

Pengaruh Suku Bunga, Inflasi dan Nilai Tukar Terhadap Stock Returns pada Subsectors Industri Pariwisata yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada Tahun 2011-2015

Alfindo Jananto
Fakultas Bisnis dan Ekonomi, Universitas Kristen Petra
Jl. Siwalankerto 121 – 131, Surabaya 60236
Email: alfindo92@ymail.com

ABSTRAK

Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui ada atau tidak adanya pengaruh suku bunga, inflasi dan nilai tukar terhadap stock returns pada subsectors industri pariwisata yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2011-2015. Percepatan sektor pariwisata yang telah dilakukan membuat sektor pariwisata di Bursa Efek Indonesia (BEI) akan menjadi sektor yang menarik untuk diteliti. Kemungkinan sektor pariwisata di BEI menjadi sektor yang menguntungkan untuk investasi selama beberapa tahun kedepan karena program-program pemerintah yang menguntungkan sektor pariwisata di BEI. Dalam penelitian ini teknik analisa yang digunakan adalah Analisis Data Kuantitatif dengan metode Uji Normalitas, Uji Multikolinearitas, Uji Heteroskedastisitas, Uji Autokorelasi, Uji T dan Uji F.

Kata kunci : Suku Bunga, Inflasi, Nilai Tukar dan Stock Returns

ABSTRACT

The Effect of Interest Rates, Inflation and Exchange Rate to Stock Returns on Enterprises in Tourism Industry Listed on the Indonesia Stock Exchange (BEI) In the year 2011-2015. Acceleration of the tourism sector that has been done to make the tourism sector in the Indonesia Stock Exchange (BEI) will be an interesting sector to be researched. The possibility of the tourism sector in the BEI become profitable sectors for investment over the next few years because of government programs that benefit the tourism sector in the BEI. In this research, an analytical technique used is the Quantitative Data Analysis with Normality Test methods, Multicollinearity Test, Heteroskidadstity Test, Autocorrelation Test, T Test and F Test.

Keyword : Interest Rates, Inflation, Exchange Rates and Stock Returns.

1. INTRODUCTION

Percepatan sektor pariwisata telah dilakukan, mengingat kunjungan wisatawan mancanegara (wisman) pada 2019 ditargetkan sebesar 20 juta orang atau dua kali lipat dari pencapaian tahun 2015 yang sebanyak 10 juta wisman. Sektor pariwisata tahun 2019 dapat memberikan kontribusi pada Produk Domestik Bruto Nasional sebesar 8%, devisa sebesar Rp 240 triliun, lapangan kerja di bidang pariwisata sebanyak 13 juta orang, target kunjungan jumlah perjalanan wisnus sebanyak 260 juta perjalanan dengan uang yang dibelanjakan sebesar Rp 223,6 triliun, kontribusi

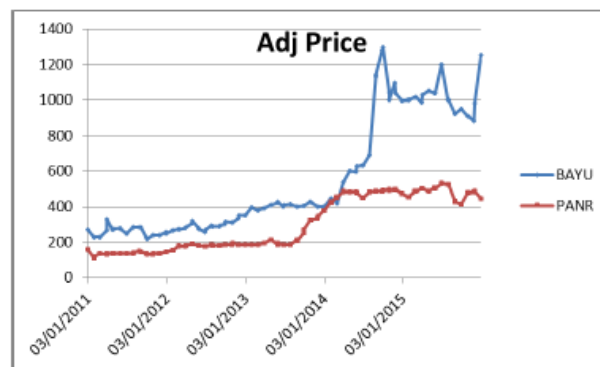
pariwisata terhadap PDB nasional akan meningkat menjadi 5%; dan jumlah lapangan kerja yang diciptakan menjadi 11,7 juta tenaga kerja.

Sementara itu capaian pariwisata 2015; jumlah kunjungan wisman sebanyak 10 juta; jumlah perjalanan wisnus 255 juta; kontribusi pariwisata terhadap PDB Nasional sebesar 4%; devisa yang dihasilkan sekitar Rp 155 triliun, dan lapangan kerja yang diciptakan sebanyak 11,3 juta ; angka indek daya saing naik signifikan 20 poin menjadi ranking 50 dari 141 negara. Target pertumbuhan pariwisata tahun 2016 sebesar 20% berarti empat kali lipat dari pertumbuhan perekonomian nasional sehingga percepatan harus dilakukan dengan pendekatan great spirit, grand strategi, yakni bagaimana mendapatkan hasil yang luar biasa dengan cara yang tidak biasa. UNWTO (United Nations World Tourism Organiation) dalam the International Recommendations for Tourism Statistics 2008 menyatakan bahwa Industri Pariwisata meliputi; Akomodasi untuk pengunjung, Kegiatan layanan makanan dan minuman, Angkutan penumpang, Agen Perjalanan Wisata dan Kegiatan reservasi lainnya, Kegiatan Budaya, Kegiatan olahraga dan hiburan. UNWTO merupakan Badan Kepariwisata Dunia dibawah naungan PBB. Menurut Undang-Undang Pariwisata no 10 tahun 2009, Industri Pariwisata adalah kumpulan usaha pariwisata yang saling terkait dalam rangka menghasilkan barang dan/atau jasa bagi pemenuhan kebutuhan wisatawan dalam penyelenggaraan pariwisata.

Percepatan sektor pariwisata yang telah dilakukan membuat sektor pariwisata di Bursa Efek Indonesia (BEI) akan menjadi wisman sebanyak 20 juta wisman dan pergerakan wisatawan nusantara (wisnus) sebanyak 275 juta, serta indeks daya saing pariwisata Indonesia berada di ranking 30 dunia (Kementerian Pariwisata, 2016).

Presiden Joko Widodo menetapkan tahun 2016 sebagai tahun percepatan dalam rangka mewujudkan pencapaian target pembangunan di masing-masing sektor. Pada 2016 ini, pariwisata ditargetkan mencapai 12 juta kunjungan wisman dengan devisa diproyeksikan sebesar Rp 172 triliun, sektor yang menarik untuk diteliti. Kemungkinan sektor pariwisata di BEI menjadi sektor yang menguntungkan untuk investasi selama beberapa tahun kedepan karena program-program pemerintah yang menguntungkan sektor pariwisata di BEI.

