

ANALISIS PENGARUH KEBEBASAN EKONOMI TERHADAP HARGA SAHAM DI LIMA NEGARA ASEAN

Dwi Wulandari

Universitas Negeri Malang
email: wulan501@yahoo.com

Abstract. *The purpose of this research was to test whether economic freedom (business freedom, trade freedom, fiscal freedom, government size, monetary freedom, investment freedom, financial freedom, property rights, freedom from corruption had impact to stock prices in five ASEAN countries namely Singapore, Malaysia, Philippine, and Indonesia. We used a quantitative approach by applying multiple regression with pooling data in the period of 1998-2013. The result showed that there were seven variables influenced stock prices in ASEAN, five variables with positive impact, they were government size, fiscal freedom, financial freedom, monetary freedom, trade freedom and two variables with negative impact. They were business freedom and property rights. While freedom from corruption and investment freedom, had no impact on stock prices. The result of this research showed that there was a relationship between the institutional aspect of a country and the stock price in the country. This has been shown by the relationship between economic freedom and stock prices in five ASEAN countries.*

Keywords: stock price, economic freedom, business freedom, trade freedom, fiscal freedom, government size, monetary freedom, investment freedom, financial freedom, property rights, freedom from corruption

1. Pendahuluan

Penelitian tentang faktor-faktor apakah yang mempengaruhi harga saham di ASEAN sampai saat ini belum banyak dilakukan, kecuali pada saat periode krisis moneter tahun 1997. Hasil penelitian terdahulu pun sangat bervariasi dan belum dapat menjelaskan sebenarnya faktor-faktor apakah yang mempengaruhi harga saham di pasar modal yang ada di ASEAN. Mengetahui faktor-faktor apa yang mempengaruhi pergerakan harga saham sangat penting bagi seorang investor.

Liberalisasi pasar keuangan di lima negara ASEAN (Indonesia, Malaysia, Filipina, Singapore dan Thailand) pada tahun 1980an menghasilkan aliran modal masuk yang cukup besar di negara-negara tersebut. Terjadilah ekspansi pasar keuangan dan pasar modal. Tetapi liberalisasi ini tidak didukung dengan regulasi dan pengawasan sistem keuangan yang kuat sehingga justru memicu krisis moneter pada tahun 1997.

Pasar modal ASEAN telah mengalami berbagai perkembangan misalnya dengan paket-paket deregulasi untuk mempermudah transaksi saham dan membuka pintu investasi untuk investor asing dan kemudahan investasi untuk negara-negara ASEAN sendiri. Sehingga, saat ini pasar modal di ASEAN telah mengalami perkembangan cukup pesat di satu sisi tetapi juga sangat rentan terhadap pengaruh berbagai perubahan kondisi ekonomi makro, sosial maupun politik di dalam maupun luar negeri. Pasar-pasar ini memiliki karakteristik yang hampir sama yaitu banyaknya spekulasi asing yang masuk ke pasar-pasar ini. *Financial Times* menyebutkan, *hot money* yang masuk ke pasar di kawasan Asia pada 2009, mencapai US\$ 26 miliar. Besarnya *hot money*, akan membuat pergerakan indeks harga saham akan dipengaruhi oleh investor asing. Investor asing bisa dengan mudah menarik dan memasukkan dananya ke suatu

negara. *Capital outflow* dan *inflow* sangat mempengaruhi pergerakan harga saham. Arus modal asing yang masuk ke negara-negara ASEAN turut mewarnai bursa saham di negara-negara ini. Masuknya modal asing, salah satunya dipengaruhi oleh semakin terbukanya pasar modal di kawasan ASEAN. Keterbukaan suatu negara bisa terwakili salah satunya adalah dengan melihat indeks kebebasan ekonomi di suatu negara. Indeks ini disusun oleh James Gwartney, Robert A. Lawson dan Walter E. Block dari *Heritage Foundation* dan *Wall Street Journal*. Keterbukaan dan kebebasan ekonomi memang menjadi isu yang banyak diperbincangkan dewasa ini. Menurut Gwartney dan Lawson (1996), semakin tinggi tingkat kebebasan ekonomi di suatu negara, semakin tinggi pula kemakmuran negara tersebut. Dalam lingkungan dimana tingkat kebebasan ekonomi di tiap negara sangat bervariasi, maka investor akan mengidentifikasi peluang investasi yang paling menarik dan menguntungkan.

