

**PENGARUH VARIABEL MAKROEKONOMI  
TERHADAP INDEKS HARGA SAHAM SEKTOR  
PRIMER, SEKUNDER, DAN TERSIER**

**JURNAL ILMIAH**

**Disusun Oleh:**

**RIZKY AMALIA**

**145020400111019**

**Ditujukan Sebagai Salah Satu Syarat  
Untuk Meraih Derajat Sarjana Ekonomi**



**JURUSAN ILMU EKONOMI  
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS  
UNIVERSITAS BRAWIJAYA  
MALANG  
2018**

## LEMBAR PENGESAHAN PENULISAN ARTIKEL JURNAL

Artikel Jurnal dengan Judul :

### **PENGARUH VARIABEL MAKROEKONOMI TERHADAP INDEKS HARGA SAHAM SEKTOR PRIMER, SEKUNDER, DAN TERSIER**

Yang disusun oleh :

Nama : Rizky Amalia  
NIM : 145020400111019  
Fakultas : Ekonomi dan Bisnis  
Jurusan : S1 Ilmu Ekonomi

Bahwa artikel Jurnal tersebut dibuat sebagai *persyaratan ujian skripsi* yang dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 11 Juli 2018

Malang, 18 Juli 2018

Dosen Pembimbing,

**Moh. Athoillah SE., ME.**

**NIP. 2016058411211001**

**Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Indeks Harga Saham Sektor Primer,  
Sekunder, Dan Tersier**

**Rizky Amalia**

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Brawijaya

Email : [rizzkyamalia@yahoo.com](mailto:rizzkyamalia@yahoo.com)

**ABSTRAK**

*Penelitian ini bertujuan untuk melihat bagaimana pengaruh variabel makroekonomi yaitu inflasi, kurs dan suku bunga terhadap indeks harga saham sektoral yang di klasifikasikan oleh Bursa Efek Indonesia. Terdapat tiga sektor menurut klasifikasi industri yang terdiri atas sektor primer, sekunder dan tersier. Data yang digunakan adalah data indeks saham sektoral bulanan periode Januari 2006 - September 2016 menggunakan alat analisis Vector Error Correction Model (VECM). Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel makroekonomi memberikan pengaruh yang berbeda-beda terhadap indeks sektoral. Begitu pula indeks harga saham sektoral memberikan respon yang berbeda-beda ketika terjadi shock pada variabel makroekonomi. Hasil pengujian VECM, pengaruh variabel makroekonomi terhadap indeks harga saham cenderung lebih signifikan di jangka panjang daripada jangka pendek. Hasil pengujian IRF menunjukkan bahwa indeks harga saham sektoral merespon negatif terhadap shock pada inflasi dan suku bunga BI Rate, dan merespon positif pada shock kurs (nilai tukar). Perbedaan ini disebabkan karena karakteristik saham dan respon yang diterima membutuhkan waktu yang berbeda-beda pula.*

**Kata Kunci** : inflasi, kurs, suku bunga, indeks harga saham sektoral, VECM

---

**A. PENDAHULUAN**

Pemberitaan dan isu-isu tentang gejala ekonomi membuat masyarakat dituntut untuk mampu mengelola keuangan dan asetnya. Salah satu strategi dalam mengelola keuangan dan aset yaitu dengan berinvestasi. Karena mudahnya akses investasi di sektor saham, lambat laun banyak orang yang memiliki kelebihan dana tertarik untuk menjadi investor dan mulai merealisasikan investasi saham yang bertujuan untuk mempersiapkan masa depan yang lebih baik. Dalam melakukan kegiatan investasi, investor tentunya mengharapkan hasil investasinya akan meningkat sebesar mungkin seiring berjalannya waktu.

Investasi adalah sebuah komitmen atas penggunaan dana demi mendapatkan keuntungan di masa depan sebagai imbalan atas waktu dan risiko yang ditanggung. Investasi mengandung konsep “*high risk high return*” yang menunjukkan hubungan besarnya peluang antara keuntungan dan resiko yang didapat. Dalam berinvestasi saham, risiko tersebut dapat berupa fluktuasi naik dan turunnya harga saham yang dapat tercermin dari pergerakan indeks sektoral dengan mempertimbangkan kondisi makroekonomi.

Perkembangan Indeks Sektoral pada periode 2006 hingga 2017 mengalami fluktuasi dengan trend yang meningkat. Sektor-sektor ini juga mengalami berbagai bentuk fluktuasi yang disebabkan karena perbedaan respon tiap sektor akibat dari adanya perubahan makroekonomi. Secara umum kondisi makroekonomi di Indonesia saat ini cenderung semakin membaik. Apabila dilihat dari nilai inflasi, periode 2003-2017 prosentase nilai inflasi semakin menurun. Nilai inflasi yang tinggi mengindikasikan bahwa kondisi ekonomi sedang tertekan karena naiknya permintaan secara keseluruhan dimana penawaran mencapai batas maksimum kesediaannya. Dampak dari tingginya tingkat inflasi yaitu meningkatnya harga-harga yang mengakibatkan turunnya daya beli masyarakat. Hal ini akan mengakibatkan turunnya laba dari perusahaan secara riil karena dampak dari penurunan daya beli uang karena inflasi yang terlampau tinggi. Ketika laba perusahaan turun, maka jumlah deviden yang dibagikan kepada para pemegang saham juga akan berkurang. Tingkat

suku bunga yang tinggi juga akan mempengaruhi kinerja perusahaan dari sisi modal yang harus ditanggung. Ketika biaya modal meningkat maka alokasi biaya produksi akan dialihkan. Investor pun tidak mau mengambil risiko untuk tetap menginvestasikan dananya di bursa efek, sehingga menarik dananya dan memindahkan ke investasi lain seperti deposito. Dampak turunnya bunga di Indonesia menyebabkan investor menarik dananya yang akan berimbas pada terdepresiasi kurs.

Pada tahun 2008 terjadi pelonjakan nilai tukar rupiah yang signifikan terhadap Dollar Amerika. Hal ini disebabkan karena adanya krisis global yang disebabkan oleh kredit macet di sektor properti (*subprime mortgage*) di Amerika. Imbasnya, nilai tukar rupiah juga ikut melemah. Kurs atau nilai tukar berpengaruh terhadap keberlangsungan produksi pada bahan baku impor. Ketika kurs rupiah menguat, biaya produksi akan bahan baku impor akan menurun dan begitu pula sebaliknya jika kurs rupiah melemah, biaya juga akan meningkat. Kondisi pada saat depresiasi rupiah di Indonesia akan mengakibatkan para investor asing menarik dananya dan berimbas padaberkurangnya aliran dana asing yang masuk.

Perubahan variabel ekonomi makro memberikan pengaruh yang berbeda terhadap indeks pada tiap sektor, hal ini disebabkan karena kondisi pasar dan karakteristik industri yang berbeda-beda antara sektor yang satu dengan lainnya (Ewing, et al, 2013). Peramalan kondisi pasar modal penting bagi investor karena keputusan investasi harus dilihat dari berbagai aspek karena pasar modal tidak cukup apabila melihat hanya dari waktu saat ini saja, tetapi juga masa yang akan datang. Apabila seorang investor meramalkan kondisi pasar modal di masa yang akan datang hanya dengan melihat data historis dari masa lalu saja tidak akan cukup. Oleh karena itu, data harus didukung dengan kondisi makroekonomi dan bagaimana siklus ekonomi dalam sebuah perekonomian tersebut berjalan.

Penelitian sebelumnya oleh Slamet, et.al (2016) yang meneliti tentang pengaruh variabel makroekonomi terhadap indeks sektor primer, sekunder, dan tersier. Namun penelitian tersebut hanya mengambil sampel dari sektor primer. Adapun sampel tersebut yaitu sektor pertambangan sebagai sampel dari sektor primer, sektor aneka industri sebagai sampel dari sektor sekunder, dan sektor keuangan sebagai sampel dari sektor tersier. Namun pada penelitian ini menggunakan rata-rata indeks harga saham dari keseluruhan sektor yang ada dalam komponen sektor primer, sektor sekunder dan sektor tersier.

Penelitian mengenai hubungan variabel makro ekonomi dengan indeks saham sektoral maupun indeks harga saham gabungan telah banyak dibahas oleh peneliti-peneliti lain antara lain adalah Masyami, et al (2004) yang menyatakan terdapat pengaruh jangka panjang antara variabel makro dengan indeks harga saham di Singapura. Penelitian lain dilakukan oleh Adisetiawan (2011) yang menyatakan bahwa terjadi keseimbangan jangka panjang yang sangat kuat antara variabel makro ekonomi terhadap Indeks IHSG. Untuk indeks sektoral Mardiana (2016) dalam penelitiannya menyatakan bahwa faktor makro ekonomi segi moneter lebih dominan dalam mempengaruhi indeks sektoral, variabel-variabel moneter merupakan variabel makro yang mempengaruhi lingkungan dan kinerja perusahaan, yang nantinya berpengaruh terhadap masing-masing sektor.

Investasi saham adalah sebuah investasi yang pergerakannya sangat cepat, oleh karena itu, investor perlu melakukan analisa yang cepat dalam memproyeksikan bagaimana kinerja saham pada periode yang akan datang. Penelitian ini akan mengungkapkan bagaimana penerapan strategi yang dapat diterapkan di Indonesia dalam mendiversifikasi saham ke dalam berbagai sektor untuk meminimalisir risiko dengan acuan variabel makroekonomi yaitu inflasi, kurs, dan suku bunga.

Berdasarkan latar belakang seperti dijelaskan sebelumnya dan didukung dengan hasil dari penelitian terdahulu, maka penulis merasa perlu melakukan pengembangan penelitian mengenai pengaruh faktor makroekonomi terhadap indeks harga saham sektoral terutama di saham tiga sektor industri yaitu sektor primer, sekunder dan tersier. Penelitian ini diharapkan mampu menjadi pertimbangan untuk keputusan investasi yang akan dilakukan oleh investor.

## **B. TINJAUAN PUSTAKA**

### **Teori Investasi**

Menurut Tandililin (2010) investasi adalah sebuah kontrak atas dana maupun sumber daya lain yang dilakukan pada masa sekarang untuk mendapatkan keuntungan di masa depan sebagai imbalan atas waktu dan risiko yang terkait dengan komitmen tersebut agar tercipta kesejahteraan bagi investor itu sendiri. Investasi dapat diterapkan pada aset riil misalnya tanah, bangunan, peralatan dan emas maupun aset keuangan misalnya saham, deposito dan obligasi. Tujuan dari investasi itu sendiri adalah untuk menghasilkan sejumlah uang untuk masa depan.

Alasan seorang investor melakukan investasi secara khusus antara lain sebagai berikut (Tandelilin, 2001):

1. Untuk mendapatkan kehidupan yang lebih layak di masa depan
2. Mengurangi tekanan inflasi
3. Dorongan untuk menghemat pajak

### **Pasar Modal**

Menurut Undang – Undang Pasar Modal no. 8 tahun 1985 pasar modal adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek. Definisi efek yang tertera dalam pengertian tersebut mencakup semua jenis surat berharga yang ada di pasar modal.

