

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Studi ekonomi, khususnya keuangan, dalam beberapa tahun terakhir ini terlihat kerap mempertimbangkan banyak variabel makroekonomi, dalam memprediksi tingkat pengembalian saham di pasar modal. Sektor perbankan, merupakan salah satu sektor yang berkaitan erat dengan variabel-variabel makroekonomi. Hal ini, tidak lain disebabkan oleh, sebagai sebuah lembaga intermediasi, yaitu sebagai sebuah lembaga perantara antara pihak yang kelebihan dana (surplus), dengan pihak yang kekurangan dana (defisit), perbankan memainkan peran yang sangat penting dalam menjalankan aktivitas perekonomian suatu negara, yaitu dengan menggerakkan konsumsi, yang mana seperti kita ketahui merupakan salah satu variabel *Gross Domestic Product*, lewat penyaluran kredit tentunya.

Begitu juga dengan variabel *Gross Domestic Product* lainnya, yaitu investasi. Perbankan mempunyai peranan yang sangat penting dalam menggerakkan sektor investasi suatu negara, yang juga lewat penyaluran kredit, yang kita kenal sebagai kredit investasi maupun kredit modal kerja. Sebagai lokomotif perekonomian, perbankan tentu dipengaruhi oleh variabel-variabel makroekonomi seperti dalam menetapkan tingkat suku bunga simpanan maupun pinjaman (suku bunga kredit).

Seperti kita ketahui bahwa, Krisis perbankan pada tahun 1997-1998, di mana ketika itu, inflasi indonesia melonjak drastis, yang mengakibatkan bank sentral indonesia (BI) menaikkan suku bunga acuannya (*BI rate*) menjadi sangat tinggi, sehingga banyak debitur yang tidak mampu melunasi hutangnya ke bank (*default*), yang pada akhirnya, tentu sektor perbankan secara keseluruhan mengalami kejatuhan (*Collapse*) yang cukup dalam, dikarenakan melakukan penghapusan piutang tak tertagih (*write off*). Krisis 1997-1998 telah memberikan banyak pelajaran berharga terhadap industri perbankan indonesia, dan hal itu, menjadikan industri perbankan di Indonesia memiliki struktur fundamental yang lebih kuat dan lebih kebal terhadap krisis finansial.

Variabel makroekonomi seperti tingkat inflasi dan fluktuasi nilai tukar juga dapat mempengaruhi sisi eksternal industri perbankan, seperti dalam hal penyaluran kredit. Begitu juga dalam hal pertumbuhan ekonomi, juga akan memberikan kontribusi pada kebijakan alokasi kredit perbankan pada sektor-sektor tertentu.

Fakta di lapangan, menunjukkan bahwa, banyak pelaku dunia usaha atau para pengusaha di sektor riil, yang berkomentar mengenai perbankan sebagai lembaga intermediasi, yang mana mempunyai tugas untuk menyalurkan dana bagi pihak yang kekurangan dana (*defisit*), dalam hal ini adalah para pelaku usaha/pengusaha.

Secara umum, mereka mengomentari bahwa, perbankan belum, bersedia secara penuh, dalam menyalurkan kredit investasi maupun modal kerja ke sektor riil, padahal, tanpa adanya dukungan dari perbankan secara memadai, sektor dunia usaha/sektor riil, akan mengalami kesulitan dalam melakukan ekspansi skala ekonominya. Hal ini, tentu, memberikan pertanyaan kepada kita, apakah perbankan sudah secara efektif, menjalankan fungsinya sebagai lembaga intermediasi atau tidak.

Pertanyaan di atas, tentu berkaitan dengan krisis perbankan yang terjadi pada tahun 1998, di mana, perbankan akan lebih berhati-hati (*Prudent*) dalam menyalurkan kredit kepada kalangan pengusaha. Hal ini, dikarenakan, ketika krisis ekonomi, variabel-variabel makroekonomi, seperti inflasi, nilai tukar, jumlah uang beredar, mengalami fluktuasi, yang tentu akan mempengaruhi keputusan perbankan dalam menyalurkan kredit ke sektor riil/sektor dunia usaha.

