

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang Permasalahan

Penelitian ini secara empiris meneliti mengenai dinamika interdependensi antara tingkat pengembalian saham (IHSG) dengan aktivitas ekonomi (pertumbuhan *GDP*, pertumbuhan tingkat inflasi, dan pertumbuhan tingkat suku bunga Indonesia di pasar modal Indonesia). Keberadaan dari hubungan interdependensi itu yang berpotensi satu arah dan/atau 2 arah ditelusuri dan dilihat apakah tingkat pengembalian saham sekarang, *current stock return*, mempengaruhi aktivitas ekonomi di masa depan dan/atau aktivitas ekonomi sekarang mempengaruhi tingkat pengembalian saham di masa depan. Sebuah model bivariate VAR (12) digunakan dan pengujian *Granger Test* (C.W.J.Granger,1969) dilakukan.

Selama kurun waktu 10 tahun terakhir terdapat beberapa penelitian mengenai tema ini dilakukan dan dilakukan pada umumnya terhadap 2 jenis pasar modal yaitu Pasar modal maju, *Mature Market* (MM) dan pasar modal berkembang, *Emerging Market* (EM)<sup>1</sup>. Sejumlah pasar modal yang kurang maju banyak mengalami pengembangan yang substansial dalam struktur keuangannya, termasuk pasar modalnya dalam hal ini saham yang dilihat sebagai variabel. Namun pada saat yang sama, jika

---

<sup>1</sup> Tsouma, Ekaterini, "Stock returns and economic activity in emerging and mature markets," 23 Febuari 2008, *Science Direct Journals*, Elsevier Inc.

dibandingkan dengan pasar modal maju, EM masih dikategorikan sebagai level rendah dari pengembangan keuangan dan transaksi pasar modal. Dilihat dari pengembangan-pengembangan ini dan jika dikaitkan dengan krisis keuangan dan variabilitas substansi di tingkat produksi suatu negara, sebuah pertanyaan mengenai hubungan antara tingkat pengembalian saham, *stock return*, dengan aktivitas ekonomi, *economic activities* muncul (Mauro, 2000<sup>2</sup>).

Seperti yang disebut sebelumnya, penelitian ini diuji pada 2 jenis pasar modal yaitu *MM* dan *EM*. Penelitian lain terhadap *MM* yang mempunyai karakteristik yang mirip masih sangat terbatas, sementara penelitian pada *EM* masih sangat jarang. Walaupun begitu, seiring pentingnya perkembangan *EM* memotivasi suatu pengujian empiris pada hubungan antara tingkat pengembalian saham dengan aktivitas ekonomi.

Penelitian ini bermaksud untuk melanjutkan penelitian-penelitian yang sebelumnya sudah ada sehingga dapat memberikan penelitian yang lebih mendalam terhadap hubungan antara tingkat pengembalian saham dengan aktivitas ekonomi. Lebih lanjut, dalam penelitian ini, peneliti akan mencoba menganalisa dinamika interdependensi antara tingkat pengembalian saham dengan aktivitas ekonomi dengan adanya variabel aktivitas ekonomi produk domestik bruto (PDB atau *GDP*), tingkat inflasi, dan tingkat suku bunga Indonesia melalui suatu model bivariate VAR(12). Melihat ada atau tidaknya hubungan kausalitas *Granger*, *Granger Causality*, akan diuji menggunakan *Granger Causality Test*

Relevansi bukti empiris dapat dikategorikan sesuai dengan arah relasi penelitian dalam hal ini dari tingkat pengembalian saham terhadap aktivitas ekonomi di masa depan dan aktivitas ekonomi sekarang terhadap tingkat pengembalian saham di masa depan. Dalam banyak kasus, aktivitas ekonomi didapat mempunyai korelasi positif terkait dengan tingkat pengembalian saham. Hasil ini mencakup periode dengan jangka waktu yang panjang dan stabil untuk beberapa jenis seri data dan beberapa metodologi empiris yang berbeda-beda.

