

ANALISIS PENGARUH INFLASI, SUKU BUNGA, NILAI TUKAR DAN JUMLAH UANG BEREDAR TERHADAP HARGA SAHAM DI INDONESIA DAN SINGAPURA

Dwi Wulandari
Universitas Negeri Malang
Email: wulan501@yahoo.com

Abstract

The purpose of this research is to understand the impact of monetary variables (inflation, interest rate, exchange rate and money supply) to stock prices in two ASEAN countries namely Indonesia and Singapore. These countries has different characteristic than stock market in other countries because their stock market has experienced two big crises. Monetary policy of their government has serious impact on how these countries managed their financial markets. It was found that there were different variables affecting stock price in these countries. In Indonesia, stock prices are affected by stock prices in the past. In Singapore, stock prices are affected by the inflation rate.

Key words: stock price, inflation, interest rate, exchange rate, money supply, Indonesia, Singapura

A. PENDAHULUAN

Penelitian tentang faktor-faktor apakah yang mempengaruhi harga saham di ASEAN sampai saat ini belum banyak dilakukan, kecuali pada saat periode krisis moneter tahun 1997. Hasil penelitian terdahulu pun sangat bervariasi dan belum dapat menjelaskan sebenarnya faktor-faktor apakah yang mempengaruhi harga saham di pasar modal yang ada di ASEAN. Atmadja (2004) yang meneliti hubungan kausalitas antara variabel ekonomi makro dan harga saham di ASEAN pada periode krisis moneter di Indonesia, menyatakan bahwa tidak ada hubungan kausalitas antara variabel ekonomi makro dan harga saham di ASEAN. Sedangkan Harjito (2004) menemukan adanya kausalitas antara nilai tukar dan harga saham di ASEAN dimana nilai tukar Singapura adalah yang sifatnya paling dominan. Kirativanich (2000) juga tidak menemukan hubungan antara variabel ekonomi makro dan harga saham di ASEAN kecuali untuk Indonesia yang harga sahamnya dipengaruhi oleh inflasi dan jumlah uang beredar. Setelah berakhirnya krisis moneter, belum ada lagi penelitian yang membahas tentang variabel apakah yang berpengaruh terhadap harga saham di ASEAN.

Mengetahui faktor-faktor apa yang mempengaruhi pergerakan harga saham sangat penting bagi seorang investor. Apabila ingin mendapatkan keuntungan, seorang investor harus pandai membaca pasar dan memahami faktor-faktor apa sajakah yang berpengaruh terhadap harga saham, sehingga investor tersebut bisa memprediksikan harga saham dan memperoleh keuntungan.

Pertanyaan tentang faktor-faktor apa saja yang berpengaruh terhadap harga saham, coba dijelaskan dengan sejumlah teori oleh sejumlah ekonom misalnya dengan teori *The one period valuation model*, *Generalized Dividend Valuation Model*, *The Gordon Growth Model*, *The Efficient Market Hypothesis* yang lalu ditentang dengan sejumlah argumen. Tetapi model-model ini kurang bisa menjelaskan faktor-faktor yang berpengaruh terhadap harga saham. Untuk menjelaskan faktor-faktor yang mempengaruhi harga saham di ASEAN, salah satu cara awal yang bisa dilakukan adalah melihat karakteristik pasar modal di ASEAN. Karakteristik bursa saham di ASEAN, tentu saja berbeda dengan negara-negara lain di dunia, sehingga teori konvensional mungkin tidak bisa menjelaskan pola pergerakan harga saham di negara-negara yang sudah dua kali mengalami krisis yang cukup berat ini.

Liberalisasi pasar keuangan di negara ASEAN termasuk di Indonesia dan Singapura pada tahun 1980an menghasilkan aliran modal masuk yang cukup besar di negara-negara tersebut. Terjadilah ekspansi pasar keuangan dan pasar modal. Tetapi liberalisasi ini tidak didukung dengan regulasi dan pengawasan sistem keuangan yang kuat sehingga justru memicu krisis moneter pada tahun 1997. Krisis yang terjadi ini tidak hanya menyerang pasar keuangan dan pasar saham di ASEAN tetapi juga menyerang fundamental ekonomi makro negara-negara tersebut yang ditandai dengan inflasi dan suku bunga yang tinggi, nilai tukar yang terdepresiasi dan pasar saham berada dalam kondisi resesi (Atmadja, 2004).