Menurut Tandelilin (2010), pasar modal di negara berkembang memiliki karakteristik yang berbeda dari negara maju. Dengan ukuran dollar Amerika, volatilitas pasar modal negara berkembang lebih tinggi daripada volatilitas negara maju. Hal ini merupakan sebuah peluang bagi investor dalam mendapatkan return yang tinggi karena risiko dari volatilitas pasar modal negara berkembang.

Morgan Stanley Capital International (MSCI) menyatakan bahwa Indonesia termasuk dalam negara dengan perekonomian yang sedang berkembang. Pasar yang sedang berkembang terdiri dari investor ritel dan pemangku kepentingan lainnya yang diharapkan memperoleh tingkat pengembalian investasi yang lebih tinggi namun disertai keinginan yang lebih besar untuk mengambil risiko (high risk high return). Penelitian yang dilakukan oleh Srivastava (2005) menyatakan bahwa negara yang ekonominya sedang berkembang, secara jangka panjang pasar saham negara tersebut lebih banyak dipengaruhi oleh faktor makro domestik daripada faktor global.

Menurut Tandelilin (2010) prospek perusahaan sangat tergantung dari keadaan ekonomi secara keseluruhan, sehingga analisis penilaian saham yang dilakukan investor juga harus memperhatikan beberapa variabel makro yang dapat mempengaruhi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Lingkup makro ekonomi dapat mempengaruhi kegiatan perusahaan sehari-hari. Lalu dampaknya kondisi pasar yang akan mempengaruhi keputusan investasi para investor. Pada umumnya saham-saham di bursa akan terpengaruh searah dengan kondisi perekonomian.

Variabel makro ekonomi merupakan hal yang perlu dilakukan analisis oleh investor. Analisis ekonomi khususnya makro ekonomi perlu dilakukan karena setiap detail yang terjadi di lingkungan makro berhubungan dengan kinerja suatu pasar modal. Kondisi pasar modal menggambarkan kondisi perekonomian secara makro. Sehingga, jika investor ingin memprediksi aliran kas, keuntungan, risiko suatu investasi maka harus mempertimbangkan analisis ekonomi makro.

### **Saham**

Saham adalah sebuah instrumen pasar modal yang memberi pemegangnya andil dalam kepemilikan perusahaan tersebut sehingga memberi pula hak pangsa dalam laba perusahaan. Apabila kinerja perusahaan bagus maka pemegang saham bisa mendapatkan keuntungan modal (capital gain). Capital gain adalah kondisi dimana pemegang saham mendapat keuntungan ketika nilai dari suatu aset meningkat yang diperoleh namun belum direalisasikan (Case and Fair, 2007).

### **Analisis Top-Down**

Analisis yang dapat dilakukan adalah berupa analisis *Top-Down* atau seperti piramida terbalik yang dimulai dari melihat kondisi ekonomi negara secara makro lalu menganalisis secara sektor industri sampai dengan melihat kondisi perusahaan secara mikro (Wira, 2014).

### **Analisis Siklus Bisnis**

Siklus ekonomi Indonesia biasanya berulang pada periode sepuluh tahunan dan pada saat itulah Indonesia mengalami fase koreksi. Wira (2014) Pada prinsipnya siklus ekonomi dibagi menjadi dalam 4 tahap utama, yaitu;

1. Early recovery (Tahap pemulihan)
2. Full Recovery (Pertumbuhan ekonomi mencapai puncaknya)
3. Early Recession (Kondisi ekonomi mulai mengalami resesi)

#### 4. Full Recession (Resesi mencapai puncaknya)

Jadi, saat terjadi resesi disarankan untuk memegang saham yang bersifat defensif seperti karena walaupun sahamnya turun, tapi tidak sedrastis sektor lain. Dengan mengetahui sektor-sektor dominan, maka portofolio saham dapat dimaksimalkan dengan melakukan switching atau berganti sektor sehingga profit yang dihasilkan juga maksimal.

#### **Hubungan antara Kurs USD/IDR dengan Indeks Sektoral**

Kurs atau nilai tukar menunjukkan kemampuan seberapa besar daya beli mata uang suatu negara untuk membeli mata uang negara lainnya. Dalam kasus ini, kurs dinyatakan dengan kemampuan nilai mata uang Rupiah dalam membeli mata uang Dollar Amerika (US Dollar). Ketika kurs terdepresiasi, maka hasil produksi yang dihasilkan oleh perusahaan dalam negeri akan lebih kompetitif di pasar internasional. Hal ini menyebabkan ekspor dalam negeri akan mengalami kenaikan.

Namun di lain pihak, pembeli domestik akan cenderung mensubstitusi barang impor (yang lebih mahal karena kurs terdepresiasi) dengan produk lokal/domestik. Maka dari itu permintaan agregat atas barang/jasa dalam negeri akan mengalami kenaikan (Case dan Fair, 2007). Kenaikan permintaan agregat di suatu negara akan mendorong perusahaan untuk menambah kapasitas produksi. Oleh karena itu perusahaan tersebut berpotensi mendapatkan laba yang lebih besar. Kinerja perusahaan yang bagus akan mendorong investor untuk membeli saham karena investor berekspektasi positif dengan nilai profit perusahaan.

Penelitian yang dilakukan Mardiana (2016) menyatakan bahwa kurs berpengaruh negatif terhadap indeks di sektor industri dasar dan kimia, barang konsumsi, manufaktur, pertambangan, aneka industri, perdagangan (sektor sekunder). Penelitian lain yang dilakukan oleh Kewal (2010), Law & Ibrahim (2014), dan Maysami, Howe, & Hamzah (2004) juga menunjukkan bahwa nilai kurs berpengaruh negatif terhadap indeks harga saham baik secara keseluruhan maupun sektoral.

#### **Hubungan antara Inflasi dengan Indeks Sektoral**

Ketika tingkat inflasi tinggi maka hal ini akan menyebabkan tingkat bunga riil menjadi semakin tinggi (Slamet et al., 2016). Hal ini menyebabkan investor menjadi kurang tertarik untuk berinvestasi di pasar modal. Peningkatan inflasi secara merupakan early warning atau sinyal negatif bagi investor di pasar modal. Inflasi meningkatkan pendapatan dan biaya perusahaan. Opsi lain yang dapat diambil investor adalah dengan menempatkan kelebihan dananya di bank dalam bentuk deposito/simpanan lain yang mampu memberikan bunga lebih tinggi. Karena investor berbondong-bondong menarik dananya, maka aliran dana yang keluar dari pasar modal akan menyebabkan jatuhnya nilai dari indeks sektoral. Tingginya tingkat bunga yang membuat investor melakukan perpindahan instrumen investasi ini akan membuat biaya (cost) yang dikeluarkan oleh bank juga meningkat dan membuat laba perusahaan menjadi semakin turun. Hal ini pada akhirnya akan menyebabkan saham dari sektor perusahaan keuangan terutama perbankan menjadi kurang diminati.

Tingkat inflasi yang tinggi biasanya dikaitkan dengan kondisi perekonomian negara yang sedang memanas yang berarti bahwa permintaan atas produk sudah melebihi kapasitas penawarannya, sehingga harga-harga cenderung mengalami kenaikan. Inflasi yang terlalu tinggi juga bisa mengurangi tingkat pendapatan riil yang diperoleh investor dari investasinya.

#### **Hubungan antara BI Rate dengan Indeks Sektoral**

Ketika nilai BI rate tinggi, maka hal ini akan meningkatkan biaya penghimpunan dana (cost of fund) terutama bagi perusahaan yang bergerak di sektor keuangan karena biaya penghimpunan dana yang tinggi akan mengurangi laba bersih perusahaan. Di sisi lain, tingginya tingkat bunga BI Rate menyebabkan rendahnya penyaluran kredit perbankan kepada debitur. Semakin tinggi tingkat bunga, maka debitur juga semakin enggan mengajukan kredit ke perbankan karena tingginya bunga yang harus dibayar oleh nasabah kepada bank apabila nasabah tersebut melakukan pinjaman semakin tinggi pula. Rendahnya penyaluran kredit akan menurunkan kinerja perusahaan. Menurunnya kinerja perusahaan perbankan akan melemahkan permintaan atas saham-saham perusahaan yang bergerak di bidang keuangan, properti, maupun konsumsi, yang pada akhirnya akan berujung pada penurunan nilai indeks sektoral. Penelitian yang dilakukan oleh Law dan Ibrahim (2014) menyatakan adanya hubungan negatif antara suku bunga dengan indeks saham.

## **Penelitian Terdahulu**

Penelitian mengenai pengaruh variabel makroekonomi terhadap indeks saham sektoral telah banyak dilakukan. Sebagian besar penelitian kerap kali membahas tentang indeks harga saham sektoral, namun penelitian yang mengklasifikasikan ke dalam kelompok industri yaitu sektor primer, sekunder, dan tersier masih minim dilakukan. Berikut adalah rangkaian penelitian yang telah dilakukan di berbagai negara dan berbagai metode.

Penelitian yang dilakukan Slamet et al (2016) bertujuan untuk menguji dan menganalisis pengaruh dari adanya perubahan kurs USD/IDR, perubahan nilai inflasi, perubahan nilai BI Rate, perubahan cadangan devisa, dan perubahan Produk Domestik Bruto (PDB) terhadap return indeks sektoral pada sektor primer, sektor sekunder, dan sektor tersier, serta untuk menguji dan menganalisis hubungan kausalitas antar return indeks sektoral di Bursa Efek Indonesia. Metode pengujian menggunakan VAR (Vector Autoregression) dan Uji Kausalitas Granger. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa return indeks sektor primer dan sektor sekunder periode sebelumnya berpengaruh signifikan terhadap return indeks sektoral pada periode berikutnya. Penelitian ini menunjukkan bahwa kurs berpengaruh negatif dan signifikan terhadap semua sektor yaitu sektor primer, sekunder dan tersier. Inflasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap sektor primer. Untuk sektor sekunder, inflasi berpengaruh positif dan tidak signifikan. Untuk sektor tersier, inflasi berpengaruh negatif dan signifikan. Yang terakhir adalah variabel BI Rate berpengaruh positif dan signifikan terhadap sektor primer, sedangkan berpengaruh negatif dan tidak signifikan di sektor sekunder dan tersier.

Penelitian yang dilakukan oleh Law & Ibrahim (2014) mengkaji mengenai respon return sektoral terhadap guncangan (shocks) menggunakan lima indikator makroekonomi dengan menggunakan model Vector Autoregressive (VAR) untuk pasar saham yang sedang berkembang, Malaysia. Hasil empiris menunjukkan bahwa ketika terjadi shocks pada kondisi makroekonomi, respon return sektoral relatif sama. Kebijakan moneter dan fluktuasi nilai tukar memiliki pengaruh terbesar terhadap sektor keuangan, sedangkan gejolak output dan nilai tukar sangat mempengaruhi sektor properti. Di antara berbagai macam shocks, yang paling mempengaruhi yaitu variabel makro moneter (yaitu, jumlah uang beredar, tingkat suku bunga dan nilai tukar) lebih berpengaruh dalam mempengaruhi tingkat pengembalian sektoral daripada guncangan pasar barang dan jasa (riil).