Dalam beberapa penelitian, disarankan bahwa tingkat pengembalian saham *Granger cause* aktivitas ekonomi, mempunyai kemampuan untuk melakukan proyeksi dan dapat digunakan sebagai indikator utama untuk aktivitas ekonomi riil. Bukti-bukti awal dari hubungan semacam itu, dalam konteks satu arah, ditawarkan untuk AS oleh (Fama, 1981). Sementara peran utama dari tingkat pengembalian saham yang menyebabkan aktivitas ekonomi di masa depan dipastikan selama periode 1950-an sampai dengan 1980-an. Tidak ditemukan adanya hubungan semacam itu diantara tahun 1984 sampai dengan 1997 dan 1989-1998. Menurut perkiraan regresi-regresi dan untuk frekuensi data yang berbeda-beda, bukti yang disediakan sejak awal tahun 1980-an menyarankan bahwa dalam hampir setiap kasus, tingkat pengembalian saham suatu periode tidak mengandung informasi signifikan mengenai aktivitas ekonomi masa depan.

Diantara beberapa penelitian yang meneliti mengenai hubungan saling ketergantungan 2 arah antara tingkat pengembalian saham dengan aktivitas ekonomi di masa depan, mayoritas penelitian menemukan adanya indikasi positif antara tingkat pengembalian saham dengan aktivitas ekonomi masa depan. Ada beberapa penelitian

yang dapat membantu pernyataan di atas. Menurut Lee (1992), tingkat pengembalian saham mampu menjelaskan bagian yang cukup signifikan mengenai variabilitas dalam aktivitas ekonomi di AS dan aktivitas ekonomi masa depan tampak bereaksi secara positif yang disebabkan tingkat pengembalian saham sebelumnya. Beberapa penelitian yang mempunyai hasil yang mirip disediakan penelitian Hassapis dan Kalyvitis (2002) untuk negara-negara G-7 dimana disebutkan bahwa dalam mayoritas kasus, tingkat pengembalian saham mempunyai relasi yang positif terhadap aktivitas ekonomi dan berguna dalam melakukan proyeksi aktivitas ekonomi. Penelitian dalam pasar modal berkembang sayangnya sangat jarang dan sulit untuk ditemukan.

Selain penjelasan mengenai heterogenitas dalam beberapa hasil penelitian di atas yang menggaris-bawahkan keberadaan, arah, jenis hubungan antar variabel dan isu kausalitas, beberapa pendekatan khusus telah ditawarkan. *The Present Value Formula Approach* (McQueen and Roley, 1993) menjelaskan keberadaan hubungan positif dan negatif antara harga saham dan aktivitas ekonomi masa depan. Penelitian (McQueen and Roley, 1993) menyimpulkan bahwa harga saham bereaksi terhadap berita fundamental ekonomi. Reaksi yang terjadi pada harga-harga saham tidak selalu konstan terhadap berita-berita fundamental yang dikeluarkan. Nilai variabel makroekonomi, dalam hal ini *money supply*<sup>3</sup> dan indeks produksi, yang lebih tinggi dari ekspektasi dan terjadi pada saat keadaan ekonomi lagi kuat dapat menyebabkan penurunan harga saham. Sedangkan jika nilai variabel-variabel makroekonomi tersebut lebih rendah dari ekspektasi (ekonomi

---

<sup>3</sup> \*jumlah uang yang tersedia dalam suatu perekonomian

lemah) dapat menyebabkan kenaikan pada harga-harga saham. Untuk variabel tingkat suku bunga, hal tersebut berbanding terbalik dengan hubungan sebab-akibat yang ditimbulkan oleh *money supply* dan indeks produksi.

Dilihat dari penjelasan diatas, peneliti dalam hal ini ingin mencari adanya korelasi atau hubungan antara sektor riil dengan sektor keuangan.

