

**ANALISIS MAKRO KINERJA PASAR MODAL INDONESIA
DENGAN PENDEKATAN ERROR CORRECTION MODEL**



SKRIPSI

Oleh:

Nama : Iwan Wirawan

No. Mahasiswa : 97 312 375

**FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA
YOGYAKARTA**

2005

**ANALISIS MAKRO KINERJA PASAR MODAL INDONESIA
DENGAN PENDEKATAN ERROR CORRECTION MODEL**

Hasil Penelitian

Diajukan Oleh :

Nama : Iwan Wirawan

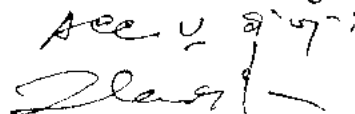
No Mahasiswa : 97 312 375

Jurusan : Akuntansi

Jogyakarta, 08 Januari 2005

Telah disetujui oleh;

Dosen Pembimbing



Dr. Hadri Kusuma, MBA

ANALISIS MAKRO KINERJA PASAR MODAL INDONESIA DENGAN PENDEKATAN ERROR CORRECTION MODEL

Disusun dan diajukan untuk memenuhi syarat ujian akhir
Guna mencapai Gelar Sarjana Strata-1
Jurusan Akuntansi pada fakultas ekonomi
Universitas Islam Indonesia

Hasil Penelitian

Disusun Oleh :

Nama : Iwan Wirawan

No Mahasiswa : 97 312 375

Jurusan : Akuntansi

BERITA ACARA UJIAN SKRIPSI

SKRIPSI BERJUDUL

**ANALISIS MACRO KINERJA PASAR MODAL INDONESIA DENGAN
PENDEKATAN ERROR CORRECTION MODEL (ECM)**

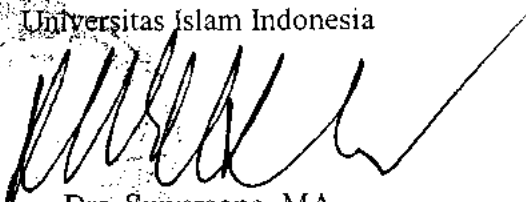
**Disusun Oleh: IWAN WIRAWAN
Nomor mahasiswa: 97312375**

Telah dipertahankan di depan Tim Penguji dan dinyatakan **LULUS**
Pada tanggal : 15 Februari 2005

Penguji/Pembimbing Skripsi : Dr. Hadri Kusuma, MBA

Penguji : Drs. Kesit Bambang Prakosa, M.Si

Mengetahui
Dekan Fakultas Ekonomi
Universitas Islam Indonesia


Drs. Suwarsono, MA

HALAMAN PERSEMBAHAN

Skripsi ini saya persembahkan kepada :

Mama dan Papa tercinta.

Terima kasih atas segala kasih sayang dan pengertian yang telah di berikan.

HALAMAN MOTTO

*Janganlah engkau memberi petuah kepada orang lain
sementara dalam dirimu bersemayam sesuatu yang perlu engkau perbaiki.*

Seorang pecinta bukanlah orang yang mengharapkan balasan dari yang dicintainya.

Seorang pecinta adalah orang yang mencurahkan segala kemurahannya padamu.

Seorang pecinta tidak mempunyai syarat atau perhitungan apapun atas pemberiaannya.

Sadarilah sifat sifat rendahmu, maka Dia akan menolongmu dengan sifatNya yang Agung.

Sadarilah kerendahanmu, maka Dia akan menolongmu dengan keluhuranNya

Sadarilah ketakberdayaanmu, maka Dia akan menolongmu dengan KekuasaanNya.

Sadarilah Kelemahanmu, maka Dia akan menolongmu dengan KekuatanNya.

(Ibn Athoillah)

PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME

“Dengan ini saya menyatakan bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat karya yang pernah diajukan untuk memperoleh gelar kesarjanaan disuatu perguruan tinggi, dan sepanjang pengetahuan saya juga tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan orang lain, kecuali yang secara tertulis diacu dalam naskah ini dan disebutkan dalam referensi. Dan apabila dikemudian hari terbukti bahwa pernyataan ini tidak benar maka saya sanggup menerima sanksi apapun sesuai dengan peraturan yang berlaku.”

KATA PENGANTAR

Assalamu'alaikum Wr. Wb

Syukur Alhamdulillah penulis panjatkan kehadiran Allah SWT. Atas segala rahmat dan karunia yang telah dilimpahkan-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan penyusunan skripsi ini. Shalawat dan salam semoga tetap terlimpahkan kepada junjungan kita Nabi Muhammad SAW, para keluarga dan para sahabat serta orang-orang yang beriman.

Penulisan skripsi yang berjudul “Analisis Makro Kinerja Pasar Modal Indonesia Dengan Pendekatan Error Correction Model “ ini dimaksudkan untuk memenuhi salah satu persyaratan dalam menyelesaikan program strata satu (S1) pada jurusan Akuntansi, Fakultas Ekonomi, Universitas Islam Indonesia.

Dalam penulisan skripsi ini, penulis banyak menerima bantuan, bimbingan dan dorongan dari berbagai pihak. Oleh karena itu dalam kesempatan ini penulis menyampaikan ucapan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada:

1. Bapak Drs. Suwarsono, MA, selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia.
2. Bapak Dr. Hadri Kusuma MBA, selaku dosen pembimbing yang telah membimbing dan memberi pengarahannya dengan penuh kesabaran serta kepada penulis.(Tiga tahun bukan waktu yang singkat , tapi selama itu saya buktikan sabar bapak masih bersedia menerima dan membimbing saya sampai selesainya penelitian ini). Terima kasih banyak.

3. Papa dan Mama tercinta yang telah memberikan segala perhatian dan kasih sayangnya serta doa yang tiada henti kepada penulis, terima kasih banyak atas semuanya, mudah-mudahan kami anakmu bisa membalas segala yang telah Papa dan Mama berikan. Amin.
4. Adinda tercinta Tuty n Amar, kerja yang rajin ya, belajar nolong orang dengan ikhlas. Amar juga kuliah yang rajin. Dan terima kasih untuk keluarga besar di Bima, Sila, Dompu.
5. Yang terhormat (Alm) Abah K.H. Mas'ud Thoha. Terima Kasih.
6. Yang terhormat Abah Suratul Aman. Terima kasih atas perhatiannya.
7. Bintoro sekeluarga (terima kasih banyak atas suasana kekeluargaan yang begitu hangat) Keep clean man.
8. Pasukan Antena – Lotek : mas Azis (thank selalu berbagi cerita tentang Beliau. Ami arief (Semoga harapan mu segera terwujud), Azis gondes (kita pernah curhat bareng tiga hari tiga malam, luar biasa hasilnya) dan buat saudara saudara ku awak Kalimantan (Kamil, Dayat, Buyung), Iskandar Zulkarnaen (cak level andong dinaikan ya. Makasih spiritnya), Deni EW (thanks ndak pernah bosan ngingetin kuliah ku, tetaplh bersih. Maapin aku pernah ngajak Dugem), Haryadi (dah jadi pak Aji, hati hati gaulnya ☺ banyak cewek yang naksir), Nico H (Auditor neh, buruan cari pendamping. Andong tetap di ingat ya.), plus member Ayin n kang Bowo.

9. Moh. Ardiyan (An Rite). Oo cinaku. Karocira kanggori re. Ioa ku rewo reo. Aina pili tuta ba siwe ncau. Wara pa pede re. Artinya: hai saudaraku. buruan selesaikan. Supaya kita bisa jalan n main lagi. Jangan pusing mikirin cewek melulu. Nanti juga ada
10. Bang Mamay n mbak Ade (Terima kasih atas nasehat-nasehatnya, saya rindu sholat jama'ah bareng abang), Saudariku Irma (kamu harus tetap kuat), adinda Rika (daerah Jogja mana yang belum rika kunjungi?), Ika(kapan pacaran kalo kerja melulu), n Ummu, Entin N adinda Sherly. Yakin ya..Andong waiting u are.
11. Tiga temanku nun jauh di malang. Akhirnya kita wisuda juga. Ridho Akbar : Pili ra siwe re, n aina cepet bosanan, bune haba sambea ndai re? Fathurahman : harim to'I ro? Kanggori ra rewo re. raho aka ruma aura ne e mu.Didy indrawan : wake up man, kita harus bisa jadi yang lebih baik. juga untuk saudariku Pitri dava.
12. Teman teman Bima : Ipan topeng (ana pede dula rau). Mr Koes (ayo cari pendamping), Abi n Anshari yang ilang, Arif au. Dan yang tidak tersebutkan.
13. Adik-adik ku tercinta : Arif bekecot (cepat dewasa ya), Budi septi(yang sabar hadapi semua), Mul n Astrin (back baik ya) + Mr Adi, Gusti, Lili, Melly, Rajiman, Leni, Pipin, Dzuri, Dzadza.
14. My favorit place : Bekecot (beken keren calon orang top). Pohon bambu dan kebun tebu. Thank telah membantu menyejukan hatiku. Tetangga ku mas Jafar sekeluarga, mas Sulis, Basu-q. Agus akakom, n Mr Edy. Terima kasih atas kekeluargaannya. Peri hujanku DR 6368 AG, kuat juga ya temani aku.

15. Penyejuk hati Andong mountain.
16. Satu hati yang pernah kutipkan rasa sayang... thanks for all.
17. Teman teman yang laen yang tak disebutkan... maapin aku kalo ada salah.

Harapan penulis semoga skripsi ini dapat memberikan manfaat kepada pihak-pihak yang membutuhkan.

Wassalamu'alaikum Wr. Wb.

Jogjakarta, 07 mei 2005

Iwan Wirawan

DAFTAR ISI

Halaman Judul.....	i
Halaman Pengesahan	ii
Halaman Persembahan	iii
Halaman Motto.....	iv
Pernyataan bebas plagiarisme.....	v
Kata Pengantar.....	vi
Daftar Isi.....	x
Daftar Table.....	xiii
Intisari	vix
Abstrak.....	xv
Bab I : Pendahuluan	
1.1. Latar Belakang.....	1
1.2. Identifikasi Masalah.....	3
1.3. Tujuan Penelitian.....	3
1.4. Manfaat Penelitian.....	4
1.5. Sistematika Penulisan.....	4
Bab II : Landasan Teori	
2.1. Pengertian Pasar Modal Indonesia.....	6
2.1.1. Peranan Pasar Modal dalam Perekonomian.....	7

2.1.2. Kinerja Pasar Modal pada Masa Krisis Ekonomi.....	10
2.2. Definisi Kurs.....	11
2.2.1. Macam Sistem Kurs Valuta Asing.....	12
2.2.1.1. Fixed Exchange Rate Sistem.....	12
2.2.1.2. Floating Exchange Rate Sistem.....	13
2.2.1.3. Pegged ExchangeRate Sistem.....	14
2.3. Definisi Tingkat Suku Bunga.....	15
2.3.1. Macam Teori Tingkat Suku Bunga.....	15
2.4. Suku Bunga Luar Negeri.....	18
2.5. Posisi Dana Masyarakat.....	19
2.6. Variabel Dummy.....	20
2.7. Error Correction Model.....	22
2.8. Hasil Penelitian Sebelumnya.....	25
2.9. Formulasi Hipotesis.....	27
Bab III : Metode Penelitian	
3.1. Variabel Penelitian.....	29
3.2. Deskripsi Data.....	29
3.3. Pembentukan Model.....	31
3.4. Estimasi Koefesien Regresi Jangka Pendek dan Jangka Panjang Error Correction Model.....	33
3.5. Pengujian Hipotesis.....	34
3.6. Tehnik Analisis Data.....	35

3.6.1. Uji Akar Akar Unit.....	36
3.6.2. Uji Derajat Integrasi.....	36
3.6.3. Uji Kointegrasi.....	36
3.6.4. Model Error Correction Model.....	37
Bab IV : Analisis dan Pembahasan	
4.1. Deskripsi Penelitian.....	38
4.2. Analisis Data.....	38
4.2.1. Pengujian Akar Akar Unit.....	39
4.2.2. Uji Derajat Integrasi.....	39
4.2.3. Uji Kointegrasi.....	41
4.2.4. Model Koreksi Kesalahan.....	41
4.3. Pembahasan.....	43
Bab V : Kesimpulan	
5.1. Kesimpulan.....	50
5.2. Implikasi Kebijakan	51
5.3. Keterbatasan Penelitian.....	51
5.4. Saran Bagi Peneliti Selanjutnya.....	52
Daftar Pustaka.....	53
Lampiran.....	55

DAFTAR TABEL

Tabel 4.2.1. Hasil Pengujian Stasioneritas.....	39
Tabel 4.2.2. Derajat Integrasi Pertama.....	40
Tabel 4.2.3. Derajat Integrasi kedua.....	40
Tabel 4.2.4. Hasil Uji Kointegrasi.....	41
Tabel 4.2.5. Koefesien Regresi Model Koreksi Kesalahan.....	42
Tabel 4.2.6. Pengaruh Variabel Bebas terhadap variable tak bebas dalam jangka pendek dan jangka panjang.....	42

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 : Pengujian Stationeritas.....	55
Lampiran 2 : Pengujian Kointegrasi.....	61
Lampiran 3 : Error Corection Model.....	62
Lampiran 4 : Pengujian Korelasi.....	64
Lampiran 5 : Pengujian ARCH	65

ABSTRACT

Wirawan, Iwan (2005). *Analysis of capital market conducted in makro economy perspective and using error correction model (ECM) approach*. Jogjakarta Accounting Departement Economics Faculty, Universitas Islam Indonesia

In Indonesia, monetary crisis had brought economy damage, particularly at the capital market. This study, concerns with Analysis of capital market conducted in makro economy perspective and using error correction model (ECM) approach. How did foreign exchange fluctuation, deposit at banking sector, real deposit rate, LIBOR, and monetary crisis since august 1997, influence market performance?

This study Concludes that capital market prformance has a strong relationship with macro economy stability. A deterioration of macro economy stabilization could diminish investment in capital market, and then deteriorate capital market performance. A conducive environment is needed to foster capital market performance in both macro and micro perspective, and so is the economic and non economic aspect, finally, mixed policy is badly needed to cover all the instability in economy.

Keyword: Capital market performance ; macro economy; error correction model.

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Depresiasi rupiah yang begitu besar semenjak awal Agustus 1997, sangat berpengaruh terhadap perekonomian Indonesia. Tindakan pemerintah yang menggantikan *Managed floating exchange rate* dengan *freely floating exchange rate* telah menyebabkan nilai rupiah meluncur kebawah tanpa hambatan dan dibiarkan mencari nilai keseimbangannya yang baru meskipun dengan nilai yang lebih rendah. Peluncuran yang begitu cepat tersebut membuat panik masyarakat sehingga menyebabkan pembuat keputusan ekonomi melakukan tindakan yang sebenarnya tidak sesuai dengan kebijakan yang telah ditetapkan.