Penelitian yang dilakukan oleh Rachman (2012) menemukan bahwa kurs berpengaruh negatif pada seluruh sektor. Inflasi berpengaruh negatif pada sektor perdagangan saja. Dari sembilan sektor yang ada pada BEI, sektor pertambangan merupakan sektor indeks tertinggi dan risiko tertinggi (high risk high return). Sektor dengan return indeks paling rendah adalah infrastruktur dan transportasi. Penelitian yang dilakukan Anderson et al (2017) mengungkapkan bahwa informasi makroekonomi akan menyebabkan reaksi terhadap sektor-sektor saham dan akan lebih sensitif terhadap guncangan positif atau negatif. Penelitian yang dilakukan oleh Jammazi et al, (2017) mengungkapkan bahwa terdapat interaksi simultan yang kuat antara suku bunga jangka panjang dan tingkat return saham. Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa hubungan kausal pasar saham dipengaruhi secara signifikan oleh sebagian besar variabel ekonomi makro.

Penelitian yang dilakukan oleh Maysami et al (2004) menunjukkan bahwa pasar saham Singapura dan SES Indeks Properti Ekuitas All-S membentuk hubungan yang signifikan dengan semua variabel makroekonomi yang teridentifikasi, sedangkan SES All-S Equities Finance Index dan SES All-S Equities Hotel Index hanya menghasilkan hubungan yang signifikan dengan variabel terpilih. Secara khusus, untuk SES All-S Equities Finance Index, aktivitas ekonomi riil dan jumlah uang beredar tidak signifikan, dan dalam kasus SES All-S Equities Hotel Index, inflasi dan suku bunga jangka pendek dan jangka panjang tidak signifikan. Hubungan kointegrasi terjadi antara variabel makroekonomi dan harga saham.

Penelitian yang dilakukan oleh Srivastava (2005) menunjukkan bahwa dalam jangka panjang pasar saham India lebih didorong oleh faktor makroekonomi domestik daripada faktor global. Temuan ini sejalan dengan literatur yang keluar bahwa negara-negara berkembang seperti India didorong oleh permintaan domestik dan dalam jangka panjang pasar-pasar ini kurang terpengaruh oleh perubahan dan perkembangan global. Setiap variabel makroekonomi memiliki tingkat kontribusi yang berbeda-beda terhadap indeks harga saham.

Penelitian yang dilakukan oleh Ozbay (2009) menunjukkan bahwa penting untuk memahami pengaruh faktor makroekonomi terhadap harga saham, karena pada variabel proses valuasi seperti suku bunga, tingkat pertumbuhan, inflasi digunakan untuk memperkirakan nilai

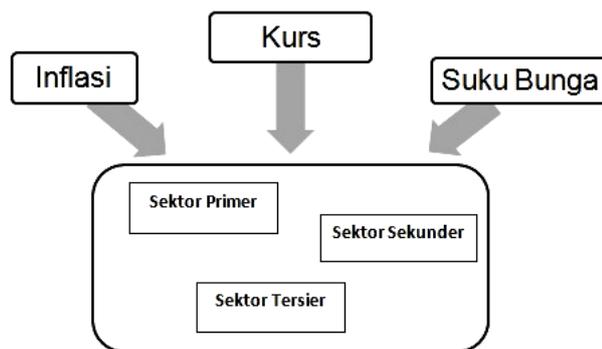
instruktif instrumen keuangan. Hasil dari penelitian tentang hubungan antara harga saham Turki dan variabel makroekonomi seperti inflasi, suku bunga, jumlah uang beredar, produksi industri, nilai tukar diselidiki selama periode 1998-2008 yaitu suku bunga, jumlah uang beredar dan inflasi mempengaruhi return saham. Nilai tukar dan produksi industri tidak berpengaruh terhadap pergerakan harga saham.

Penelitian yang dilakukan oleh Alena et al (2017) menunjukkan bahwa Pada sektor primer yaitu pertanian dan pertambangan merupakan sektor yang memiliki nilai beta rata-rata yang tinggi. Hal ini disebabkan oleh peningkatan aktivitas usaha yang positif pada sub sektor perkebunan yang pada saat itu terkena dampak positif dari meningkatnya harga pangan dunia dan tingginya permintaan ekspor terutama kelapa sawit sehingga memberikan sentimen yang positif untuk sektor pertanian di bursa saham. Sektor industri dasar dan kimia pada sektor sekunder ini merupakan sektor dengan nilai beta yang cenderung stabil. Sektor industri lainnya merupakan sektor yang peningkatan betanya cukup tinggi pada kelompok sektor sekunder. Hal ini salah satunya dipicu oleh menurunnya harga-harga saham pada industri otomotif dan barang komponen yang terkena sentimen negatif dari pelaku industri otomotif yang memprediksi terjadi penurunan penjualan otomotif seiring pengetatan pemberian kredit kepemilikan kendaraan bermotor yang menyebabkan penurunan penjualan. Pada sektor tersier nilai beta pada industri ini memiliki nilai rata-rata dibawah 1. Dapat dikatakan indeks sektor pada klasifikasi sektor tersier ini tempat berkumpulnya saham-saham yang defensif karena memiliki nilai rata-rata beta yang <1.

Penelitian yang dilakukan oleh Akbar (2008) menunjukkan bahwa pada model indeks tunggal yang memiliki tingkat volatility shock yang paling tinggi adalah indeks pertambangan, sedangkan indeks yang memiliki proporsi volatility shock yang paling kecil adalah model indeks tunggal pada indeks industri dasar. Pada model lima indeks, indeks pertambangan, finansial, infrastruktur, LQ45, dan properti adalah yang tertinggi. Model indeks tunggal yang memiliki sensitivitas terbesar terhadap pergerakan imbal hasil IHSG adalah indeks infrastruktur dan indeks saham unggulan LQ45. Sedangkan model indeks tunggal yang memiliki risiko sistematis yang paling kecil adalah indeks properti dan indeks barang konsumsi.

### C. KERANGKA PIKIR

Variabel makroekonomi yaitu inflasi, kurs (nilai tukar) dan suku bunga mempengaruhi secara signifikan terhadap indeks sektoral. Indeks sektoral diklasifikasikan dengan sektor primer, sekunder, dan tersier. Maka, dapat dikatakan bahwa sektor primer, sekunder dan tersier dipengaruhi oleh masing-masing variabel makroekonomi yaitu inflasi, kurs dan suku bunga.



Sumber: Penulis, 2018

Berdasarkan kajian teori dan penelitian terdahulu yang telah dijelaskan di atas, maka penulis merumuskan hipotesis yang akan diuji:

H1: Nilai Kurs (USD/IDR) berpengaruh positif terhadap indeks sektoral pada sektor primer, sekunder, dan tersier di Bursa Efek Indonesia.

H2: Nilai inflasi berpengaruh negatif terhadap indeks sektoral pada sektor primer, sekunder, dan tersier di Bursa Efek Indonesia.

H3: Nilai BI Rate berpengaruh negatif terhadap indeks sektoral pada sektor primer, sekunder, dan tersier di Bursa Efek Indonesia.

#### D. METODOLOGI PENELITIAN

Jenis penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah pendekatan kuantitatif berupa data time series. Pendekatan ekonometrika time series adalah data yang disusun berdasarkan urutan waktu seperti harian, bulanan, atau tahunan. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui adanya interaksi antara variabel makro dan indeks sektoral.

Model terdiri dari dua jenis variabel yaitu variabel endogen (*dependent variable*) dan variabel eksogen (*independent variable*). Variabel endogen adalah variabel yang dianggap dipengaruhi oleh variabel lain dalam model sedangkan variabel eksogen adalah variabel yang memiliki pengaruh terhadap variabel yang lain namun tidak dipengaruhi oleh variabel lain dalam model. Tujuan suatu model adalah untuk menunjukkan bagaimana variabel eksogen mempengaruhi variabel endogen. Dengan kata lain, variabel eksogen datang dari luar model dan dijadikan input model, sedangkan variabel endogen ditentukan di dalam model dan merupakan keluaran model (Dornbusch, Rudiger: Fisher, Stanley: Startz, 2001). Singkatnya, variabel eksogen adalah variabel diluar model tetapi mempengaruhi model. Sedangkan variabel endogen adalah variabel didalam model yang mempengaruhi model.

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari nilai kurs, Inflasi, dan suku bunga sebagai variabel independen. Variabel dependen yaitu indeks sektoral yang diklasifikasikan menjadi 3 sektor lagi yaitu sektor primer, sektor sekunder, dan sektor tersier. Lalu pengujian dilanjutkan dengan uji Kointegrasi dan Uji VAR (*Vector Auto Regression*). Data yang digunakan dalam penelitian ini yaitu transaksi bulanan periode Januari 2006 - September 2016. Data yang didapat berupa data sekunder yang diakses di website resmi Bank Indonesia dan situs web lainnya yang diperlukan.

Kemudian untuk Indeks sektoral, sektor pada penelitian menggunakan klasifikasi bursa saham JASICA (*Jakarta Stock Industrial Classification*) yaitu:

- A. Sektor Primer
  - 1) Pertanian (*Agriculture*)
  - 2) Pertambangan (*Mining*)
- B. Sektor Sekunder
  - 1) Industri Dasar dan Kimia (*Basic industry*)
  - 2) Aneka Industri (*Miscellaneous industry*)
  - 3) Industri Barang Konsumsi (*Consumer*)
- C. Sektor Tersier
  - 1) Properti dan Real Estate (*Property*)
  - 2) Transportasi dan Infrastruktur (*Infrastructure*)
  - 3) Keuangan (*Finance*)
  - 4) Perdagangan, Jasa dan Investasi (*Trade*)

#### Metode Analisis Data

Metode penelitian yang akan digunakan dalam penelitian ini yaitu analisis ekonometrika deret waktu (time series) menggunakan uji VAR (*Vector Autoregression*) / VECM (*Vector Error Corection Model*). VAR digunakan apabila data yang digunakan telah stasioner pada tingkat level. Namun bila data belum stasioner pada tingkat level maka analisis yang dilakukan akan disesuaikan dengan menggunakan metode VECM. Hal ini perlu dilakukan karena bila kita meregresikan variabel-variabel yang tidak stasioner pada derajat yang sama maka akan menimbulkan fenomena *spurious regression* (regresi palsu). Proses pengujian terdiri dari uji unit akar ADF (*unit root test*), uji kointegrasi Johansen, dan *inovation accounting* yaitu *Impulse Response Function* (IRF) dan *Forecast Error Variance Decomposition* (FEVD). Proses pengolahan data dilakukan menggunakan program E-views 9 dengan tingkat kepercayaan 95% atau pada taraf signifikansi  $\alpha=5\%$ .