## **1.2. Masalah Penelitian**

Beberapa surat kabar di Amerika Serikat telah banyak meneliti metode empiris ini sehubungan dengan keinginan untuk mencari hubungan kausalitas satu arah ataupun 2 arah antara variable keuangan dengan variable makroekonomi di Amerika Serikat dan negara-negara berkembang lainnya yang mempunyai pasar modal yang stabil, *Mature Markets* (MM). Pada saat yang sama, penelitian metode ini di negara-negara berkembang dengan pasar modal yang berkembang juga, *Emerging Markets* (EM), sangat terbatas. Dalam literasi atau artikel empiris yang terkait, beberapa surat kabar hanya fokus pada hubungan satu arah antara *stock return* dengan *industrial growth* namun di beberapa surat kabar lainnya fokus pada hubungan ketergantungan antara 2 variabel tersebut dengan meneliti keberadaan hubungan ketergantungan tersebut. Penelitian ini sudah banyak dilakukan oleh banyak peneliti dalam kurun waktu 1950-1998 di berbagai negara dan terhadap karakter pasar modal yang berbeda-beda juga. Jika dilihat dari semua penelitian tersebut, hasil akhir dengan adanya hubungan satu arah atau 2 arah masih sering terjadi. Adanya penetapan satu jenis hubungan tidak dapat terjadi. Selain itu, penelitian ini sering terjadi di negara-negara maju ketimbang di negara-negara berkembang sehingga penelitian di negara-negara berkembang masih sangat jarang sampai adanya penelitian

yang dilakukan oleh Ekaterini Tsouma (2008). Dia melakukan penelitian pada 22 negara MM dan 19 negara EM. Hasil dari penelitiannya adalah tingkat pengembalian saham dan aktivitas ekonomi di masa depan dalam pasar modal yang berbeda-beda mempunyai dependensi dan kausalitas yang berbeda-beda. Dalam dunia nyata, hasil akhir tersebut dapat digunakan oleh investor dalam melihat *stock return* di masa depan. Aktivitas ekonomi di masa depan, dapat digunakan baik oleh investor maupun pemerintah.

### **1.3. Ruang Lingkup Penelitian**

Penelitian ini akan dibatasi pada pengujian metode VAR dan *Granger Testing* pada perusahaan-perusahaan yang terdapat dalam Bursa Efek Indonesia (BEI). Periode penelitian ini dibatasi dari tahun 2000 hingga 2007. Kurun waktu ini dianggap cukup, mengingat dalam memenuhi ketentuan sample data, jumlah titik yang dibutuhkan sudah cukup. Selain itu data sebelum tahun 2000 tidak tersedia dengan lengkap sehingga pengukuran tidak akan akurat.

### **1.4. Tujuan Penelitian**

Tujuan penelitian ini terbagi menjadi 2 yaitu tujuan umum dan khusus. Tujuan umum dari penelitian ini adalah untuk mencari apakah bukti empiris dapat menentukan adanya korelasi satu arah dan/atau 2 arah antara variabel dari sektor keuangan dengan variabel dari sektor riil perekonomian. Tujuan umum ini dapat diturunkan menjadi beberapa tujuan khusus, yaitu :

- a. Mengetahui adanya hubungan ketergantungan antara tingkat pengembalian saham dengan aktivitas ekonomi
- b. Menguji adanya hubungan satu arah antara tingkat pengembalian saham sekarang dengan aktivitas ekonomi di masa depan
- c. Menguji adanya hubungan satu arah antara aktivitas ekonomi sekarang dengan tingkat pengembalian saham di masa depan
- d. Menguji adanya hubungan dua arah antara tingkat pengembalian saham sekarang dengan aktivitas ekonomi di masa depan
- e. Menguji adanya hubungan dua arah antara aktivitas ekonomi sekarang dengan tingkat pengembalian saham di masa depan

### **1.5. Manfaat Penelitian**

Dalam lingkungan akademis, hasil dari penelitian ini dapat membantu memprediksikan aktivitas ekonomi di masa depan dan/atau tingkat pengembalian saham di masa depan. Sampai sekarang, literature mengenai penggunaan metode *VAR* dan *Granger Testing* dalam menentukan tingkat pengembalian saham atau aktivitas ekonomi di masa depan sudah lumayan banyak namun masih terbatas pada penelitian yang dilakukan di luar negeri saja, penelitian di dalam negeri masih sangat jarang. Penelitian ini diharapkan dapat menambah literature mengenai penggunaan metode tersebut.

Dalam lingkungan praktis, hasil dari penelitian ini dapat digunakan untuk 2 jenis pihak yaitu investor dan pemerintah. Jika dilihat dari pandangan investor, keadaan

ekonomi sekarang dapat digunakan dalam memprediksi tingkat pengembalian saham di masa depan. Hal tersebut dapat menjadi salah satu alternatif yang dapat dipakai selain metode-metode yang sekarang ini sering dipakai dan terkadang hasilnya tidak dapat ditentukan secara pasti. Sebagai ilustrasi, sebelum investor berniat untuk melakukan investasi dalam saham, sebelumnya dapat melihat adanya kecenderungan naik atau turun dari keadaan ekonomi sekarang. Jika dilihat dari pandangan pemerintah, hasil penelitian ini dapat digunakan dalam memprediksi aktivitas ekonomi di masa depan. Adanya penggunaan metode ini diharapkan dapat membantu pemerintah dalam menerapkan kebijakan-kebijakan atau tindakan-tindakan yang bersifat antisipatif terhadap perkiraan aktivitas ekonomi di masa depan.