Sikap mendua dari otoritas moneter dengan melepas band intervensi rupiah dan menerapkan *freely floating exchange rate* disatu sisi dan pengetatan likuiditas disisi yang lain dengan cara komando, ternyata membuat masyarakat semakin panik dan kian peka terhadap segala macam isu, sehingga pertimbangan dan perhitungan ekonomi tidak berlaku. Fluktuasi rupiah begitu besar serta kebijakan pengetatan likuiditas perekonomian sejak bulan Agustus 1997 berdampak besar terhadap pasar modal di Indonesia.

Dari tabel 1 kita dapat melihat kinerja pasar modal yang dicerminkan oleh Indeks Harga Saham Gabungan. Setelah adanya krisis moneter (periode 1997-1998) nilai IHSG mengalami penurunan drastis dari 36.98% (periode 1996-1997) menjadi sebesar 0.91%. kemudian mengalami peningkatan yang cukup pesat pada periode 1998-1999 sebesar 70.06%.

Krisis moneter sangat mempengaruhi laju pertumbuhan ekonomi Indonesia, dari tabel II kita melihat penurunan drastis bahkan nilai negatif didapat pada tahun 1998, yaitu dari 4.65% pada tahun 1997 menjadi -13.68% pada tahun 1998. Laju pertumbuhan yang negatif tersebut dibarengi laju inflasi yang tinggi sebesar 77.63% dengan tingkat suku bunga hanya sebesar 70%. Sehingga suku bunga riil yang terjadi dalam perekonomian adalah negatif. Indikator indikator makro ekonomi yang buruk tersebut memberikan efek yang tidak baik bagi kinerja pasar modal.

Namun demikian, pasar modal Indonesia yang diaktifkan kembali pada tahun 1977 dan mulai berkembang pesat sejak tahun 1989, merupakan sumber pembiayaan alternatif bagi dunia usaha dan pemodal. Pasar modal juga merupakan alternatif untuk melakukan investasi pada *finansial asset*, disamping perbankan.

Dipandang dari sisi ekonomi makro pasar modal diperlukan untuk memobilisasi dana masyarakat yang akan dialokasikan untuk investasi jangka panjang, akan tetapi meskipun investasi tersebut dilakukan untuk jangka panjang pembeli sekuritas tidak perlu mengikatkan dananya untuk jangka panjang yang sama, karena mereka dapat menjual sekuritas tersebut sebelum umur investasi atau jangka waktu sekuritas tersebut berakhir (Husnan, 1994).

Alasan di pilihnya model koreksi kesalahan ECM dalam penelitian ini karena ECM dinilai relative lebih unggul dibandingkan model penyesuaian partial (partial adjustment model) atau PAM. Misalnya karena kemampuan yang dimiliki oleh ECM dalam meliputi lebih banyak variable dalam menganalisis fenomena ekonomi jangka pendek dan jangka panjang, dan mengkaji konsisten tidaknya

model empirik dengan teori ekonometrika, serta mencari pemecahan terhadap persoalan *variable regression* dalam analisis ekonometrika. Selain itu dapat pula dibuktikan PAM hanyalah bentuk khusus dari ECM (Insukindro 1999:2).

Penelitian ini akan menganalisis mengenai kinerja pasar modal dilihat dari sudut pandang makro ekonomi. Bagaimana pengaruh dari indikator indikator ekonomi yaitu nilai kurs, posisi dana masyarakat, suku bunga deposito riil, dan suku bunga luar negeri, serta variabel *dummy* krisis moneter sejak Agustus 1997 terhadap kinerja pasar modal Indonesia periode tahun 1997-2002. Hasil penelitian penulis tuangkan dalam skripsi yang diberi judul "**Analisis Makro Kinerja Pasar Modal Indonesia Dengan Pendekatan Error Correction Model (ECM)**".

1.2. Identifikasi Masalah

Atas dasar latar belakang masalah yang penulis kemukakan diatas, maka masalah yang ingin penulis ketahui dalam penelitian ini adalah bagaimanakah kinerja pasar modal Indonesia dilihat dari sudut pandang makro ekonomi.

1.3. Tujuan Penelitian

Adapun tujuan dilakukannya penelitian ini adalah untuk mengetahui bagaimanakah kinerja pasar modal Indonesia dilihat dari sudut pandang makro ekonomi.

1.4. Manfaat Penelitian

Kinerja pasar modal sangat dipengaruhi oleh kondisi makro ekonomi. Diharapkan pengujian yang dilakukan dengan pendekatan *error correction model* (ECM) dapat memberikan hasil yang bisa dijadikan pijakan dan acuan bagi pemerintah dalam mengambil suatu kebijakan makro. Dimana kebijakan yang diambil harus bersifat pasti dan tidak mempunyai implikasi kebijakan yang bersifat mendua dalam arti bahwa kebijakan untuk memperbaiki kinerja satu pihak dapat memperburuk kinerja pihak lain.

1. Hasil dari penelitian ini diharapkan dapat menjadi informasi yang menarik bagi pelaku bisnis, praktisi keuangan akademisi dan peneliti dibidang keuangan.
2. Bagi pelaku pasar modal BEJ, investor, pialang, underwrite dan emiten sebagai tambahan pertimbangan dalam melakukan investasi dan membuat kebijakan.

1.5. Sistematika Penulisan

Dalam penyusunan skripsi ini dibagi menjadi lima bab dan masing-masing bab dibagi menjadi beberapa sub bab.

Sistematika laporan penelitian ini adalah :

BAB I : PENDAHULUAN

Bab ini membahas tentang latar belakang penelitian, perumusan masalah, definisi istilah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, hipotesa penelitian dan sistematika penulisan.

BAB II : LANDASAN TEORI

Dalam bab ini menjelaskan teori - teori yang melandasi pada penelitian ini dan penelitian-penelitian yang berhubungan dengan kinerja pasar modal, nilai kurs, posisi dana masyarakat, suku bunga dan *variable dummy*, serta *error correction model*.

BAB III : METODE PENELITIAN

Bab ini akan menjelaskan tentang populasi dan sampel yang digunakan dalam penelitian, cara pengumpulan data, identifikasi dan pengukuran variabel, model analisis penelitian, analisis data dan pengujian hipotesis.

BAB IV : ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Bab ini merupakan hasil analisis penelitian yang meliputi interpretasi hasil analisis data, dan pembahasan analisis data atas variabel-variabel yang diteliti.

BAB V : KESIMPULAN DAN SARAN

Bab ini merupakan bab terakhir yang berisi kesimpulan berdasarkan analisis data dan informasi yang diperoleh, saran-saran yang berkaitan dengan penelitian dan analisis data, keterbatasan penelitian, dan implikasi bagi penelitian selanjutnya.

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1. Pengertian Pasar Modal Indonesia

Jons Wiley dan Sons (1996) mendefinisikan pasar modal sebagai *"the market for long term securities such as bonds and stock and stock"* atau tempat diperdagangkannya sekuritas jangka panjang seperti obligasi dan saham.

Pasar Modal adalah bagian ilmiah dari teori permintaan dan penawaran yang berhubungan erat dengan perputaran uang didalam sebuah ekonomi pasar. dimana dana yang berputar di masyarakat ditarik sebagai modal untuk kemudian didistribusikan dalam bentuk produk barang atau jasa yang dibutuhkan oleh masyarakat melalui transaksi yang sebagian besar menggunakan uang untuk kemudian ditarik kembali menjadi modal, dan demikian seterusnya.

Menurut UU No.8 tahun 1995 Pasar modal adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkan, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek.

Kegiatan perdagangan efek di pasar modal Indonesia tidak terlepas dari peranan lembaga pendukung pasar modal seperti : BAPEPAM, Bursa Efek, Akuntan Publik, Under Writer (Penjamin), Wali Amanat (*Trustee*), Perusahaan Penilai (*Appraisal Company*), Notaris, Konsultan Hukum, dan Lembaga Kliring. Lembaga lembaga tersebut berfungsi untuk mendukung segala jenis kegiatan di pasar modal yang terdiri atas pasar perdana dan pasar sekunder.

Pasar modal mempunyai dua fungsi yang harus dijalankan, yaitu fungsi ekonomi dan fungsi keuangan. Dalam menjalankan fungsi sebagai fungsi ekonomi, pasar modal menyediakan fasilitas untuk memindahkan dana dari *Leaders* (Pihak yang mempunyai kelebihan dana) ke *Borrowers* (Pihak yang memerlukan dana) dengan menginvestasikan kelebihan dana yang mereka miliki. *Leaders* mengharapkan akan memperoleh imbalan dari penyerahan dana tersebut. Sedangkan bagi *Borrowers*, tersedianya dana dari pihak luar memungkinkan dilakukannya investasi tanpa harus menunggu tersedianya dana dari hasil operasi perusahaan.

Harapan investor menginvestasikan dananya adalah untuk memperoleh imbalan dari penyerahan dananya tersebut dalam investasi saham, imbalan yang diharapkan tersebut terdiri dari dua hal, yaitu deviden dan capital gain. Deviden adalah laba yang dibagikan kepada pemegang saham sedangkan capital gain adalah selisih harga saham saat dijual dengan harga saat pembelian.

2.1.1. Peranan Pasar Modal Dalam Perekonomian

Pasar modal mempunyai peranan penting dalam suatu negara yang pada dasarnya peranan tersebut mempunyai kesamaan antara satu negara yang lain.

Hampir semua negara di dunia ini mempunyai pasar modal, yang bertujuan menciptakan fasilitas bagi keperluan industri dan keseluruhan entitas dalam memenuhi permintaan modal. terkecuali dalam negara dengan perekonomian sosialis ataupun tertutup, pasar modal bukanlah suatu keharusan.

Seberapa besar peranan pasar modal pada suatu negara dapat dilihat dari 5 aspek berikut ini :

1. Sebagai fasilitas untuk melakukan interaksi antara pembeli dan penjual untuk menentukan harga saham atau surat berharga yang diperjualbelikan, pasar modal memberikan kemudahan dalam melakukan transaksi sehingga kedua belah pihak dapat melakukan transaksi tanpa melalui tatap muka.
2. Pasar modal memberi kesempatan pada investor untuk memperoleh Return yang diharapkan. Keadaan tersebut akan mendorong emiten untuk memenuhi keinginan investor untuk memperoleh hasil yang diharapkan.
3. Pasar modal memberikan kesempatan kepada investor untuk menjual kembali sekuritas yang dimilikinya dengan beroperasinya pasar modal para investor dapat melikuidasi sekuritas yang dimiliki tersebut setiap saat
4. Pasar modal menciptakan kesempatan kepada masyarakat untuk berpartisipasi dalam perkembangan perekonomian. Selain menabung mereka dapat melakukan investasi melalui pasar modal, yaitu dengan membeli sebagian kecil saham perusahaan publik.
5. Pasar modal mengurangi biaya informasi dan transaksi sekuritas bagi para investor, keputusan investor harus didasarkan pada tersedianya informasi yang akurat dan dapat dipercaya.

Perkembangan sektor keuangan Indonesia tidak dapat dilepaskan dari perkembangan ekonomi dan keuangan regional maupun global. Pasar modal mempunyai peranan yang sangat penting bagi pembangunan ekonomi sebagai salah satu sumber pembiayaan eksternal bagi dunia usaha yang juga merupakan wahana

investasi bagi masyarakat. Peranan lembaga lembaga keuangan yang bernaung dibawah pasar modal (seperti perusahaan sekuritas dan reksadana) di harapkan dapat meningkatkan intermediasi surplus dana dari masyarakat dan menyalurkannya kepada unit usaha yang membutuhkan dana secara lebih efisien.

Kegiatan pasar modal indonesia diselenggarakan oleh dua bursa efek yaitu BEJ (Bursa Efek Jakarta) dan BES (Bursa Efek Surabaya). Dalam operasi kedua bursa efek ini didukung oleh lembaga lembaga lain yaitu lembaga kliring dan penjaminan, dan lembaga penyimpanan dan penyelesaian. Peran bursa efek adalah sebagai pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan atau sarana untuk mempertemukan penawaran jual dan beli efek pihak pihak lain dengan tujuan memperdagangkan efek diantara mereka oleh karena itu peran bursa efek sangat penting dalam pengembangan pasar modal Indonesia.

Keberhasilan bursa dalam mengelola pasar modal dengan baik akan mempengaruhi efisiensi dan jumlah dana untuk dapat di intermediasikan melalui lembaga keuangan yang berada dibawah bursa efek.dengan demikian usaha peningkatan intermediasi dana di bursa memerlukan koordinasi yang baik antara lembaga keuangan yang terkait dengan pasar modal, pengelola bursa efek dan juga otoritas pasar modal.

Dari uraian diatas dapat diketahui bahwa peran pasar modal adalah ikut melancarkan dan meningkatkan intermediasi dana dari investor ke emiten atau antar investor yang dilakukan oleh perusahaan sekuritas dan reksa dana. Dengan demikian peran pasar modal dan lembaga keuangan yang ada di bawahnya dalam perekonomian Indonesia akan semakin penting mengingat kebutuhan dana yang

diperlukan untuk mempertahankan laju pertumbuhan ekonomi yang semakin besar. Untuk meningkatkan intermediasi dan agar lebih efisien pasar modal perlu didukung oleh lembaga keuangan yang berada di bawahnya yaitu perusahaan sekuritas dan reksadana yang handal dan efisien, serta manajemen bursa yang efisien dengan didukung otoritas pasar modal yang kondusif dengan perkembangan pasar.

2.1.2. Kinerja Pasar Modal Pada Masa Krisis Moneter

Pada bulan Agustus 1997 krismon melanda negara-negara Asia termasuk Indonesia, Malaysia, Thailand, Korea dan Singapura. Krismon yang terjadi ini dimulai dari penurunan nilai-nilai mata uang negara-negara Asia tersebut terhadap dolar Amerika. Penurunan nilai mata uang ini disebabkan karena spekulasi dari pedagang valas, kurang percaya masyarakat terhadap nilai mata uang negaranya sendiri dan yang tidak kalah pentingnya adalah kurang kuatnya fundamental perekonomian.

Untuk mengurangi permintaan dolar yang berlebihan, pemerintah menaikkan surat berharga sertifikat Bank Indonesia. Tingginya nilai deposito berakibat negatif terhadap pasar modal. investor tidak lagi tertarik untuk menanamkan di pasar modal, karena total return yang diterima kurang dibandingkan bunga deposito akibat lebih lanjut harga-harga saham di pasar modal mengalami penurunan secara drastis.