Akan tetapi, dari data yang ada, menunjukkan bahwa sektor perbankan terus mengalami kemajuan dari tahun ke tahun, dari sisi penyaluran kredit, penghimpunan dana pihak ketiga, profitabilitas, dan lain sebagainya. Tabel di bawah ini adalah ringkasan tentang laju pertumbuhan kredit, perbankan tahun 2004 dan 2005, sebagai berikut :

Tabel 1.1 Laju Pertumbuhan Kredit Perbankan Tahun 2004-2005

Periode	Pertumbuhan Rata- rata Bulanan				
	Konsumsi	Komersial	Investasi	Modal kerja	Total kredit
2004	2.77 %	2.14 %	1.81 %	1.76 %	1.96 %
2005	3.04 %	1.61 %	1.37 %	1.80 %	2.01 %
Rata-rata	2.87 %	1.95 %	1.81 %	1.71 %	1.98 %

Sumber : Mangasa, Augustinus, Sipahutar, "Ancaman NPL pada Kredit Konsumsi", Persoalan Perbankan Indonesia, 2007

Dari tabel 1.1 di atas, dapat kita lihat bahwa, penyaluran kredit konsumsi dan modal kerja dari tahun 2004 ke 2005, mengalami peningkatan. Hal ini, tentu memperlihatkan bahwa perbankan lebih memprioritaskan kepada kredit konsumsi, yang akan menggerakkan aktivitas perekonomian, serta kredit modal kerja, untuk meningkatkan aktivitas investasi di Indonesia.

Dari tabel di atas pula, dapat kita lihat bahwa, secara faktual pertumbuhan ekonomi Indonesia sejak krisis hingga sekarang, lebih banyak digerakkan oleh pertumbuhan kredit di sektor konsumsi, tetapi masih belum maksimal dalam menggerakkan sektor investasi atau sektor komersial. Tabel di bawah berikut ini, adalah ringkasan tentang penyaluran kredit, total dana pihak ketiga (DPK), serta rasio kredit terhadap deposito (*LDR*) dari perbankan nasional tahun 2004 dan 2005 :

Tabel 1.2 Penyaluran Kredit Total DPK & Rasio LDR Perbankan Tahun 2004-2005

	Periode		Pertumbuhan
	Dec-04	Dec-05	
Kredit (Rp T)	559,47	695,65	24,34 %
DPK (Rp T)	1120,10	1166,10	4,11 %
LDR	49,95 %	59,66 %	9,71 %

Sumber : Mangasa, Augustinus, Sipahutar, "Ancaman NPL pada Kredit Konsumsi" Persoalan Perbankan Indonesia, 2007

Dari tabel di atas, dapat kita lihat bahwa, posisi kredit pada tahun 2005 sebesar 695,65 triliun, meningkat dibanding tahun 2004 yang sebesar 559,47 triliun. Peningkatan sebesar 24,34% ini cukup baik, dan menggambarkan bahwa sektor perbankan nasional mulai berani dalam mengucurkan kredit, yang nantinya, tentu akan menggerakkan aktivitas perekonomian. Dari sisi penghimpunan dana pihak ketiga (DPK), terlihat juga mengalami peningkatan sebesar 4,11% dari tahun 2004 ke 2005. Serta yang terakhir adalah posisi *Loan to Deposit Ratio* yang meningkat sebesar 9,71% dari tahun 2004 ke tahun 2005. Hal ini menggambarkan bahwa, perbankan lebih berani dalam hal menyalurkan kredit ke pihak yang defisit, daripada tetap menyimpan dananya dalam bentuk dana pihak ketiga (DPK) seperti deposito, tabungan, dan bilyet giro.