## **1.5. METODOLOGI PENELITIAN**

### **1.5.1. Pemilihan Sampel Penelitian**

Jenis data yang digunakan adalah data sekunder, dimana data yang dibutuhkan adalah harga saham bulanan perusahaan dari seluruh perusahaan di BEI dari kurun waktu 2000 hingga 2007 serta data dari sektor riil ekonomi yaitu Produk Domestik Bruto, tingkat inflasi dan tingkat suku bunga bank. Kriteria pemilihan sample data di penelitian ini adalah :

1. Perusahaan-perusahaan yang masuk ke dalam Bursa Efek Indonesia selama periode 2000-2007. Kriteria ini dimaksudkan untuk memperoleh rata-rata tingkat pengembalian saham dari pasar modal Indonesia.

2. Produk Domestik Bruto ( PDB atau *GDP* ) yang diambil adalah dalam kurun waktu 2000-2007. Data dari PDB adalah data *quarterly* karena penilaian PDB dilakukan secara *quarterly* oleh Badan Pusat Statistik sehingga ketersediaan data bersifat *quarterly*. Pengambilan sampel ini ditujukan untuk menjadi salah satu variabel dalam mencerminkan aktivitas ekonomi keseluruhan Indonesia.
3. Pertumbuhan inflasi ( *INF* ) yang diambil adalah dalam kurun waktu 2000-2007. Data dari *INF* adalah data bulanan. Pengambilan sampel ini ditujukan untuk menjadi salah satu variabel dalam mencerminkan aktivitas ekonomi keseluruhan Indonesia.
4. Pertumbuhan tingkat suku bunga bank ( *Interest rate* atau *INTRATE* ) yang diambil adalah dalam kurun waktu 2000-2007. Data dari IHK adalah data bulanan. Pengambilan sampel ini ditujukan untuk menjadi salah satu variabel dalam mencerminkan aktivitas ekonomi keseluruhan Indonesia.

### **1.5.2. Metodologi Pengolahan Data**

Dalam penelitian ini, peneliti akan menerapkan metode *VAR* (Vector Autoregression) untuk meneliti hubungan antara tingkat pengembalian saham dengan aktivitas ekonomi yang ditentukan oleh produksi industri untuk negara dengan pasar modal berkembang seperti Indonesia. Selanjutnya untuk melihat adanya hubungan kausalitas antar variabel, pengujian dengan *Granger Test* akan dilakukan. Adapun data yang digunakan adalah data *time series*, yaitu data suatu variabel dalam periode waktu

yang berbeda-beda. Metodologi yang digunakan memungkinkan untuk meneliti dinamika interdependensi dan hubungan kausalitas antara 2 variabel.

### 1.6.3. Model Penelitian

Model yang digunakan dalam penelitian ini adalah suatu model bivariante (2 variabel) VAR dari Enders (1995), Hamilton (1995), Charemza and Deadman (1997). Spesifikasi di bawah ini mengarah ke model VAR bivariante VAR(12) (VAR(4) untuk data *quarterly* )

(1)

$$Z_t = \Lambda_0 + \sum_{i=1}^{12(4)} \Lambda_i Z_{t-i} + \varepsilon_t$$

$$E(\varepsilon_t) = \mathbf{0}$$

$$E(\varepsilon_t \varepsilon_s') = \mathbf{0} \quad \forall t \neq s$$

$$E(\varepsilon_t \varepsilon_s') = \Omega \quad \forall t = s$$

Disini vector  $Z_t = [r_t, g_t]' = [strereal_t, ipgr_t]'$  menjelaskan vector dari kedua variabel endogenous yaitu *Real Stock Return*, *strereal<sub>t</sub>*, dan *industrial growth*, *ipgr<sub>t</sub>*. Untuk data bulanan, kedua variabel endogenous tersebut diekspresikan sebagai suatu fungsi dengan 12 *lags* sendiri dan 12 *lags* variabel lainnya dalam mencari hubungan saling ketergantungan diantara keduanya tentunya selama kurun waktu 1 tahun.