2. Tinjauan Pustaka

Konsep bahwa nilai intrinsik saham adalah *present value* dari semua deviden di masa depan pertama kali muncul pada pertengahan abad ke 19. Aplikasi dari DCF untuk menilai harga saham di Amerika Serikat pertama kali ada pada masa perang dunia kedua. Preinreich (1932) membangun model dimana pendapatan diharapkan untuk terus tumbuh dalam periode tertentu dan berargumentasi bahwa DCF dapat menilai perusahaan-perusahaan yang tumbuh ini dengan baik dengan menggunakan metode menilai suatu asset menggunakan konsep nilai waktu dari uang. Semua aliran kas di masa depan diestimasi dan didiskon untuk menentukan nilainya saat ini. *Discount rate* yang digunakan merefleksikan resiko dari arus kas. Pada tahun 1938, John Burr Williams adalah orang pertama yang menggunakan metode DCF pada karyanya yang berjudul "*The Theory of Investment Value*".

Hubungan antara indeks kebebasan ekonomi dengan harga saham juga pernah diteliti oleh beberapa peneliti sebelumnya. Indeks ini disusun oleh Gwartney, Lawson dan Block. Indeks ini meliputi sepuluh komponen yaitu kebebasan berbisnis, kebebasan perdagangan, kebebasan fiskal, ukuran pemerintah, kebebasan moneter, kebebasan investasi, kebebasan finansial, hak milik (*property rights*), kebebasan dari korupsi, dan kebebasan tenaga kerja. Beberapa penelitian terdahulu misalnya oleh Li (2002) menemukan bahwa negara-negara berkembang yang memiliki kebebasan ekonomi lebih tinggi dan perlindungan yang lebih kuat terhadap pemegang saham, memiliki kapitalisasi pasar saham yang lebih tinggi. Keterbukaan terhadap perdagangan juga berpengaruh kondusif terhadap pertumbuhan pasar saham. La Porta (1997) menemukan bahwa negara yang memiliki perlindungan hukum yang kuat terhadap investor (salah satu komponen dalam indeks kebebasan ekonomi), memiliki pasar saham yang lebih besar dan kuat. Levine dan Zervos (1998), menyimpulkan bahwa kapitalisasi pasar modal menjadi semakin besar seiring dengan liberalisasi pasar modal di suatu negara. Perotti dan van Oijen menemukan bahwa privatisasi di negara berkembang mengurangi resiko politis dan meningkatkan return saham. Sedangkan Stocker (2005) menemukan bahwa semakin tinggi tingkat kebebasan ekonomi di suatu negara, akan semakin tinggi pula return saham di negara tersebut. Li dan Ng (2004) menemukan hubungan empiris antara korupsi dengan harga saham. Alasannya adalah korupsi akan mempengaruhi *corporate governance*. Ketika korupsi meningkat, pengawasan melemah dan *corporate governance* memburuk sehingga menurunkan penilaian saham. Pasar Keuangan akan berkembang lebih baik pada negara yang memiliki legal framework yang kuat (La

Porta, 1998, Becks, 2003). Pasar Keuangan yang berkembang membuat perusahaan lebih mudah menarik dana investasi (Demirguc-Kunt dan Maksimovic, 1998), Rajan dan Zingales (1998).