Untuk kondisi perbankan pada tahun 2008 menurut Perhimpunan bank-bank umum nasional (Perbanas), masih cukup sehat. Rasio *Non Performing Loan (NPL)* bertengger di bawah angka 5%. *Loan Deposit Ratio (LDR)* sekitar 77%. *Capital Adequacy Ratio (CAR)* yang menjadi indikator utama kesehatan sebuah bank juga rata-rata di atas 8%. Namun demikian, tingkat *non performing loan (NPL)*, yaitu pinjaman oleh debitur dari pihak kreditor (perbankan), yang berpotensi gagal bayar atau *default*, harus menjadi perhatian khusus bagi kalangan perbankan. Pasalnya, sebelum krisis finansial global terjadi, menurut data yang ada, sudah ada beberapa bank yang memiliki NPL di atas 5%. Dari data yang ada, dari 128 bank, ada beberapa bank yang memiliki rasio *Non Performing Loan (NPL)* yang cukup besar yakni di atas 5%. Perbankan yang memiliki *Non Performing Loan (NPL)* tinggi harus betul-betul dimonitor, Sebab bank tersebut akan menjadi pemicu di saat krisis.

Berbagai penelitian yang dilakukan para ahli, telah memberikan bukti bahwa, variabel-variabel makroekonomi seperti tingkat inflasi, nilai tukar, pertumbuhan ekonomi, dan lain sebagainya, dapat mempengaruhi tingkat pengembalian saham di pasar modal. Penelitian yang dilakukan oleh Chen, Roll, Ross (1986)¹, telah memberikan bukti bahwa adanya pengaruh variabel makroekonomi terhadap tingkat pengembalian saham dan harga aset (*asset price*).

Penelitian lain dilakukan oleh Rapach (2003)², dan memberikan bukti bahwa terhadap hubungan antara variabel-variabel makroekonomi seperti : Suku bunga, tingkat inflasi, kondisi industri/output perekonomian, tingkat pengangguran terhadap tingkat pengembalian saham.

Bilson, Brailsford, Hooper (2000)³, melakukan penelitian dan menemukan bahwa terdapat hubungan antara variabel-variabel makroekonomi dan tingkat pengembalian saham dengan menggunakan variabel jumlah uang beredar (M1), inflasi, output industri, serta nilai tukar. Begitupun dengan penelitian yang dilakukan oleh Homa Jafee (1971)⁴, yang juga telah membuktikan adanya hubungan kuat antara perubahan jumlah uang beredar, dengan harga saham.

Kondisi makroekonomi Indonesia pada tahun 2008, terutama pada sektor moneter menurut Dana Moneter Internasional (IMF), berada pada situasi yang positif, karena Indonesia merupakan penghasil komoditas yang masih banyak diminati pasar global, selain itu perekonomian Indonesia masih memiliki banyak momentum pertumbuhan yang bisa dimanfaatkan, meskipun ada faktor ketidakpastian yang tinggi akibat terus melonjaknya harga minyak dunia dan harga pangan global.

Pertumbuhan ekonomi *year on year (YOY)* pada triwulan I , 2008, adalah sebesar 6,3%. Banyak pengamat ekonomi yang mengatakan bahwa, perekonomian pada tahun 2009 akan memasuki jurang resesi, pertumbuhan ekonomi regional seperti India dan China diperkirakan akan melambat, serta terjadinya "*credit crunch*" menyusul kerugian lembaga keuangan internasional akibat krisis "*subprime mortgage*" di AS yang diperkirakan mencapai 945 miliar dolar AS.

Kemudian, untuk lebih mensimplifikasi penelitian ini, akan lebih difokuskan pada respon tingkat pengembalian saham, yaitu saham sektor perbankan di Indonesia, terhadap fluktuasi variabel makroekonomi. Motivasi utama dalam penelitian ini adalah, karena sektor perbankan memainkan peranan yang penting sebagai lokomotif ekonomi, yang merupakan penggerak perekonomian di suatu negara.