Kondisi pasar modal dan pasar keuangan sejak 1999 mulai membaik. Terjadi apresiasi mata uang serta penurunan inflasi dan suku bunga pada negara-negara ini. Pada 2008, sekali lagi terjadi krisis global yang dimulai di Amerika Serikat dan menyebar ke seluruh dunia termasuk ke negara-negara ASEAN, meskipun secara kasat mata, dampaknya tidak seluas krisis moneter 1997. Pada setiap krisis yang terjadi, setiap kali terjadi pelemahan di pasar keuangan dan pasar modal, maka terjadi pula pelemahan pada variabel-variabel ekonomi makro di negara-negara tersebut. Ini mengindikasikan adanya hubungan antara pasar saham dan variabel-variabel ekonomi makro negara-negara ASEAN.

Pergerakan indeks harga saham sangat sensitif terhadap perubahan dalam fundamental ekonomi dan perubahan ekspektasi tentang prospek di masa depan. Ekspektasi akan dipengaruhi oleh fundamental mikro dan makro yang bisa terbentuk secara rasional atau adaptif terhadap fundamental ekonomi dan bersifat subyektif yang tidak bisa diduga dan dihitung (Ahmad dan Ahmed, 2006)

Variabel ekonomi makro dapat dihubungkan dengan harga saham melalui *Arbitrage Pricing Theory* (APT) (Ross, 1976), dimana beberapa faktor resiko dapat menjelaskan *return* asset. Studi empiris yang berdasar pada APT menghubungkan variabel ekonomi makro dengan harga saham, menggunakan model hubungan jangka pendek misalnya penelitian yang dilakukan oleh Fama (1981), Fama dan French (1989), Schwert (1981), Ferson dan Harvey (1991) dan Fraser dan Power (1997). Secara umum penelitian-penelitian ini menemukan hubungan signifikan antara harga saham dengan perubahan variabel-variabel ekonomi makro (Humpe dan Mc Millan, 2007)

Kelemahan model ini adalah karena dasarnya adalah data historis maka model ini hanya cocok apabila kondisi relatif stabil, sedangkan pada saat kondisi tidak stabil, maka koefisien beta yang diestimasi, mungkin tidak berhubungan dengan nilai yang diharapkan (Goetzmann, 2006). Selain itu dalam model ini tidak dijelaskan variabel ekonomi yang mana yang akan mempengaruhi harga saham (DeStefano, 2000, Kim, 1987)

Kebijakan moneter dapat mempengaruhi perekonomian melalui dampaknya pada penilaian saham. Hal ini dijelaskan oleh *Tobin's q theory*. Kebijakan moneter mempengaruhi harga saham dengan cara ketika kebijakan moneter bersifat ekspansioner, masyarakat akan memiliki uang lebih dan meningkatkan pengeluaran. Salah satu tempat mengeluarkan uang adalah pasar modal (dengan membeli saham). Hal ini akan meningkatkan permintaan saham dan menaikkan harga saham.

Pendekatan alternatif lain adalah *Discounted Cash Flow* (DCF) atau *Present Value Model* (PVM). Secara formal, metode DCF ini pertama kali digunakan oleh John Burr Williams pada 1938 pada karyanya yang berjudul "*The Theory of Investment Value*". Model ini menghubungkan harga saham dengan *expected cash flow* dan *discount rate* dari aliran kas ini. Maka variabel-variabel yang mempengaruhi *expected cash flow* atau mempengaruhi *discount rate* akan berpengaruh terhadap harga saham (Humpe dan Mc Millan, 2007).

Apabila kita melihat dari sudut pandang ekonomi, ketika saham diklaim sebagai asset keuangan dan alat menabung bagi konsumen, sangat mungkin ada hubungan antara harga saham dengan variabel ekonomi makro (DeStefano, 2000). Hubungan ini telah banyak diteliti di negara-negara maju. Tetapi di negara-negara berkembang yang pasar modalnya masih baru tumbuh, sangat sedikit penelitian tentang hal ini karena ukuran pasar yang kecil dan lokasi geografisnya. Beberapa tahun terakhir ini, sudah dimulai penelitian tentang hal ini di negara-negara berkembang misalnya India, Ghana, Srilanka dan Turki. Meskipun hubungan antara harga saham dan variabel ekonomi makro telah banyak diteliti, hasilnya tidak konsisten dan hubungannya tidak dimengerti dengan baik (DeStefano, 2000). Pengaruh variabel moneter terhadap harga saham di negara-negara Asia yang pasar modalnya tidak semaju negara-negara maju juga tidak begitu jelas (Kwon, 1999), sehingga masih diperlukan penelitian lebih lanjut di area ini.