#### Augmented Dickey - Fuller Test (ADF)

Penelitian ini menggunakan metode Augmented Dickey Fuller Test (ADF) terhadap variabel – variabel yang diteliti kurs, inflasi, suku bunga, indeks sektor primer, sekunder dan tersier. Uji dilakukan dengan tujuan untuk melihat apakah kurs, inflasi, suku bunga dan indeks harga saham sektoral stasioner atau tidak stasioner dimana uji stasioneritas ini mencakup trend dan intercept pada tingkat Level. Hasil pengujian dilakukan dengan membandingkan nilai t-statistik terhadap nilai mutlak t-tabel (*t-McKinnon critical values*) atau dengan membandingkan nilai

probabilitas signifikansinya terhadap nilai  $\alpha=5\%$ . Jika nilai  $|t\text{-statistik}| > |t\text{-McKinnon critical values}|$  atau nilai probabilitas signifikansinya  $<5\%$ , maka data yang diuji merupakan data yang stasioner. Begitu juga sebaliknya, jika nilai  $|t\text{-statistik}| < |t\text{-McKinnon critical values}|$  atau nilai probabilitas signifikansinya  $>5\%$ , maka data yang diuji merupakan data yang tidak stasioner.

Apabila hasil pengujian ditemukan bahwa data tidak stasioner, maka dapat dilakukan pengujian pada tingkat 1st difference. Ketika pengujian pada tingkat 1st difference masih belum stasioner, maka dapat dilakukan pengujian kembali hingga tingkat 2nd difference.

### **Penentuan Lag Optimal**

Tahap selanjutnya yang harus dilakukan dalam membentuk model VAR yang baik adalah menentukan panjang lag optimal. Lag (kelambanan) maksimum adalah sebuah implikasi pada lag periode sebelumnya tersebut mempengaruhi periode saat ini. Penentuan lag optimal dapat diidentifikasi dengan menggunakan *Akaike Info Criterion* (AIC), *Schwarz Criterion* (SC), *Hannan-Quinn Criterion* (HQ), dan sebagainya. Kriteria dilihat dari nilai terkecil.

### **Kointegrasi**

Kointegrasi adalah suatu pengujian hubungan jangka panjang antara variabel-variabel yang meskipun secara individual tidak stasioner, tetapi kombinasi linier antara variabel tersebut dapat menjadi stasioner (Basuki & Prawoto, 2016). Uji kointegrasi dapat digunakan untuk mengetahui apakah dua atau lebih variabel ekonomi atau variabel finansial memiliki hubungan keseimbangan jangka panjang. Apabila data variabel-variabel telah stasioner artinya antara variabel tersebut terkointegrasi atau memiliki hubungan jangka panjang. Jika dua variabel memiliki kointegrasi, maka regresi dihasilkan tidak akan spurious dan hasil dari uji t dan uji f akan valid.

Untuk melihat apakah antar variabel terkointegrasi dapat dilihat stasioner atau tidaknya data. Jika data tersebut stasioner maka antar variabel terkointegrasi. Variabel-variabel yang tidak stasioner sebelum dideferensi namun stasioner pada tingkat diferensi pertama (*first difference*), besar kemungkinan akan terjadi kointegrasi yang berarti terdapat hubungan jangka panjang diantara variabel-variabel tersebut.

### **Uji Kausalitas Granger**

Uji kausalitas Granger (*Granger Causality Test*) adalah sebuah pengujian yang dilakukan untuk melihat apakah dua variabel memiliki hubungan timbal balik (sebab-akibat) atau tidak, apakah satu variabel memiliki hubungan sebab akibat dengan variabel lainnya secara signifikan. Karena setiap variabel dalam penelitian mempunyai peluang untuk menjadi variabel endogen maupun eksogen, maka hal ini tidak menutup kemungkinan adanya hubungan timbal balik. Adanya hubungan kausalitas atau tidak dapat diketahui dengan membandingkan probabilitas dengan nilai kritis (critical value) yang digunakan. Apabila probabilitas lebih besar dari 0,05 ( $\alpha=5\%$ ) maka dapat dikatakan terjadi kausalitas yang signifikan.

### **Analisis Impulse Response Function (IRF)**

IRF meneliti hubungan antar variabel dengan menunjukkan bagaimana variabel endogen bereaksi terhadap variabel itu sendiri dan variabel endogen lainnya. Analisis IRF merupakan metode yang digunakan untuk menentukan respon suatu variabel endogen terhadap variabel tertentu. IRF juga digunakan untuk melihat berapa lama pengaruh tersebut hingga mencapai kestabilan.

### **Analisis Forecasting Error Decomposition of Variance (FEDV)**

Analisis dekomposisi varian atau dikenal dengan *Forecasting Error Decomposition of Variance* (FEVD) digunakan untuk menghitung dan menganalisis seberapa besar pengaruh variabel tertentu terhadap variabel endogen. Atau dengan kata lain FEVD merupakan metode yang dilakukan untuk melihat perubahan dalam suatu variabel yang ditunjukkan oleh perubahan error variance yang dipengaruhi oleh variabel-variabel lainnya. Melalui metode ini dapat dilihat kekuatan dan kelemahan masing-masing variabel dalam mempengaruhi variabel lainnya dalam kurun waktu yang panjang. Singkat kata, FEDV melihat seberapa besar kontribusi pengaruh variabel-variabel dalam model.

## E. HASIL DAN PEMBAHASAN

### Hasil Uji Stasioneritas

Hasil pengujian dilakukan dengan membandingkan nilai t-statistik terhadap nilai mutlak t-tabel (t-McKinnon critical values) atau dengan membandingkan nilai probabilitas signifikansinya terhadap nilai  $\alpha=5\%$ .

#### Hasil Pengujian akar unit ADF Test (Level)

No	Variabel	t-statistik	t-McKinnon	Probabilitas	Hasil
1	Inflasi	-3.820644	-2.884291	0.0035	Stasioner
2	Kurs	-0.567179	-2.884291	0.8727	Tidak Stasioner
3	Rate	-3.445594	-3.445590	0.0111	Stasioner
4	Sektor Primer	-2.998426	-2.884291	0.0377	Stasioner
5	Sektor Sekunder	-1.404680	-2.884291	0.5781	Tidak Stasioner
6	Sektor Tersier	-1.318370	-2.884109	0.6197	Tidak Stasioner

Sumber: Data diolah, 2018

Pada hasil pengujian akar unit diatas terlihat bahwa beberapa variabel tidak stasioner pada tingkat level. Variabel tersebut adalah variabel kurs, indeks harga sektor sekunder dan tersier. Karena ada variabel yang tidak stasioner pada tingkat level maka pengujian dilakukan kembali pada tingkat *first difference*.

#### Hasil Pengujian akar unit ADF Test (First Difference)

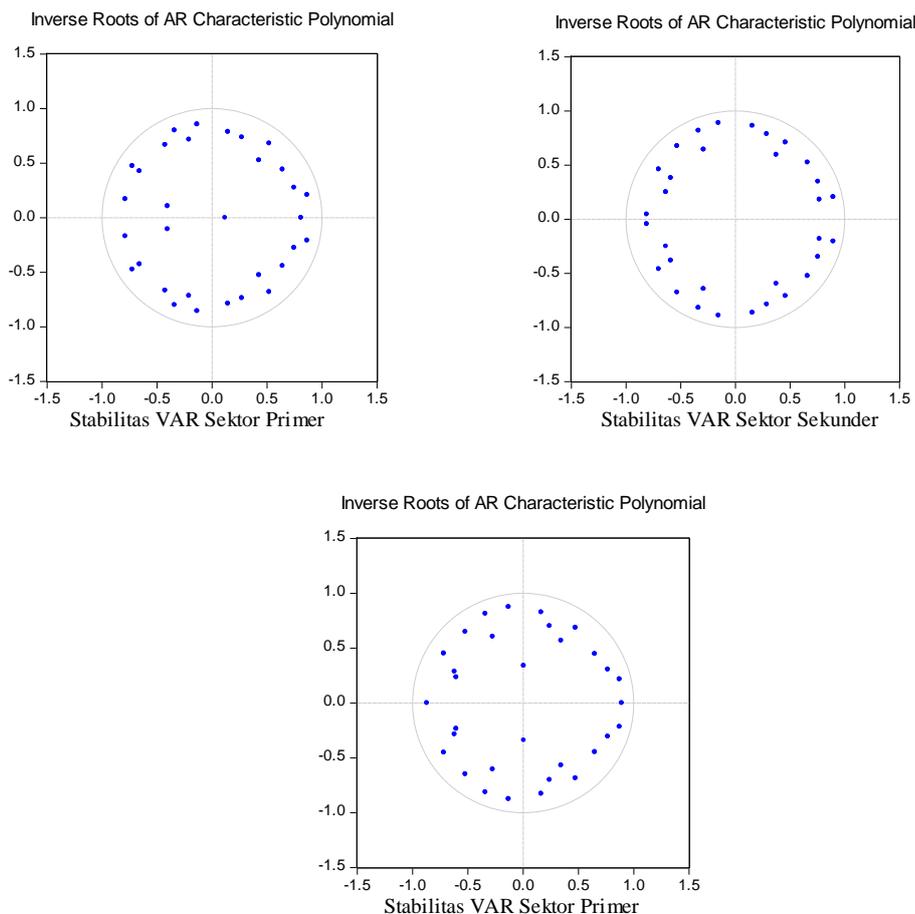
No	Variabel	t-statistik	t-McKinnon	Probabilitas	Hasil
1	Inflasi	-8.876417	-2.884291	0.0000	Stasioner
2	Kurs	-10.02336	-2.884291	0.0000	Stasioner
3	Rate	-4.996722	-2.884291	0.0000	Stasioner
4	Sektor Primer	-7.694420	-2.884291	0.0000	Stasioner
5	Sektor Sekunder	-9.232482	-2.884291	0.0000	Stasioner
6	Sektor Tersier	-9.260963	-2.884291	0.0000	Stasioner

Sumber: Data diolah, 2018

Berdasarkan hasil uji akar unit ADF Test pada tingkat first difference semua variabel dinyatakan stasioner pada *critical value* 5%. Hal ini mengindikasikan bahwa data *time series* memenuhi syarat dan valid untuk selanjutnya dilakukan pengujian kointegrasi. Estimasi model menggunakan metode VECM karena data stasioner pada tingkat *first difference*.

### Uji Stabilitas VAR

Stabilitas VAR perlu diuji terlebih dahulu sebelum melakukan analisis lebih jauh, karena jika hasil estimasi VAR yang akan dikombinasikan dengan model koreksi kesalahan tidak stabil, maka Impulse Response Function dan Variance Decomposition menjadi tidak valid (Basuki & Prawoto, 2016). Pengujian stabilitas model VAR sektoral menunjukkan hasil dalam bentuk tabel maupun grafik. Untuk mempermudah estimasi, maka hasil pengujian ditunjukkan dalam bentuk grafik. Grafik yang dimaksud adalah *Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial* yang terdiri dari plot plot komponen variabel dalam *Lag structure*.



Nilai stabilitas model VAR didapat dari nilai modulus yang ditunjukkan oleh plot-plot yang ada di dalam grafik. Nilai dari stabilitas model VAR ditunjukkan dengan nilai Modulus yang kurang dari satu dan ditunjukkan dengan grafik lingkaran (*circle unit*). Terlihat bahwa plot-plot modulus terletak di bagian sisi tepi grafik, namun nilai modulus  $<1$  dan masih didalam *circle unit*. Pengujian pada sektor primer, sekunder dan tersier terlihat bahwa nilai modulus dari *root* tidak ada yang keluar dari *circle unit*. Hal ini menunjukkan bahwa model VAR hingga lag 8 memenuhi syarat stabil.