Pada tahun 2000, seiring dengan terpilihnya Presiden melalui pemilu yang demokratis diharapkan mampu mendorong perekonomian terutama pasar

modal. tetapi hal tersebut hanya terjadi pada awal pemerintahan setelah itu perkembangan perekonomian termasuk pasar modal sangat tergantung oleh kegiatan dan situasi politik. Runtuhnya *World Trade Centre* 11 september 2001 hanyalah salah satu faktor yang menyebabkan anjloknya IHSG. Masih ada segudang faktor internal dan faktor eksternal lainnya yang ikut memberikan tekanan terhadap kelesuan pasar modal Indonesia selama 2001.

Di dalam negeri, kondisi perekonomian kita masih sangat tidak menentu, keamanan yang tidak terjamin, politik yang tak menentu, tingginya tingkat suku bunga yang menyebabkan pelarian dana di sektor perbankan dan kurs rupiah yang masih belum stabil karena tak mampu menahan besarnya gaya pasar dan hantaman sentimen negatif, merupakan sejumlah faktor utama yang mempengaruhi kinerja pasar modal.

2.2. Definisi Kurs Valuta Asing

Menurut Samuelson, (1996:448), kurs valuta asing adalah harga mata uang negara asing dalam satuan mata uang domestik. Penentuan kurs valuta asing (valas) merupakan hal yang penting bagi pelaku bursa valas, karena kurs valas sangat mempengaruhi jumlah biaya yang harus dikeluarkan serta besarnya manfaat (keuntungan) yang akan diperoleh dalam transaksi barang, jasa, dan surat berharga yang berlangsung dibursa valas. Fluktuasi kurs valas dipengaruhi oleh faktor fundamental, seperti jumlah uang yang beredar, tingkat inflasi, suku bunga, permintaan dan penawaran aset yang terjadi di beberapa negara yang memiliki hubungan ekonomi dan sistem keuangan internasional. Sistem keuangan

internasional berhubungan erat dengan konvertibilitas mata uang (*currency convertibility*) yang melahirkan berbagai macam sistem penetapan nilai mata uang masing-masing negara yang disebut dengan Sistem Kurs Valas (*Exchange Rate System*).

2.2.1. Macam Sistem Kurs Valas

Menurut Tajul Khalwaty (2000:200-211), terdapat tiga macam sistem penetapan kurs valas, yaitu sistem kurs tetap (*fixed exchange rate system*), sistem kurs mengambang (*floating exchange rate system*), sistem kurs terkait (*pegged exchange rate system*), berikut penjelasan tentang tiga macam sistem penetapan kurs valas :

2.2.1.1. Fixed Echange Rate Sistem

Fixed exchange rate system (sistem kurs tetap) diciptakan berdasarkan keputusan konferensi moneter internasional yang berlangsung di Bretton Woods, New Hampshire pada bulan Juli 1994. Sistem kurs tetap dikaitkan dengan konvertibilitas dollar AS terhadap emas dengan harga konstan (tetap). Sistem kurs tetap yang bisa disebut *Bretton Woods System* beroperasi berdasarkan standar pertukaran emas (*gold exchange standar*). Masing-masing negara diminta menetapkan nilai pari mata uangnya dengan kurs tetap atau tambatkan (*pagged*) dengan dollar AS atau emas. penetapan harga emas disuatu negara berarti menetapkan pula kurs mata uang domestik relatif terhadap dolar. Kurs tetap dibolehkan berfluktuasi hanya sebesar 1 % dari nilai pari. Untuk kelancaran berlangsungnya sistem kurs tetap, diperlukan intervensi bank sentral negara

tersebut pada bursa valas. *Bretton Woods System* atau sistem kurs tetap ini, baru berlaku efektif sejak tahun 1947 dan berakhir pada tanggal 15 Agustus 1971 ketika Presiden AS Richard Nixon yang isinya menanggukkan konvertibilitas dollar AS terhadap emas.

2.2.1.2. Floating Exchange Rate System

Pada sistem kurs mengambang, kurs valas dibiarkan bebas berfluktuasi sebagai reaksi atas perubahan permintaan dan penawaran. Neraca pembayaran disesuaikan berdasarkan perubahan kurs dan tingkat suku bunga.

1. Kelebihan Sistem Kurs Mengambang

Sistem kurs mengambang bebas bereaksi terhadap perubahan kondisi pasar dan tidak terpengaruh oleh perubahan faktor-faktor yang mendasari permintaan dan penawaran valas, seperti pasar komoditi, pasar uang tingkat suku bunga, dan tingkat deflasi.

2. Kekurangan Sistem Kurs Mengambang

Beberapa kekurangan (kelemahan), antara lain :

- a. Ketidakstabilan kurs baik temporer maupun siklis karena bebas berfluktuasi dapat mengganggu stabilitas harga, menghambat perdagangan serta memperlemah kinerja ekonomi suatu negara.
- b. Dalam jangka pendek dapat memperbesar volatilitas kurs akibat tindakan pada spekulasi yang mendorong kurs menjadi lebih progresif menjauhi titik ekuilibrium.

- c. Terdapat peluang bagi pemerintah untuk menentukan kebijakan ekonomi dalam negeri yang ekspansionis dan bertentangan dengan maksimasi kesejahteraan ekonomi karena tidak adanya kendala dalam neraca pembayaran

3. Jenis Sistem Kurs Mengambang

Sistem kurs mengambang dalam perkembangannya dapat dibagi menjadi dua jenis sebagai berikut :

a. Sistem Kurs Mengambang Murni

Dalam hal ini, kurs suatu mata uang bebas berfluktuasi sesuai dengan mekanisme pasar. Sistem kurs mengambang murni sering pula disebut *Freely Floating Rate System* karena terbebas dari intervensi otoritas moneter.

b. Sistem Kurs Mengambang Terkendali

Pada sistem kurs mengambang terkendali (*managed or dirty floating rate system*) otoritas moneter sangat berperan dalam memelihara stabilitas dan mengendalikan kurs pada tingkat yang diinginkan.

2.2.1.3. Pegged Exchange Rate System

Adapun yang dimaksud dengan *Pagged Exchange Rate System* (Sistem Kurs Terkait) adalah sistem penetapan kurs (nilai tukar) suatu mata uang yang dilakukan dengan mengaitkan atau menambatkan nilai mata uang suatu negara dengan mata uang negara lain atau dengan sejumlah mata uang negara lain yang dinilai stabil. *Pegged exchanged rate system* mulai digunakan pada tahun 1968. Nilai mata uang yang menjadi tambatannya. Mata uang yang menjadi tambatannya pada umumnya adalah mata uang dari negara-negara yang paling banyak

mempunyai hubungan perdagangan. Mata uang yang ditambatkan tidak berfluktuasi secara bebas, tetapi hanya berfluktuasi mengikuti mata uang yang menjadi tambatannya.

2.3. Definisi Tingkat Suku Bunga

Menurut Samuelson (1996:197) Tingkat suku bunga adalah jumlah bunga yang dibayarkan per unit waktu. Tajul khalwaty mendefinisikan suku bunga sebagai instrumen konvensional untuk mengendalikan atau menekan laju pertumbuhan tingkat inflasi.

2.3.1. Macam-macam Teori Tingkat Suku Bunga

Boediono (1990) membagi teori tingkat bunga menjadi empat macam teori tingkat bunga antara lain :

1. Tingkat bunga nominal

Tingkat bunga nominal harus dibayar debitur kepada kreditur disamping pengambilan pinjaman pokoknya pada saat jatuh tempo. Tingkat bunga nominal sebenarnya adalah penjumlahan dari unsur-unsur tingkat bunga yaitu tingkat bunga murni (*pure interest rate cost*) dan premi inflasi yang diharapkan.

$$R_n^* = R_m^* + R_p^* + R_t + R_i^*$$

Keterangan :

R_n^* = Tingkat bunga nominal

R_m^* = Tingkat bunga murni

R_p^* = Premi resiko

R_t = Biaya transaksi

R_i^* = Biaya inflasi

Tingkat bunga nominal berubah bila unsur-unsurnya berubah yang perlu dicatat masing-masing unsur dipengaruhi oleh faktor yang berbeda.

2. Tingkat bunga riil

Tingkat bunga riil adalah tingkat bunga nominal minus laju inflasi yaitu terjadi selama periode yang sama.

$$R_r^* = R^* - R_i$$

Keterangan :

R_r^* = Tingkat bunga riil

R_i = Laju inflasi

R_i adalah simbol untuk laju inflasi yang benar-benar terjadi selama periode tersebut, sedangkan R_i^* adalah untuk laju inflasi yang diharapkan terjadi selama periode yang sama. (Boediono, 1990:6)

3. Teori Keynes tentang tingkat bunga

Tingkat suku bunga ditentukan oleh interaksi antara sektor riil dan sektor moneter. Teori Keynes membedakan permintaan akan uang menurut motivasi masyarakat tiga motivasi menahan uang. Motivasi pertama adalah untuk transaksi motivasi kedua untuk berjaga-jaga. Motivasi ke tiga adalah motif spekulatif yakni mencari untung dari perbedaan tingkat bunga.

4. Teori Paritas tingkat suku bunga

Menurut teori paritas mekanisme proses arbitrase, tingkat harga barang-barang serta jasa-jasa maupun tingkat suku bunga dalam perekonomian yang relatif kecil dan terbuka penuh terhadap hubungan ekonomi dunia akan cenderung sama

dengan tingkat harga maupun tingkat suku bunga di pasar Internasional. Menurut teori ini perekonomian yang kecil dan terbuka seperti itu tidak dapat menentukan tingkat bunga harga maupun tingkat suku bunganya sendiri.

Tingkat suku bunga juga bisa mempunyai pengaruh yang besar terhadap aktivitas pasar modal jika tingkat suku tinggi, para pemilik uang cenderung menyimpan uangnya ke dalam tabungan dan deposito, atau membeli obligasi yang memberikan bunga tetap, menyebabkan pasar modal menjadi sepi, sebaliknya, jika tingkat suku bunga dipasar rendah maka terlihat kecenderungan dana mengalir ke pasar saham, masuk ke bursa efek.

Kebijakan yang ketat yang diterapkan pemerintah bulan Agustus untuk mengontrol nilai rupiah tidak hanya membuat perbankan dan dunia usaha "menjerit" bursa saham pun mengalami gonjangan karena banyaknya investor, terutama investor asing keluar dari bursa. Lonjakan tajam bunga deposito dari 12-16% ke level 30-50% memporak-porandakan konsentrasi investor berduyun-duyun memindahkan investasinya dari pasar modal ke pasar uang, terutama deposito, karena deposito dianggap lebih atraktif dari ekuitas (uang dan efek No. 40 Agustus – September 1997).

Tingkat suku bunga dalam ekonomi ditentukan oleh permintaan dan penawaran uang. Dari segi permintaan, permintaan uang untuk kebutuhan spekulatif dan transaksi akan mengikat dengan adanya peningkatan tingkat pendapatan. Sedang dari segi penawaran, uang ditentukan oleh pemerintah dalam ekonomi secara keseluruhan. Tetapi dengan adanya kebebasan pasar uang (derogulasi ekonomi), timbulah pasar uang, pasar obligasi dimana suku bunga

ditentukan oleh faktor-faktor pasar (permintaan dan penawaran). Ada dua faktor penting yang mendorong investor untuk mengadakan investasi yaitu tingkat keuntungan yang diharapkan investor dari investasi yang dikeluarkan dan faktor suku bunga.

Apabila tingkat keuntungan yang diharapkan tinggi dari pada tingkat suku bunga, maka investasi tersebut dilaksanakan sebaliknya jika tingkat keuntungan yang diharapkan lebih rendah daripada tingkat suku bunga, maka investasi tersebut dilaksanakan. Sebaliknya jika tingkat keuntungan yang diharapkan lebih rendah dari pada tingkat suku bunga maka investasi tersebut tidak dilaksanakan.

2.4. Suku Bunga luar negeri

Tingkat suku bunga internasional disini yang dimaksud adalah *London Interbank Offered Rates* (LIBOR). John Downes (1991) mendefinisikan LIBOR sebagai tingkat suku bunga yang saling diterapkan oleh bank-bank internasional yang paling layak untuk kredit dan bertransaksi dalam Eurodollars untuk pinjaman dalam jumlah yang besar. Tingkat LIBOR biasanya dijadikan dasar sebagai peminjam Eurodollar yang besar lainnya kepada peminjam perseroan-perseroan dan atau pemerintah yang kurang tingkat kelayakan kreditnya. Data LIBOR bersumber dari internasional monetary fund (IMF) report. Secara teoritis dinyatakan bahwa kenaikan tingkat suku bunga LIBOR akan membawa akibat penurunan minat terhadap efek saham, dengan demikian terlihat adanya korelasi yang terjadi adalah bersifat negatif.

2.5. Posisi dana masyarakat

Dana masyarakat menurut Kuncoro (1999) adalah dana dari masyarakat baik perorangan maupun badan usaha yang diperoleh bank dengan mengeluarkan berbagai instrumen produk simpanan yang dimiliki oleh bank. Dana masyarakat merupakan dana terbesar yang dimiliki oleh bank sebagai penghimpun dana dari pihak yang kelebihan dana dalam masyarakat, dana masyarakat tersebut dihimpun oleh bank dengan produk produk simpanan antara lain berupa giro, deposit, dan tabungan. Giro merupakan simpanan pihak ketiga pada bank yang penarikannya dapat dilakukan setiap saat, deposito merupakan simpanan pihak ketiga pada bank yang penarikannya dapat dilakukan dalam jangka waktu tertentu menurut perjanjian antara pihak ketiga dengan bank yang bersangkutan. Dengan adanya perjanjian jangka waktu tersebut bank mempunyai kepastian dana akan ditarik sehingga bank dapat menggunakan dana deposit untuk investasi jangka pendek dan pemberian kredit.

Pemilik dana akan mencari beberapa alternatif penempatan dana untuk mendapatkan keuntungan yang paling tinggi sebelum memutuskan menempatkan dana dalam bentuk deposito, alternatif tersebut adalah bursa saham. Sehingga untuk memenangkan berbagai alternatif tersebut maka bank akan memberikan tingkat bunga yang menarik sehingga masyarakat akan menempatkan dananya di perbankan. Banyak bentuk penanaman dana masyarakat yang ditawarkan oleh bank sehingga masyarakat bisa memilih alternatif yang ada sesuai dengan perhitungannya yang akan memberikan keuntungan yang tinggi.

Efek negatif akan terjadi pada kinerja pasar modal, hal ini disebabkan adanya berbagai kemudahan dan fasilitas yang diberikan bank sehingga masyarakat lebih tertarik menanamkan dananya di dalam perbankan, keadaan ini membuat kinerja pasar modal kurang bergairah yang menyebabkan Indeks harga saham menurun.