Ada banyak penelitian terdahulu yang menghubungkan variabel-variabel ekonomi makro dengan harga saham. Dimulai oleh Fama pada 1981, yang menemukan bahwa pergerakan variabel ekonomi makro dapat digunakan untuk memprediksi pergerakan harga saham. Tiap peneliti menggunakan variabel-variabel ekonomi makro yang berbeda-beda karena memang belum ada konsensus variabel ekonomi makro mana yang berpengaruh terhadap harga saham. Penelitian pada *emerging markets* terutama disebabkan karena ekspansi perdagangan internasional dan adanya liberalisasi. Selain itu adanya kebutuhan untuk diversifikasi oleh manajer portofolio internasional. Liberalisasi pada negara-negara ini diharapkan meningkatkan integrasi negara-negara ini dengan perekonomian dunia dan mengurangi biaya modal. Proses integrasi akan sangat berhubungan dengan kebijakan ekonomi makro yang diadopsi di negara-negara tersebut. Kebijakan ekonomi makro yang dijalankan juga berhubungan dengan tingkat integrasi global dari suatu negara. Maka hubungan antara variabel ekonomi makro dan harga saham penting untuk memahami *emerging markets* (Muradoglu *et al.* 2001)

Salah satu variabel ekonomi makro yang sering digunakan adalah inflasi. Beberapa penelitian menemukan hubungan signifikan antara inflasi dengan harga saham. Diantaranya adalah penelitian yang dilakukan oleh Fama (1981), Schwert (1981), Gultekin (1983), Geske dan Roll (1983), Mukherjee dan Naka (1995), Adrangi (2000) di Brazil, Udegbumam *et al.* (2001) di Nigeria, Wongbangpo dan Sharma (2002) di negara-negara ASEAN, Gunasekarage *et al.* (2004) di *South Asia*, Maysami *et al.* (2004) di Singapura, Islam *et al.* (2004) di Thailand, Chakravarty (2005) di India, Haruman *et al.* (2005) di Indonesia, Nishat dan Shaheen (2005) di Pakistan,

Erbaykal *et al.* (2006) di Turki. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Rapach (2001) di enam belas negara industri tidak menemukan hubungan yang signifikan antara inflasi dan harga saham. Hubungan yang tidak stabil ditemukan oleh Graham (2006) yang meneliti di Amerika Serikat pada periode 1953-1990. Hubungan bersifat negatif sebelum 1976 dan setelah 1982, tetapi bersifat positif antara kedua tahun tersebut. Instabilitas ini mungkin disebabkan karena pergeseran dari kebijakan moneter *counter cyclical* ke *pro cyclical* pada 1976 dan kembali ke *counter cyclical* pada 1982. Laopodis (2006) menemukan hubungan negatif lemah antara inflasi dan harga saham di AS pada periode 1970-1980.