¹Chen, Roll, Ross, "Economic Forces and Stock Market", *Journal of Business*, 1986

²David E Rapach, "Macro Variables and International Stock Return Predictability", *Journal of Finance*, 1971

³Bilson, Brailsford, and Hooper, "Selecting Macroeconomic Variables As Explanatory Factors of Emerging Stock Market Returns", *Journal of Finance*, 1971

⁴Kenneth Homa and Dwight Jafee, "The Study of Money and Stock Prices", *Journal of Finance*, 1971

1.2 Perumusan Masalah

Efficient market hipotesis(EMH), menjelaskan adanya hubungan antara pergerakan harga saham terhadap informasi baru yang mempengaruhi *expected future cash flow* atau *expected discount rate*, akan menjadi dasar pada penelitian kali ini. Menurut Fama (1970)⁵, pasar saham dikatakan efisien jika harga dari saham sekarang mencerminkan semua informasi yang tersedia secara lengkap, dan yang bisa diakses oleh semua pelaku pasar. Oleh karena itu, harga saham seharusnya hanya bereaksi terhadap informasi yang baru. Tetapi, apabila harga saham masa sekarang cenderung lambat dalam menyesuaikan informasi yang baru, maka tingkat pengembaliannya dapat diperkirakan dengan menggunakan informasi pada masa lalu.

Karena itu, jika pasar telah efisien, maka harga barang yang dijual, baik itu saham dan lain sebagainya, telah menunjukkan semua informasi yang ada sehingga tidak terjadi *bias* menjadi terlalu murah atau mahal. Dalam suatu pasar modal yang efisien, tidak mungkin ada seorang investor yang secara konsisten, dapat mengalahkan kinerja pasar modal dengan memakai informasi yang telah diketahui pasar, kecuali mendapatkan keberuntungan (*luck*) semata. Dalam setiap periode, kira-kira setengah dari jumlah investor total akan mendapatkan hasil lebih baik dari pasar dan sisanya akan mendapatkan hasil yang lebih buruk hanya karena keberuntungan/kesialan. Perubahan harga saham terjadi sangat cepat sehingga tidak memungkinkan untuk dieksploitasi dan dimanipulasi. Karena informasi baru datangnya tidak bisa diduga, maka perubahan harga pun tidak bisa diduga, dan dengan kata lain, harga bergerak acak (*random*).

Teori pasar yang efisien tergantung pada asumsi bahwa semua pelaku pasar mengolah informasi secara rasional dan secara rata-rata informasi yang dimiliki semua pelaku pasar adalah benar (meskipun tak seorang investor pun memiliki semua informasi yang benar: misal sebagian memiliki informasi yang baik dan sebagian lagi memiliki informasi yang buruk tentang suatu perusahaan atau emiten di bursa saham). Pasar yang efisien juga memerlukan sekelompok pelaku pasar yang dengan cepat akan melakukan tindakan arbitrase (keuntungan tanpa resiko), bila kemungkinan tersebut muncul.

Dalam teori pasar yang efisien (*Efficient Market Hypothesis*) yang dipelopori oleh Eugene Fama (1970), tipe dari efisiensi pasar dibagi menjadi tiga, yaitu

1. *Weak Form*: Menyatakan bahwa semua informasi yang berkaitan dengan harga-sekuritas/harga saham, transaksi volume saham, atau informasi di pasar modal lainnya pada masa lampau tidak akan memiliki pengaruh. Jika hal ini benar, maka segala bentuk dari *technical analysis* (prediksi harga saham dengan menggunakan data historis / masa lalu), tidak akan ada gunanya sama sekali.
2. *Semi-Strong Form*: Menyatakan bahwa jika seluruh informasi yang berkaitan dengan pasar modal sudah diketahui oleh publik (*Public Information*), baik itu informasi dari pasar modal seperti harga saham di masa lampau (harga historis) maupun informasi fundamental lainnya seperti laporan keuangan, rasio profitabilitas dari sebuah perusahaan, baik analisis teknikal maupun analisis fundamental, tidak akan berguna sama sekali. Informasi dari segi fundamental yang baru masuk akan langsung tercermin dalam harga saham tersebut, sehingga tidak bisa dieksploitasi. Bila hal ini benar adanya, maka semua bentuk Analisis Teknikal dan Analisis Fundamental tidak bisa memberikan nilai tambah / *cashflow*.
3. *Strong Form*: Menyatakan bahwa semua informasi yang ada, baik itu publik maupun privat (*insider information*) sudah tercermin dalam harga saham sehingga segala bentuk analisis, baik itu analisis teknikal maupun analisis fundamental, tidak akan memberikan nilai tambah atau *cashflow*.