2.6. Variabel dummy krisis moneter

Sampai sejauh ini yang dibicarakan adalah tentang variable yang dapat diukur secara kuantitatif (berbentuk angka) misalnya pendapatan, konsumsi, produksi, modal, biaya dll, tetapi dalam kenyataannya terdapat banyak variable penting yang bersifat kualitatif (tidak berbentuk angka) akan tetapi jelas akan mempunyai pengaruh terhadap variable ekonomi lainnya misalnya keadaan politik, sistem pemerintahan, tingkat pendidikan dll, dimana semuanya ini mungkin mempunyai pengaruh terhadap pertumbuhan ekonomi walaupun tidak langsung. Variabel kualitatif tidak dapat diukur hanya bisa ditandai sifatnya antara ada dan tidak ada (presence or absence), Sugiyanto (1994). Tujuan penggunaan variabel dummy adalah untuk mengontrol kondisi ekonomi, suatu cara untuk membuat kuantifikasi (berbentuk angka) dari data kualitatif (tidak berbentuk angka) ialah dengan cara memberikan nilai 1 (satu) untuk atribut yang di maksud benar benar terjadi, dan angka 0 (nol) bila atribut yang di maksud tidak terjadi, variable yang mengambil nilai 0 (nol) atau 1 (satu) tersebut dinamakan variable dummy.

2.7. Error Correction Model.

Pendekatan Koreksi Kesalahan sudah sejak awal tahun 1960 muncul dalam analisis ekonometrika untuk data runtun waktu.(time Series). Penerapan tidak terlepas dari pakar ekonometrika Prof. Dennis Sargan. Artikel Sargan sering dipandang sebagai awal dikembangkannya ECM, menjadi populer berkat pengembangan bekas murid muridnya yang dipelopori oleh Prof. Hendry yang mengetengahkan konsep "The general to Specific approach" ke dalam model ekonometrika.

Secara umum dapat dikatakan bahwa ECM sering dipandang sebagai salah satu model dinamik yang sangat terkenal dan banyak diterapkan dalam studi empirik, terutama sejak kegagalan model penyesuaian parsial (*Partial Adjustment Model = PAM*) tahun 1970an dalam menjelaskan perilaku dinamik permintaan uang berdasarkan konsep pendekatan stok penyangga (*buffer stock approach*) dan munculnya pendekatan kointegrasi dalam analisis ekonomi runtun waktu (karena kemampuan yang dimiliki oleh ECM dalam meliputi lebih banyak variabel dalam menganalisis fenomena ekonomi jangka pendek dan jangka panjang dan mengkaji konsisten tidaknya model empirik dengan teori ekonomika, serta dalam usaha mencari pemecahan terhadap persoalan variabel runtun waktu yang tidak stasioner (*non stationary*) dan regresi lancung (*spurious regression*) atau korelasi lancung (*spurious correlation*) dalam analisis ekonometrika (Gujarati, 1995:387, 724-725, Thomas, 1993:151, 1997:377-378). Selain itu dapat pula dibuktikan secara matematika dan statistika bahwa PAM hanyalah bentuk khusus dari ECM (Hendry dkk, 1984 dan Insukindro, 1992a).

Dengan menggunakan ECM dapat pula dianalisis secara teoritik dan empirik apakah model yang dihasilkan konsisten dengan teori atau tidak. Hal yang

disebut terakhir ini menjadi sangat penting terutama bila akan dilakukan pemilihan model empirik. Namun demikian, seperti halnya model dinamik pada umumnya, ECM juga memiliki beberapa permasalahan seperti perumusan fungsi biaya ketidakseimbangan dan penyesuaian, masalah otoregresi dan arti statistik serta ekonomika koefisien otoregresi.

Melalui pendekatan ini dapat pula dikaji konsisten tidaknya suatu model empirik dengan teori ekonomika yang menjadi dasar pembentukan model terkait.

Dalam kaitannya dengan pemilihan model tersebut di atas, Harvey (1991:5-6) mengatakan bahwa agar sebuah model empirik dapat dikategorikan ke dalam model yang baik, maka dia harus memenuhi syarat; (1) *parsimony*, (2) *identifiability*, (3) *data coherency*, (4) *data admissibility*, (5) *theoretical consistency*, (6) *predictive power* dan (7) *encompassing*.

Tujuan yang ingin dicapai dari pembentukan model pada umumnya adalah penyerderhanaan suatu proses sedemikian rupa sehingga hanya variabel-variabel yang dianggap penting dan dipilih yang dimasukkan ke dalam model. Konsep yang ini sering dikenal sebagai “prinsip penyederhanaan” (*principle of parsimony*). *Kedua*, identifiabilitas (*identifiability*) dalam arti bahwa model yang baik adalah model yang dapat mengestimasi atau himpunan nilai-nilai parameter yang *unik* untuk satu himpunan data yang tertentu. Dengan demikian, suatu model yang tidak mempunyai identifiabilitas berarti model tersebut dapat mengestimasi lebih dari satu himpunan nilai parameter yang konsisten dengan data. *Ketiga*, model yang baik adalah model yang koherem dengan data (*data coherency*) dalam arti bahwa model tersebut seharusnya cukup mampu menjelaskan data yang ada.

Keempat, admisibilitas data (*data admissibility*) dalam arti bahwa model ekonometrika yang baik hendaknya tidak mempunyai kemampuan untuk memprediksi besaran-besaran ekonomi yang menyimpang dari kendala definisi ekonomi, misalnya, kendala ekonomika yang menyatakan bahwa beberapa variabel ekonomi tidak dapat mempunyai nilai negatif. *Kelima*, model yang baik adalah model yang konsisten dengan teori (*theoretical consistency*). Dalam analisis ekonometrika, model yang baik tentu saja model yang konsisten dengan teori pesaingnya. *Keenam*, model yang baik adalah model yang mempunyai kemampuan untuk memprediksi (*predictive power*) di dalam sampel. *Ketujuh*, sebuah model dikatakan baik jika dia mampu mengungguli (*encompass*) model pesaingnya, dalam arti bahwa dia dapat menjelaskan temuan-temuan yang dihasilkan oleh model pesaingnya.

Selaras dengan pendapatan di atas, Hendry dan Ericsson (1991: 20-22) menyebutkan adanya enam kriteria memilih model yang baik yaitu *theoretical consistency*, *innovation error* yang tercermin dalam spesifikasi dinamik, *weak exogeneity*, *parameter constancy*, *data admissibility* dan *encompassing*. Lebih lanjut, Thomas (1993:148-151 dan 1997:361-363) berdasarkan konsep yang dikembangkan oleh Hendry dan Richard (1983) menyebutkan bahwa model yang baik seharusnya: (1) koheren dengan data (*data coherency*), (2) mempunyai variabel bebas (*independent variables*) atau variabel penjelas (*explanatory variables*) yang eksogin (*exogenous*); (3) mempunyai parameter yang konstan (*parameter constancy*), (4) mempunyai admisibilitas terhadap data (*data admissibility*), (5) konsisten dengan teori ekonomika (*consistent with economic*

theory), (6) mengungguli (*encompass*) model pesaingnya, dan (7) sederhana (*parsimonious*).

Dua kriteria atas yang menarik untuk dibicarakan lebih lanjut khususnya berkaitan dengan topik yang akan diuraikan dalam tulisan ini yaitu kriteria konsisten dengan teori ekonomika dan kesalahan-kesalahan inovasi (*innovation erros*). Pada umumnya, teori ekonomika menjelaskan hubungan jangka panjang antar variabel-variabel ekonomi. Ini berarti model yang akan dipilih seharusnya mampu meliputi tafsiran-tafsiran perilaku variabel ekonomi dalam jangka panjang. (Hendry dan Ericson, 1991: 20 dan Thomas, 1997:362) Dalam kaitan ini pendekatan kointegrasi dan ECM akan dapat dipakai sebagai salah satu pendekatan yang mampu meliputi tafsiran-tafsiran jangka panjang antar variabel-variabel yang sedang diamati.

Peranan secara statistika dan ekonomika dari kesalahan-kesalahan inovasi merupakan alasan penting mengapa spesifikasi dinamik (*dynamic specification*) berpengaruh terhadap pembentukan model ekonometrika.

Dengan sendirinya, sebagai salah satu model dinamik, ECM dapat dipakai untuk menjelaskan mengenai mengapa spesifikasi dinamik diperlukan dalam analisis ekonomika, terutama bila perekonomian yang sedang diamati dalam keadaan tidak seimbang.

2.7. Hasil penelitian penelitian terdahulu

Penelitian yang dilakukan oleh Neni Astuti (Tesis pada program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Gadjah Mada) tentang pengaruh perubahan suku bunga sertifikat Bank Indonesia (SBF) terhadap perubahan return

saham pada 50 emiten di BEJ yang diambil secara acak, menyimpulkan bahwa ternyata terdapat hubungan *negatif* antara perubahan suku bunga terhadap perubahan return saham. Hubungan negatif ini berarti jika suku bunga Bank Indonesia mengalami kenaikan sebesar R satuan maka harga saham yang dicerminkan dalam return saham mengalami perubahan sebesar n satuan pengaruh perubahan suku bunga sertifikat Bank Indonesia terhadap perubahan return saham kuat. Ini berarti suku bunga SBI mempunyai pengaruh yang kuat terhadap perubahan return saham.

Dalam penelitian yang dilakukan oleh Setyorini dan Supriyadi dosen YKPN Jogjakarta dan dosen UGM Jogjakarta tentang Hubungan dinamis antara nilai tukar rupiah dan harga saham di bursa efek saham Jakarta pasca penerapan sistem devisa bebas mengambang. Hasil studi ini menunjukkan bahwa di Indonesia, pergerakan IHSG di BEJ mempengaruhi pergerakan kurs rupiah terhadap dolar Amerika di pasar valas dan bukan sebaliknya. Untuk data harian periode Nopember 1998 – Desember 1999 ditemukan bahwa IHSG berpengaruh negatif dan signifikan pada kurs rupiah terhadap dolar AS baik secara long-run maupun short-run. *Bullish* di pasar modal domestik menyebabkan nilai tukar rupiah terhadap dolar AS mengalami penurunan. Begitu pula sebaliknya, keadaan *bearish* di pasar modal domestik akan mengakibatkan nilai tukar rupiah meningkat terhadap dolar Amerika.

Josephine Wuri dalam judul Analisis penentuan kurs valuta asing di Indonesia. Dengan pendekatan yang dipakai adalah pendekatan Korrksi Kesalahan dan Stok Penyangga Masa Depan. Hasil studi dengan pendekatan ECM

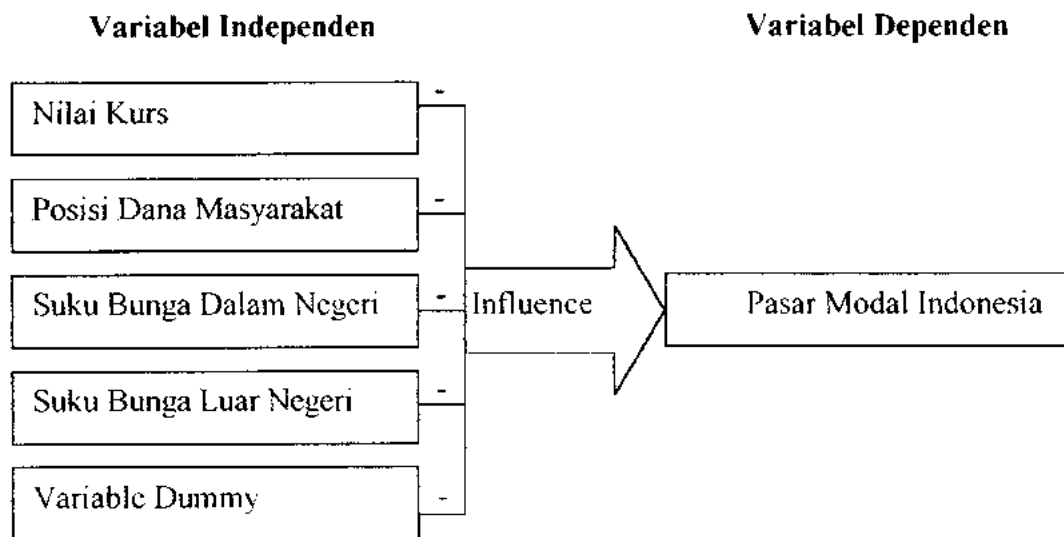
menunjukkan bahwa variabel suku bunga deposito Indonesia dan suku bunga LIBOR tidak mampu menjelaskan perilaku kurs valuta asing dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Pada pendekatan Stok Penyangga Masa Depan menyimpulkan bahwa perilaku kurs valuta asing di Indonesia tidak hanya dipengaruhi oleh informasi masa lalu tapi juga oleh ekspektasi masa depan. Kondisi ini juga menginformasikan bahwa kejadian kejadian di masa datang akan mempengaruhi perilaku penentuan kurs valuta asing di Indonesia

2.8. Formulasi Hipotesis

Beritik dari masalah utama dan hasil dari studi empiris yang berkaitan dengan permasalahan ini peneliti akan mengajukan hipotesa sebagai berikut sebagai jawaban sementara atas permasalahan penelitian tersebut diatas yaitu :

- H1 :Nilai kurs berpengaruh negatif terhadap kinerja pasar modal.
- H2 :Posisi dana masyarakat berpengaruh negatif terhadap kinerja pasar modal.
- H3 :Suku bunga riil dalam negeri berpengaruh negatif terhadap kinerja pasar modal
- H4 :Suku bunga luar negeri berpengaruh negatif terhadap kinerja pasar modal.
- H5 :Variabel Dummy berpengaruh negatif terhadap kinerja pasar modal

Pengaruh hubungan antara variabel-variabel independen dengan variabel dependen akan dijelaskan dengan model skematis kerangka pemikiran sebagai berikut :



BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Variabel Penelitian

Secara umum dapat dikatakan bahwa ECM sering dipandang sebagai salah satu model dinamik yang sangat terkenal dan banyak diterapkan dalam studi empirik dan munculnya pendekatan berintegrasi dalam analisis ekonomi runtun waktu karena kemampuan yang dimiliki ECM dalam meliputi lebih banyak variabel dalam menganalisis fenomena ekonomi jangka pendek dan jangka panjang dan mengkaji konsisten tidaknya model (empiris dengan teori ekonomika), serta dalam usaha mencari pemecahan terhadap persoalan variabel runtun waktu yang tidak stasioner (*non stationary*) dan regresi lancung (*spurious regression*) atau korelasi lancung (*spurious correlation*) dalam analisis ekonometrika.

3.2. Deskripsi Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data runtun waktu (*time series*) dalam bentuk bulanan. Periode yang digunakan adalah dari tahun 1997 sampai dengan tahun 2002. Alasan dari pemilihan periode ini adalah bahwa setelah krisis moneter sejak bulan Agustus 1997, kinerja pasar modal mengalami kemunduran yang relatif besar, dan untuk selanjutnya ingin diketahui bagaimana kinerja pasar modal yang dipengaruhi oleh beberapa faktor makro ekonomi. Dalam penelitian ini, faktor-faktor tersebut adalah nilai kurs, posisi dana masyarakat, suku bunga deposito, suku bunga

luar negeri, dan variabel *dummy* krisis moneter sejak bulan Agustus 1997, yang akan mempengaruhi kinerja pasar modal.