Gambar Adj Price Chart BAYU dan PANR di BEI 2011-2015



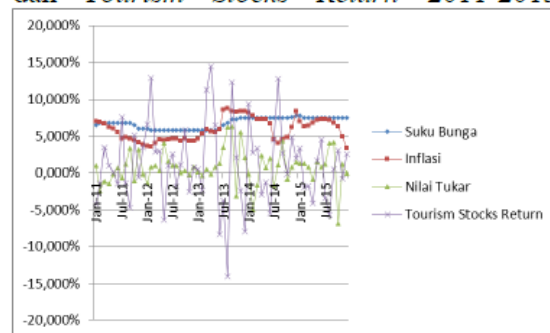
Sumber: Yahoo Finance, 2017.

Saham BAYU dan saham PANR adalah sampel yang menggambarkan Industri Pariwisata di BEI. Total stocks return BAYU dan PANR di BEI dari tahun 2011 sampai tahun 2015 adalah 462.96% dan 279.91%. Dari pengamatan pergerakan Gambar 1.1. di saham BAYU

dan saham PANR di BEI dari tahun 2011 sampai tahun 2015 menggambarkan saham BAYU dan saham PANR menarik sebagai investasi, pada hal Industri Pariwisata di BEI dari tahun 2011 sampai tahun 2015 bukan prioritas ekonomi pemerintah Indonesia. Kemungkinan besar Industri Pariwisata di BEI dari tahun 2016 sampai tahun 2019 memiliki total stocks return yang lebih baik daripada tahun tahun 2011 sampai tahun 2015, karena Industri Pariwisata di BEI dari tahun 2016 sampai tahun 2019 menjadi prioritas ekonomi pemerintah Indonesia.

Setelah mengetahui menguntungkannya Industri Pariwisata di BEI sebagai investasi, kita perlu tahu hal-hal apa saja yang mempengaruhi harga saham sektor pariwisata. Kondisi makroekonomi dapat mempengaruhi harga saham pada suatu pasar modal. Beberapa faktor makroekonomi yang dapat mempengaruhi harga saham, antara lain suku bunga, inflasi, dan nilai tukar (Bodie, Kane dan Marcus; 2007).

Gambar Suku Bunga, Inflasi, Nilai Tukar dan *Tourism Stocks Return* 2011-2015



Sumber: www.bi.go.id dan Yahoo Finance, 2017.

Campbell (1985) mengatakan bahwa suku bunga dapat memprediksi stock returns. Bashir dan Hassan (1997) menyelidiki hubungan antara sensitivitas suku bunga dan stock returns di Uni Emirat Arab memberikan beberapa bukti bahwa stock returns dari bank-bank komersial adalah sensitif terhadap tingkat suku bunga. Hubungan antara stock returns dan suku suku bunga di Sri Lanka dipelajari oleh Premawardane (1997) menggunakan data mingguan dan bulanan untuk periode Januari 1990 sampai Desember 1995.

Humpe dan Macmillan (2007) mengatakan bahwa ada hubungan negatif antara suku bunga dan harga saham dalam negara Amerika Serikat, menggunakan data Amerika Serikat dan Jepang. Di Singapura penelitian dari Maysami, Howe dan Hamzah, (2004) juga menemukan hubungan negatif antara suku bunga dan stock returns jangka panjang sementara Nasseh dan Strauss (2000) menemukan hubungan yang sama di Prancis, Jerman, Italia, Belanda, Swiss dan Inggris. Namun, Ratanapakorn dan Sharma (2007) di Amerika Serikat menemukan bahwa harga saham berhubungan negatif dengan tingkat suku bunga dalam jangka panjang, sementara hubungan positif antara harga saham dan tingkat suku bunga dalam jangka pendek.

Lee et al (2000) menggunakan Auto-Regressive Integrated Moving Average (ARIMA) model untuk menguji dampak dari hiperinflasi Jerman di tahun 1920-an terhadap stock returns.

Hasil studi ini menunjukkan bahwa hiperinflasi di Jerman pada awal tahun 1920-an ada hubungan jangka panjang dengan stock returns.

Hubungan mendasar antara stock returns dan inflasi adalah sangat positif. Hasil studi ini menyimpulkan bahwa saham biasa muncul menjadi pelindung nilai terhadap inflasi selama periode yang diteliti. Choudhry (2001) dalam studinya tentang dampak inflasi terhadap stock returns di beberapa negara terpilih di Amerika Latin dan Tengah (Argentina, Chile, Meksiko dan Venezuela) 1981-1996, juga menggunakan model ARIMA. Hasilnya mengungkapkan bahwa ada satu-hubungan ke-satu antara tingkat saat pengembalian nominal dan inflasi untuk Argentina dan Chile. Hasil mereka juga mengungkapkan bahwa inflasi mempengaruhi stock returns dan hasil ini mengambil kesimpulan bahwa saham bertindak sebagai pelindung nilai terhadap inflasi. Ugur (2005) dalam studi tentang pengaruh inflasi terhadap stock returns di Turki 1986-2000 mengungkapkan bahwa inflasi yang diharapkan dan stock returns yang terjadi tidak berkorelasi. Hasil penelitian menunjukkan ada hubungan negatif antara inflasi dan stock returns yang mungkin disebabkan oleh dampak negatif dari inflasi tak terduga terhadap stock returns. Hasil ini tidak bertentangan dengan hipotesis Fisherian karena non korelasi dari inflasi dan *stock returns* yang terjadi tetapi hasil ini sejalan dengan hipotesis proxy untuk hubungan yang signifikan negatif ada antara dua variabel. Aperigis dan Eleftheriou (2002) Hasil penelitian juga sependapat bahwa ada hubungan negatif antara inflasi dan *stock returns* di Yunani daripada suku bunga dan *stock returns*. Studi yang sama seperti Adrangi et al (1999) dan Sellin (2001) juga mendukung hipotesis proxy. Khil dan Lee (2000) dalam penelitian mereka di sepuluh negara Pasifik dan Amerika Serikat mengungkapkan bahwa semua negara kecuali Malaysia hubungan negatif antara inflasi dan *stock returns*.

