression	0.052176	Akaike info criterion		-3.040988
Sum squared resid	0.095283	Schwarz criterion		-2.997001
Log likelihood	55.73778	Durbin-Watson stat		1.909334

Uji Kointegrasi Model Perekonomian Nasional dengan IHSG

Dependent Variable: D(RESID02)
Method: Least Squares
Date: 07/11/05 Time: 07:18
Sample (adjusted): 1996Q3 2006Q2
Included observations: 38 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESID02(-1)	-0.837840	0.171912	-4.873654	0.0000
R-squared	0.389721	Mean dependent var		-0.002841
Adjusted R-squared	0.389721	S.D. dependent var		0.063534
S.E. of regression	0.049633	Akaike info criterion		-3.142355
Sum squared resid	0.091147	Schwarz criterion		-3.099261
Log likelihood	60.70475	Durbin-Watson stat		1.988558

Uji Kointegrasi Model Kinerja Pasar Modal IHSG

Dependent Variable: D(RESID03)
Method: Least Squares
Date: 07/11/05 Time: 07:20
Sample (adjusted): 1996Q4 2006Q2
Included observations: 36 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESID03(-1)	-0.743745	0.160365	-4.637825	0.0000
R-squared	0.380449	Mean dependent var		0.000921
Adjusted R-squared	0.380449	S.D. dependent var		0.053957
S.E. of regression	0.042471	Akaike info criterion		-3.452617
Sum squared resid	0.063132	Schwarz criterion		-3.408630
Log likelihood	63.14710	Durbin-Watson stat		1.975185

Uji Kointegrasi Model Kinerja Pasar Modal ROE

Dependent Variable: D(RESID04)
Method: Least Squares
Date: 07/11/05 Time: 07:21
Sample (adjusted): 1996Q4 2006Q2
Included observations: 36 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESID04(-1)	-0.920762	0.167294	-5.503847	0.0000
R-squared	0.463766	Mean dependent var		1.474034
Adjusted R-squared	0.463766	S.D. dependent var		80.91139
S.E. of regression	59.24977	Akaike info criterion		11.02879
Sum squared resid	122868.7	Schwarz criterion		11.07277
Log likelihood	-197.5181	Durbin-Watson stat		1.961045

III. Hasil Regresi

Dependent Variable: LOG(GDPRIIL)

Method: Two-Stage Least Squares

Date: 07/11/05 Time: 01:43

Sample (adjusted): 1996Q2 2006Q2

Included observations: 40 after adjustments

Instrument list: C LOG(KURSREAL) TK_BUNGA LOG(M1) IHK(-1)

INDXMANUFAK INDXFINANCE DKRISIS

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.372050	0.907135	2.614880	0.0134
LOG(IHSG)	0.067303	0.032112	2.095902	0.0438
LOG(M1)	0.532585	0.086246	6.175161	0.0000
LOG(KURSREAL)	-0.042464	0.016010	-2.652332	0.0122
IHK(-1)	-0.003840	0.001102	-3.485180	0.0014
TK_BUNGA	-0.004303	0.001217	-3.535090	0.0012
DKRISIS	0.011414	0.047780	0.238884	0.8127
R-squared	0.896400	Mean dependent var		8.163878
Adjusted R-squared	0.877564	S.D. dependent var		0.153892
S.E. of regression	0.053848	Sum squared resid		0.095687
F-statistic	47.66732	Durbin-Watson stat		1.604157
Prob(F-statistic)	0.000000			

Dependent Variable: LOG(GDPRIIL)

Method: Two-Stage Least Squares

Date: 07/11/05 Time: 00:18

Sample (adjusted): 1996Q3 2006Q2

Included observations: 38 after adjustments

Convergence achieved after 9 iterations

Instrument list: C LOG(KURSREAL) TK_BUNGA LOG(M1) IHK(-1)