Model yang digunakan dalam bentuk semilog, karena ada variabel yang tidak dapat digunakan dalam bentuk logaritma karena sudah dalam satuan persen (variabel suku bunga) dan bernilai nol (*dummy variable*).

1. Kinerja pasar modal

Kinerja pasar modal dicerminkan oleh Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), yang dihitung dari rata-rata tertimbang IHSG di Bursa Efek Jakarta dan IHSG di Bursa Efek Surabaya. Data yang diperoleh berasal dari Laporan Bulanan Bank Indonesia yang diterbitkan oleh Bank Indonesia. Data tersebut digunakan dalam bentuk logaritma, dan diberi notasi LPM.

2. Nilai Kurs

Nilai kurs dihitung dari besarnya nilai rupiah terhadap nilai dolar Amerika Serikat. Data yang diperoleh berasal dari Laporan Bulanan Bank Indonesia yang diterbitkan oleh Bank Indonesia. Kurs digunakan dalam bentuk logaritma, dan diberi notasi LKURS.

3. Suku Bunga Deposito

Suku bunga deposito yang digunakan adalah suku bunga deposito 6 bulan karena dianggap sebagai periode yang tepat, tidak terlalu cepat dan tidak terlalu lama jika pemilik modal ingin menginvestasikan dananya di sektor perbankan dengan *return* (penghasilan bunga) yang relatif besar. Suku bunga yang digunakan adalah suku bunga riil (diberi notasi RD), yang

diperoleh dengan mengurangkan suku bunga nominal dengan tingkat inflasi yang dapat dinotasikan dengan rumus sebagai berikut :

$$r = R - I$$

di mana r adalah suku bunga riil, R adalah suku bunga nominal, dan I adalah tingkat inflasi.

Data suku bunga ini diperoleh dari Laporan Bulanan Bank Indonesia yang diterbitkan oleh Bank Indonesia.

4. Suku Bunga Luar Negeri

Suku bunga luar negeri yang digunakan adalah *London Interbank Offer Rate* (LIBOR) untuk jangka waktu 6 bulan (diberi notasi RF). Dipilih periode 6 bulan karena dianggap sebagai periode yang tepat dan *return* yang relatif besar. Data yang diperoleh berasal dari Laporan Bulanan Bank Indonesia yang diterbitkan oleh Bank Indonesia.

5. Krisis Moneter Indonesia sejak bulan Agustus 1997.

Ini merupakan *variable boneka* (*dummy variable*), dimana sebelum adanya krisis moneter diberi nilai nol, dan setelah adanya krisis moneter diberi nilai satu.

3.3. Pembentukan Model

Kinerja pasar modal yang dicerminkan dari fluktuasi nilai IHSG yang sangat dipengaruhi oleh variabel-variabel makro ekonomi. Variabel-variabel tersebut yaitu *nilai kurs* yang akan menentukan tingkat keuntugan investasi di pasar modal, *posisi dana masyarakat* di sektor perbankan yang merupakan pesaing kuat pasar modal dalam menarik dana masyarakat, serta *tingkat*

negeri maupun *luar negeri* yang dianggap sebagai *opportunity cost* bagi pemilik modal yang menginvestasikan dananya di pasar modal. Variabel *dummy* krisis moneter merupakan *shock* dalam model.

Model yang akan dianalisis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$LPM = f(LKURS, LDM, RD, RF, D) \dots \dots \dots (3.3.1)$$

$$\partial LPM / \partial LKURS < 0$$

$$\partial LPM / \partial LDM < 0$$

$$\partial LPM / \partial RD < 0$$

$$\partial LPM / \partial RF < 0$$

$$\partial LPM / \partial D < 0$$

Dimana :

LPM : kinerja pasar modal (dalam bentuk log)

LKURS : nilai kurs Rp/\$ (dalam bentuk log)

LDM : posisi dana masyarakat (dalam bentuk log)

RD : suku bunga riil dalam negeri

RF : suku bunga luar negeri

D : krisis moneter Agustus 1997.

Dari model dasar di atas kemudian dibentuk Model Koreksi Kesalahan (ECM) sebagai berikut :

$$\begin{aligned} \Delta LPM = & \alpha_0 + \alpha_1 \Delta LKURS + \alpha_2 \Delta LDM + \alpha_3 \Delta RD + \alpha_4 \Delta RF + \alpha_5 LKURS \\ & (-1) + \alpha_6 LDM (-1) + \alpha_7 RD (-1) + \alpha_8 RF (-1) + \alpha_9 ECT + \alpha_{10} D \\ & \dots \dots \dots (3.3.2) \end{aligned}$$

Dimana :

$$\begin{aligned}
DLPM &= LPM - LPM(-1) \\
DLDM &= LDM - LDM(-1) \\
DLKURS &= LKURS - LKURS(-1) \\
DRD &= RD - RD(-1) \\
DRF &= RF - RF(-1) \\
ECT &= LKURS(-1) + LDM(-1) + RF(-1) - LPM(-1)
\end{aligned}$$

3.4. Estimasi Koefisien Regresi Jangka Pendek dan Jangka Panjang ECM

Pembentukan model dinamis memungkinkan kita dapat memperoleh koefisien regresi jangka panjang. Saklar tersebut dapat dipakai untuk mengamati hubungan jangka panjang antar vektor variabel ekonomi seperti yang dikehendaki teori ekonomi (Insukindro, 1999).

Untuk mendapat besaran koefisien regresi jangka panjang, anggaplah kita mempunyai model dinamik jangka pendek (*short run*) sebagai berikut :

$$\begin{aligned}
DY_t = \beta_0 + \beta_1 DX_{1t} + \beta_2 DX_{2t} + (\beta_3 + \beta_5) BX_{1t} + (\beta_4 + \beta_5) BX_{2t} - \beta_5 BY_t \\
\text{..... (3.4.1)}
\end{aligned}$$

Di mana

DY_t adalah variabel dependen dalam bentuk *difference* ($DY_t = Y_t - Y_{t-1}$). DX_{it} adalah variabel independen dalam bentuk *difference* ($DX_{it} = X_{it} - Y_{t-1}$). dan B adalah *backward lag operator* ($BY_t = Y_{t-1}$, $BX_{it} = X_{it-1}$). Nilai β_1 dan β_2 merupakan koefisien regresi jangka pendek yang menunjukkan pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen dalam jangka pendek.

Dari persamaan (3.4.1;3.4.2;3.3.1) diatas dapat ditulis model jangka panjang (long-run), dimana dalam jangka panjang $Y_t = Y_{t-1}$ dan $X_t = X_{t-1}$ sehingga modelnya adalah sebagai berikut :

$$\beta_5 Y_t = \beta_0 + (\beta_3 + \beta_5) X_{1t} + (\beta_4 + \beta_5) X_{2t} \quad \dots\dots(3.4.2)$$

$$Y_t = \beta_0 / \beta_5 + \{(\beta_3 + \beta_5) / \beta_5\} X_{1t} + (\beta_4 + \beta_5) / \beta_5 X_{2t} \quad \dots\dots(3.4.3)$$

Atau

$$Y_t = \gamma_0 + \gamma_1 X_{1t} + \gamma_2 X_{2t} \quad \dots\dots(3.4.4)$$

Nilai γ_1 dan γ_2 merupakan koefesien regresi jangka panjang yang menunjukkan pengaruh variable *independent* terhadap variable *dependen* dalam jangka panjang.

3.5. Pengujian Hipotesis

Adapun langkah langkah pengujian itu adalah sebagai berikut :

Merumuskan Hipotesa Nol (H_0) dan Hipotesa alternatif (H_a). rumusan hipotesa tersebut adalah :

- a. $H_{01} : \beta_1 \geq 0$: Tidak ada pengaruh negatif yang signifikan dari variabel Nilai Kurs terhadap kinerja pasar modal
 $H_{a1} : \beta_1 < 0$: Nilai Kurs berpengaruh negatif terhadap kinerja pasar modal
- b. $H_{02} : \beta_2 \geq 0$: Tidak ada pengaruh negatif yang signifikan dari variabel Posisi Dana Masyarakat terhadap kinerja pasar modal
 $H_{a2} : \beta_2 < 0$: Posisi Dana Masyarakat berpengaruh negatif terhadap kinerja pasar modal

- c. $H_03 : \beta_3 \geq 0$: Tidak ada pengaruh negatif yang signifikan dari variabel Suku Bunga Riil Dalam Negeri terhadap kinerja pasar modal
 $H_a3 : \beta_3 < 0$: Suku Bunga Riil Dalam Negeri berpengaruh negatif terhadap kinerja pasar modal
- d. $H_04 : \beta_4 \geq 0$: Tidak ada pengaruh negatif yang signifikan dari variabel Suku Bunga Luar Negeri terhadap kinerja pasar modal
 $H_a4 : \beta_4 < 0$: Suku Bunga Luar Negeri berpengaruh negatif terhadap kinerja pasar modal
- e. $H_05 : \beta_5 \geq 0$: Tidak ada pengaruh negatif yang signifikan dari variabel Suku Bunga Luar Negeri terhadap kinerja pasar modal
 $H_a5 : \beta_5 < 0$: Suku Bunga Luar Negeri berpengaruh negatif terhadap kinerja pasar modal

3.6. Tehnik Analisis Data

isu statistik model dinamis digunakan untuk melihat kemungkinan adanya hubungan keseimbangan jangka panjang diantara variabel variabel ekonomi.

Ada dua syarat yang harus dipenuhi dalam pembahasan ini, yaitu uji akar unit dan uji derajat integrasi. uji ini berguna untuk mengetahui apakah data yang di gunakan dalam penelitian ststioner atau tidak. jika tidak stationer maka koefesien regresi yang dihasilkan tidak efesien selain itu untuk menghindari regresi lancung (spourious Regression). regresi lancung ini juga akan menyebabkan koefesien regresi menjadi tidak valid (Insukindro:1992).

3.6.1. Uji Akar-akar Unit

Uji akar akar unit ini merupakan salah satu syarat dari pendekatan kointegrasi. uji ini dipandang sebagai uji stasioneritas. tujuan dari uji akar akar unit adalah untuk mengamati apakah koefisien tertentu dari model autoregresif yang ditaksir mempunyai nilai satu atau tidak (Insukindro:1992).

Data atau variabel yang diamati akan stasioner jika t -hitung (absolut) lebih besar dari nilai t -tabel (absolut).

3.6.2. Uji Derajat Integrasi

Pengujian dilakukan terhadap semua variable yang belum stasioner, yaitu variabel LPM, LKURS, LDM, RD, RF, DI untuk dapat diketahui pada derajat integrasi ke berapa variabel yang diamati tersebut akan stasioner.

3.6.3. Uji Kointegrasi

Pendekatan kointegrasi merupakan salah satu cara yang sering digunakan dalam penelitian-penelitian ekonomi dalam rangka menghindari adanya regresi lancung (Sugiyanto, 1994). Ada cara lain yang digunakan untuk menghindari regresi lancung, yaitu dengan memasukkan lebih banyak variabel kelambanan (lag) baik variabel tergantung (*dependent variable*) maupun variabel bebas (*independent variable*).

Dengan kata lain kita membentuk model dinamis, seperti PAM, I-ECM (Insukindro, 1990, Sugiyanto, 1994).

Untuk melakukan uji kointegrasi, data yang digunakan harus berintegrasi pada derajat yang sama. Jika dua atau lebih mempunyai derajat integrasi yang berbeda, misalnya $X^I(1)$ dan $X^I(2)$, maka kedua variabel tersebut tidak dapat berkointegrasi (*Engle Granger, 1987, Insukindro, 1990*).

Pengujian ini diperlukan sebagai syarat pembentukan ECM. Apabila pengujian ini gagal maka ECM yang diperoleh akan keliru (Sugiyanto, 1994).

3.6.4. Model Koreksi Kesalahan (*Error Correction Model = ECM*)

Bila koefisien Error Correction (ECM) signifikan dalam model berarti terdapat indikasi bahwa antara variabel kinerja pasar modal, variabel kurs, variabel posisi dana masyarakat, variabel suku bunga luar negeri terdapat kointegrasi, spesifikasi modelnya benar, teorinya benar, dan terdapat hubungan kausalitas (paling tidak hubungan satu arah). Sehingga, tidak ada alasan untuk menolak model ECM tersebut.

BAB IV

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1. Deskripsi Penelitian

Bab ini menjelaskan proses pemilihan data, penggunaan metode-metode dan pembahasan serta implikasi dari variabel variabel makro yang digunakan dalam penelitian. Meliputi : nilai kurs, suku bunga dalam negeri, suku bunga luar negeri, posisi dana masyarakat, serta variabel dummy krisis moneter sejak Agustus 1997.

4.2. Analisis Data

Data yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah data runtun waktu (*time series*) dalam bentuk bulanan. Data untuk penelitian ini diambil dari laporan bulanan Bank Indonesia. Periode yang digunakan dari bulan Januari 1997 sampai dengan Desember 2002. Alasan pemilihan periode ini karena setelah krisis moneter sejak bulan Agustus 1997. Kinerja pasar modal Indonesia mengalami kemunduran yang relatif besar dan selanjutnya ingin diketahui bagaimana kinerja pasar modal yang dipengaruhi oleh beberapa faktor ekonomi. Proses pengolahan data menggunakan TSP 7.0 dan SPSS 10. Pengujian yang dilakukan melalui beberapa tahap. Analisa data dimulai dengan pengujian akar-akar unit, pengujian derajat integrasi, uji kointegrasi dan pendekatan ECM.

4.2.1. Pengujian Akar-akar Unit (*Unit root test*)

Uji akar akar unit merupakan salah satu syarat dari pendekatan kointegrasi. Sebuah data yang stationer pada dasarnya tidak mempunyai variasi yang terlalu besar selama periode pengamatan dan mempunyai kecenderungan untuk mendekati nilai rata ratanya. Data atau variabel yang diamati akan stasioner jika nilai probabilitas lebih besar pada alfa 0.05. Dari hasil uji stasioneritas yang telah dilakukan, seperti yang dapat dilihat pada table 4.2.1. menunjukkan bahwa tidak ada variabel yang stasioner pada $\alpha = 5\%$, kecuali variable suku bunga luar negeri karena nilai untuk itu perlu dilakukan uji derajat integrasi untuk mengetahui pada derajat beberapa variabel-variabel tersebut stasioner.