Sejauh mengukur ekspektasi nilai tukar yang bersangkutan, Marey (2004) mengatakan berdasarkan data survei bahwa harapan jangka panjang tidak hanya heterogen, tetapi juga tidak efektif dijelaskan oleh ekspektasi rasional. Untuk penelitian ini, dampak dari perubahan kurs berpengaruh negatif terhadap *stock returns*.

Tsen (2011) mengatakan bahwa nilai tukar memainkan peran penting dalam penentuan investasi dan sistem perdagangan internasional sebagai apresiasi nilai tukar dapat menyebabkan ekspor terbelakang, perubahan jumlah pembayaran utang yang perlu harus dilakukan dan pertumbuhan dari arus masuk dari investasi langsung asing. Ekonomi secara keseluruhan dapat dipengaruhi oleh perubahan nilai tukar. Untuk penelitian ini, dampak dari perubahan kurs berpengaruh positif terhadap *stock returns*.

Dari penjelasan latar belakang diatas dapat dirangkumkan bahwa saham-saham sektor pariwisata di Indonesia menarik untuk diteliti karena sektor pariwisata dari tahun 2016 sampai tahun 2019 menjadi prioritas ekonomi pemerintah Indonesia. Kondisi makroekonomi berdampak pada saham-saham sektor pariwisata di Indonesia. Pengukuran makro ekonomi yang digunakan dalam penelitian ini adalah Suku Bunga, Inflasi dan Nilai Tukar. Sedangkan saham pariwisata dibagi menjadi 2 bagian besar berdasarkan Akomodasi (Subsektor *Accommodation*, Subsektor *Attractions* dan Subsektor *Retail Service Support*) dan Transportasi (Subsektor *Carriers* dan Subsektor *Promotions & Distribution*).

Berdasarkan pada fakta dan fenomena dari latar belakang yang telah diuraikan di atas, maka permasalahan dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

1. Apakah Suku Bunga berpengaruh terhadap *Stock Returns* pada perusahaan-perusahaan industri pariwisata yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Pada Tahun 2011-2015 ?
2. Apakah Inflasi berpengaruh terhadap *Stock Returns* pada perusahaan-perusahaan industri pariwisata yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Pada Tahun 2011-2015 ?
3. Apakah Nilai Tukar berpengaruh terhadap *Stock Returns* pada perusahaan-perusahaan industri pariwisata yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Pada Tahun 2011-2015 ?

2. LITERATURE REVIEW

Industri Pariwisata

Mendefinisikan industri pariwisata adalah sulit. Pariwisata berarti hal yang berbeda untuk orang yang berbeda, karena itu adalah sebuah abstraksi dari berbagai kegiatan konsumsi yang menuntut produk dan jasa dari berbagai industri dalam perekonomian. Misalnya, OECD (1991) mengamati bahwa "pariwisata adalah sebuah konsep yang dapat diinterpretasikan secara berbeda tergantung pada konteks. 'Pariwisata' dapat mencakup para wisatawan, atau apa yang para wisatawan lakukan, atau agen yang melayani mereka, dan sebagainya.

Demikian pula, WTO (1995) mendefinisikan pariwisata sebagai "kegiatan orang-orang yang bepergian ke dan tinggal di tempat-tempat di luar lingkungan mereka tidak lebih dari satu tahun berturut-turut untuk bersantai, bisnis dan tujuan lain", sementara pada saat yang sama WTO (1996) menyatakan bahwa "pariwisata demikian istilah yang agak umum, yang dapat merujuk pada konsumsi wisatawan, untuk unit produksi penyediaan barang dan jasa terutama untuk wisatawan, atau bahkan untuk satu set unit hukum atau wilayah geografis terkait dengan cara atau lainnya untuk wisatawan."

Untuk meringkas dengan istilah yang lebih ringkas, pariwisata dapat didefinisikan sebagai seperangkat kegiatan sosial ekonomi dilakukan oleh atau untuk wisatawan. Pariwisata dilakukan oleh wisatawan sesuai dengan apa yang wisatawan lakukan, sementara pariwisata dilakukan untuk wisatawan sesuai dengan lembaga sosial ekonomi lainnya lakukan untuk mendukung kebutuhan wisatawan. Apa yang layak ditekankan adalah pariwisata didefinisikan bukanlah fenomena sisi permintaan murni maupun *pure supply side one* (*United Nation and World Tourism Organization*, 1993). Industri pariwisata, yang sama dengan banyak industri lain, terdiri dari sejumlah sektor. Sektor industri pariwisata dan elemen disediakan dalam *figure 1*.

Gambar Elements of the Tourism Industry

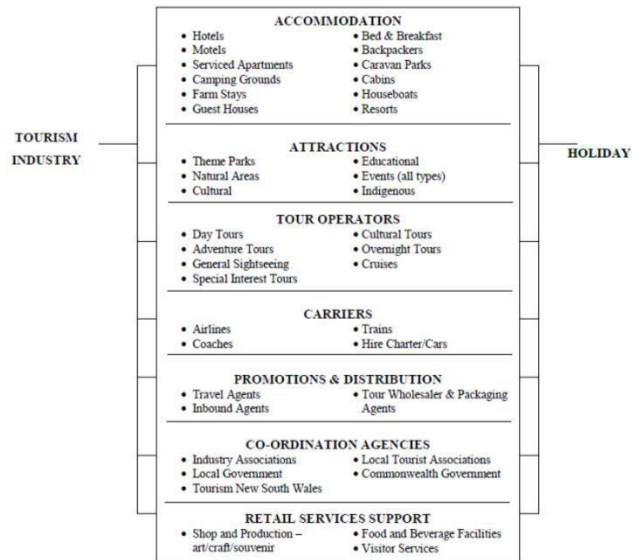


Figure 1. Elements of the Tourism Industry

Suku Bunga

Suku Bunga adalah biaya pinjaman atau harga yang dibayarkan untuk dana pinjaman tersebut biasanya dinyatakan dalam presentase (Mishkin, 2008). Oleh karena itu, bunga juga dapat diartikan sebagai uang yang diperoleh atas pinjaman yang diberikan. Suku bunga pada dasarnya mempunyai dua pengertian sesuai dengan peninjauannya yaitu bagi bank dan bagi pengusaha. Bagi bank, bunga adalah suatu pendapatan atau suatu keuntungan atas peminjaman uang oleh pengusaha atau nasabah. Dan bagi pengusaha bunga dianggap sebagai ongkos produksi ataupun biaya modal.