#### Pengujian Lag Length Criteria

Sebelum melakukan uji VAR/VECM, penentuan *lag* optimal sangat penting demi menghilangkan masalah autokorelasi dalam sistem VAR. Sehingga dengan digunakannya lag optimal diharapkan tidak lagi muncul masalah autokorelasi. Kriteria penentuan *lag* optimal ditentukan berdasarkan *lag* dari Akaike Information Criterion (AIC) terkecil. AIC merupakan kriteria dalam pemilihan model terbaik yang sudah umum digunakan. Kriteria AIC sebagian besar digunakan dalam data *time series*.

Lag	AIC		
	Primer	Sekunder	Tersier
0	-22.56024	-23.60233	-23.75095
1	-23.11612	-24.19718	-24.36635
2	<b>-23.14304*</b>	<b>-24.23941*</b>	<b>-24.40957*</b>
3	-23.07561	-24.06154	-24.25275
4	-23.01760	-23.94924	-24.17735
5	-22.83918	-23.82519	-24.02457
6	-22.74947	-23.78954	-23.99237
7	-22.67176	-23.67145	-23.81640
8	-22.50290	-23.59894	-23.68931

Sumber: Data diolah, 2018

Pada hasil Pengujian Stabilitas VAR ditemukan bahwa model VAR stabil hingga Lag ke 8. Oleh Karena itu, pengujian Lag optimal dilakukan hingga Lag ke 8 dan ditemukan bahwa hasil optimal terbanyak terdapat pada lag ke 2.

### Hasil Uji Kointegrasi

Uji kointegrasi dilakukan untuk mengetahui adanya hubungan antar variabel yang khususnya berhubungan dalam jangka panjang. Jika terdapat kointegrasi pada variabel-variabel yang digunakan di dalam model, maka dapat dipastikan adanya hubungan jangka panjang diantara variabel. Metode yang digunakan dalam pengujian keberadaan kointegrasi ini adalah metode *Johansen's Cointegration*.

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	TraceStatistic	0.05 Critical Value	Prob.**
<b>Sektor Primer</b>				
<b>None *</b>	<b>0.167661</b>	<b>51.52633</b>	<b>47.85613</b>	<b>0.0217</b>
At most 1	0.158641	28.40340	29.79707	0.0717
At most 2	0.046092	6.638619	15.49471	0.6200
At most 3	0.005484	0.692911	3.841466	0.4052
<b>Sektor Sekunder</b>				
<b>None *</b>	<b>0.201768</b>	<b>49.43138</b>	<b>47.85613</b>	<b>0.0353</b>
At most 1	0.115808	21.03651	29.79707	0.3554
At most 2	0.036038	5.528232	15.49471	0.7504
At most 3	0.007146	0.903621	3.841466	0.3418
<b>Sektor Tersier</b>				
<b>None *</b>	<b>0.174196</b>	<b>51.93506</b>	<b>47.85613</b>	<b>0.0197</b>
At most 1	0.147587	27.81899	29.79707	0.0831
At most 2	0.058350	7.698726	15.49471	0.4982
At most 3	0.000979	0.123369	3.841466	0.7254

Sumber: Data dolah, 2018

Hasil uji kointegrasi mengindikasikan bahwa di antara pergerakan indeks sektoral (primer sekunder dan tersier) dan masing-masing variabel makroekonomi yaitu inflasi, kurs, dan suku bunga BI Rate memiliki hubungan stabilitas/keseimbangan dan kesamaan pergerakan dalam jangka panjang. Dengan kata lain, dalam setiap periode jangka pendek, seluruh variabel cenderung saling menyesuaikan, untuk mencapai ekuilibrium jangka panjangnya. Dari hasil uji *Johansen Cointegration test* terdapat variabel yang terkointegrasi. Hal ini mengindikasikan bahwa persamaan yang terkointegrasi karena nilai dari *Trace Statistics* lebih besar dari nilai kritisnya yaitu 5%. Dengan demikian, model yang digunakan dalam penelitian ini dapat dilanjutkan menggunakan metode VECM (*Vector Error Correction Model*).

### Hasil Uji Kausalitas Granger

Pada pengujian kausalitas, H0 yang diuji adalah tidak adanya hubungan kausalitas antar variabel. Untuk menerima atau menolak H0 digunakan nilai probabilitas yang dibandingkan dengan nilai kritis yang digunakan. Bila nilai probabilitas lebih kecil dari nilai kritis yang telah ditentukan maka H0 ditolak atau dengan kata lain terdapat hubungan kausalitas pada variabel-variabel yang diuji.

Variabel Independent Variabel Dependen	SPM	SSD	STR	INF	KURS	BI RATE
<b>SPM</b>		0.0760	0.0143	0.1781	0.0048	0.0439
<b>SSD</b>	0.8675		0.1799	0.0623	0.0009	0.0086
<b>STR</b>	0.7096	0.1760		0.1535	9.E-05	0.0167
<b>INF</b>	0.0606	0.0045	0.0150		0.4672	0.0140
<b>KURS</b>	0.8092	0.7203	0.1570	0.1547		0.2239
<b>BI RATE</b>	0.0424	0.0024	0.0150	0.0016	0.0440	

Sumber: Data dolah, 2018

Pada hasil pengujian pada tabel menyatakan bahwa ada beberapa variabel yang saling mempengaruhi. Hal ini menunjukkan adanya hubunyan kausalitas antar variabel. Hubungan dua arah atau saling mempengaruhi ditunjukkan oleh variabel BI Rate dan Indeks harga saham sektor primer, BI Rate dan Indeks harga saham sektor sekunder, BI Rate dan Indeks harga saham sektor tersier, dan BI Rate dengan nilai inflasi. Beberapa variabel juga menunjukkan hubungan satu arah. Hal ini menunjukkan bahwa variabel yang ada dalam penelitian memiliki hubungan baik dua arah maupun satu arah.

### Hasil Uji VECM Jangka Panjang

Berdasarkan hasil estimasi VECM jangka panjang yang telah dilakukan, faktor makroekonomi moneter yang terdiri dari BI Rate, inflasi dan kurs menunjukkan pengaruh yang bervariasi.

No	Variabel Independen	Variabel Dependen	Koefisien Pengaruh Jangka Panjang	Keterangan
1.a	Kurs	Primer	(-)	Tidak signifikan
1.b	Kurs	Sekunder	(+)	Signifikan
1.c	Kurs	Tersier	(-)	Signifikan
2.a	Inflasi	Primer	(-)	Signifikan
2.b	Inflasi	Sekunder	(+)	Signifikan
2.c	Inflasi	Tersier	(-)	Signifikan
3.a	BI Rate	Primer	(+)	Signifikan
3.b	BI Rate	Sekunder	(-)	Tidak signifikan
3.c	BI Rate	Tersier	(+)	Signifikan

Sumber: Data diolah, 2018

Penelitian ini menunjukkan hasil bahwa kurs atau nilai tukar berpengaruh signifikan terhadap sektor sekunder dan sektor tersier. Sedangkan pada sektor primer tidak berpengaruh signifikan. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Giani & Dalimunthe (2014) yang menyatakan bahwa tidak terdapat hubungan antara indeks harga saham Indonesia dengan nilai tukar Rupiah-Dollar Amerika Serikat dalam jangka panjang. Hal ini disebabkan karena secara jangka panjang, investor tidak akan memiliki common interest yang sama atau di jangka panjang ada pengaruh macro shock yang berbeda sehingga nilai tidak bisa mencapai long run equilibrium. Penelitian yang dilakukan oleh Mardiana (2016) juga menyatakan bahwa faktor makroekonomi tidak berpengaruh terhadap indeks harga saham sektor pertanian karena disebabkan oleh karakteristik saham sektor pertanian yang kurang peka terhadap kondisi perekonomian dalam negeri dari segi ekonomi moneter.

Pada sektor tersier, hal ini sesuai dengan teori yang menyebutkan bahwa variabel kurs atau nilai tukar berpengaruh negatif dan signifikan terhadap indeks sektoral. Menurut Kewal (2012), yang mengasumsikan saham sebagai bagian dari kekayaan sehingga dapat mempengaruhi perilaku nilai tukar melalui hukum demand for money. Pendekatan ini mengasumsikan terdapat hubungan yang negatif antara harga saham dan nilai tukar, dengan arah kausalitas dari pasar saham ke pasar uang, sesuai dengan interaksi pasar keuangan yang sangat cepat. Hal ini bertentangan dengan asumsi yang menyatakan bahwa nilai kurs berpengaruh positif terhadap indeks harga saham. Hal ini terjadi karena hubungan antara kedua pasar terjadi dalam periode waktu yang pendek. Hal ini disebabkan karena ketika kurs terdepresiasi, maka hasil produksi yang dihasilkan oleh perusahaan dalam negeri akan lebih kompetitif di pasar internasional. Hal ini menyebabkan ekspor dalam negeri akan mengalami kenaikan. Namun di lain pihak, pembeli domestik akan cenderung mensubstitusi barang impor (yang lebih mahal karena kurs terdepresiasi) dengan produk lokal/domestik. Maka dari itu permintaan agregat atas barang/jasa dalam negeri akan mengalami kenaikan (Case dan Fair, 2007). Kenaikan permintaan agregat di suatu negara akan mendorong perusahaan untuk menambah kapasitas produksi. Oleh karena itu perusahaan tersebut berpotensi mendapatkan laba yang lebih besar. Kinerja perusahaan yang bagus akan mendorong investor untuk membeli saham karena investor berekspektasi positif dengan nilai profit perusahaan di sektor tersier. Hasil dari nilai kurs yang berpengaruh negatif sesuai dengan penelitian dari Law & Ibrahim (2014), dan Maysami et.al (2004).

Pada sektor Sekunder, kurs berpengaruh positif signifikan. Hal ini bertentangan dengan hipotesis yang menyatakan kurs berpengaruh negatif di semua sektor. Menurut Rachmadanto & Raharja (2014) hal ini terjadi dikarenakan dampak dari perubahan nilai tukar rupiah ini berbeda-beda bagi tiap perusahaan. Hal ini terkait dengan sasaran masing-masing perusahaan yang sebagian mengandalkan impor dan sebagian lagi pada kegiatan ekspor. Terlebih, sektor sekunder adalah sektor manufaktur yang sebagian besar produknya merupakan barang konsumsi komoditas ekspor. Namun, sebab dari nilai tukar mempunyai efek positif pada pasar modal adalah karena investor jangka panjang menganggap dampak fluktuasi nilai tukar rupiah hanya sementara, sehingga tidak terlalu besar mempengaruhi keputusan investor. Selain itu, perbedaan koefisien pengaruh kurs terhadap indeks harga saham sektoral bisa jadi disebabkan sebagai dampak dari isu dan rumor yang beredar di pasar mengenai masalah sosial dan politik yang menimbulkan sentimen positif dan negatif di pasar modal, sehingga keluar masuknya dana investorlah yang menyebabkan naik turunnya indeks harga saham yang lebih condong sebagai sebuah tindakan spekulasi untuk menyelamatkan nilai dari investasi tersebut.