Tabel 4.2.1.
Hasil Pengujian Stationeritas

Variabel	t-hitung	Probabilitas
LPM	-2.6151	0.0111
LKURS	-2.8062	0.0066
LDM	-2.8933	0.0052
RD	-2.7694	0.0073
DF	0.3535	0.7248
D	-3.8778	0.0002

(Sumber : Lampiran 1)

4.2.2. Uji Derajat Integrasi

Bila pada uji akar unit data yang diamati belum stationer. Maka tahap selanjutnya dilakukan uji derajat integrasi. Pengujian ini dilakukan terhadap semua variabel yang belum stasioner. Variabel yang belum stationer pada uji akar-akar unit antara lain : pasar modal, nilai kurs, posisi dana masyarakat, dan suku bunga dalam negeri serta variable dummy. Di harapkan dari pengujian ini kita dapat mengetahui pada derajat integrasi beberapa variabel yang diamati tersebut akan stasioner.

Dari Tabel 4.2.2. menunjukkan bahwa pada pengujian derajat integrasi satu atau dapat dinotasikan dengan $I(1)$, diketahui bahwa masih terdapat variabel yang belum stasioner pada $\alpha = 5\%$, yaitu tingkat suku bunga dalam negeri, Sehingga perlu dilakukan uji derajat integrasi ke dua, atau dapat disimbolkan dengan $I(2)$.

Tabel 4.2.2.
Derajat Integrasi Pertama

Variabel	t-hitung	Probabilitas
LPM	1.7677	0.0818
LKURS	1.1612	0.2498
LDM	-0.2128	0.8321
RD	5.3119	0.0000
DF	-1.4225	0.1597
D	5.08 E-16	1.0000

(Sumber : Lampiran 1)

Hasil pengujian derajat integrasi kedua ditunjukkan pada Tabel 4.2.3. Dari hasil pengujian ini diketahui bahwa semua variabel yang diamati telah stasioner pada $\alpha = 5\%$, dengan kata lain, variabel LPM, LKURS, LDM, RD, RF, DI stasioner pada $I(2)$ dengan $\alpha = 5\%$, dengan demikian dapat dilakukan uji kointegrasi karena variabel yang diamati mempunyai derajat integrasi yang sama.

Tabel 4.2.3
Derajat Integrasi Kedua

Variabel	t-hitung	Probabilitas
LPM	-1.0896	0.2799
LKURS	-1.0398	0.3023
LDM	-1.8404	0.0703
RD	2.0150	0.0660
DF	0.9209	0.3605
D	5.16 E-16	1.0000

(Sumber : Lampiran 1)

4.2.3. Uji Kointegrasi

Penggunaan uji kointegrasi sebenarnya untuk melihat ada tidaknya hubungan jangka panjang antara variable bebas dan variable terikat. Dalam melakukan uji kointegrasi, data yang digunakan harus berintegrasi pada derajat yang sama. Jika dua atau lebih mempunyai derajat integrasi yang berbeda, misalnya $X \sim I(1)$ dan $Y \sim I(2)$, maka kedua variabel tersebut tidak dapat berkointegrasi.

Pembentukan ECM harus melalui pengujian kointegrasi dulu. Bila pengujian kointegrasi gagal maka ECM untuk diperoleh akan keliru. Kointegrasi akan tercapai jika t hitung (absolut) lebih besar dari nilai tabel (absolut). Pada tabel 4.2.4. dapat dilihat bahwa variabel kinerja pasar modal, kurs, posisi dana masyarakat, suku bunga deposito, suku bunga luar negeri, dan dummy variabel, telah stationer pada $I(2)$. Ini menunjukkan semua variabel tersebut berkointegrasi pada $\alpha = 5\%$, dan mempunyai hubungan jangka panjang antar variabel. Keberhasilan dari pengujian ini berarti bahwa ECM yang diperoleh tidak akan keliru.

Tabel 4.2.4
Hasil Uji Kointegrasi

t-hitung	t-tabel
-5.1401	-5.9057 ($\alpha = 1\%$)
	-5.1290 ($\alpha = 5\%$)
	-4.7497 ($\alpha = 10\%$)

(Sumber : Lampiran 2)

4.2.4. Model Koreksi Kesalahan

Hasil regresi dari model ECM dapat diperoleh dari Tabel 4.2.5. dari tabel tersebut dapat diketahui bahwa *Error Correction Term (ECT)* signifikan dalam model. Dengan signifikannya koefisien ECT berarti terdapat indikasi bahwa variabel

kinerja pasar modal, variabel kurs, variabel posisi dana masyarakat, variabel suku bunga deposito Riil, dan variabel suku bunga luar negeri terdapat kointegrasi, spesifikasi modelnya benar, teorinya benar dan terdapat hubungan kausalitas (paling tidak hubungan satu arah). Sehingga tidak ada alasan untuk menolak model ECM tersebut.

Tabel 4.2.5.
Koefisien Regresi Model Koreksi Kesalahan (ECM)

Variabel bebas	Koefisien Regresi	Nilai-t statistik	Probabilitas
C	2.4570	3.3443*	0.0014
D (L KURS)	-0.9324	-3.2916*	0.0017
D (LDM)	3.0483	3.5503*	0.0008
D (RD)	-0.0232	-3.9506*	0.0002
D (RF)	0.0260	1.8694	0.0664
L KURS (-1)	-0.2535	-2.0471*	0.0450
LDM (-1)	-0.4693	-2.9968*	0.0040
RD (-1)	-0.3403	-4.0877*	0.0001
RF (-1)	-0.3373	-4.1086*	0.0001
ECT	0.3382	4.0786*	0.0001
D	-0.0464	-1.5358	0.1298

(Sumber : Lampiran 3)

Tanda * : Berarti signifikan pada $\alpha = 5\%$
 R^2 : 0.4673
 Arch (4) : 0.2040
 LM : 1.9549

Tabel 4.2.6.
Pengaruh variabel bebas terhadap variabel tak bebas dalam jangka pendek dan jangka panjang

Variabel bebas	Jk Pendek	Jk Panjang
Kurs (dalam log)	-0.9324*	0.2504*
Posisi masyarakat (dalam log)	3.0483*	-0.3876*
Suku bunga deposito	-0.0232*	-0.0062*
Suku bunga luar negeri	0.0260	0.0026

Keterangan :

Tanda * berarti signifikan pada $\alpha = 5$

Jangka pendek : efek seketika tanpa selang waktu dalam periode pengamatan.

Jangka panjang : efek dari keseimbangan lama ke keseimbangan baru setelah ada shock.

4.3. Pembahasan

Kinerja pasar modal yang dicerminkan dari fluktuasi nilai Indeks harga saham gabungan sangat dipengaruhi oleh variable variable makro ekonomi. Untuk variabel-variabel dalam bentuk perbedaan (*difference*) menunjukkan adanya signifikansi kecuali untuk variabel suku bunga luar negeri, hal ini berarti variabel-variabel bebas tersebut, kecuali variabel suku bunga luar negeri, mempengaruhi variabel tak bebasnya dalam jangka pendek. Variabel-variabel dalam bentuk level juga menunjukkan adanya signifikansi kecuali variabel posisi dana masyarakat, hal ini berarti variabel-variabel bebas mempengaruhi variabel tak bebas dalam jangka panjang.

Pengaruh variabel-variabel bebas tersebut dapat bersifat seketika maupun tidak seketika, tetapi membutuhkan selang waktu, sehingga dalam model studi empiris variabel-variabel bebas mempengaruhi variabel tak bebas dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Berikut hasil analisis pengaruh variabel bebas terhadap variabel tak bebas dalam jangka pendek dan jangka panjang. Sumber analisis pengaruh dari suatu variable adalah dari Lampiran 3. Dimana jika nilai Probabilitasnya kurang dari 0.05 maka suatu variable akan dikatakan signifikan. Dan suatu variable tersebut dikatakan akan mempunyai pengaruh negative dilihat dari tanda koefisien yang telah dianalisis.

1 Variabel Kurs

Di dalam *jangka pendek*, variabel Kurs berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja pasar modal sebesar 0.9324 artinya setiap kenaikan kurs 1% akan menyebabkan penurunan kinerja pasar modal sebesar 0.9324%. Angka ini menunjukkan bahwa kinerja pasar modal dipengaruhi oleh fluktuasi kurs dalam jumlah yang relatif sama. Dengan naiknya nilai kurs rupiah terhadap dollar Amerika Serikat akan menyebabkan turunnya Investor untuk menanamkan dananya di Indonesia karena Investasi khususnya di pasar modal menjadi relatif lebih mahal, dengan nilai dolar yang sama membutuhkan rupiah yang lebih banyak.

Dalam *jangka panjang*, variabel kurs berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap kinerja pasar modal sebesar 0.2504 ini berarti bahwa setiap kenaikan kurs rupiah terhadap dollar 1% akan menyebabkan kenaikan kinerja pasar modal sebesar 0.2504%. Hal ini mengindikasikan bahwa kenaikan kurs akan semakin memperbaiki kinerja pasar modal dalam jangka panjang. Keadaan ini mengindikasikan bahwa pada saat krisis moneter yaitu periode tahun 1997 yang merupakan shock dalam penelitian ini kurs rupiah terdepresiasi sangat tinggi yang mencerminkan kondisi perekonomian Indonesia sedang buruk, serta kondisi politik, hukum, dan keamanan yang tidak menentu sehingga rupiah terus terdepresiasi. Setelah melewati masa shock yaitu dengan indikasi naiknya kurs rupiah maka menindikasikan bahwa kondisi Indonesia mulai dalam keadaan membaik sehingga para investor dalam dan luar negeri mulai menaruh kepercayaan untuk menanamkan modalnya di pasar modal.

2. Variabel Dana Masyarakat

Variabel posisi dana masyarakat dalam *jangka pendek* berpengaruh positif dan signifikan sebesar 3.0483 terhadap kinerja pasar modal. Setiap ada kenaikan posisi dana masyarakat sebesar 1% akan menyebabkan kenaikan kinerja pasar modal sebesar 3.0483%. Sehingga hipotesis bahwa posisi dana masyarakat akan berpengaruh secara signifikan dan negatif terhadap kinerja pasar modal tidak dapat diterima. Ini berarti bahwa pasar modal bukan merupakan substitusi dari perbankan, tetapi merupakan komplementer dari perbankan. Semakin besar dana masyarakat yang diinvestasikan di perbankan semakin besar pula dana masyarakat yang diinvestasikan di pasar modal.

Hal di atas mengindikasikan bahwa semakin besar dana simpanan masyarakat di bank berarti semakin banyak dana yang dimiliki oleh masyarakat yang dapat diinvestasikan di luar sektor perbankan khususnya pasar modal. Ini dapat terjadi karena masyarakat memilih untuk menginvestasikan dana jangka pendeknya di sektor perbankan dan menanamkan investasi jangka panjangnya di pasar modal. Sehingga pasar modal dan perbankan dapat berjalan seiring tanpa ada persaingan yang cukup berarti karena masing-masing mempunyai karakteristik sendiri.

Dalam *jangka panjang*, posisi dana masyarakat berpengaruh negative dan signifikan terhadap kinerja pasar modal sebesar 0.3876. Artinya setiap ada kenaikan posisi dana masyarakat sebesar 1% akan menyebabkan kenaikan kinerja pasar modal sebesar 0.3876%. Hal ini berarti bahwa semakin besar dana masyarakat yang disimpan di bank akan menjadikan semakin sedikit dana yang dimiliki oleh masyarakat yang di investasikan diluar sector perbankan khususnya pasar modal.

Kondisi ini mengindikasikan bahwa dalam periode penelitian, masyarakat lebih terdorong untuk menanamkan dananya di sector perbankan karena tingginya tingkat suku bunga, serta adanya penjaminan dari pemerintah untuk mengembalikan kepercayaan masyarakat terhadap sektor perbankan, disamping itu selama periode penelitian kondisi pasar modal Indonesia masih belum stabil karena terkena dampak krisis moneter sehingga return yang diharapkan masyarakat yang berupa capital gain berfluktuatif, sedangkan tingkat dividen masih lebih rendah daripada tingkat bunga perbankan. Krisis moneter yang berdampak pada tidak menentunya kondisi perekonomian, politik, keamanan, dan kepastian hukum telah menjadikan pasar terkena sentiment negative sehingga banyak investor asing yang menarik dananya ke luar negeri.

3. Variabel Suku Bunga Deposito

Variabel suku bunga deposito berpengaruh negatif dan signifikan sebesar 0.0232 terhadap kinerja pasar modal dalam *jangka pendek*. Setiap ada kenaikan suku bunga deposito sebesar 1% terjadi penurunan kinerja pasar modal sebesar 2.32%. Angka ini menunjukkan bahwa kinerja pasar modal akan turun jika terjadi kenaikan bunga deposito. Hal ini dapat terjadi karena dengan naiknya bunga deposito, masyarakat akan lebih tertarik untuk menginvestasikan dananya di sektor perbankan dengan harapan mendapatkan keuntungan bunga yang lebih besar. Akibatnya akan terjadi pergeseran komposisi investasi masyarakat, yaitu investasi dana jangka pendek di perbankan yang lebih besar dibandingkan dengan investasi dana jangka panjang di pasar modal. Akibatnya investasi dana masyarakat di pasar modal akan turun.

Dalam *jangka panjang*, suku bunga deposito juga berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja pasar modal dalam jumlah yang relatif sangat besar, dimana setiap kenaikan suku bunga deposito sebesar 1% akan mengakibatkan penurunan kinerja pasar modal 0.6209%. Angka tersebut mengindikasikan bahwa kenaikan suku bunga deposito secara terus-menerus dalam jangka panjang akan memperburuk kinerja pasar modal.

4. Variabel Suku Bunga Luar Negeri

Variabel suku bunga luar negeri dalam *jangka pendek* dan *jangka panjang* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap pasar modal. Hal ini berarti bahwa pengaruh suku bunga luar negeri terhadap kinerja pasar modal tidak berlangsung seketika melainkan membutuhkan selang waktu, dengan naiknya suku bunga luar negeri masyarakat pemilik modal memandang adanya investasi yang lebih menarik di luar negeri dengan harapan akan memperoleh keuntungan (*capital gain*). Dalam jangka panjang dana masyarakat yang telah dialokasikan keluar tadi akan ditarik kembali oleh pemilik dana karena seiring dengan perbaikan kondisi ekonomi, stabilnya keadaan politik dan keamanan mereka akan memandang bahwa melakukan investasi di dalam negeri akan bisa memberikan keuntungan yang lebih besar sehingga pasar modal akan mengalami pertumbuhan yang positif.