Meskipun banyak penelitian yang menemukan signifikansi antara inflasi dan harga saham, arah hubungan dari inflasi dan harga saham masih perlu diteliti lebih lanjut. Secara teoritis, inflasi yang tidak diantisipasi berpengaruh negatif terhadap harga saham melalui perubahan tingkat harga yang tidak diantisipasi. Ketidakpastian inflasi juga mempengaruhi *discount rate* yang akan mengurangi *present value* dari aliran kas perusahaan. Menurut DeFina (1991), kenaikan inflasi memiliki dampak negatif terhadap pendapatan perusahaan karena naiknya biaya perusahaan dan lambatnya penyesuaian harga output, mengurangi keuntungan dan lalu menurunkan harga saham. Tetapi ada juga penelitian yang menemukan hubungan positif antara inflasi dan harga saham, diantaranya penelitian yang dilakukan oleh Bulmash dan Trivoli (1991), Abdullah dan Hayworth (1993). Variabel lain yang sering digunakan adalah tingkat bunga. Secara teoritis perubahan tingkat bunga secara langsung merubah *discount rate* dan mempengaruhi arus kas perusahaan saat ini dan masa depan. Tingkat bunga yang tinggi merupakan sinyal negatif terhadap harga saham. Peningkatan tingkat bunga mungkin menyebabkan investor menarik investasinya pada saham dan memindahkannya pada instrumen investasi yang lain. Beberapa penelitian yang menemukan signifikansi antara tingkat bunga dan harga saham antara lain Wongbangpo dan Sharma (2002) di negara-negara ASEAN, Islam *et al.* (2004) di Thailand, Gunasekarage *et al.* (2004) di *South Asia*. Hinda dan Kuroki (2006) menemukan adanya hubungan antara kebijakan suku bunga di Jepang dengan harga saham. Secara rata-rata penurunan suku bunga sebesar 1% akan memicu kenaikan harga saham sebesar 3%. Beberapa peneliti juga menemukan arah hubungan positif antara suku bunga dan harga saham. Ini cukup bertentangan dengan teori awal sehingga masih dimungkinkan penelitian lebih lanjut pada variabel ini. Peneliti-peneliti tersebut diantaranya adalah Fama (1981), Wongbangpo dan Sharma (2002) di Malaysia, Islam *et al.* (2004) di Thailand. Beberapa peneliti menemukan

juga signifikansi antara nilai tukar dengan harga saham. Diantaranya adalah Wongbangpo dan Sharma (2002) di negara-negara ASEAN, Maysami (2004) di Singapura. Muradoglu dan Metin (1998) menemukan bahwa nilai tukar mata uang asing sangat berpengaruh terhadap harga saham ketika pasar semakin berkembang. Tetapi beberapa peneliti juga tidak menemukan signifikansi antara nilai tukar dengan harga saham diantaranya adalah penelitian yang dilakukan oleh Chakravarty (2005) di India, nilai tukar sangat penting karena tiga alasan. Yang pertama, jumlah uang beredar digunakan untuk menstabilkan nilai tukar, pergerakan nilai tukar akan mempengaruhi hubungan antara uang dan inflasi dan nilai tukar adalah variabel penting bagi investor untuk memutuskan untuk berinvestasi dalam pasar valuta asing atau pasar modal.

Hubungan negatif antara nilai tukar dan harga saham lebih dominan, tetapi ada juga penelitian-penelitian yang menemukan hubungan positif antara nilai tukar dengan harga saham misalnya Islam *et al.* (2004) di Thailand, Wongbangpo dan Sharma (2002) di Malaysia dan Filipina. Maka masih terbuka untuk dilakukan penelitian pada variabel nilai tukar.

Perubahan jumlah uang beredar mungkin berhubungan dengan kenaikan inflasi yang tidak diantisipasi dan ketidakpastian inflasi di masa depan dan berpengaruh negatif terhadap harga saham. Perubahan jumlah uang beredar mungkin berpengaruh positif pada harga saham melalui dampaknya terhadap aktivitas ekonomi. Laopodis (2006) menyatakan bahwa perubahan jumlah uang beredar akan mempengaruhi suku bunga yang akan membuat investor mengevaluasi saham yang dimilikinya dan ini akan berpengaruh pada harga saham. Perubahan jumlah uang beredar akan membuat investor menilai kembali pasar modal. Karena nilai saham adalah gabungan dari *discounted future dividends*, maka kebijakan moneter ketat/longgar dapat mempengaruhi harga saham melalui *expected future earnings*. Tidak signifikannya pengaruh jumlah uang beredar terhadap harga saham juga bisa dilihat pada penelitian yang dilakukan oleh Chakravarty (2005). Arah hubungan jumlah uang beredar dan harga saham juga bisa positif ataupun negatif. Hubungan positif ditemukan pada penelitian Fama (1981), Ibrahim *et al.* (2001) dalam jangka pendek. Sedangkan dalam jangka panjang, Ibrahim *et al.* (2001) menemukan hubungan negatif antara jumlah uang beredar dengan harga saham.

Ada pula penelitian-penelitian yang tidak menemukan hubungan signifikan antara variabel-variabel ekonomi makro dengan harga saham diantaranya adalah penelitian yang dilakukan oleh Atmadja (2004) pada lima negara ASEAN. Maka penelitian tentang hubungan

variabel ekonomi makro terutama variabel makro moneter dengan harga saham masih sangat diperlukan untuk mengisi kekosongan penelitian terutama di kawasan ASEAN.