Berdasarkan hasil dari penelitian, inflasi secara signifikan mempengaruhi indeks harga saham di semua sektor. Pada sektor primer, inflasi berpengaruh negatif terhadap indeks harga saham. Menurut Rachman (2012) pengaruh negatif dari inflasi disebabkan karena kenaikan harga jual produk dapat meningkatkan pendapatan perusahaan. Namun, menurut Kewal (2012) inflasi memiliki hubungan negatif dengan harga saham. Inflasi meningkatkan pendapatan dan biaya perusahaan. Hal negatif yang dapat terjadi akibat adanya inflasi adalah meningkatnya biaya kapital, biaya tenaga kerja, dan biaya bahan baku. Jika peningkatan biaya produksi lebih tinggi dari peningkatan harga yang dapat dinikmati oleh perusahaan maka profitabilitas perusahaan akan turun. Jika profit yang diperoleh perusahaan kecil maka akan menyebabkan keuntungan perusahaan akan menurun, dividen yang akan dibayarkan perusahaan kepada shareholder juga akan menurun, keadaan ini jika berlangsung lama akan membuat pemegang saham enggan untuk mempertahankan sahamnya di perusahaan dan pada akhirnya harga saham akan menurun. Selain itu, menurut Slamet et.al (2016) sektor primer menjadi pilihan tepat dalam meminimalisir risiko (*hedging*) yang efektif atas adanya potensi inflasi karena sektor riil akan selalu dibutuhkan dalam roda perekonomian.

Pada sektor sekunder, inflasi berpengaruh positif dan signifikan. Hal ini tidak sesuai dengan hipotesis yang menyebutkan bahwa inflasi memiliki pengaruh positif di sektor sekunder. Penelitian yang dilakukan Law dan Ibrahim (2014) menyatakan bahwa inflasi berpengaruh positif terhadap nilai indeks di sektor perkebunan pada bursa Malaysia. Maysami et.al (2004) juga menyatakan bahwa inflasi memiliki pengaruh positif terhadap return saham. Hal ini disebabkan karena tingkat inflasi Indonesia yang cukup terkendali sehingga tidak menimbulkan kekhawatiran investor dalam maupun luar negeri dan stabilnya tingkat inflasi oleh investor juga disinyalir sebagai peningkatan pertumbuhan ekonomi Indonesia (Alena, et.al, 2017). Menurut Murtianingsih (2012) inflasi berpengaruh positif terhadap IHSG karena laju inflasi selama periode penelitian masih dalam ambang batas kewajaran. Kebijakan moneter yang ditetapkan pemerintah dapat menjadikan perekonomian Indonesia tumbuh dan disertai dengan iklim investasi yang baik di sektor riil sehingga pergerakan harga saham IHSG mengalami peningkatan setiap tahunnya.

Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa inflasi berpengaruh negatif terhadap sektor tersier. Hal ini disebabkan karena ketika tingkat inflasi tinggi maka hal ini akan menyebabkan tingkat bunga riil menjadi semakin tinggi (Slamet, Wahyudi, & Raharjo, 2016). Hal ini menyebabkan investor menjadi kurang tertarik untuk berinvestasi di pasar modal. Opsi lain yang dapat diambil investor adalah dengan menempatkan kelebihan dananya di bank dalam bentuk deposito/simpanan lain yang mampu memberikan bunga lebih tinggi. Karena investor berbondong-bondong menarik dananya, maka aliran dana yang keluar dari pasar modal akan menyebabkan jatuhnya nilai dari indeks sektoral. Tingginya tingkat bunga yang membuat investor melakukan perpindahan instrumen investasi ini akan membuat biaya (*cost*) yang dikeluarkan oleh bank juga meningkat dan membuat laba perusahaan menjadi semakin turun. Hal ini pada akhirnya akan menyebabkan saham dari sektor perusahaan keuangan terutama perbankan yang termasuk dalam sektor tersier menjadi kurang diminati.

Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa variabel BI Rate mempengaruhi secara positif dan signifikan di sektor primer dan tersier. Hal ini menentang hipotesis yang menyatakan suku bunga BI Rate memiliki pengaruh negatif terhadap Indeks harga saham. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Wongbangpo & Sharma (2002) yang menunjukkan bahwa tingkat suku bunga berpengaruh positif terhadap indeks harga saham di Indonesia. Sedangkan pada sektor sekunder

berpengaruh negatif dan tidak signifikan. Fenomena penyimpangan ini juga sejalan dengan penelitian Amin (2012) yang menyatakan bahwa tingkat suku bunga riil berpengaruh positif signifikan terhadap pergerakan IHSG. Terdapat berbagai asumsi atas penyimpangan ini, yang pertama adalah karena investor tetap ragu pada investasi saham sebagai imbas krisis finansial di AS dan Eropa, meskipun suku bunga deposito telah turun. Selain itu, mungkin juga investor memiliki alasan lain yang kuat (di luar faktor suku bunga) ketika tidak tertarik pada investasi saham dalam negeri meski pada saat itu keadaan suku bunga yang menurun. Keputusan investasi melibatkan faktor teknis dan psikologis dari investor itu sendiri sehingga tidak selamanya teori yang ada selalu terbukti. Kemudian, alasan lain adalah dalam periode penelitian ini pernah terjadi keadaan tidak ceteris paribus, sehingga memungkinkan terjadi ketidaksesuaian kenyataan dengan teori yang ada. Kewal (2012) mengemukakan bahwa tingkat bunga mempunyai pengaruh yang besar terhadap harga saham. Suku bunga yang makin tinggi memperlesu perekonomian, menaikkan biaya bunga dengan demikian menurunkan laba perusahaan, dan menyebabkan para investor menjual saham dan mentransfer dana ke deposito.

### Hasil Uji VECM Jangka Pendek

Berdasarkan hasil estimasi VECM jangka panjang yang telah dilakukan, faktor makroekonomi moneter yang terdiri dari BI Rate, inflasi dan kurs menunjukkan pengaruh yang bervariasi.

No	Variabel Independen	Variabel Dependen	Koefisien Pengaruh Jangka Pendek	
			Lag 1	Lag 2
1.a	Kurs	Primer	(+) Tidak Signifikan	(+) Tidak Signifikan
1.b	Kurs	Sekunder	(+) Tidak Signifikan	(+) Tidak Signifikan
1.c	Kurs	Tersier	(+) Tidak Signifikan	(+) Tidak Signifikan
2.a	Inflasi	Primer	(-) Tidak Signifikan	(+) Tidak Signifikan
2.b	Inflasi	Sekunder	(-) Tidak Signifikan	(+) Signifikan
2.c	Inflasi	Tersier	(-) Signifikan	(+) Signifikan
3.a	BI Rate	Primer	(-) Tidak Signifikan	(-) Tidak Signifikan
3.b	BI Rate	Sekunder	(-) Signifikan	(-) Tidak Signifikan
3.c	BI Rate	Tersier	(-) Tidak Signifikan	(-) Tidak Signifikan

Sumber: Data diolah, 2018

Hasil pengujian VECM jangka pendek menyatakan bahwa variabel kurs tidak mempengaruhi secara signifikan di semua sektor. Hal ini bertentangan dengan hipotesis bahwa kurs mempengaruhi indeks harga saham secara negatif. Hasil pengujian tentang pengaruh variabel makroekonomi terhadap indeks harga saham dalam jangka pendek menunjukkan hasil yang berbeda. Pada sektor sekunder di lag 2, terbukti bahwa variabel inflasi mempengaruhi secara positif dan signifikan. Hal ini bertentangan dengan hipotesis yang menyebutkan bahwa nilai inflasi berpengaruh positif terhadap indeks harga saham sektoral pada sektor sekunder. Maysami et al (2004) juga menyatakan bahwa inflasi memiliki pengaruh positif terhadap *return* saham pada bursa Singapura khususnya *return* saham yang bergerak pada sektor industri. Penelitian yang dilakukan Law dan Ibrahim (2014) menyatakan bahwa inflasi berpengaruh positif terhadap nilai indeks.

Pada sektor tersier lag 1, variabel inflasi mempengaruhi secara negatif dan signifikan hal ini sesuai dengan hipotesis yang menyebutkan bahwa ketika tingkat inflasi tinggi maka hal ini akan menyebabkan tingkat bunga riil menjadi semakin tinggi (Slamet, Wahyudi, & Raharjo, 2016).

Tingginya tingkat bunga yang membuat investor melakukan perpindahan instrumen investasi ini akan membuat biaya (cost) yang dikeluarkan oleh bank juga meningkat dan membuat laba perusahaan menjadi semakin turun. Hal ini pada akhirnya akan menyebabkan saham dari sektor perusahaan keuangan terutama perbankan menjadi kurang diminati. Namun pada lag yang ke 2, pengaruh yang ditunjukkan oleh BI Rate terhadap indeks harga saham di sektor tersier yaitu positif dan signifikan.

Penelitian ini juga menunjukkan pengaruh BI Rate terhadap sektor sekunder adalah negatif dan signifikan. Hal ini sesuai dengan hipotesis yaitu ketika nilai BI rate tinggi, maka hal ini akan meningkatkan biaya pengumpulan dana (*cost of fund*) terutama bagi perusahaan yang bergerak di sektor keuangan karena biaya pengumpulan dana yang tinggi akan mengurangi laba bersih perusahaan. Di sisi lain, tingginya tingkat bunga BI Rate menyebabkan rendahnya penyaluran kredit perbankan kepada debitur. Semakin tinggi tingkat bunga, maka debitur juga semakin enggan mengajukan kredit ke perbankan karena tingginya bunga yang harus dibayar oleh nasabah kepada bank apabila nasabah tersebut melakukan pinjaman semakin tinggi pula. Rendahnya penyaluran kredit akan menurunkan kinerja perusahaan. Menurunnya kinerja perusahaan perbankan akan melemahkan permintaan atas saham-saham perusahaan yang bergerak di bidang keuangan, properti, maupun konsumsi, yang pada akhirnya akan berujung pada penurunan nilai indeks sektoral. Penelitian yang dilakukan oleh Law dan Ibrahim (2014) menyatakan adanya hubungan negatif antara suku bunga dengan indeks saham.

#### **Hasil Uji *Impulse Response Function* (IRF)**

Kemudian berdasarkan hasil pengujian *Impulse Response Function* (IRF), menunjukkan bahwa respon dari Indeks harga saham di sektor primer, sekunder, maupun tersier menunjukkan hasil yang sama. Pada sektor primer, sekunder, dan tersier masing merespon secara negatif ketika terjadi guncangan pada variabel inflasi. Respon negatif ini terjadi dari awal periode dan berlanjut hingga akhir periode. Hal ini membuktikan bahwa respon dari guncangan pada variabel makro ekonomi berpengaruh secara permanen terhadap indeks harga saham sektoral. Sedangkan respon dari guncangan antar sektor bersifat sementara.