3. Metode Penelitian

3.1 Analisis Regresi Berganda

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah indeks kebebasan ekonomi yang datanya diambil dari The Heritage Foundation serta harga saham yang diwakili oleh indeks harga saham gabungan selama periode tahun 1998-2013. Formula yang digunakan untuk menguji persamaan adalah regresi antara variabel bebas yaitu kebebasan ekonomi dengan variabel terikat harga saham. Uji asumsi klasik digunakan untuk menganalisis penyakit statistik yang ada pada model regresi yang telah diperoleh dan selanjutnya menghilangkan penyakit tersebut. Dalam penelitian ini uji asumsi klasik yang digunakan antara lain: uji normalitas digunakan untuk mengetahui normal tidaknya data yang akan diperoleh. Uji normalitas dilakukan dengan uji nilai *Kolmogorov Smirnov* menggunakan program analisis statistik SPSS. Apabila nilai probabilitas $\geq 0,05$ maka data dinyatakan berdistribusi normal, sebaliknya jika nilai probabilitas $< 0,05$ maka data dinyatakan berdistribusi tidak normal, uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (Ghozali, 2007). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi di antara variabel independen. Untuk mengujinya digunakan dengan melihat nilai *variance inflation factor* (VIF) dan *tolerance*. Berdasarkan hasil output SPSS, apabila nilai VIF < 10 dan nilai *tolerance* $> 0,1$ dapat disimpulkan bahwa asumsi adanya multikolinieritas ditolak, uji autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode sebelumnya (Ghozali, 2007). Untuk menguji keberadaan autokorelasi dalam penelitian ini digunakan statistik d dari Durbin-Watson (*DW test*) dimana angka-angka yang diperlukan dalam metode tersebut adalah dL (angka yang diperoleh dari tabel DW batas bawah), dU (angka yang diperoleh dari tabel DW batas atas), $4 - dL$ dan $4 - dU$. Jika nilainya mendekati 2 maka tidak terjadi autokorelasi, sebaliknya jika mendekati 0 atau 4 maka terjadi autokorelasi (+/-), uji heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain (Ghozali, 2007). Heteroskedastisitas akan mengakibatkan penaksiran koefisien-koefisien regresi menjadi tidak efisien. Hasil penaksiran akan menjadi kurang dari semestinya. Heteroskedastisitas bertentangan dengan salah satu asumsi dasar regresi linier, yaitu bahwa variasi residual sama untuk semua pengamatan atau disebut homoskedastisitas. (Gujarati, 1991). Salah satu prosedur uji yang digunakan untuk mendeteksi gejala heteroskedastisitas adalah memperhatikan pola diagram pencar antar nilai prediksi dengan nilai residual. Apabila diagram pencar termasuk berpola, maka asumsi non heteroskedastisitas tidak terpenuhi, sedangkan bila tidak berpola (acak) maka asumsi non heteroskedastisitas terpenuhi. Pengujian hipotesis pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat secara parsial menggunakan uji t dengan taraf signifikansi 0,05. Dasar pengambilan keputusan dilakukan dengan membandingkan nilai signifikansi dengan nilai α sebesar 5%, jika nilai signifikansi $> \alpha$ maka variabel independen tidak mempunyai pengaruh terhadap variabel dependen (H_0 diterima), sedangkan jika nilai

signifikansi $< \alpha$ maka variabel independen mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen (H_1 diterima) (Ghozali, 2007).

Pengujian hipotesis pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat secara simultan (serentak) menggunakan *uji F* dengan taraf signifikansi 0,05. Dasar pengambilan keputusan yaitu jika nilai $F > 4$ maka secara bersamaan semua variabel independen mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen, atau dengan kata lain H_0 ditolak dan H_1 diterima. (Ghozali, 2007). Koefisien determinasi (R^2) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen (Ghozali 2006). Nilai koefisien determinasi adalah antara 0 sampai 1. Nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen amat terbatas. Nilai yang mendekati 1 berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen.