Seperti di bawah ini:

(1a)

$$\begin{aligned} \begin{bmatrix} r_t \\ g_t \end{bmatrix} &= \begin{bmatrix} streal_t \\ ipgr_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} a_{01} \\ a_{02} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} a_{1,1} & a_{1,13} \\ a_{2,1} & a_{2,13} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} streal_{t-1} \\ ipgr_{t-1} \end{bmatrix} \\ &+ \begin{bmatrix} a_{1,2} & a_{1,14} \\ a_{2,2} & a_{2,14} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} streal_{t-2} \\ ipgr_{t-2} \end{bmatrix} + \dots \\ &+ \begin{bmatrix} a_{1,12} & a_{1,24} \\ a_{2,12} & a_{2,24} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} streal_{t-12} \\ ipgr_{t-12} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varepsilon_{1t} \\ \varepsilon_{2t} \end{bmatrix}. \end{aligned}$$

Signifikansi statistik, simbol dan ukuran dari 12 koefisien  $a_{1,13}$  ke  $a_{1,24}$  pada 12 lags dari  $ipgr_t$  menandakan keberadaan, jenis dan kekuatan ketergantungan dari *stock return* terhadap lags *industrial growth*. Hal yang sama berlaku juga buat  $a_{2,1}$  to  $a_{2,12}$  yang menjelaskan ketergantungan dari *industrial growth* pada lags dari *stock return*.

Selanjutnya peneliti akan membahas mengenai *Granger causality*. Tes *Granger causality* diaplikasikan dengan dasar model VAR yang terpilih terakhir dengan maksud menguji dan menilai apakah *stock return Granger-cause* aktivitas ekonomi dan/atau apakah aktivitas ekonomi *Granger-cause stock return*. *Granger-causality* mengarah ke kegunaan dari informasi yang tersedia dari 1 variabel dalam memprediksikan variabel lainnya.

Penjelasan lebih lanjut mengenai variabel-variabel tersebut akan dilanjutkan pada bab-bab berikutnya.

## 1.7. SISTEMATIKA PENULISAN

### ***Bab I: Pendahuluan***

Bagian ini membahas gambaran umum mengenai penelitian yang akan dilakukan. Di dalam bagian ini dibahas mengenai latar belakang penelitian, identifikasi permasalahan, batasan masalah yang akan diteliti, tujuan penelitian, manfaat penelitian, metodologi penelitian, dan sistematika penulisan.

### ***Bab II: Landasan Teori***

Bagian ini membahas teori-teori yang melandasi penelitian ini, terutama teori-teori keuangan yang melandasi penelitian ini. Di dalam bagian ini juga akan dibahas mengenai beberapa hasil penelitian yang telah dilakukan berkaitan dengan pengujian metode bivariate VAR dan *Granger Test* pada hubungan antara kedua variabel diatas oleh peneliti lainnya.

### ***Bab III: Metodologi Penelitian***

Bagian ini membahas langkah-langkah penelitian yang digunakan dalam penelitian ini. Pembahasan di dalam bagian ini mencakup proses pemilihan sampel penelitian, penjelasan mengenai masing-masing variabel penelitian, pemilihan model data yang sesuai, serta estimasi koefisien-koefisien regresi.

#### ***Bab IV: Analisis dan Pembahasan***

Bagian ini membahas hasil penelitian yang dilakukan dan merupakan uraian dari proses penelitian yang sudah dilakukan. Pada bagian ini akan dibahas mengenai hasil statistik yang didapat dari pengolahan data serta interpretasinya.

#### ***Bab V: Kesimpulan dan Saran***

Bagian ini merupakan rangkuman hasil penelitian yang sudah dilakukan. Pada bagian ini akan dibahas mengenai kesimpulan kesesuaian metode bivariate VAR dan *Granger Testing* dengan bukti empiris di Indonesia. Pada bagian ini juga akan dibahas mengenai kekurangan dalam penelitian ini dan rekomendasi untuk penelitian-penelitian berikutnya.