Jika suatu pasar ternyata terbukti memiliki bentuk yang efisien, maka hal yang wajar dilakukan oleh seorang investor / pelaku pasar modal adalah membeli saham dan membiarkannya untuk kemudian dieksekusi dalam jangka panjang.

Karena seperti kita ketahui bahwa, jika pasar sudah efisien, maka sudah tidak ada lagi satu pelaku pasar pun yang akan mampu memprediksi harga saham di masa yang akan datang. Jadi, analisis yang biasa dibuat dan diberitakan ke publik oleh para analis dan pengamat pasar modal, sama sekali tidak berdasar.

Sebelumnya, pada sejumlah penelitian empiris, digunakan metode APT (*Aset Pricing Model*) untuk memprediksi tingkat pengembalian saham. Menurut Jarvinen (2000)⁶, untuk menguji apakah suatu pasar efisien atau tidak, perlu digunakan beberapa teknik APT (*Aset Pricing Model*) secara bersamaan, sehingga membutuhkan hipotesis yg berbeda. Hal ini, menimbulkan masalah dengan adanya penggabungan sejumlah hipotesis.

Untuk menghindari permasalahan yang rumit dari hasil regresi model APM, Jarvinen (2000) menggunakan ukuran *impulse response function* dan *variance decomposition* yang digunakan dalam kerangka kerja *Vector Autoregression* (VAR), Sim (1980)⁷. Prosedur yang sama digunakan oleh Ali Hasan (1993)⁸ dalam meneliti perilaku dinamis jangka pendek pada pasar modal di Kanada (*canadian stock market*) dengan menggunakan data bulanan. Didasarkan pada signifikansi statistik koefisien *impulse response* dan *variance decomposition*, mereka mengelompokkan *canadian stock market* sebagai pasar yg efisien dengan menggunakan kebijakan fiskal dan kebijakan moneter.

Dengan menggunakan metode dan prosedur yang sama, skripsi ini akan menguji kebenaran apakah informasi variabel-variabel makroekonomi dapat berpengaruh terhadap tingkat pengembalian saham sektor perbankan di Indonesia, terutama di dalam memprediksi perilaku dinamis jangka pendek. Kondisi makroekonomi Indonesia yang cenderung tidak stabil dan penuh ketidakpastian diduga mempunyai pengaruh terhadap tingkat pengembalian saham perbankan.

Satu pendekatan yang populer untuk menjelaskan harga saham didasarkan pada *efisien market hipotesis (EMH)* yang dipelopori oleh Fama (1970) yang mengasumsikan bahwa harga saham mencerminkan seluruh informasi yang lengkap.

1.3. Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah meneliti apakah tingkat pengembalian saham sektor perbankan di Indonesia untuk periode bulanan pada Bursa Efek Indonesia (BEI) dapat diprediksi dengan menggunakan variabel-variabel makroekonomi masa lalu (*Historical Data*). Secara umum, penelitian ini mempunyai tiga tujuan, yaitu:

1. Apakah variabel-variabel makroekonomi berpengaruh terhadap tingkat pengembalian saham sektor perbankan di Indonesia ?
2. Variabel makroekonomi apa, yang paling berpengaruh terhadap tingkat pengembalian saham sektor perbankan di Indonesia ?
3. Bagaimana bentuk efisiensi pasar saham di Indonesia, khususnya saham sektor perbankan ?

1.4. Ruang Lingkup Permasalahan

Untuk lebih memfokuskan penelitian dan memenuhi kecukupan data, maka penulis membatasi objek penelitian pada saham perbankan yg terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan waktu pendaftaran tahun 2000 dan sebelumnya. Sampel perbankan yang akan digunakan dalam penelitian ini sebanyak delapan harga saham perbankan yaitu : Bank Arthagraha International (INPC), Bank CIMB Niaga (BNGA), Bank Mayapada International (MAYA), Bank Victoria International (BVIC), Bank OCBC NISP (NISP), Bank Danamon International (BDMN), Bank Century International (BCIC), dan Bank Negara Indonesia (BBNI). Data objek penelitian diambil dalam rentang waktu 9 tahun dengan interval 1 januari 2000 sampai 31 desember 2008 menggunakan data bulanan. Sedangkan variabel-variabel makroekonomi terdiri atas nilai tukar, tingkat suku bunga SBI, output industri (*PDB Growth*), jumlah uang beredar (M1), dan tingkat inflasi.