Formula yang digunakan untuk menguji persamaan regresi antara variabel bebas kebebasan berbisnis (X_1), kebebasan perdagangan (X_2), kebebasan fiskal (X_3), ukuran pemerintah (X_4), kebebasan moneter (X_5), kebebasan investasi (X_6), kebebasan finansial (X_7), hak milik (*property rights*) (X_8), kebebasan dari korupsi (X_9) dengan variabel harga saham (Y), adalah rumus persamaan regresi ganda dengan tiga belas variabel bebas dan satu variabel terikat, yakni:

$$Y = a + b_1 X_1 + b_2 X_2 + b_3 X_3 + b_4 X_4 + b_5 X_5 + b_6 X_6 + b_7 X_7 + b_8 X_8 + b_9 X_9 + e$$

Keterangan:

- Y = nilai variabel Y
- x = nama variabel
- b = koefisien variabel X
- a = bilangan konstanta

4. Hasil dan Pembahasan

Tabel 1
Ringkasan Hasil Analisis Regresi

Variabel Bebas	Koefisien
Sing	280.995*
Mal	-322.762*
Tha	-696.166*
Fil	837.813*
Kebebasan Korupsi	0.319 ^{ns}
Hak Kepemilikan	-4.002*
Ukuran Pemerintah	14.917*
Kebebasan Finansial	3.428*
Kebebasan Fiskal	25.404*
Kebebasan Investasi	0.590 ^{ns}
Kebebasan Moneter	6.388*
Kebebasan Bisnis	-4.011*
Kebebasan Perdagangan	15.104*

Keterangan: ns = tidak signifikan ; ** = signifikan pada tingkat 1% ; * = signifikan pada tingkat 5%
Sumber: Data diolah

Secara ringkas dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Hipotesis pertama yang menyatakan bahwa kebebasan ekonomi berpengaruh positif secara signifikan terhadap harga saham di lima negara ASEAN yang dibagi menjadi sub hipotesis sebagai berikut
 - Hipotesis yang menyatakan bahwa kebebasan berbisnis berpengaruh positif secara signifikan terhadap harga saham di lima negara ASEAN ditolak. Meskipun berpengaruh secara signifikan, tetapi kebebasan berbisnis memiliki pengaruh yang negatif terhadap harga saham.
 - Hipotesis yang menyatakan bahwa kebebasan finansial berpengaruh positif secara signifikan terhadap harga saham di lima negara ASEAN diterima
 - Hipotesis yang menyatakan bahwa kebebasan fiskal berpengaruh positif secara signifikan terhadap harga saham di lima negara ASEAN diterima
 - Hipotesis yang menyatakan bahwa kebebasan perdagangan berpengaruh positif secara signifikan terhadap harga saham di lima negara ASEAN diterima
 - Hipotesis yang menyatakan bahwa ukuran pemerintah berpengaruh positif secara signifikan terhadap harga saham di lima negara ASEAN diterima
 - Hipotesis yang menyatakan bahwa hak kepemilikan (*property rights*) berpengaruh positif secara signifikan terhadap harga saham di lima negara ASEAN ditolak. Meskipun berpengaruh secara signifikan, tetapi hak kepemilikan memiliki pengaruh yang negatif terhadap harga saham.
 - Hipotesis yang menyatakan bahwa kebebasan dari korupsi berpengaruh positif secara signifikan terhadap harga saham di lima negara ASEAN ditolak. Meskipun memiliki koefisien yang positif, kebebasan dari korupsi tidak berpengaruh secara signifikan terhadap harga saham
 - Hipotesis yang menyatakan bahwa kebebasan investasi berpengaruh positif secara signifikan terhadap harga saham di lima negara ASEAN ditolak. Meskipun memiliki koefisien yang positif, kebebasan investasi tidak berpengaruh secara signifikan terhadap harga saham
 - Hipotesis yang menyatakan bahwa kebebasan moneter berpengaruh positif secara signifikan terhadap harga saham di lima negara ASEAN diterima
2. Variabel negara berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Artinya, terdapat perpisahan yang jelas antara kategori negara dalam harga saham. Ini ditunjukkan oleh intersep yang berbeda di masing-masing negara. Singapura memiliki intersep sebesar -2790.825, Malaysia memiliki intersep sebesar -3394.582, Thailand memiliki intersep sebesar -3767.986, Filipina memiliki intersep sebesar -2234.007 dan Indonesia memiliki intersep sebesar -3071.82. Artinya apabila seluruh variabel bebas dianggap konstan maka Filipina akan memiliki indeks harga saham tertinggidiusul oleh Singapura, Malaysia, Indonesia dan Thailand. Perbedaan intersep ini selain disebabkan oleh kondisi pasar modal di masing-masing negara, kondisi sosial, politik, struktur ekonomi, kondisi perdagangan internasional dan juga dimungkinkan disebabkan oleh cara perhitungan indeks harga saham yang berbeda di masing- masing negara. Untuk Filipina dan Singapura yang memiliki intersep tertinggi diantara kelima negara, indeks harga sahamnya dihitung dari nilai tertimbang dari tiga puluh perusahaan representatif di masing-masing negara. Sedangkan untuk negara-negara lainnya, indeks sahamnya dihitung dari nilai tertimbang semua saham yang terdaftar di pasar modal.