Suku bunga yang tinggi akan mendorong investor untuk menanamkan dananya di bank daripada menginvestasikannya pada sektor produksi atau industri yang memiliki tingkat risiko lebih besar. Sehingga dengan demikian, tingkat inflasi dapat dikendalikan melalui kebijakan tingkat suku bunga (Khalwaty, 2010:144).

Inflasi

Inflasi merupakan kenaikan hargabarang-barang secara umum yang disebabkan oleh turunnya nilai mata uang pada suatu periode tertentu. Nopirin (2009:25) mendefinisikan inflasi sebagai proses kenaikan harga-harga umum barang-barang secara terus-menerus.

Nilai Tukar

Nilai tukar merupakan harga di dalam pertukaran dan dalam pertukaran antara 2 macam mata uang yang berbeda, akan terdapat perbandingan nilai atau harga antara kedua mata uang tersebut. Perbandingan nilai inilah yang disebut kurs/*exchange rate* (Nopirin, 2009:163). Nilai tukar riil adalah nilai tukar nominal yang sudah dikoreksi dengan harga relatif yaitu harga-harga didalam negeri dibandingkan dengan harga-harga diluar negeri.

Hubungan antar Konsep

Arango (2002) menemukan bahwa beberapa bukti dari hubungan nonlinear dan terbalik antara harga saham di pasar saham Bogota dan tingkat bunga yang diukur dengan tingkat bunga pinjaman antar bank, yang sampai batas tertentu dipengaruhi oleh kebijakan moneter. Model menangkap fakta di pasar ini ketergantungan yang tinggi kembali dalam jangka waktu yang singkat. Temuan ini tidak mendukung efisiensi apapun pada pasar saham utama di Kolombia. Hsing (2004) mengadopsi model VAR struktural yang memungkinkan untuk penentuan simultan dari beberapa variabel endogen seperti, output, tingkat bunga riil, nilai tukar, indeks pasar saham dan menemukan bahwa ada hubungan terbalik antara harga saham dan tingkat bunga. Zordan (2005) mengatakan bahwa bukti sejarah menggambarkan bahwa harga saham dan tingkat bunga yang berbanding terbalik dengan baik diamati siklus ini kembali ke tahun 1880-an; lebih relevan dengan periode berikutnya untuk Perang Dunia II.

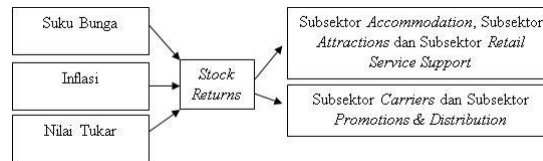
Studi empiris dapat diurutkan ke dalam tiga kelompok yang berbeda: studi peristiwa, studi horizon pendek, horizon panjang dan studi jangka panjang (Luintel dan Paudyal, 2006). Dari studi-studi, bukti menunjukkan bahwa ada efek negatif (atau signifikan) dari pengumuman inflasi tak terduga terhadap *stock returns*. Schwert (1981), Pearce dan Roley (1985), McQueen dan Roley (1993), Flannery dan Protopapadakis (2002), Graham et al. (1996) dan Adams et al. (2004) semua menemukan dampak negatif yang signifikan dari berita inflasi terhadap *stock returns*. Tapi Joyce dan Read (2002) tidak menemukan bukti yang signifikan dari dampak inflasi tak terduga pada harga saham. Studi empiris yang dilihat dari dua perspektif; jangka pendek dan jangka panjang.

Dari studi horizon pendek, sejumlah besar studi mendokumentasikan hubungan *cross-sectional* negatif antara *stock returns* dan inflasi. Contohnya termasuk Bodie (1976), Nelson (1976), Jaffe dan Mandelker (1976), Fama dan Schwert (1977), Geske and Roll (1983), James et al. (1985), Kaul (1987, 1990), Lee (1992), Graham (1996), Hess dan Lee's (1999). Mereka semua menemukan bahwa *stock returns* umumnya berhubungan negatif dengan inflasi.

Masalah hubungan inter-temporal antara *stock returns* dan nilai tukar baru-baru ini menjadi perdebatan para ekonom, untuk alasan teoritis dan empiris, karena *stock returns* dan nilai tukar memainkan peran penting dalam mempengaruhi pembangunan ekonomi suatu negara. Selain itu, hubungan antara *stock returns* dan kurs mata uang asing telah sering digunakan dalam memprediksi tren masa depan untuk satu sama lain dengan *investor*. Selain itu, kenaikan terus dalam gerakan perdagangan dunia dan modal telah membuat nilai tukar sebagai salah satu penentu utama profitabilitas bisnis dan harga ekuitas (Kim, 2003).

Kerangka Berpikir

Kerangka berpikir dalam penelitian ini ditunjukkan pada Gambar



Gambar Kerangka Berpikir

3. METHODOLOGY

Jenis Penelitian

Penelitian ini tergolong dalam penelitian yang bersifat kuantitatif, yaitu penelitian yang menitikberatkan pada pengukuran variabel-variabel penelitian yang bersifat numerik. Penelitian kuantitatif melibatkan pengumpulan data sehingga informasi yang dapat dikuantifikasi dan mengalami perlakuan statistik untuk mendukung atau menyangkal "klaim-klaim pengetahuan alternatif" (Creswell, 2003, hal. 153). Penelitian ini dilakukan dengan menganalisis data yang diperoleh dari www.bi.go.id untuk Suku Bunga, Inflasi dan Nilai Tukar, sedangkan www.idx.co.id untuk *Stock Returns* pada sampel perusahaan-perusahaan sektor industri pariwisata.

Populasi Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan termasuk dalam sektor industri pariwisata.

Tercatat ada sebanyak 17 perusahaan yang bergerak di bidang industri pariwisata yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) hingga saat ini. Menurut *United Nation and World Tourism Organization*, ada 7 subsektor yaitu *Accommodation*, *Attractions*, *Tour Operators*, *Carriers*, *Promotions & Distribution*, *Co-Ordination Agencies* dan *Retail Services Support*.