5. Variabel Dummy

Variabel dummy disini tidak dapat dilepaskan dari model ECM karena merupakan *shock* bagi kinerja pasar modal. Dimana krisis moneter di Indonesia sejak bulan Agustus 1997, telah memberikan efek negatif terhadap kinerja pasar modal. Sikap panik para investor dimana keputusan pelaku ekonomi tidak lagi didasarkan

pada aspek ekonomi secara murni semakin memperburuk kinerja pasar modal. Perbaikan kondisi makro ekonomi untuk menunjang kinerja pasar modal harus diimbangi dengan kondisi mikro ekonomi yang kondusif, seperti kepastian dunia usaha, tingkat risiko bisnis yang rendah, tidak adanya praktek monopoli dan oligopoli, serta masalah birokrasi dan administrasi. Sudah saatnya perusahaan-perusahaan yang berada dipasar modal untuk melakukan lindung nilai (*hedging*) terhadap hutangnya, karena perusahaan-perusahaan yang berada di pasar modal pada umumnya mempunyai hutang yang jumlah tidak kecil, sehingga suatu saat jika terjadi depresiasi nilai rupiah terhadap dollar Amerika Serikat yang cukup signifikan maka akan sulit bagi perusahaan untuk meraih keuntungan yang ditargetkan sebelumnya. Dan pada akhirnya akan memberikan dampak negatif terhadap kinerja pasar modal karena kurangnya kepercayaan masyarakat domestik maupun asing terhadap pasar modal.

Salah satu faktor penting dalam penghitungan di pasar modal adalah risiko negara (*country risk*). Dan risiko ini tidak dapat tidak akan meningkatkan biaya modal dipasar keuangan maupun pasar modal di Indonesia. Dengan demikian, untuk meminimalkan *country risk* diperlukan suatu kombinasi kebijakan yang beragam secara tepat, baik disektor ekonomi maupun non ekonomi.

Nilai koefisien determinasi (R^2) yang bernilai rendah bukan merupakan masalah yang serius, karena koefisien ini dalam ECM hanya mengukur hubungan antara variabel differensi pertama dengan variabel tak bebas yang digunakan. Dan penggunaan variabel tak bebas dalam bentuk diferensi pertama ini dapat mengakibatkan nilai koefisien determinasi menjadi rendah. Dengan demikian, besar

kecilnya koefisien determinasi sangat dipengaruhi oleh sebaran data terhadap rata-ratanya. Selain itu, koefisien ini tidak cukup layak untuk mengukur ketepatan spesifikasi model, sebab spesifikasi model telah didasarkan pada teori terkait dan dapat dilihat pula pada koefisien regresi pada ECT. Nilai ECT yang signifikan memberi indikasi bahwa model tersebut tidak ada alasan untuk ditolak.

Pengujian terhadap autokorelasi digunakan LM Test, dengan jumlah *autoregressive term* empat (diperoleh dari \sqrt{n} , n adalah jumlah observasi). Jika nilai F-statistik hitung lebih kecil dibandingkan dengan nilai F-statistik tabel maka hipotesis tidak adanya autokorelasi dapat diterima. Hasil pengujian menunjukkan bahwa nilai F-statistik hitung sebesar 0.1507 lebih kecil dari nilai F-statistik tabel sebesar 1.9549 pada $\alpha = 5\%$, sehingga tidak terjadi autokorelasi di dalam model. Sedangkan pengujian terhadap heteroskedastisitas digunakan ARCH Test, dengan jumlah *autoregressive term* empat (diperoleh dari \sqrt{n} , n adalah jumlah observasi). Jika nilai F-statistik hitung lebih kecil dibandingkan dengan nilai F-statistik tabel maka hipotesis tidak adanya heteroskedastis (atau terjadi homoskedastis) dan autokorelasi dapat diterima. Hasil pengujian menunjukkan bahwa nilai F-statistik hitung sebesar 0.2039 lebih kecil dari nilai F-statistik tabel sebesar 0.9352 pada $\alpha = 5\%$, sehingga tidak terdapat heteroskedastis maupun autokorelasi di dalam model.

Dari uji yang dilakukan terhadap autokorelasi dan heteroskedastis tersebut, diketahui bahwa model ECM tersebut telah terbebas dari adanya autokorelasi dan heteroskedastis. Dengan demikian, validitas dari model tersebut dapat dipertanggungjawabkan.

BAB V

KESIMPULAN

5.1. Kesimpulan

Model analisis terhadap kinerja pasar modal dengan pendekatan Model Koreksi Kesalahan (ECM) tidak ada alasan untuk ditolak, dan telah lolos dari uji asumsi klasik sehingga validitas model dapat dipertanggung jawabkan. Kinerja pasar modal secara signifikan dipengaruhi oleh variabel kurs, posisi dana masyarakat, suku bunga deposito (riil), dan suku bunga luar negeri, dengan *shock* variabel *dummy* krisis moneter sejak bulan Agustus 1997.

Dalam jangka pendek, kinerja pasar modal ditentukan oleh variabel kurs, posisi dana masyarakat, dan suku bunga deposito (riil). Hal ini mengindikasikan bahwa pengaruh variabel-variabel tersebut terhadap kinerja pasar modal bersifat seketika tanpa ada selang waktu. Variabel kurs mempunyai hubungan negatif terhadap kinerja pasar modal, ini berarti bahwa dengan dengan naiknya nilai kurs rupiah terhadap dollar Amerika Serikat akan menyebabkan penurunan kinerja pasar modal karena investasi dipasar modal menjadi relatif lebih mahal, dengan nilai dollar yang sama membutuhkan nilai rupiah yang lebih besar.

Variabel posisi dana masyarakat mempunyai hubungan yang positif dengan kinerja pasar modal, ini berarti bahwa semakin besar dana simpanan masyarakat di bank berarti semakin banyak dana yang dimiliki oleh masyarakat yang dapat diinvestasikan di luar sektor perbankan khususnya pasar modal.

Variabel suku bunga deposito mempunyai hubungan yang negatif terhadap kinerja pasar modal, ini berarti bahwa dengan naiknya bunga deposito, masyarakat akan lebih tertarik untuk menginvestasikan dananya disektor perbankan dengan harapan mendapatkan keuntungan bunga yang lebih besar. Dalam jangka panjang, kinerja pasar modal ditentukan oleh variabel kurs, posisi dana masyarakat, suku bunga deposito (riel), dan suku bunga luar negeri. Hal ini mengindikasikan bahwa pengaruh variabel-variabel tersebut terhadap kinerja pasar modal tidak bersifat seketika, melainkan membutuhkan selang waktu.

5.2. Implikasi Kebijakan

Kinerja pasar modal sangat dipengaruhi oleh kondisi makro ekonomi, sehingga kebijakan makro yang diambil oleh otoritas moneter harus bersifat pasti. Perbaikan kondisi makro ekonomi untuk menunjang kinerja pasar modal harus diimbangi dengan kondisi mikro ekonomi yang kondusif, seperti kepastian dunia usaha, tingkat risiko bisnis yang rendah, tidak adanya praktek monopoli dan oligopoli, serta masalah birokrasi dan administrasi. Sudah saatnya perusahaan-perusahaan yang berada dipasar modal untuk melakukan lindung nilai (*hedging*) terhadap hutangnya, karena perusahaan-perusahaan yang berada di pasar modal pada umumnya mempunyai hutang yang jumlah tidak kecil, sehingga suatu saat jika terjadi depresiasi nilai rupiah terhadap dollar Amerika Serikat yang cukup signifikan maka akan sulit bagi perusahaan untuk meraih keuntungan yang ditargetkan sebelumnya. Dan pada akhirnya akan memberikan dampak negatif terhadap kinerja pasar modal karena kurangnya kepercayaan masyarakat domestik maupun asing terhadap pasar modal.

Salah satu faktor penting dalam penghitungan di pasar modal adalah risiko negara (*country risk*). Dan risiko ini tidak dapat tidak akan meningkatkan biaya modal dipasar keuangan maupun pasar modal di Indonesia. Dengan demikian, untuk meminimalkan *country risk* diperlukan suatu kombinasi kebijakan yang beragam secara tepat, baik disektor ekonomi maupun non ekonomi.

5.3. Keterbatasan penelitian

Dalam penelitian yang di ajukan, shock model ada pada tahun 1997-1998. Data yang diajukan oleh penulis adalah data tahun 1997-2002 jadi analisis yang dilakukan adalah setelah adanya krisis moneter tanpa memperbandingkan dengan tahun-tahun sebelumnya, dan variable yang diambil hanya beberapa variable makro.

5.4. Saran bagi peneliti selanjutnya

Berdasarkan dari hasil penelitian ini, maka dapat dikemukakan saran saran sebagai berikut:

1. Bagi peneliti yang akan meneliti lebih lanjut diharapkan melihat kondisi politik, keamanan, agar dapat diketahui seberapa besar pengaruh variable variable lain selain variable makro yang telah dianalisis dalam penelitian ini.
2. Disarankan peneliti selanjutnya memperluas jangka waktu pengamatan yaitu beberapa tahun sebelum sock dan beberapa tahun sesudah shock.

DAFTAR PUSTAKA

- Adiningsih, Sri, (1996), *Perencanaan Pembangunan Bidang Keuangan*, KELOLA, Nomor Khusus 25 Tahun Prisma 1971-1996, hal.119-127.
- Abimanyu, Anggito, (1997), *Ekonomi Indonesia Menyiasati Krisis*, Tabloid Berita Mingguan Adil, No. 03 Tahun Ke-66, 15-21 Oktober.
- Abimanyu, Anggito, (1997), *Fundamental Ekonomi Makro Tidak Mandiri*, UMMAT, No. 15 Tahun III, 27 Oktober, hal. 27.
- Abimanyu, Anggito. (1997), *Menyelamatkan Masyarakat dari Incaran Pasar Global*, KONTAN, Edisi 51, Oktober.
- Astuti, Rini Dwi. (1998), *Penyerapan Dana Masyarakat oleh Perbankan di Indonesia 1983.4-1996.4. Pendekatan Backward Looking dan Forward Looking Model*, Skripsi, tidak dipublikasikan.
- Boedino, (1982), *Seri Sinopsis Pengantar Ilmu Ekonomi No. 5: Teori Moneter*, Yogyakarta : BPFE.
- Domowitz, Ian and Ibrahim Albadawi, (1987), *An Error Correction Approach to Money Demand*, Journal of Development Economics, hal. 257-275.
- Dornbusch, Rudiger and Stanley Fischer, (1994), *Macroeconomics*, Sixth Edition, International Edition, McGraw-Hill Inc.
- Engle, R.F and CWJ Granger, (1987), *Co-integration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing*, Econometrica. Hal 215-276.
- Gujarati, Damodar N., (1995), *Basic Econometric*, Third Edition, McGRAW-HILL.
- Husnan, Suad, (1994), *Investasi di Pasar Modal Indonesia: Perkembangan, Kecenderungan, Kebutuhan, dan Prospek*, KELOLA, No. 7/III, hal. 100-113.
- Insukindro, (1990), *Komponen Koefisien Regresi Jangka Panjang Model Ekonomi : Sebuah Studi Kasus Impor Barang di Indonesia*, Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia, hal. 39-51.
- Insukindro, (1991), *Regresi Linier Lancung dalam Analisa Ekonomi : Suatu Tinjauan dengan Satu Studi Kasus di Indonesia*, Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia. No. 1, Tahun VI, hal 77-87.
- Ing, Y.L (1998). *Dampak depresiasi rupiah terhadap pasar modal Indonesia*. Jurnal Ekonomi dan Pembangunan (Februari). PANGSA, pp.69-77

- Iswardono, SP, (1994). *Uang dan Bank*. Edisi 4. Yogyakarta : BPFE.
- Jaya, Wihana Kirana dan Nurwardono, (1992), *Peran Pembangunan Sektor Keuangan dalam Mobilisasi Dana dan Pertumbuhan Ekonomi*, Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia, No. 1 Tahun VII, hal, 117-129.
- Kamerschen, David R., (1984), *Money & Banking*, 8th edition, South-Western Publising Co.
- Kitchen, Richard L., (1986), *Finance for the Developing Countries*, John Wiley & Sons.
- Pribadi, Firman (2001). *Hubungan dinamis antara indeks harga saham dan nilai tukar rupiah dalam masa krisis ekonomi di Indonesia*. Thesis S2, Gadjah Mada universitas.
- Price, S. and Insukindro (1994), *The Demand for Indonesia Narrow Money : Long Run Equilibrium, Error Correction Model, and Forward Looking Behaviour*, Journal of International Trade and Economic Development, 3, hal. 147-163.
- Quiserto, Rio (1996), *Analisis Kesenjangan Investasi dan Tabungan di Indonesia 1981.2 - 1994.4; Pendekatan Forward Looking Model dan Backward Looking Model*. Skripsi SI, Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada, tidak dipublikasikan.
- Soesastro, Hadi dan Chatib M. Basri (1998), *Survey of Recent Development*, Buletin of Indonesian Economics Studies, Vol. 34, No. 1, hal. 33-54.
- Thomas, R.L. (1997), *Modern Econometrics*, Addison Wesley Longman.
- Tucker, A.L., J. Madura, dan T.C. Chiang (1991), *International Financial Market*, West Publishing Company, St. Paul.

Lampiran 1

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test				
ADF Test Statistic	-2.615146	1%	Critical Value*	-3.5267
		5%	Critical Value	-2.9035
		10%	Critical Value	-2.5889

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(LPM)

Method: Least Square

Date: 08/03/04 Time:07:01

Sample (adjusted): 4:72

Included observation: 69 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LPM(-1)	-0.180247	0.068924	-2.615146	0.0111
D(LPM)(-1))	0.208626	0.118022	1.767697	0.0818
D(LPM)(-2))	-0.131748	0.120916	-1.089583	0.2799
C	1.019852	0.391226	2.606811	0.0113
R-Squared	0.152911	Mean dependet var		-0.002792
Adjusted R-Squared	0.113815	S.D. dependent var		0.050001
S.E. of regression	0.047070	Akaike info criterion		-3.218143
Sum squared resid	0.144013	Schwarz criterion		-3.088629
Log likelihood	115.0259	F-statistic		3.911127
Durbin-Watson stat	2.000980	Prob(F-statistic)		0.012461

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test				
ADF Test Statistic	-2.806158	1%	Critical Value*	-3.5267
		5%	Critical Value	-2.9035
		10%	Critical Value	-2.5889

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(LKURS)

Method: Least Square

Date: 08/03/04 Time:07:03

Sample (adjusted): 4:72

Included observation: 69 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LKURS(-1)	-0.106209	0.037848	-2.806158	0.0066
D(LKURS)(-1))	0.134764	0.116055	1.161204	0.2498
D(LKURS)(-2))	-0.120906	0.116282	-1.039765	0.3023
C	0.420854	0.147207	2.858926	0.0570
R-Squared	0.137160	Mean dependent var		0.008205
Adjusted R-Squared	0.097337	S.D. dependent var		0.060847
S.E. of regression	0.057810	Akaike info criterion		-2.807077
Sum squared resid	0.217232	Schwarz criterion		-2.677563
Log likelihood	100.8441	F-statistic		3.444207
Durbin-Watson stat	2.030607	Prob(F-statistic)		0.021673

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test				
ADF Test Statistic	-2.893275	1%	Critical Value*	-3.5267
		5%	Critical Value	-2.9035
		10%	Critical Value	-2.5889

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(LDM)