B. METODOLOGI

Obyek penelitian ini adalah dua negara ASEAN yaitu Indonesia dan Singapura. Sampel data dimulai pada tahun 2001-2013. Data harga saham di masing-masing negara digunakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) atau *Jakarta Composite Index*, (JCI), Index Straits Times Index mewakili kinerja saham-saham yang terdaftar di pasar modal Singapura. Sedangkan variabel tingkat bunga yang digunakan adalah tingkat suku bunga pasar uang di masing-masing negara. Variabel inflasi yang digunakan adalah tingkat inflasi bulanan yang merupakan perubahan kenaikan harga-harga umum secara terus menerus, yang dihitung dari perubahan Harga Konsumen Gabungan di masing-masing negara dan dinyatakan dalam persen. Sedangkan variabel nilai tukar yang dipakai adalah nilai tukar mata uang masing-masing negara terhadap dollar AS dinyatakan dalam mata uang/US\$. Dan variabel jumlah uang beredar adalah jumlah uang beredar dalam arti luas (M2) atau likuiditas perekonomian dalam satuan milyar mata uang. Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder, data tersebut diperoleh dari situs resmi *International Monetary Fund Statistics*, *World Development Indicators*, *Heritage Foundation*, Pasar Modal di masing-masing negara, bank Sentral di masing-masing negara dan Biro Statistik di masing-masing negara. Metode Analisis yang digunakan adalah *Vector Auto Regression* (VAR). Ada beberapa keuntungan dari VAR (Gujarati, 1995:387) yaitu : VAR mampu melihat lebih banyak variabel dalam menganalisis fenomena ekonomi jangka pendek dan jangka panjang, VAR mampu mengkaji konsistensi model empirik dengan teori ekonometrika, VAR mampu mencari pemecahan terhadap persoalan variabel runtun waktu yang tidak stasioner (*non stasionary*) dan regresi lancung (*spurious regresion*) atau korelasi lancung (*spurious correlation*) dalam analisis ekonometrika.

Data penelitian sebelum digunakan untuk estimasi perlu dilakukan serangkaian tahapan pengujian, yaitu: uji stasioneritas, penentuan panjang lag, uji kausalitas Granger, *Impulse Response Function* dan *Variance Decomposition*. Penentuan jumlah lag dalam model VAR ditentukan pada kriteria informasi yang direkomendasikan oleh *Final Prediction Error* (FPE) atau *Aike Information Criterion* (AIC) atau *Schwarz Criterion* (SC) atau *Hannan-Quinn* (HQ).

Uji Kausalitas *Granger* digunakan untuk melihat arah hubungan suatu variabel dengan variabel yang lain.

C. HASIL DAN PEMBAHASAN

1. Singapura

VAR Model - Substituted Coefficients:

=====

$$\text{BUNGA} = 0.9177310382*\text{BUNGA}(-1) - 0.01584290888*\text{INFLASI}(-1) + 0.0001119245788*\text{SAHAM}(-1) - 0.2537301411*\text{TUKAR}(-1) - 1.464444989\text{e-}06*\text{UANG}(-1) + 0.6671620385$$

$$\text{INFLASI} = -0.1969708603*\text{BUNGA}(-1) + 0.9203748296*\text{INFLASI}(-1) + 0.0007426423398*\text{SAHAM}(-1) - 0.4941933095*\text{TUKAR}(-1) - 5.089274516\text{e-}06*\text{UANG}(-1) + 0.8733467862$$

$$\text{SAHAM} = 5.983727577*\text{BUNGA}(-1) - 35.75651169*\text{INFLASI}(-1) + 0.965820961*\text{SAHAM}(-1) - 335.8687219*\text{TUKAR}(-1) + 0.0001724526232*\text{UANG}(-1) + 631.293406$$

$$\text{TUKAR} = -0.0009921730094*\text{BUNGA}(-1) - 7.578677964\text{e-}05*\text{INFLASI}(-1) - 1.484152027\text{e-}05*\text{SAHAM}(-1) + 0.8348764853*\text{TUKAR}(-1) - 2.461872735\text{e-}07*\text{UANG}(-1) + 0.3582992406$$

$$\text{UANG} = 596.1318973*\text{BUNGA}(-1) - 437.5886257*\text{INFLASI}(-1) - 1.624710148*\text{SAHAM}(-1) - 21096.5169*\text{TUKAR}(-1) + 0.9935196066*\text{UANG}(-1) + 40894.95168$$