Subsektor *Accommodation* adalah Bukit Uluwatu Villa Tbk PT (BUVA.JK), Hotel Mandarine Regency Tbk PT (HOME.JK), Indonesian Paradise Property Tbk PT (INPP.JK), Jakarta International Hotels & Development Tbk PT (JIHD.JK), MNC Land Tbk PT (KPIG.JK), Pembangunan Graha Lestari Indah Tbk PT (PGLI.JK), Red Planet Indonesia Tbk PT (PSKT.JK) dan Hotel Sahid Jaya International Tbk PT (SHID.JK). Subsektor *Attractions* adalah Pembangunan Jaya Ancol Tbk PT (PJAA.JK). Subsektor *Retail Service Support* adalah Fast Food Indonesia Tbk PT (FAST.JK).

Subsektor *Carriers* adalah Indonesia Transport & Infrastructure Tbk PT (IATA.JK), Steady Safe Tbk PT (SAFE.JK), Pelayaran Tempuran Emas Tbk PT (TMAS.JK), WEHA Transportasi Indonesia Tbk PT (WEHA.JK) dan Zebra Nusantara Tbk PT (ZBRA.JK). Subsektor *Promotions & Distribution* adalah Bayu Buana Tbk PT (BAYU.JK) dan Panorama Sentrawisata Tbk PT (PANR.JK).

Dalam penelitian ini Subsektor *Accommodation*, Subsektor *Attractions* dan Subsektor *Retail Service Support* digabung karena Subsektor-subsektor ini memiliki hubungan yang saling mempengaruhi. Dalam penelitian ini Subsektor *Carriers* dan Subsektor *Promotions &*

Distribution digabung karena Subsektor-subsektor ini memiliki hubungan yang saling mempengaruhi.

Sampel Penelitian

Sampel penelitian adalah sebagian anggota populasi yang diambil menurut prosedur tertentu. Pengambilan sampel dari suatu populasi dapat dilakukan dengan beberapa teknik. Penelitian ini menggunakan teknik *non-probability sampling*, yang artinya tidak memberikan kesempatan atau peluang yang sama bagi setiap anggota populasi untuk dipilih menjadi sampel. Teknik *non-probability sampling* yang digunakan adalah *purposive sampling* yang berarti pengambilan sampel dengan kriteria dan tujuan tertentu (Supriyanto, 2009). Adapun sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan yang tercatat di BEI dan memenuhi beberapa kriteria, antara lain :

- a. Perusahaan telah terdaftar di BEI minimal sejak tahun 2011
- b. Perusahaan menerbitkan laporan keuangan yang lengkap dan sesuai dengan periode penelitian ini, yaitu tahun 2011 – 2015
- c. Perusahaan tidak mengalami *delisting* dan tidak melakukan *merger* dengan perusahaan lain selama periode penelitian
- d. Perusahaan tidak mengalami kerugian (laba negatif) selama periode penelitian

Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu data yang diperoleh dalam bentuk sudah jadi, artinya data tersebut diolah dan disajikan oleh pihak lain (Supriyanto, 2009). Data penelitian berupa laporan keuangan tahunan yang dipublikasikan oleh perusahaan sampel, terdiri dari neraca, laporan laba rugi, dan laporan arus kas periode 2011 – 2015. Data sekunder tersebut didapatkan dari situs <http://www.bloomberg.com>. Melalui data dari bloomberg tersebut, didapatkan nilai variabel yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu Suku Bunga, Inflasi, Nilai Tukar dan *Stock Returns*.

Definisi Operasional Variabel

Definisi operasional variabel adalah petunjuk pelaksanaan bagaimana mengukur suatu variabel (Singarimbun dan Effendy, 1995). Data-data tersebut meliputi variabel terikat (*dependent variable*) yaitu *Stock Returns*.

1. Konsep : Suku Bunga

Definisi operasional : Suku Bunga kebijakan yang mencerminkan sikap atau stance kebijakan moneter

Proxy : *BI Rate*

2. Konsep : Inflasi

Definisi operasional : Meningkatnya harga-harga secara umum dan terus menerus dalam periode waktu tertentu. Data diperoleh dari situs (www.bi.go.id) yang dinyatakan dalam persen selama periode 2011:T1 – 2015:T4.

Proxy : Inflasi Bank Indonesia

3. Konsep : Nilai Tukar

Definisi operasional : Nilai tukar adalah harga mata uang suatu Negara terhadap mata uang negara lain. Nilai tukar yang digunakan adalah kurs dolar Amerika terhadap rupiah yang dihitung

berdasarkan kurs tengah yang dihitung berdasarkan kurs jual dan kurs beli diaturoleh Bank Indonesia.

Proxy : Kurs transaksi Bank Indonesia

4. Konsep : *Stock Returns*

Definisi operaasional : Hasil yang diperoleh dari investasi dengan cara menghitung selisih harga saham individual periodeberjalan dengan periode sebelumnya dengan deviden.

Indikator Empirik:

a) *Stock Returns*

Definisi : Hasil untung atau rugi dari investasi saham

Indikator empirik :

$$R_{i,t} = P_{i,t} - P_{i,t-1}$$

$$P_{i,t-1}$$

$R_{i,t}$ = *Stock Returns* i pada waktu t

$P_{i,t}$ = Harga Saham i pada periode t

$P_{i,t-1}$ = Harga Saham pada i periode t-1

Teknik Analisis

Metode Penelitian

Untuk menganalisis pengaruh tingkat Suku Bunga Bank Indonesia, Inflasi dan Nilai Tukar (*independent variabel*) terhadap Subsektor *Accommodation Stock Returns*, Subsektor *Attractions Stock Returns* dan Subsektor *Retail Service Support Stock Returns (dependent variabel)*; Subsektor *Carriers Stock Returns* dan Subsektor *Promotions & Distribution Stock Returns (dependent variabel)* dengan bentuk persamaan sebagai berikut :

$$Stock\ Returns = \beta_0 + \beta_1 \text{Suku Bunga} + \beta_2 \text{Inflasi} + \beta_3 \text{Nilai Tukar} + \beta_4 D$$