Kebebasan bisnis berpengaruh negatif terhadap harga saham. Baumol (1990) menyatakan apabila *entrepreneur* didefinisikan sebagai orang yang banyak akal

dan kreatif dalam menambah kesejahteraan, kekuatan dan *prestise* mereka maka bagaimana mereka mengimplementasikan kreativitas mereka adalah tergantung dari insentif yang disediakan oleh perekonomian. Apabila sistem memberikan insentif untuk aktivitas produktif, maka mereka akan menciptakan bisnis baru. McCardle (2011) dalam artikelnya “When freedom is bad for business” menyatakan bahwa kebebasan berbisnis tanpa dukungan fundamental sosial dan politik yang kuat hanya akan memicu “*entrepreneurial corruption*”. Hal ini akan semakin memicu persaingan yang tidak sehat dan meningkatkan ketidakpastian sehingga justru akan berpengaruh negatif terhadap harga saham. Kebebasan finansial berhubungan positif dengan harga saham. Kebebasan finansial yang meningkat akan mengurangi biaya transaksi yang akan meningkatkan *expected cash flow* dan meningkatkan harga saham. Dalam penelitian ini, kebebasan finansial berpengaruh positif terhadap harga saham. Kebebasan fiskal berhubungan positif dengan harga saham. Semakin menurun beban fiskal, menunjukkan kebebasan yang meningkat akan meningkatkan *expected cash flow* dan meningkatkan harga saham. Diukur berdasar tiga faktor yaitu tarif pajak tertinggi pada pendapatan individu, tarif pajak tertinggi pada pendapatan perusahaan dan pendapatan pajak total sebagai prosentase dari GDP. Tingkat pajak marginal yang diterapkan pada individu akan berdampak pada harga yang dibayar untuk menyediakan *entrepreneurial venture*. Kebebasan perdagangan berpengaruh positif terhadap harga saham. Kebebasan Perdagangan memungkinkan perusahaan meraih pasar internasional. Hal ini akan meningkatkan *expected cash flow* dan meningkatkan harga saham. Ukuran pemerintah berpengaruh positif terhadap harga saham. Ukuran pemerintah yang lebih kecil dalam hal konsumsi dan investasi menyebabkan perusahaan menghadapi persaingan yang menurun dengan pemerintah dalam hal investasi modal dan pangsa pasar. Keputusan investor untuk berinvestasi ternyata dipengaruhi secara positif oleh ukuran pemerintah. Hak kepemilikan berpengaruh negatif terhadap harga saham. Semakin rendah hak kepemilikan, harga saham akan semakin tinggi. Ini mungkin disebabkan karena perlindungan hak kepemilikan lebih mengimplikasikan perlindungan di sektor riil. Pada negara-negara dengan hak kepemilikan rendah, investor akan lebih suka berinvestasi di pasar keuangan dengan membeli saham dibandingkan dengan berinvestasi di sektor riil karena rendahnya perlindungan hak kepemilikan di sektor riil. Sedangkan di sektor keuangan, investor bisa lebih mudah mendapat keuntungan jangka pendek, sehingga tidak perlu khawatir terhadap resiko hak kepemilikan. Ini akan meningkatkan permintaan akan saham dan meningkatkan harga saham.