INDXMANUFAK INDXFINANCE DKRISIS

Lagged dependent
variable & regressors
added to instrument list

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.579600	1.296383	3.532598	0.0014
ROE(-1)	0.000841	0.000349	2.411523	0.0222
LOG(M1)	0.438906	0.110756	3.962809	0.0004
LOG(KURSREAL)	-0.105255	0.028684	-3.669419	0.0009
IHK(-1)	-0.002743	0.001271	-2.156992	0.0391
TK_BUNGA	-0.011743	0.003143	-3.736635	0.0008
DKRISIS	0.094757	0.072479	1.307371	0.2010
AR(1)	-0.070689	0.185961	-0.380128	0.7065
R-squared	0.875345	Mean dependent var	8.171281	
Adjusted R-squared	0.846259	S.D. dependent var	0.152041	
S.E. of regression	0.059615	Sum squared resid	0.106618	
F-statistic	30.98449	Durbin-Watson stat	2.123018	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Inverted AR Roots	-.07			

Dependent Variable: LOG(IHSG)

Method: Two-Stage Least Squares

Date: 07/11/05 Time: 01:34

Sample (adjusted): 1996Q3 2006Q2

Included observations: 38 after adjustments

Convergence achieved after 12 iterations

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Instrument list: C LOG(M1) LOG(KURSREAL) TK_BUNGA

INDXMANUFAK IHK(-1) INDXFINANCE INDXMANUFAK

DKRISIS

Lagged dependent
variable & regressors
added to instrument list

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.696735	1.578434	1.074949	0.2913
LOG(GDPRILL)	0.475252	0.204609	2.322733	0.0274
LOG(KURSREAL)	-0.013931	0.014027	-0.993130	0.3289
TK_BUNGA	0.000629	0.000782	0.803597	0.4282

IHK(-1)	-0.001181	0.000677	-1.744078	0.0917
DKRISIS	-0.001462	0.022289	-0.065610	0.9481
INDXMANUFAK	0.007164	0.000942	7.603174	0.0000
INDXFINANCE	0.001950	0.000372	5.248367	0.0000
AR(1)	0.670511	0.171053	3.919893	0.0005
<hr/>				
R-squared	0.986995	Mean dependent var	6.367371	
Adjusted R-squared	0.983408	S.D. dependent var	0.381898	
S.E. of regression	0.049193	Sum squared resid	0.070177	
F-statistic	275.7596	Durbin-Watson stat	1.491714	
Prob(F-statistic)	0.000000			
<hr/>				
Inverted AR Roots	.67			

Dependent Variable: ROE

Method: Two-Stage Least Squares

Date: 07/11/05 Time: 01:45

Sample (adjusted): 1996Q3 2006Q2

Included observations: 38 after adjustments

Convergence achieved after 52 iterations

Instrument list: C LOG(KURSREAL) TK_BUNGA LOG(M1) IHK(-1)

INDXMANUFAK INDXFINANCE DKRISIS

Lagged dependent
variable & regressors
added to instrument list

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-5399.498	1567.356	-3.444973	0.0018
LOG(GDPRIIL(-1))	660.3122	197.8929	3.336715	0.0023
LOG(KURSREAL)	26.28170	30.44928	0.863131	0.3951
TK_BUNGA	3.786992	2.036865	1.859225	0.0732
IHK(-1)	-3.185009	1.049592	-3.034520	0.0050
DKRISIS	-85.18398	74.17796	-1.148373	0.2602
INDXMANUFAK	1.368890	0.777025	1.761708	0.0887
INDXFINANCE	-1.203396	0.679288	-1.771554	0.0870
AR(1)	0.243243	0.234550	1.037061	0.3083
<hr/>				
R-squared	0.448612	Mean dependent var	15.68266	
Adjusted R-squared	0.296505	S.D. dependent var	78.73688	
S.E. of regression	66.04024	Sum squared resid	126478.1	
F-statistic	3.202525	Durbin-Watson stat	1.861239	
Prob(F-statistic)	0.009927			
<hr/>				
Inverted AR Roots	.24			