⁵Eugene F Fama, "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance*, 1970

⁶Jari, Jarvinen, "Industries Portfolios and Macroeconomic News : A Traditional Approach", *University of Tampere*, 2000

⁷Sims, C.A. "Macroeconomic and Reality", *Econometrica*, 1980

⁸Ali, S.M. & Hassan, M.A. "Is the Canadian Stock Market Efficient with Respect to Fiscal Policy? Some Vector Autoregression Results." *Journal of Economics and Business*, 1993

1.5. Hipotesis Penelitian.

Hipotesis yang akan digunakan di dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Ho: Fluktuasi variabel-variabel makroekonomi tidak berpengaruh terhadap tingkat pengembalian saham perbankan saat ini.

H1: Fluktuasi variabel-variabel makroekonomi berpengaruh terhadap tingkat pengembalian saham perbankan saat ini.

1.6. Metodologi Penelitian.

Metode penelitian kali ini, menggunakan metode *Vector Autoregression* (VAR). Metode penelitian ini secara umum mengikuti model yang diterapkan oleh Jarvinen pada tahun 2000⁹. Model-model ekonometrika yang pernah dipelajari baik yang berupa persamaan tunggal maupun ganda, biasanya berbentuk persamaan struktural, yaitu model yang dibangun berdasarkan hubungan antar variabel yang mengacu pada suatu teori. Hal yang sama juga harus dilakukan terhadap model fungsionalnya, serta model dinamikanya. Sehingga model yang dibangun terkesan merupakan pengujian terhadap suatu teori. Konsekuensinya adalah, dalam membuat suatu model, kita harus yakin bahwa spesifikasi model yang ditawarkan didasari oleh sebuah teori yang baku.

Khusus untuk persamaan simultan, seperti kita ketahui bahwa, dalam persamaan tersebut terdapat variabel endogen dan eksogen. Dalam membuat model simultan, langkah awal yang seharusnya dilakukan adalah kita harus melihat terlebih dahulu apakah suatu persamaan dalam sistem telah teridentifikasi atau tidak. Proses identifikasi ini mengasumsikan bahwa variabel jeda hanya berada di beberapa persamaan. Hal inilah yang banyak dikritik, salah satunya oleh Christopher Sims (Gudjarati, 2003)¹⁰, karena keputusan yang didapat cenderung subjektif.

Sims berpendapat, jika memang terdapat hubungan yang simultan antar variabel yang diamati, variabel-variabel tersebut perlu diperlakukan sama, sehingga tidak ada lagi variabel endogen dan variabel eksogen. Berdasarkan pemikiran inilah Sims memperkenalkan konsep yang disebut *Vector Autoregression* (VAR).

Model VAR ini, ternyata juga menjawab tantangan kesulitan yang ditemui akibat model struktural yang harus mengacu pada teori. Dengan kata lain, model VAR tidak banyak bergantung terhadap teori, tetapi kita hanya perlu menentukan variabel yang saling berinteraksi yang perlu dimasukkan kedalam sistem, serta variabel jeda yang perlu diikutsertakan dalam model yang diharapkan dapat menangkap keterkaitan antar variabel dalam sistem.