Selain itu Hale, Razin dan Tong (2006) menyatakan perlindungan dan jaminan pemerintah yang tinggi terhadap hak kepemilikan bisa memicu timbulnya *moral hazard*. Terutama apabila tidak didukung oleh fundamental politik dan sosial yang kuat. Ini disebabkan karena hak kepemilikan (*property rights*) adalah penilaian kemampuan individu untuk mengakumulasi kepemilikan pribadi, yang dijamin oleh hukum yang jelas yang didukung oleh negara. Pada negara dengan pemerintahan yang korup yang tidak didukung oleh fundamental politik dan sosial yang kuat, akan terjadi persaingan pengakumulasian kepemilikan pribadi yang tidak sehat. Hal ini justru akan menimbulkan ketidakpastian dan akibatnya menurunkan harga saham. Kebebasan dari korupsi tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Pada penelitian ini kebebasan dari korupsi nampaknya tidak menjadi pertimbangan bagi investor untuk menjual atau membeli saham. Hal ini mungkin disebabkan oleh

karakteristik investor di pasar modal ASEAN yang lebih mementingkan keuntungan jangka pendek (*capital gain*) dan melakukan aktivitas jual beli saham secara singkat sehingga unsur fundamental seperti bebas tidaknya negara tersebut dari korupsi tidak menjadi pertimbangan karena investor tidak berniat untuk melakukan investasi saham dalam jangka panjang. Dalam penelitian ini, kebebasan investasi tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Hal ini mungkin disebabkan oleh komponen perhitungan untuk kebebasan investasi yang lebih terkait dengan investasi di sektor riil yaitu melihat bagaimana birokrasi dan batasan investasi di suatu negara, kepemilikan properti, investasi sektoral, pengambil alihan dan kontrol modal oleh pemerintah. Komponen-komponen dalam perhitungan kebebasan dari investasi tidak terkait secara langsung dengan sektor keuangan dan tidak berpengaruh secara langsung terhadap harga saham. Kebebasan moneter berpengaruh positif terhadap harga saham. Kebebasan moneter mengimplikasikan inflasi yang lebih stabil dan mekanisme harga yang berjalan dengan baik. Hal ini akan mengurangi ketidakpastian yang lalu akan mengurangi *discount rate* dan meningkatkan harga saham. Kebebasan Moneter mengkombinasikan ukuran stabilitas harga dengan pengukuran kontrol harga. Baik inflasi maupun kontrol harga akan mendistorsi aktivitas pasar. Penilaiannya berdasar pada dua faktor yaitu tingkat inflasi rata-rata tertimbang dan kontrol harga. Data diambil dari *International Monetary Fund*. Kebebasan moneter bagi ekonomi pasar, sama dengan kebebasan berbicara dalam demokrasi. Orang-orang bebas membutuhkan mata uang yang stabil sebagai alat tukar dan penyimpan nilai dan tanpa kebebasan moneter, hal ini sulit dalam jangka panjang. Mata uang suatu negara dikontrol oleh kebijakan moneter pemerintah. Dengan kebijakan moneter untuk menjaga stabilitas, orang dapat bergantung pada harga pasar untuk masa depan. Investasi, tabungan dan rencana-rencana jangka panjang lebih mudah untuk dibuat dan individu menikmati kebebasan ekonomi yang lebih tinggi.