Untuk Singapura, hasil menunjukkan bahwa harga saham dipengaruhi oleh inflasi satu periode sebelumnya dan harga saham satu periode sebelumnya sedangkan suku bunga dipengaruhi oleh suku bunga satu periode sebelumnya. Inflasi dipengaruhi oleh suku bunga satu periode sebelumnya, inflasi satu periode sebelumnya serta harga saham satu periode sebelumnya. Nilai tukar dipengaruhi oleh nilai tukar satu periode sebelumnya sedangkan jumlah uang beredar dipengaruhi oleh inflasi satu periode sebelumnya, harga saham satu periode sebelumnya, nilai

tukar satu periode sebelumnya serta jumlah uang beredar satu periode sebelumnya. Di Singapura, harga sahamnya ditentukan oleh inflasi satu periode sebelumnya. Selain itu harga saham di Singapura juga dipengaruhi oleh harga saham periode sebelumnya. Hal ini menunjukkan bahwa investor cenderung menanamkan modalnya dalam jangka pendek dan mengharapkan keuntungan dari perubahan pasar. Sehingga investor lebih cenderung melihat harga saham di masa lalu untuk mengestimasi harga saham di masa depan

2. Indonesia

VAR Model - Substituted Coefficients:

=====

$$\begin{aligned} \mathbf{BUNGA} = & 1.383511672*\mathbf{BUNGA}(-1) - 0.4311737832*\mathbf{BUNGA}(-2) + \\ & 0.06989914522*\mathbf{INFLASI}(-1) - 0.05636412858*\mathbf{INFLASI}(-2) - 0.0004576889121*\mathbf{SAHAM}(-1) \\ & + 0.0008720212453*\mathbf{SAHAM}(-2) + 0.0001431713706*\mathbf{TUKAR}(-1) + 5.125413219e- \\ & 05*\mathbf{TUKAR}(-2) + 6.743761013e-07*\mathbf{UANG}(-1) - 1.93935141e-06*\mathbf{UANG}(-2) - 0.520888798 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \mathbf{INFLASI} = & 1.473651053*\mathbf{BUNGA}(-1) - 1.367930799*\mathbf{BUNGA}(-2) + 0.888855741*\mathbf{INFLASI}(- \\ & 1) - 0.09715288326*\mathbf{INFLASI}(-2) - 0.000578777408*\mathbf{SAHAM}(-1) + \\ & 0.000610760612*\mathbf{SAHAM}(-2) - 8.033568194e-05*\mathbf{TUKAR}(-1) + 0.0002659863539*\mathbf{TUKAR}(- \\ & 2) + 4.86427826e-06*\mathbf{UANG}(-1) - 4.553964287e-06*\mathbf{UANG}(-2) - 1.24945732 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \mathbf{SAHAM} = & - 37.33960327*\mathbf{BUNGA}(-1) + 29.0443012*\mathbf{BUNGA}(-2) - 9.8970976*\mathbf{INFLASI}(-1) \\ & + 11.44072877*\mathbf{INFLASI}(-2) + 1.293688434*\mathbf{SAHAM}(-1) - 0.282299908*\mathbf{SAHAM}(-2) + \\ & 0.06043094177*\mathbf{TUKAR}(-1) - 0.01636995099*\mathbf{TUKAR}(-2) - 0.001045226037*\mathbf{UANG}(-1) + \\ & 0.0009539847424*\mathbf{UANG}(-2) - 229.4621718 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \mathbf{TUKAR} = & 365.9900981*\mathbf{BUNGA}(-1) - 322.7792132*\mathbf{BUNGA}(-2) - 7.506625674*\mathbf{INFLASI}(- \\ & 1) - 10.69008517*\mathbf{INFLASI}(-2) - 1.150669848*\mathbf{SAHAM}(-1) + 1.208552844*\mathbf{SAHAM}(-2) + \\ & 0.9023374064*\mathbf{TUKAR}(-1) - 0.2967707153*\mathbf{TUKAR}(-2) + 0.001889346414*\mathbf{UANG}(-1) - \\ & 0.001832817872*\mathbf{UANG}(-2) + 3270.35302 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{UANG} = & 14145.34261 * \text{BUNGA}(-1) - 12915.23769 * \text{BUNGA}(-2) - 860.927118 * \text{INFLASI}(-1) + \\ & 644.9706076 * \text{INFLASI}(-2) + 17.6177423 * \text{SAHAM}(-1) - 22.82075275 * \text{SAHAM}(-2) + \\ & 10.99263923 * \text{TUKAR}(-1) - 17.80372184 * \text{TUKAR}(-2) + 0.8255284226 * \text{UANG}(-1) + \\ & 0.2173868152 * \text{UANG}(-2) + 24928.54679 \end{aligned}$$