Dimana :

$D = 1$ jika *Stock Returns* dari Subsektor *Accommodation*, Subsektor *Attractions* dan Subsektor *Retail Service Support*

$= 0$ jika *Stock Returns* dari Subsektor *Carriers* dan Subsektor *Promotions & Distribution*

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji distribusi data, apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal atau tidak. Diketahui bahwa uji t mengasumsikan bahwa nilai residual mengikuti distribusi normal. Jika asumsi ini dilanggar, maka uji statistik menjadi tidak valid untuk jumlah sampel kecil (Ghozali, 2012). Artinya, model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal. Pengujian normalitas model regresi dapat dilakukan dengan beberapa cara. Dalam penelitian ini, pengujian normalitas model regresi dilakukan menggunakan uji statistik non-parametrik *Kolmogorov-*

Smirnov. Model regresi dikatakan mengalami normalitas apabila probabilitasnya berada di atas tingkat signifikan. Tingkat signifikan (α) diambil sebesar 5%. Hipotesis yang digunakan dalam uji normalitas yaitu :

Ho :Data residual berdistribusi normal

Ha :Data residual tidak berdistribusi normal

Kriteria terima atau tolak Ho :

Terima Ho jika $p\text{-value} > \alpha$, artinya residual berdistribusi normal

Tolak Ho jika $p\text{-value} < \alpha$, artinya residual tidak berdistribusi normal

Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas merupakan suatu pengujian yang bertujuan untuk mengetahui apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel-variabel bebas. Adanya korelasi antar variabel bebas menyebabkan pendugaan menjadi sulit karena perubahan satu variabel bebas akan mengubah variabel bebas lainnya. Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi antar variabel bebas (Ghozali, 2012). Untuk mengetahui ada atau tidaknya multikolinearitas dapat dilihat dari nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) dan *tolerance*. Selain itu, multikolinearitas juga dapat diketahui dengan melihat korelasi antar variabel bebas. Apabila korelasi antar variabel bebas rendah, maka tidak terjadi multikolinearitas, dan apabila korelasi antar variabel bebas tinggi, maka dalam model regresi tersebut terjadi multikolinearitas. Hipotesis yang digunakan dalam uji multikolinearitas yaitu :

Ho : Tidak terjadi multikolinearitas

Ha : Terjadi multikolinearitas

Kriteria terima atau tolak Ho :

Terima Ho apabila korelasi antar variabel bebas $< 0,6$, artinya tidak terjadi multikolinearitas

Tolak Ho apabila korelasi antar variabel bebas $> 0,6$, artinya terjadi multikolinearitas

Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas merupakan pengujian yang bertujuan untuk mengetahui apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Apabila *variance* dari residual suatu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap, maka disebut homoskedastisitas. Sedangkan apabila varian dari residual suatu pengamatan ke pengamatan yang lain tidak sama disebut heteroskedastisitas. Model

regresi yang baik seharusnya homoskedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas (Ghozali, 2012). Ada beberapa cara untuk mendeteksi ada atau

tidaknya heteroskedastisitas. Dalam penelitian ini, uji heteroskedastisitas dilakukan menggunakan uji Glejser. Hipotesis yang digunakan dalam uji heteroskedastisitas yaitu :

Ho :Tidak terjadi heteroskedastisitas

Ha :Terjadi heteroskedastisitas

Kriteria terima atau tolak Ho :

Terima Ho jika $p\text{-value} > 5\%$, artinya tidak terjadi heteroskedastisitas

Tolak Ho jika $p\text{-value} < 5\%$, artinya terjadi heteroskedastisitas

Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi merupakan pengujian yang bertujuan untuk mengetahui apakah dalam model regresi linier terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu yang ada pada periode sebelumnya ($t-1$). Apabila terjadi korelasi, maka dapat dikatakan model tersebut mengalami autokorelasi. Model regresi yang baik adalah model regresi yang bebas dari autokorelasi (Ghozali, 2012).

Ada beberapa cara yang dapat digunakan untuk mendeteksi ada atau tidaknya autokorelasi. Dalam penelitian ini, pengujian autokorelasi dilakukan dengan Durbin-Watson (DW) Test. Dengan melihat nilai DW, dapat diketahui ada atau tidaknya autokorelasi. Kriteria penentuannya adalah sebagai berikut :

- Apabila nilai DW terletak di antara du dan $(4 - du)$, maka dapat dikatakan bahwa tidak terdapat autokorelasi dalam model regresi yang digunakan
- Apabila nilai $DW < dl$, maka dapat dikatakan bahwa terdapat autokorelasi positif dalam model regresi yang digunakan
- Apabila nilai $DW > (4 - dl)$, maka dapat dikatakan bahwa terdapat autokorelasi negatif dalam model regresi yang digunakan
- Apabila nilai DW terletak di antara $(4 - du)$ dan $(4 - dl)$, atau terletak di antara du dan dl , maka hasilnya tidak dapat disimpulkan.

4. RESULT AND DISCUSSION

Gambaran Umum Objek Penelitian

Tabel Perkembangan Ekonomi dan Industri

Dari tabel diatas dapat di lihat pertumbuhan data variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Pada saat inflasi naik, suku bunga Bank Indonesia juga ikut naik dan pada saat inflasi turun, suku bunga Bank Indonesia juga ikut turun. Adapun Nilai tukar Rupiah terhadap Dolar dari tahun 2011 hingga 2015 naik. Adapun perihal Inflasi, Suku Bunga BI dan Kurs yang

ada di tabel merupakan hasil dari penjumlahan *year on year* dari Inflasi, Suku Bunga BI dan Kurs setiap bulan dan dibagi dengan dua belas.