<b>Shock \ Respon</b>	<b>Sektor Primer</b>	<b>Sektor Sekunder</b>	<b>Sektor Tersier</b>
Inflasi	Negatif	Negatif	Negatif
Kurs	Positif	Positif	Positif
BI Rate	Negatif	Negatif	Negatif

Sumber: Data diolah, 2018

Selain inflasi, variabel BI Rate juga menunjukkan pola yang serupa dengan variabel inflasi tersebut. Ketika terjadi shock pada variabel BI Rate indeks harga saham sektoral merespon secara negatif. Berbeda dengan variabel inflasi dan BI Rate, variabel kurs direspon positif oleh indeks sektoral ketika terjadi guncangan.

Variabel inflasi direspon negatif oleh sektor primer, sekunder dan tersier. Menurut hipotesis, inflasi memiliki hubungan negatif dengan harga saham. Inflasi meningkatkan pendapatan dan biaya perusahaan, namun jika peningkatan biaya produksi lebih tinggi dari peningkatan harga yang dapat dinikmati oleh perusahaan maka profit perusahaan akan turun. Jika profit yang diperoleh perusahaan kecil, hal ini akan merupakan sinyal negatif bagi para investor. Akibat dari situasi ini yaitu investor semakin segan untuk menanamkan dananya di perusahaan tersebut sehingga harga saham menurun karena dividen yang akan dibayarkan perusahaan kepada *shareholder* juga akan menurun.

Variabel kurs direspon positif oleh sektor primer, sekunder dan tersier. Hal ini disebabkan karena hal ini menguntungkan bagi perusahaan atau emiten yang melakukan kegiatan ekspor. Hal ini disebabkan karena ketika kurs terdepresiasi, maka hasil produksi yang dihasilkan oleh perusahaan dalam negeri akan lebih kompetitif di pasar internasional yang menyebabkan ekspor dalam negeri akan mengalami kenaikan. Namun di lain pihak, pembeli domestik akan cenderung mensubstitusi barang impor (yang lebih mahal karena kurs terdepresiasi) dengan produk lokal/domestik. Maka dari itu permintaan agregat atas barang/jasa dalam negeri akan mengalami kenaikan (Case dan Fair, 2007). Kenaikan permintaan agregat di suatu negara akan mendorong perusahaan untuk menambah kapasitas produksi. Oleh karena itu perusahaan tersebut berpotensi

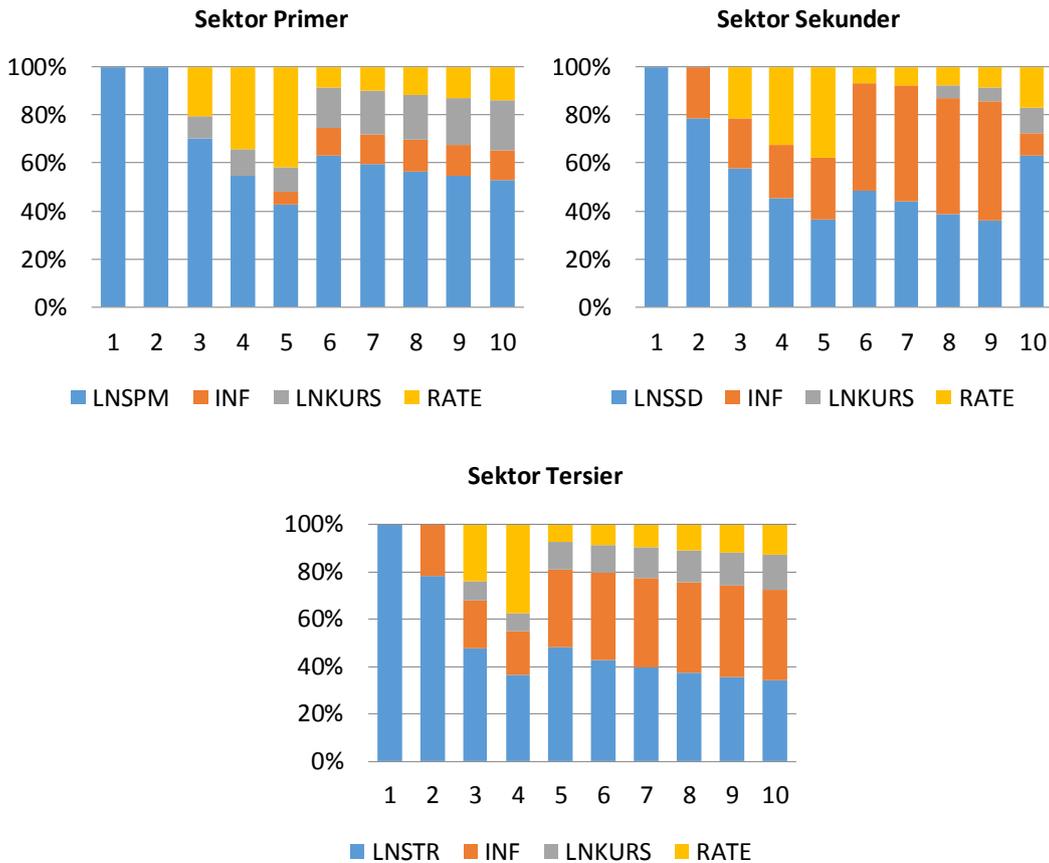
mendapatkan laba yang lebih besar. Kinerja perusahaan yang bagus akan mendorong investor untuk membeli saham karena investor berekspektasi positif dengan nilai profit perusahaan.

Hal ini akan meningkatkan profit dari perusahaan dan akan meningkatkan harga saham yang bersangkutan. Menurut Pribadi (2010) nilai tukar mempunyai efek positif pada pasar modal dimana estimasi ini mendukung teori ekonomi makro dengan pendekatan tradisional, dan perbedaan tanda koefisien pada nilai tukar kemungkinan disebabkan oleh dampak isu-isu yang beredar di pasar mengenai masalah-masalah sosial, politik dan ekonomi yang menimbulkan sentimen positif dan negatif di pasar, sehingga keluar masuknya investor dalam jangka pendek yang menyebabkan naik turunnya indeks harga saham dan nilai tukar lebih diwarnai tindakan spekulatif untuk menyelamatkan nilai aset investor.

Berdasarkan hasil penelitian, variabel suku bunga BI Rate berpengaruh negatif terhadap indeks harga saham sektoral. Ketika nilai BI rate tinggi, maka hal ini akan meningkatkan biaya pengumpulan dana (*cost of fund*) terutama bagi perusahaan yang bergerak di sektor keuangan karena biaya pengumpulan dana yang tinggi akan mengurangi laba bersih perusahaan. Di sisi lain, tingginya tingkat bunga BI Rate menyebabkan rendahnya penyaluran kredit perbankan kepada debitur. Semakin tinggi tingkat bunga, maka debitur juga semakin enggan mengajukan kredit ke perbankan karena tingginya bunga yang harus dibayar oleh nasabah kepada bank apabila nasabah tersebut melakukan pinjaman semakin tinggi pula. Rendahnya penyaluran kredit akan menurunkan kinerja perusahaan. Menurunnya kinerja perusahaan perbankan akan melemahkan permintaan atas saham-saham perusahaan yang bergerak di bidang keuangan, properti, maupun konsumsi, yang pada akhirnya akan berujung pada penurunan nilai indeks sektoral.

**Hasil Uji Forecast Error Variance Decomposition (FEDV)**

Forecast Error Variance Decomposition (FEVD) digunakan untuk mengetahui kontribusi suatu variabel dalam memengaruhi variabel yang lain. Berikut hasil dari pengujian FEDV.



Sumber: Data diolah, 2018

Prosentase kontribusi pada awal hingga pertengahan periode menunjukkan bahwa kondisi dari indeks sektor primer yang masih terpengaruh variabel BI Rate. Hal ini dikarenakan pada saat terjadinya peningkatan kontribusi BI Rate, kondisi perekonomian sedang mengalami krisis dan masih belum stabil. Pembentukan harga yang nantinya akan membentuk indeks masih sangat bergantung pada kontribusi dari nilai BI Rate. Tentunya hal ini sangatlah jelas terjadi karena peran dari kebijakan pemerintah dalam menstabilkan kondisi perekonomian sangat diperlukan. Kemudian pada periode ke 6 hingga 10 ketika perekonomian sudah mulai membaik, prosentase kontribusi mulai tersebar dengan merata antara Inflasi, Kurs, dan suku bunga BI Rate. Namun kontribusi terbesar ditunjukkan oleh nilai kurs. Hal ini disebabkan karena output dari sektor primer sebagian besar merupakan komoditas ekspor. Jadi, indeks harga saham dari sektor primer sangat dipengaruhi oleh perubahan kurs atau nilai tukar.

Hasil FEDV dari sektor sekunder atau manufaktur menunjukkan bahwa pada periode pertama, kontribusi indeks harga saham sektor sekunder masih dipegang oleh indeks itu sendiri. Mulai dari periode ke 2 hingga periode ke 5, indeks harga saham sektor sekunder lebih dipengaruhi oleh nilai inflasi dan suku bunga BI Rate. Kontribusi ini kian meningkat hingga periode ke 5. Setelahnya, pada periode ke 6, indeks harga saham di sektor sekunder mayoritas dibentuk oleh faktor inflasi. Kontribusi dari variabel nilai tukar atau kurs baru terlihat dari periode 8 hingga akhir. Hal ini terus berlanjut hingga akhir periode. Namun pada titik akhir periode, kontribusi dari nilai inflasi menurun drastis dan kontribusi dari nilai tukar dan BI Rate tersebar secara merata. Naiknya inflasi akan menaikkan dana pinjaman yang tadinya mungkin digunakan untuk ekspansi ataupun lainnya sehingga mengurangi kinerja laba perusahaan.

Hasil FEDV dari sektor tersier menunjukkan bahwa pada periode pertama, kontribusi indeks harga saham sektor tersier masih dipegang oleh indeks itu sendiri. Mulai dari periode ke 2 hingga periode ke 4, indeks harga saham sektor tersier lebih dipengaruhi oleh suku bunga BI Rate. Kontribusi ini kian meningkat hingga periode ke 4. Setelahnya, pada periode ke 5, indeks harga saham di sektor tersier mayoritas dibentuk oleh faktor inflasi. Hal ini terus berlanjut hingga akhir periode secara konstan.