5. Kesimpulan dan Saran

Berdasarkan hasil analisis penelitian yang telah diuraikan pada bab sebelumnya, maka dapat disimpulkan bahwa ada keterkaitan antara aspek institusional suatu negara dengan harga saham di negara tersebut. Ini ditunjukkan oleh keterkaitan antara kebebasan ekonomi dengan harga saham di lima negara ASEAN. Hal ini menunjukkan bahwa campur tangan pemerintah dalam kegiatan ekonomi memang diperlukan tetapi campur tangan yang terlalu besar justru menimbulkan dampak yang kurang baik di pasar modal. Beban fiskal yang rendah, rendahnya hambatan perdagangan, birokrasi yang tidak berbelit-belit, kestabilan inflasi, berkurangnya kontrol harga, campur tangan yang rendah di sektor perbankan dan jasa-jasa keuangan memberikan dampak yang baik bagi harga saham. Tetapi kebebasan yang meningkat juga harus didukung oleh fundamental sosial dan politik yang kuat agar tidak menimbulkan dampak negatif yaitu terjadinya persaingan yang tidak sehat yang justru menimbulkan ketidakpastian dan membuat investor enggan untuk berinvestasi.

Daftar Pustaka

Adrangi, Bahrn. 2000. *Inflation, Output and Stock Prices: Evidence from Brazil*. The Journal of Applied Business Research

- Atmadja, Adwin. 2004. *The Granger causality Tests for The Five ASEAN Countries Stock Markets and Macroeconomic Variables During and Post the 1997 Asian Financial Crisis*. Jurnal Universitas Petra
- Bekaert, G., Harvey, CR, Lundbland C. 1998. *Distributional Characteristics of Emerging Market Returns and Asset Allocation*. Journal of Portfolio Management
- Chen, Naifu. 1986. *Economic Forces and the Stock Market*. The Journal of Business vol 59
- Crowder, W.J. 2006. *The Interaction of Monetary Policy and Stock Returns*. The Journal of Financial Research vol 29
- Fama, E.F. 1981. *Stock Returns, Real Activity, Inflation and Money*. American Economic Review 71
- Geske, R., Roll, R. 1983. *The Fiscal and Monetary Linkage Between Stock Returns and Inflation*. Journal of Finance vol 38
- Gultekin, N Bullent. 1983. *Stock market Returns and Inflation: Evidence from other Countries*. The Journal of Finance vol 38
- Gunasekarege, Abeyratna. 2004. *Macroeconomic Influence on the Stock Market : Evidence from an Emerging Market in South Asia*. Journal of Emerging Market Finance
- Gwartney, J., and Lawson, R. 2004. *Economic Freedom of the World: 2004 Annual Report*. Vancouver, B.C.: Fraser Institute.
- Harjito, Agus. 2004. *Stock Price and Exchange rate causality: The Case of Four ASEAN Countries*. Southwestern Economic Review
- Humpe, Andreas. 2007. *Can Macroeconomic Variables Explain Long Term Stock Market Movements? A Comparison Of The US And Japan*. Centre for Dynamic Macroeconomic Analysis Working paper Series
- Islam I. 2004. *A Time Series Analysis and Modelling of The Thai Stock Market*. International Business Management Conference
- Jones, C.M. Kaul. G. 1996. *Oil and The Stock Markets*. Journal of Finance
- Liow, K.H., Huang, Q. 2006. *Interest Rate Risk and Time Varying Excess Returns for Asian Property Stocks*. Journal of Property, Investment and Finance vol 24
- Maysami, Ramin C. 2004. *Relationship Between Macroeconomic Variables And Stock Market Indices: Cointegration Evidence From Stock Exchange Of Singapore's All-S Sector Indices*. Jurnal Pengurusan
- Maysami, R.C., Koh, T.S. 1998. *A Vector Error Correction Model of the Singapore Stock Market*. International Review of Economics and Finance vol 9
- Mukherjee, Tarun K and Naka, Atsuyuki. 1995. *Dynamic Relations between Macroeconomic Variables and the Japanesse Stock market: An Application of a VECM*. The Journal of Financial Research vol 18
- Muradoglu T, Metin, M. 1998. *Are There Trends Toward Efficiency For Emerging Markets? Cointegration Between Stock Prices And Monetary Variables At Istanbul Stock Exchange*. Applied Financial Economics