Dengan melakukan modifikasi sampel, penelitian ini juga melakukan beberapa perubahan pada asumsi teori yang digunakan untuk menganalisa hasil *Impulse Response* dan *Variance Decomposition*. Model persamaan yang akan digunakan dalam skripsi ini seperti model yang dilakukan Jarvinen tahun 2000 berbentuk persamaan linear sebagai berikut:

$$R_{it} = a_i + X_t^u C_i + \sum_{p=1}^k X_{t-p} d_{ip} + U_{it} \dots \dots \dots (1.1)$$

Keterangan:

R_{it} = Return saham riil pada bank i dan pada bulan t

a_i = Scalar, yaitu adalah *average return* untuk bank i (Asumsi Konstan)

X_t^u = (1 x n) Vektor shocks pada variabel-variabel makroekonomi k sebelum bulan t

C_i, d_{ip} = (n x 1) Vektor koefisien yang mengukur pengaruh shock pada return

U_{it} = Spesifikasi error dengan asumsi Ordinary Least Square (*OLS*)

⁹Jari Jarvinen, "Industry Portfolios and Macroeconomic Shocks : An Impulse Response and Variance Decomposition Analysis", *University of Tampere*, 2000

¹⁰Damodar N Gujarati "Two-Variable Regression Model :Some Basic Ideas", *Basic Econometrics*, 1995

Dalam kaitannya dengan penelitian ini, data yang digunakan adalah data yang bersifat bulanan, dengan rentang waktu 1 januari 2000 sampai dengan 31 desember 2008, dengan periode sampel terdiri atas 108 observasi. Tahap berikutnya adalah menentukan lima variabel utama variabel-variabel makroekonomi yang diduga berpengaruh terhadap *expected future cash flow*. Pemilihan variable-variabel makroekonomi didasarkan pada teori mekanisme transmisi yang berkaitan dengan investasi.

Teori mekanisme transmisi yang berkaitan dengan investasi adalah suatu proses bagaimana sebuah kebijakan yang berkaitan dengan investasi dapat memperbaiki *Gross Domestic Real (GDP Riil)* dan menyeimbangkan tingkat inflasi.

Banyak peneliti ekonomi dan bisnis masih melihat mekanisme transmisi yang berhubungan dengan investasi ini seperti halnya sebuah *black-box* (Mishkin, 1995)¹¹ karena dipengaruhi oleh beberapa faktor, antara lain adalah perubahan perilaku bank sentral (BI), perbankan dan pelaku ekonomi dalam menjalankan aktivitas ekonomi dan keuangan, kemudian adanya *gap* antara dikeluarkannya sebuah kebijakan dan implikasinya terhadap tujuan akhir, serta terjadinya perubahan jalur-jalur mekanisme transmisi itu sendiri.

Akibat adanya krisis moneter yang terjadi di Indonesia, Bank Indonesia sebagai otoritas moneter merasa perlu melakukan perancangan ulang terhadap jalur mekanisme transmisi sebagai upaya untuk memperbaiki kinerja sektor investasi dan aktivitas perekonomian secara keseluruhan.

Variabel-variabel independen yang digunakan terdiri dari nilai tukar, pertumbuhan ekonomi (*GDP Growth*), tingkat bunga SBI 1 bulan, jumlah uang beredar, dan tingkat inflasi.

Untuk membantu dalam penelitian ini, data yang akan digunakan di dalam penelitian ini berasal dari *website Bank Indonesia*, www.bi.go.id dan *website* www.Yahoofinance.com.

I.7. Sistematika Penulisan

BAB 1 : Pendahuluan

Bab ini merupakan pendahuluan yang membahas latar belakang, perumusan masalah, tujuan penelitian, ruang lingkup pembahasan, hipotesis, metodologi penelitian, sistematika penulisan. Bab ini menjadi pedoman penulisan skripsi ini.

BAB 2 : Landasan Teori

Bab ini membahas dasar teori yang digunakan terdiri dari teori efisiensi pasar, teori makroekonomi, dan mekanisme transmisi.

BAB 3 : Metode Penelitian

Bab ini berupa uraian model yang harus digunakan dan prosedur pengujian hipotesis.

BAB 4 : Hasil Penelitian dan Pembahasan

Bab ini berupa pengolahan data dengan VAR dan analisa atas hasil pengujian yang dikaitkan dengan mekanisme transmisi.

BAB 5 : Kesimpulan dan Saran

Bab ini berisi kesimpulan dan saran berdasarkan hasil pengujian dan analisis data.

¹¹Frederic S. Mishkin, "Macroeconomics and Monetary Economics Abstracts", *Journal of International Money and Finance*, 1994