## F. PENUTUP

### Kesimpulan

- a. Berdasarkan hasil pengujian VECM, inflasi memiliki pengaruh negatif terhadap indeks harga saham sektor primer dan tersier. Namun berpengaruh positif pada indeks harga saham sektor sekunder. Hal ini terjadi karena inflasi menyebabkan harga barang produksi meningkat secara agregat dan kondisi ini berpeluang untuk meningkatkan profit perusahaan.
- b. Berdasarkan hasil pengujian VECM, tingkat suku bunga BI rate berpengaruh positif terhadap indeks harga saham sektor primer dan tersier. Hal tersebut terjadi karena keputusan investasi melibatkan faktor teknis, psikologis, dan tindakan spekulatif dari investor, ketika tidak tertarik pada investasi saham dalam negeri meski pada saat itu keadaan suku bunga yang menurun. BI rate tidak memiliki pengaruh terhadap indeks harga saham sektor sekunder.
- c. Berdasarkan hasil pengujian VECM, nilai kurs berpengaruh secara positif di sektor sekunder dan berpengaruh negatif di sektor tersier. Hal ini disebabkan karena secara jangka panjang, investor tidak akan memiliki kepentingan yang sama. Selain itu, secara jangka panjang ada pengaruh guncangan variabel makro yang berbeda sehingga nilai tidak bisa mencapai keseimbangan jangka panjang. Kurs tidak berpengaruh signifikan di sektor primer.
- d. Berdasarkan hasil pengujian IRF, respon yang ditunjukkan oleh masing-masing variabel bervariasi. Pada semua sektor baik sektor primer, sekunder, dan tersier, ketika variabel inflasi dan suku bunga BI Rate terjadi shock, keseluruhan sektor menunjukkan respon negatif dan respon tersebut berlanjut hingga periode terakhir. Sebaliknya, ketika variabel kurs terjadi shock, keseluruhan sektor menunjukkan respon positif.
- e. Berdasarkan hasil pengujian FEDV, kontribusi dari masing2 variabel menunjukkan hasil yang bervariasi. Pada sektor primer, variabel BI Rate memiliki kontribusi yang tinggi, namun seiring berjalannya waktu, kontribusi kurs yang lebih mendominasi. Pada sektor sekunder dan tersier inflasi memiliki kontribusi tertinggi.

**Saran**

- a. Bagi investor, dapat menggunakan analisis fundamental makroekonomi dan analisis sektoral sebelum melakukan investasi saham. Hal ini dilakukan demi mengetahui sektor apa saja yang dapat dijadikan pilihan investasi dalam pembentukan portofolio. Investor bisa menggunakan metode diversifikasi dengan berinvestasi berdasarkan sektor. Karena respon dan sifat setiap sektor yang berbeda-beda terhadap kondisi makroekonomi, sehingga dengan memecah investasi saham di beberapa sektor, maka investor mampu mengurangi risiko atau meminimalisir kerugian yang diterima dalam berinvestasi dalam pasar modal.
- b. Bagi Pemerintah, diharapkan mampu menjaga stabilitas kondisi makroekonomi terutama dari segi moneter yang langsung mempengaruhi kinerja perusahaan. Koordinasi antara kebijakan makroprudensial dan mikropudensial sangat berperan penting dalam sebuah sistem baik kondisi makroekonomi maupun kondisi individual perusahaan
- c. Bagi peneliti yang akan mengkaji bidang yang sama dengan penelitian ini disarankan untuk menambahkan variabel lain yang memungkinkan dan menggunakan dummy variabel sebelum dan setelah krisis. Karena kontribusi yang dihasilkan pada sektor pada umumnya berubah pada saat kondisi ekonomi sedang lesu.

## DAFTAR PUSTAKA

- Adisetiawan, R. 2011. Keseimbangan Jangka Panjang antara Variabel Makro Ekonomi dengan Indeks Harga Saham. *Jurnal Trikonomika*, Vol.10 No.2, 72–84.
- Ajija, Schohrul R. Setianto, Rahmat H. Primarti, Martha R. *Cara Cerdas Menguasai E-views. 2011*. Salemba Empat.
- Akbar, P. P. 2008. Volatility Shock Persistence Pada Single Index Model dari Sembilan Indeks.
- Alena, E., Achسانی, N. A., & Andati, T. 2017. Dampak Guncangan Variabel Makroekonomi Terhadap Beta Indeks Sektoral Di BEI, Vol.3 No.3, 384–397.
- Amin, M. Z. 2012. Pengaruh Tingkat Inflasi, Suku Bunga SBI, Nilai Kurs Dollar (Usd/Idr), Dan Indeks Dow Jones (Djia) Terhadap Pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan Di Bursa Efek Indonesia (BEI) (Periode 2008-2011). *Jurnal Skripsi/ Muhammad Zuhdi Amin*, 1–17.
- Anderson, H. D., Balli, F., & Godber, C. 2017. The Effect Of Macroeconomic Announcements At A Sectoral Level In The US And European Union. *Research in International Business and Finance*.  
<https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.095>
- Bahmani-Oskooee, M., & Saha, S. 2016. Asymmetry Cointegration Between The Value Of The Dollar And Sectoral Stock Indices In The U.S. *International Review of Economics and Finance*, Vol. 46, 78–86.  
<https://doi.org/10.1016/j.iref.2016.08.005>
- Basuki, A. T., & Prawoto, N. 2016. Analisis Regresi dengan Pendekatan VECM, 1–25.
- Dornbusch, Rudiger: Fisher, Stanley: Startz, R. 2011. *Macroeconomics. McGraw-Hill*.  
Retrieved from <http://down.cenet.org.cn/upfile/8/2013711165518147.pdf>
- Ewing, B. T., Forbes, S. M., & Payne, J. E. (2013). The Effects Of Macroeconomic Shocks On Sector- Specific Returns The Effects Of Macroeconomic Shocks On Sector-Specific Returns, (August 2013), 37–41. <https://doi.org/10.1080/0003684022000018222>
- Fama, E. F. (1991). Efficient Capital Markets : II, *46*(5), 1575–1617.
- Giani, T. H., & Dalimunthe, Z. 2014. Hubungan antara Indeks Harga Saham dan Nilai Tukar Rupiah-Dollar Amerika Serikat Periode 2001-2013 : Dengan Kerangka Kointegrasi dan Hubungan Kausalitas, 1–22.
- Irawan, A., & Warjiyo, P. 2007. Analisis Perilaku Instabilitas Perekonomian Indonesia: Pendekatan Keterkaitan Ekonomi Makro, Perdagangan Internasional Dan Sektor Pertanian.
- Jammazi, R., Ferrer, R., Jareño, F., & Hammoudeh, S. M. 2017. Main Driving Factors Of The Interest Rate-Stock Market Granger Causality. *International Review of Financial Analysis*, Vol. 52, 260–280.  
<https://doi.org/10.1016/j.irfa.2017.07.008>
- Kewal, S. S. 2010. Pengaruh Inflasi, Suku Bunga, Kurs, Dan Pertumbuhan Pdb Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan, 53–64.
- Law, S. H., & Ibrahim, M. H. 2014. The response of sectoral returns to macroeconomic shocks in the Malaysian stock market. *Malaysian Journal of Economic Studies*.
- Lingaraja, K., Selvam, M., & Vasanth, V. 2014. The Stock Market Efficiency Of Emerging Markets: Evidence From Asian Region. *Asian Social Science*, *10*(19), 158–168.  
<https://doi.org/10.5539/ass.v10n19p158>
- Lukman, G. (2018). Tantangan Saham Sektor Pertanian Indonesia, 6–7.
- Mardiana, L. F. (2016). Pengaruh Faktor Makro Ekonomi Terhadap Indeks Harga Saham Sektoral

Di Bursa Efek Indonesia (Data Bulanan Periode 2007-2014).

- Maski, G., & Satria, D. 2004. Asosiasi antara Kurs dan Harga Saham dengan Error Correction Model ( Studi Periode 2000-, (June).
- Maysami, R. C., Howe, L. C., & Hamzah, M. A. 2004. Relationship between Macroeconomic Variables and Stock Market Indices: Cointegration Evidence from Stock Exchange of Singapore's All-S Sector Indices. *Jurnal Pengurusan*, Vol.24, 47–77.
- Murtianingsih. 2012. Variabel Ekonomi Makro dan Indeks Harga Saham Gabungan. *Jurnal Manajemen Dan Akuntansi*, Vol.1 No.3, 1–12.
- Morgan Stanley Capital International <https://www.msci.com/>
- Nezky, M. 2013. Pengaruh Krisis Ekonomi Amerika Serikat Terhadap Bursa Saham Dan Perdagangan Indonesia. *Buletin Ekonomi Moneter Dan Perbankan*, Vol.15 No.3, 89–103.
- Nofiatin, I. 2013. Hubungan Inflasi, Suku Bunga, Produk Domestik Bruto, Nilai Tukar, Jumlah Uang Beredar, dan Indeks Harga Saham Gabungan ( IHSG ) Periode 2005 – 2011. *Jurnal Aplikasi Manajemen*, Vol.II No.66, 215–222.
- Nurrohman, M. 2013. Analisis Kausalitas Volatilitas Nilai Tukar Mata Uang dengan Kinerja Sektor Keuangan dan Sektor Rill. *Economics Development Analysis Journal*, Vol.2 No.4, 351–366.
- Ozbay, E. 2009. The Relationship Between Stock Returns and Macroeconomic Factors: Evidence from Turkey. *Financial Analysis and Fund Management, University ...*, 72.
- Rachmadanto, D. T., & Raharja. 2014. Analisis Pengaruh Faktor Fundamental Perusahaan dan Kondisi Ekonomi Makro Terhadap Underpricing Umum Perdana (Studi Empiris Pada Perusahaan Go Publik yang Terdaftar di BEI Pada Tahun 2008-2011). *Diponegoro Journal Of Accounting*, Vol.3 No.4, 1–12.
- Rachman, P. P. 2012. Analisis Pengaruh Variabel Makro Terhadap Return Indeks Sembilan Sektor Pada Bursa Efek Indonesia.
- Sahminan, & Kurniati, Y. 2000. Perilaku Ekspor Perusahaan Manufaktur Di Indonesia, 1990-2000, 1990–2000.
- Schiller, B. R. 2003. *The Macro Economy Today*.
- Slamet, A. P., Wahyudi, S., & Raharjo, S. T. 2016. Analisis Pengaruh Perubahan Variabel Ekonomi Makro Terhadap Return Indeks Sektoral Pada Sektor Primer, Sekunder, Dan Tersier, Serta Hubungan Kausalitas Antar Return Indeks Sektoral Di Bursa Efek Indonesia.
- Sowwan, M. A. 2005. Analisa Hubungan Antara Nilai Tukar Dengan Indeks Harga Saham Gabungan Di Indonesia. *Simposium Riset Ekonomi II Surabaya, 23-24 November 2005*, (November), 23–24.
- Srivastava, A. 2005. Relevance of Macro Economic factors for the Indian Stock Market, Vol.37 No.3.
- Stangl, J., Jacobsen, B., & Visaltanachoti, N. 2009. Sector Rotation over Business-Cycles. *Massey University, Department of Commerce, Auckland, New Zealand, Retrieved from Http://ssrn.Com/abstract 999100*, (2007). Retrieved from [http://www.fma.org/Reno/Papers/Sector\\_Rotation\\_across\\_Business\\_Cycles\\_FMA\\_2009.pdf](http://www.fma.org/Reno/Papers/Sector_Rotation_across_Business_Cycles_FMA_2009.pdf)
- Syarifuddin, F. 2015. Respon Kebijakan Nilai Tukar (Seri Kebanksentralan Bank Indonesia), (24).
- Tandelilin, Eduardus. 2010. *Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi*. Edisi Pertama. Yogyakarta.
- Wongbangpo, P., & Sharma, S. C. 2002. Stock Market And Macroeconomic Fundamental Dynamic Interactions : ASEAN-5 countries, 13.
- Widarjono, Agus. 2013. *Ekonometrika Pengantar dan Aplikasinya*. UPP STM YKPN.
- Wira, Desmond. 2014. *Analisis Fundamental Saham, Second Edition*. Exceed