Method: Least Square

Date: 08/03/04 Time:07:03

Sample (adjusted): 4:72

Included observation: 69 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LDM(-1)	-0.049079	0.016963	-2.893275	0.0052
D(LDM)(-1))	-0.024816	0.116607	-0.212817	0.8321
D(LDM)(-2))	-0.214599	0.116607	-1.840365	0.0703
C	0.291832	0.098220	2.971205	0.0042
R-Squared	0.138829	Mean dependent var		0.006797
Adjusted R-Squared	0.099082	S.D. dependent var		0.019055
S.E. of regression	0.018087	Akaike info criterion		-5.131078
Sum squared resid	0.021263	Schwarz criterion		-5.001565
Log likelihood	181.0222	F-statistic		3.492867
Durbin-Watson stat	2.071807	Prob(F-statistic)		0.020454

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test				
ADF Test Statistic	-2.769370	1%	Critical Value*	-3.5267
		5%	Critical Value	-2.9035
		10%	Critical Value	-2.5889

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(RD)

Method: Least Square

Date: 08/03/04 Time:07:05

Sample (adjusted): 4:72

Included observation: 69 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RD(-1)	-0.037488	0.013537	-2.769370	0.0073
D(RD)(-1))	0.624059	0.117482	5.311933	0.0000
D(RD)(-2))	0.243217	0.120701	2.015027	0.0660
C	0.694563	3.269789	2.574471	0.0123
R-Squared	0.679488	Mean dependent var		-0.037391
Adjusted R-Squared	0.664695	S.D. dependent var		1.298823
S.E. of regression	0.752090	Akaike info criterion		2.324302
Sum squared resid	36.76660	Schwarz criterion		2.453816
Log likelihood	-76.18843	F-statistic		45.93341
Durbin-Watson stat	1.966672	Prob(F-statistic)		0.000000

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test

ADF Test Statistic	0.353543	1%	Critical Value*	-3.5267
		5%	Critical Value	-2.9035
		10%	Critical Value	-2.5889

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(RF)

Method: Least Square

Date: 08/03/04 Time:07:04

Sample (adjusted): 4:72

Included observation: 69 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RF(-1)	0.010028	0.028364	0.353543	0.7248
D(RF)(-1))	-0.182375	0.128209	-1.422488	0.1597
D(RF)(-2))	0.116729	0.126752	0.920924	0.3605
C	-0.116520	0.149401	-0.779909	0.4383
R-Squared	0.055392	Mean dependent var		-0.063333
Adjusted R-Squared	0.011794	S.D. dependent var		0.365085
S.E. of regression	0.362926	Akaike info criterion		0.866987
Sum squared resid	8.561489	Schwarz criterion		0.996500
Log likelihood	-25.91104	F-statistic		1.270531
Durbin-Watson stat	2.050085	Prob(F-statistic)		0.291872

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test				
ADF Test Statistic	-3.877797	1%	Critical Value*	-3.5267
		5%	Critical Value	-2.9035
		10%	Critical Value	-2.5889

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(DUMMY)

Method: Least Square

Date: 08/03/04 Time:07:05

Sample (adjusted): 4:72

Included observation: 69 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DUMMY(-1)	-0.200000	0.051576	-3.87797	0.0002
D(DUMMY)(-1))	5.68E-17	0.111831	5.08E-16	1.0000
D(DUMMY)(-2))	5.77E-17	0.111831	5.15E-16	1.0000
C	0.400000	0.100223	3.991097	0.0002
R-Squared	0.188235	Mean dependent var		0.014493
Adjusted R-Squared	0.150769	S.D. dependent var		0.120386
S.E. of regression	0.110940	Akaike info criterion		-1.503431
Sum squared resid	0.800000	Schwarz criterion		-1.373918
Log likelihood	55.86837	F-statistic		5.024155
Durbin-Watson stat	2.050000	Prob(F-statistic)		0.003411

Lampiran 2

Engle-Granger Cointegration Test: UROOT(C,4)

--Cointegrating Vector--

LPM(-2) 1.000000
 LKURS(-2) 0.329274
 LDM(-2) -0.341291
 RD(-2) 0.001961
 RF(-2) -0.017542
 DUMMY(-2) 0.093254

 Dickey-Fuller t-statistic -2.7813
 MacKinnon critical values: 1% -5.6541
 5% -4.9708
 10% -4.6295

LS // Dependent Variable is D(RESID)

Date: 10-25-2004 / Time: 5:49

SMPL range: 6 - 72

Number of observations: 65

Engle-Granger Cointegration Test: UROOT(C,4)

VARIABLE	COEFFICIENT	STD. ERROR	T-STAT.	2-TAIL SIG.
D(RESID(-1))	0.3023835	0.1424634	2.1225492	0.0379
D(RESID(-2))	-0.0756831	0.1397371	-0.5435554	0.5888
D(RESID(-3))	-0.0683961	0.1288653	-0.5310039	0.5974
D(RESID(-4))	0.1402533	0.1301666	1.0774909	0.2856
RESID(-1)	-0.3144427	0.1130570	-2.7812772	0.0072

R-squared	0.233635	Mean of dependent var	-
0.001094			
Adjusted R-squared	0.162756	S.D. of dependent var	
0.048439			
S.E. of regression	0.043769	Sum of squared resid	
0.115050			
Log likelihood	113.7142	F-statistic	
4.578039			
Durbin-Watson stat	2.009505	Prob(F-statistic)	
0.002714			

Lampiran 3

Dependent Variable: DLPM
 Method: Least Squares
 Date: 08/03/04 Time: 06:09
 Sample(adjusted): 2 72
 Included observations: 71 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.		
C	2.457043	0.734703	3.344268	0.0014		
DLKURS	-0.932449	0.283281	-3.291599	0.0017		
DLDM	3.048259	0.858597	3.550278	0.0008		
DRD	-0.023156	0.005861	-3.950645	0.0002		
DRF	0.026018	0.013917	1.869424	0.0664		
LKURS(-1)	-0.253529	0.123848	-2.047106	0.0450		
LDM(-1)	-0.469318	0.156606	-2.996802	0.0040		
RD(-1)	-0.340302	0.083251	-4.087665	0.0001		
RF(-1)	-0.337298	0.082095	-4.108621	0.0001		
ECT	0.338174	0.082913	4.078644	0.0001		
DUMMY	-0.046402	0.030214	-1.535790	0.1298		
R-squared	0.467291	Mean dependent var		-0.002975		
Adjusted R-squared	0.378506	S.D. dependent var		0.049389		
S.E. of regression	0.038936	Akaike info criterion		-3.512289		
Sum squared resid	0.090959	Schwarz criterion		-3.161733		
Log likelihood	135.6863	F-statistic		5.263188		
Durbin-Watson stat	2.146550	Prob(F-statistic)		0.000016		
obs	LPM	LKURS	LDM	RD	RF	DUMMY
1	5.839551	3.379487	5.447504	16.68000	5.670000	1.000000
2	5.848419	3.381296	5.453867	16.51000	5.590000	1.000000
3	5.821013	3.383456	5.457855	16.37000	5.790000	1.000000
4	5.814280	3.386142	5.464816	16.17000	6.010000	1.000000
5	5.842640	3.387390	5.470303	15.99000	6.000000	1.000000
6	5.860072	3.389166	5.481499	15.83000	5.920000	1.000000
7	5.858098	3.411620	5.499693	15.71000	5.840000	1.000000
8	5.693190	3.482159	5.511361	15.97000	5.830000	2.000000
9	5.737733	3.515211	5.515519	16.37000	5.830000	2.000000
10	5.699326	3.564666	5.531069	16.66000	5.840000	2.000000
11	5.603902	3.562055	5.517895	16.67000	5.880000	2.000000
12	5.603915	3.667453	5.553413	16.96000	5.930000	2.000000
13	5.686581	4.007534	5.672089	17.30000	5.670000	2.000000
14	5.683387	3.942008	5.650215	17.91000	5.650000	2.000000
15	5.733538	3.920384	5.656037	19.05000	5.720000	2.000000
16	5.662885	3.901458	5.654184	19.23000	5.790000	2.000000
17	5.623730	4.022222	5.693613	21.74000	5.760000	2.000000
18	5.649257	4.173186	5.758761	23.71000	5.750000	2.000000
19	5.683667	4.113943	5.750433	27.44000	5.750000	2.000000
20	5.534579	4.044344	5.735382	30.76000	5.720000	2.000000
21	5.441145	4.033424	5.743789	34.58000	5.430000	2.000000
22	5.476235	3.877947	5.722264	36.28000	5.060000	2.000000
23	5.586892	3.863323	5.737324	37.30000	5.150000	2.000000
24	5.599925	3.906766	5.758552	36.78000	5.100000	2.000000
25	5.614826	3.951823	5.775827	35.73000	5.020000	2.000000
26	5.597793	3.941014	5.778823	34.57000	5.050000	2.000000
27	5.595083	3.938770	5.777788	32.57000	5.080000	2.000000

28	5.694800	3.916980	5.786536	31.21000	5.050000	2.000000
29	5.767335	3.908753	5.795493	29.20000	5.130000	2.000000
30	5.820874	3.827757	5.784385	26.20000	5.380000	2.000000
31	5.776610	3.837273	5.793314	22.99000	5.610000	2.000000
32	5.753603	3.878809	5.801324	21.44000	5.860000	2.000000
33	5.738731	3.923555	5.811083	20.69000	5.940000	2.000000
34	5.773691	3.838849	5.787761	19.85000	6.090000	2.000000
35	5.766241	3.872448	5.796914	15.71000	6.050000	2.000000
36	5.830537	3.851258	5.796309	14.25000	6.120000	2.000000
37	5.803711	3.870696	5.804663	13.39000	6.070000	2.000000
38	5.760831	3.868056	5.808263	13.01000	6.330000	2.000000
39	5.765874	3.880528	5.809885	12.86000	6.410000	2.000000
40	5.721594	3.900094	5.814662	12.75000	6.540000	2.000000
41	5.657369	3.935507	5.824679	12.46000	6.960000	2.000000
42	5.711900	3.941263	5.818128	12.40000	6.960000	2.000000
43	5.692135	3.954387	5.821077	12.40000	6.920000	2.000000
44	5.668740	3.918555	5.818257	12.54000	6.840000	2.000000
45	5.624629	3.943495	5.826623	12.66000	6.760000	2.000000
46	5.607827	3.972897	5.840567	12.76000	6.730000	2.000000
47	5.632674	3.979093	5.854010	13.16000	6.710000	2.000000
48	5.619428	3.972203	5.857561	13.31000	4.620000	2.000000
49	5.629016	3.975432	5.855627	13.55000	5.530000	2.000000
50	5.631751	3.992774	5.864208	13.93000	5.210000	2.000000
51	5.580982	4.017033	5.869204	14.52000	4.800000	2.000000
52	5.554164	4.067257	5.884248	14.85000	4.490000	2.000000
53	5.608379	4.043677	5.880174	15.01000	4.080000	2.000000
54	5.641097	4.058426	5.882441	15.03000	4.830000	2.000000
55	5.647462	3.978865	5.866837	14.93000	3.790000	2.000000
56	5.639040	3.947679	5.865659	15.16000	3.570000	2.000000
57	5.593816	3.985651	5.871948	15.44000	3.000000	2.000000
obs	LPM	LKURS	LDM	RD	RF	DUMMY
58	5.584031	4.018492	5.888878	15.04000	2.350000	2.000000
59	5.580135	4.018284	5.892492	16.01000	2.110000	2.000000
60	5.593326	4.017033	5.908016	16.18000	1.990000	2.000000
61	5.593319	4.013680	5.904653	16.33000	1.930000	2.000000
62	5.656334	4.008132	5.902914	16.37000	2.030000	2.000000
63	5.682844	3.984752	5.900286	16.26000	2.270000	2.000000
64	5.736277	3.969229	5.899918	16.01000	2.210000	2.000000
65	5.724923	3.943742	5.898957	15.83000	2.100000	2.000000
66	5.703299	3.941014	5.901218	15.73000	2.020000	2.000000
67	5.666208	3.959423	5.909566	15.56000	1.890000	2.000000
68	5.659606	3.947777	5.911364	15.18000	1.770000	2.000000
69	5.615352	3.954966	5.916129	14.81000	1.780000	2.000000
70	5.569538	3.965343	5.919663	14.46000	1.740000	2.000000
71	5.591538	3.953083	5.916596	14.13000	1.460000	2.000000
72	5.628333	3.949634	5.926864	13.79000	1.420000	2.000000

Lampiran 4

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	1.954912	Probability	0.150794
Obs*R-squared	4.483900	Probability	0.106251

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 08/03/04 Time: 07:39

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.610975	0.792760	-0.770694	0.4440
DLKURS	0.013361	0.281391	0.047482	0.9623
DLDM	-0.135698	0.856714	-0.158393	0.8747
DRD	-0.000172	0.005805	-0.029547	0.9765
DRF	0.000465	0.013723	0.033862	0.9731
LKURS(-1)	0.160069	0.151378	1.057412	0.2947
LDM(-1)	0.078844	0.159437	0.494516	0.6228
RD(-1)	0.120825	0.105066	1.149997	0.2549
RF(-1)	0.118673	0.103419	1.147494	0.2559
ECT	-0.120638	0.104761	-1.151549	0.2542
DUMMY	0.011157	0.030337	0.367785	0.7144
RESID(-1)	-0.223846	0.166717	-1.342669	0.1846
RESID(-2)	-0.280506	0.152140	-1.843738	0.0703
R-squared	0.063154	Mean dependent var	-4.76E-15	
Adjusted R-squared	-0.130677	S.D. dependent var	0.036047	
S.E. of regression	0.038330	Akaike info criterion	-3.521187	
Sum squared resid	0.085215	Schwarz criterion	-3.106894	
Log likelihood	138.0021	F-statistic	0.325819	
Durbin-Watson stat	2.116628	Prob(F-statistic)	0.981524	

Lampiran 5

ARCH Test:

F-statistic	0.203951	Probability	0.935279
Obs*R-squared	0.870143	Probability	0.928805

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 08/03/04 Time: 07:37

Sample(adjusted): 6 72

Included observations: 67 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.001194	0.000379	3.150432	0.0025
RESID^2(-1)	0.107188	0.127263	0.842256	0.4029
RESID^2(-2)	-0.030312	0.128137	-0.236558	0.8138
RESID^2(-3)	0.041134	0.128376	0.320419	0.7497
RESID^2(-4)	-0.012206	0.127280	-0.095899	0.9239
R-squared	0.012987	Mean dependent var		0.001336
Adjusted R-squared	-0.050691	S.D. dependent var		0.001752
S.E. of regression	0.001796	Akaike info criterion		-9.734547
Sum squared resid	0.000200	Schwarz criterion		-9.570018
Log likelihood	331.1073	F-statistic		0.203951
Durbin-Watson stat	1.996673	Prob(F-statistic)		0.935279