Untuk Indonesia dapat disimpulkan bahwa dalam jangka panjang di Indonesia, harga saham dipengaruhi oleh harga saham satu periode sebelumnya dan harga saham dua periode sebelumnya sedangkan suku bunganya dipengaruhi oleh suku bunga satu periode sebelumnya, suku bunga dua periode sebelumnya, inflasi satu periode sebelumnya, inflasi dua periode sebelumnya dan harga saham dua periode sebelumnya. Sedangkan Inflasi dipengaruhi oleh suku bunga satu periode sebelumnya, suku bunga dua periode sebelumnya serta inflasi satu periode sebelumnya. Nilai tukar dipengaruhi oleh suku bunga satu periode sebelumnya, suku bunga dua periode sebelumnya, harga saham satu periode sebelumnya, harga saham dua periode sebelumnya, nilai tukar satu periode sebelumnya dan nilai tukar satu periode sebelumnya. Jumlah uang beredar dipengaruhi oleh nilai tukar dua periode sebelumnya dan jumlah uang beredar satu periode sebelumnya. Harga saham di Indonesia ternyata tidak dipengaruhi sama sekali oleh variabel moneter. Harga saham justru dipengaruhi oleh harga saham di masa lampau. Hal ini bisa disebabkan karena kondisi perekonomian Indonesia yang kurang bagus dan stabil sehingga investor cenderung menanamkan modalnya dalam jangka pendek dan mengharapkan keuntungan dari perubahan pasar. Sehingga investor lebih cenderung melihat harga saham di masa lalu untuk mengestimasi harga saham di masa depan. Hal ini juga mengimplikasikan bahwa variabel moneter bukan merupakan indikator yang tepat untuk memprediksi indeks harga saham. Ini juga mengindikasikan bahwa investor di pasar modal Indonesia tidak secara intensif menggunakan informasi tentang perubahan variabel-variabel moneter ketika memutuskan untuk bertransaksi di pasar modal.

D. PENUTUP

Ada perbedaan faktor-faktor yang mempengaruhi harga saham di kedua negara ASEAN ini. Di Indonesia, harga sahamnya lebih dipengaruhi oleh harga saham masa lalu. Hal ini menunjukkan bahwa investor di Indonesia cenderung melakukan analisis teknikal dalam

melihat harga saham serta cenderung berorientasi pada keuntungan jangka pendek. Di Singapura, harga sahamnya dipengaruhi oleh inflasi. Ini menunjukkan bahwa investor Singapura sangat memperhatikan stabilitas makroekonomi Singapura sebelum melakukan investasi di pasar modal Singapura. Di Singapura, harga sahamnya juga dipengaruhi oleh harga saham periode sebelumnya, ini menunjukkan bahwa investor melakukan analisis teknikal terhadap pasar modal di Singapura. Pemerintah kedua negara ASEAN perlu untuk meningkatkan stabilitas moneter karena stabilitas moneter bisa mempengaruhi persepsi investor dan mempengaruhi fluktuasi harga saham

E. DAFTAR PUSTAKA

- Abdullah, A.D., Hayworth, S.C. 1993, Macroeconometrics of stock price fluctuations, *Quarterly Journal of Business and Economics* vol 32.
- Adrangi, B. 2000. Inflation, Output and Stock Prices: Evidence from Brazil. *The Journal of Applied Business Research*
- Ahmad, N., Ahmed, F. 2006. The long-run and short-run endogeneity of money supply in Pakistan: An empirical investigation, *State Bank of Pakistan Research Bulletin*, 2.
- Atmadja, A. 2004. The Granger causality Tests for The Five ASEAN Countries Stock Markets and Macroeconomic Variables During and Post the 1997 Asian Financial Crisis. *Jurnal Universitas Petra*
- Bulmash, S.B., Trivoli, G.W., 1991. Time Lagged Interactions between Stock Prices and Selected Economic variables. *Journal of Portfolio Management*
- Chakravarty, S. 2005. Stock Market and Macroeconomic Behavior in India
- DeFina, R. H. 1991. Does Inflation Depress the Stock Market. *Federal Reserve Bank of Philadelphia Business Review*
- DeStefano, M.R. 2000. Macroeconomic Determinants of US Stock Prices: Are the Business Cycle and the Level of Economic Activity Moderating factors.
- Erbaykal, E. 2006. Real Macroeconomic Variables and Stock Prices: Test of Proxy Hypothesis in Turkey
- Fama, E.F. 1981. Asset Returns and Inflation. *Journal of Financial Economics* vol 5
- Geske, R., Roll, R. 1983. The Fiscal and Monetary Linkage Between Stock Returns and Inflation. *Journal of Finance* vol 38

Graham, F.C. 2006. Inflation, Real Stock Returns and Monetary Policy. *Applied Financial Economics vol 6*

Gujarati, D. 1995. *Basic Econometrics*. 3rd edition. Singapore:McGraw-Hill Book Co.

Gultekin, N. 1983. Stock market Returns and Inflation: Evidence from other Countries. *The Journal of Finance vol 38*

Gunasekarege, A. 2004. Macroeconomic Influence on the Stock Market : Evidence from an Emerging Market in South Asia. *Journal of Emerging Market Finance*

Gwartney, J., and Lawson, R. 2004. *Economic Freedom of the World: 2004 Annual Report*. Vancouver, B.C.: Fraser Institute.

Haruman, T. 2005. Pengaruh faktor Fundamental dan Resiko Sistematis terhadap Tingkat Pengembalian Saham BEJ. *Usahawan no 11*

Hinda, Y. Kuroki, Y. 2006. Financial and capital Market's Responses to Changes in the Central Bank's Target Interest rate: The Case of Japan. *The Economic Journal vol 116*

Humpe, A. 2007. Can macroeconomic variables explain long term stock market movements? A comparison of the US and Japan. *Centre for Dynamic Macroeconomic Analysis Working paper Series*

Islam. 2004. A Time Series Analysis and Modelling of The Thai Stock Market. *International Business Management Conference*

Laopodis, N. 2006. Dynamic Interactions among the Stock Market, Federal Funds Rate, Inflation and Economic Activity. *The Financial Review 41*

Li, K. 2002. What Explains the Growth of Global Equity Markets? *Canadian Investment Review*

Maysami, R.C. 2004. Relationship between macroeconomic variables and stock market indices: Cointegration Evidence from Stock Exchange of Singapore's All-S Sector Indices. *Jurnal Pengurusan*

Mukherjee, T. K. , Naka, A. 1995. Dynamic Relations between Macroeconomic Variables and the Japanese Stock market: An Application of a VECM. *The Journal of Financial Research vol*

Muradoglu. 2001. Is there a long run relationship between stock returns and monetary variables: evidence from an emerging market. *Applied Financial Economics vol 11*

Muradoglu , Metin. 1998. Are there trends toward efficiency for emerging markets?

Cointegration between stock prices and monetary variables at Istanbul Stock Exchange. *Applied Financial Economics*

Nishat, M and Shaheen, R. 2005. Macroeconomic Factors and Pakistani Equity Market.

Rapach, D.E. 2001. The Long Run Relationship between Inflation and Real Stock Prices. *Journal of Macroeconomics*

Schwert, W.G. 1981. The Adjustment of Stock Prices to Information about Inflation. *The Journal of Finance vol 36*

Stocker, M. 2005. Equity Returns and Economic Freedom. *Cato Journal Vol 25*

Udegbonam, R, Eriki, P.O. 2001. Inflation and Stock Price Behaviour: Evidence From Nigerian Stock Market. *Journal of Financial Management and Analysis vol 14 no 1*

Wongbangpo, P., Sharma, S.C. 2002. Stock Market and Macroeconomic Fundamental Dynamic Interactions: ASEAN Countries. *Journal of Asian Economics vol 13*