| Indikator | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| Inflasi | 5.38% | 4.28% | 6.97% | 6.42% | 6.38% |
| Suku Bunga BI | 6.58% | 5.77% | 6.48% | 7.54% | 7.52% |
| Kurs | 8,779.49 | 9,380.39 | 10,451.37 | 11,878.30 | 13,391.97 |
| Returns Sektor Pariwisata | 4.87% | 28.16% | 3.48% | 36.92% | -5.66% |
| Returns Subsektor <i>Accommodation</i> | -10.77% | 31.37% | 18.97% | -4.94% | 3.42% |
| Returns Subsektor <i>Attractions</i> | 25.16% | -9.44% | 37.76% | 70.43% | 17.33% |
| Returns Subsektor <i>Carriers</i> | -6.42% | 69.48% | -21.99% | 288.14% | -16.47% |
| Returns Subsektor <i>Promotions & Distribution</i> | -7.29% | 35.91% | 45.30% | 89.16% | 15.49% |
| Returns Subsektor <i>Retail Service Support</i> | 40.60% | 25.49% | -29.66% | 11.95% | -45.24% |

Hasil Analisis

Untuk menganalisis pengaruh tingkat Suku Bunga Bank Indonesia, Inflasi dan Nilai Tukar (*independent variabel*) terhadap *Stock Returns* (*dependent variabel*) dengan bentuk persamaan sebagai berikut :

$$Stock\ Returns_{AAR} = 0,099 - 0,474\text{Suku Bunga} - 0,780\text{Inflasi} - 0,568\text{Nilai Tukar}$$

$$Stock\ Returns_{AAR} = 0,099 - 0,474\text{Suku Bunga} - 0,780\text{Inflasi} - 0,568\text{Nilai Tukar}$$

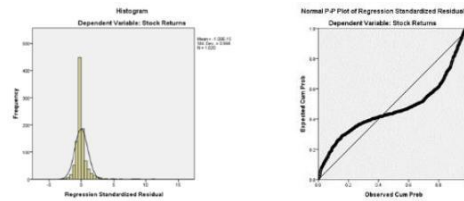
D = 1 jika *Stock Returns* dari Subsektor *Accommodation*, Subsektor *Attractions* dan Subsektor *Retail Service Support* (AAR)

= 0 jika *Stock Returns* dari Subsektor *Carriers* dan Subsektor *Promotions & Distribution* (CP)

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Cara yang sering digunakan dalam menentukan apakah suatu model berdistribusi normal atau tidak hanya dengan melihat pada histogram residual apakah memiliki bentuk seperti “lonceng” atau tidak. Cara ini menjadi fatal karena pengambilan keputusan data berdistribusi normal atau tidak hanya berpatok pada pengamatan gambar saja. Ada cara lain untuk menentukan data berdistribusi normal atau tidak dengan menggunakan rasio skewness dan rasio kurtosis. Untuk melakukan uji normalitas data penelitian maka dapat dilakukan dengan melihat Gambar-Gambar dibawah ini:



Berdasarkan grafik pola normal menunjukkan penyebaran titik-titik tidak di sekitar garis diagonal, dan tidak mendekati arah garis diagonal mengindikasikan model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas.

Selain menggunakan gambar histogram dan normality test, pengujian normalitas data juga dapat dilakukan dengan menggunakan Nilai Kolmogorov-Smirnov. Kurva nilai Residual terstandarisasi dikatakan normal jika: Nilai Kolmogorov – Smirnov $Z < Z_{tabel}$; atau menggunakan Nilai Probability Sig (2 tailed) $> \alpha$; $sig > 0.05$.

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

| | | Unstandardized Residual |
|----------------------------------|----------------|-------------------------|
| N | | 1020 |
| Normal Parameters ^{a,b} | Mean | .0000000 |
| | Std. Deviation | .16477549 |
| Most Extreme Differences | Absolute | .187 |
| | Positive | .187 |
| | Negative | -.132 |
| Test Statistic | | .187 |
| Asymp. Sig. (2-tailed) | | .000 ^c |

a. Test distribution is Normal.
 b. Calculated from data.
 c. Lilliefors Significance Correction.

Dari Tabel di atas dapat dilihat bahwa nilai asymp sig. (2-tailed) menunjukkan $0,000 < 0,05$ nilai sebesar 0,000 yang mana lebih kecil dari pada nilai $\alpha = 0,05$ sehingga berdasarkan uji Kolmogorov Smirnov dapat disimpulkan bahwa nilai residual tidak berdistribusi normal.

Uji Multikolinearitas

Uji asumsi klasik dalam penelitian ini menggunakan dua cara yaitu uji multikolinearitas dan uji heteroskedastisitas. Pertama-tama pengujian dilakukan dengan menggunakan uji multikolinearitas yaitu dengan cara melihat apakah nilai VIF untuk masing-masing variabel lebih besar dari 10 atau tidak. Bila nilai VIF lebih besar dari 10 maka diindikasikan model tersebut memiliki gejala multikolinieritas. Untuk melakukan uji multikolinearitas data penelitian maka dapat dilakukan dengan melihat Tabel 4.3. dibawah ini:

| Model | | Collinearity Statistics | |
|-------|-------------|-------------------------|-------|
| | | Tolerance | VIF |
| 1 | Suku Bunga | .863 | 1.508 |
| | Inflasi | .845 | 1.551 |
| | Nilai Tukar | .962 | 1.040 |
| | Dummy | 1.000 | 1.000 |

a. Dependent Variable: Stock Returns

Dari Tabel di atas ini dapat dilihat bahwa variabel Suku Bunga, Inflasi, Nilai Tukar dan Dummy memiliki nilai VIF lebih kecil dari 10 sehingga hal ini diindikasikan model tersebut tidak memiliki gejala multikolinieritas.

Uji Heteroskedastisitas

Banyak metode statistik yang dapat digunakan untuk menentukan apakah suatu model terbebas dari masalah heteroskedastisitas atau tidak, seperti misalnya *Uji White*, *Uji Park*, *Uji Glejser*, dan lain-lain. Dalam penelitian ini menggunakan Uji Glejser. Uji Glejser dilakukan dengan cara melihat nilai sig. setiap variabel bebas dalam penelitian yang di regresikan dengan nilai residual harus lebih besar dari pada 0,05. Adapun hasil Uji Glejser data penelitian ditampilkan pada Tabel sebagai berikut

Uji Glejser

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | T | Sig. |
|-------|-------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | .163 | .039 | | 4.170 | .000 |
| | Suku Bunga | -.455 | .688 | -.025 | -.662 | .508 |
| | Inflasi | -.626 | .347 | -.070 | -1.806 | .071 |
| | Nilai Tukar | .172 | .189 | .029 | .911 | .362 |
| | Dummy | -.007 | .009 | -.026 | -.837 | .403 |

a. Dependent Variable: RES2

Dari Tabel di atas diperoleh nilai-nilai probabilitas (sig.) dari setiap variabel dalam penelitian ini lebih besar dari pada nilai alpha yang disyaratkan sebesar 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa semua variabel bebas dalam penelitian ini tidak mengalami masalah heterokedastisitas.

Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah suatu model regresi linier berganda ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada suatu periode dengan kesalahan pada periode sebelumnya. Jika terjadi korelasi, maka dinamakan ada masalah autokorelasi. Munculnya autokorelasi dikarenakan observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lain. Biasanya, hal ini timbul dikarenakan residual (kesalahan pengganggu) tidak bebas dari satu observasi ke Uji autokorelasi digunakan untuk suatu tujuan yaitu mengetahui ada tidaknya korelasi antar anggota serangkaian data yang diobservasi dan dianalisis menurut ruang atau

menurut waktu, *cross section* atau *time-series*. Dengan melihat tingkat probabilitas, jika > 0.05 berarti tidak terjadi autokorelasi dan sebaliknya.

Adapun hasil Uji Glejser data penelitian ditampilkan pada Tabel sebagai berikut

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate | Durbin-Watson |
|-------|-------|----------|-------------------|----------------------------|---------------|
| 1 | .126* | .016 | .012 | .1650998508 | 1.894 |

a. Predictors: (Constant), Dummy, Nilai Tukar, Suku Bunga, Inflasi
 b. Dependent Variable: Stock Returns

| d | dI | du | 4-dI | 4-du |
|-------|--------|--------|--------|--------|
| 1,894 | 1,7279 | 1,8094 | 2,2721 | 2,1906 |

Karena $= du < d < 4-du$

$= 1,8094 < 1,894 < 2,1906$

Maka hasilnya adalah tidak terdapat autokorelasi, dengan demikian data yang dipergunakan cukup random.

Pengujian Hipotesis

Uji F

Untuk mengetahui atau menguji kebenaran hipotesis pertama bahwa terdapat pengaruh simultan antara suku bunga, inflasi dan nilai tukar uang terhadap *Stock Returns*. Berdasarkan uji F sesuai dengan hasil pengujian anova pada output regresi linier berganda.

| Model | | Sum of Squares | Df | Mean Square | F | Sig. |
|-------|------------|----------------|------|-------------|-------|-------------------|
| 1 | Regression | .448 | 4 | .112 | 4.108 | .003 ^b |
| | Residual | 27.667 | 1015 | .027 | | |
| | Total | 28.115 | 1019 | | | |

a. Dependent Variable: Stock Returns
 b. Predictors: (Constant), Dummy, Nilai Tukar, Suku Bunga, Inflasi

Berdasarkan output di atas diketahui nilai signifikansi untuk pengaruh INT, INF, ER dan Dummy secara simultan terhadap *Stock Returns* adalah sebesar $0,003 < 0,05$ dan nilai F hitung $4,108 > F$ tabel 2,41, sehingga dapat disimpulkan bahwa diterima yang berarti terdapat pengaruh INT, INF, ER dan Dummy secara simultan terhadap *Stock Returns*.

Uji t

| Model | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | T | Sig. | |
|-------|-----------------------------|------------|---------------------------|-------|--------|------|
| | B | Std. Error | Beta | | | |
| 1 | (Constant) | .108 | .048 | | 2.229 | .028 |
| | Suku Bunga | -.474 | .838 | -.022 | -.567 | .571 |
| | Inflasi | -.780 | .421 | -.072 | -1.853 | .084 |
| | Nilai Tukar | -.868 | .230 | -.079 | -2.474 | .014 |
| | Dummy | -.007 | .011 | -.020 | -.650 | .518 |

a. Dependent Variable: Stock Returns

A. Pengujian Hipotesis Pertama (H1)

Diketahui nilai Sig. untuk pengaruh Suku Bunga terhadap *Stock Returns* adalah sebesar 0,571 > 0,05, sehingga dapat disimpulkan bahwa H1 ditolak yang berarti tidak terdapat pengaruh Suku Bunga terhadap *Stock Returns*.

B. Pengujian Hipotesis Kedua (H2)

Diketahui nilai Sig. untuk pengaruh Inflasi terhadap *Stock Returns* adalah sebesar 0,064

> 0,05, sehingga dapat disimpulkan bahwa H2 ditolak yang berarti tidak terdapat pengaruh Inflasi terhadap *Stock Returns*.

C. Pengujian Hipotesis Ketiga (H3)

Diketahui nilai Sig. untuk pengaruh Nilai Tukar terhadap *Stock Returns* adalah sebesar 0,014 < 0,05, sehingga dapat disimpulkan bahwa H3 diterima yang berarti terdapat pengaruh Nilai Tukar terhadap *Stock Returns*.

Koefisien Determinasi (R²)

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate |
|-------|-------------------|----------|-------------------|----------------------------|
| 1 | .126 ^a | .016 | .012 | .1650998508 |

a. Predictors: (Constant), Dummy, Nilai Tukar, Suku Bunga, Inflasi

Berdasarkan output di atas diketahui nilai R Square sebesar 0,016, hal ini mengandung arti bahwa pengaruh variabel INT, INF, ER dan Dummy secara simultan terhadap variabel *Stock Returns* adalah sebesar 1,6%. Dari *output model summary*, diketahui nilai koefisien determinasi (R Square) sebesar 0,016 (nilai 0,016 adalah pengkuadratan dari koefisien korelasi atau R, yaitu $0,126 \times 0,126 = 0,016$). Besarnya angka koefisien determinasi (R Square) 0,016 sama dengan 1,6%. Angka tersebut mengandung arti bahwa variabel INT, INF, ER dan Dummy berpengaruh terhadap variabel *Stock Returns* sebesar 1,6%. Sedangkan sisanya ($100\% - 1,6\% = 98,4\%$)

dipengaruhi oleh variabel lain di luar model regresi ini. Besarnya pengaruh variabel lain ini sering disebut sebagai *error* (e). Untuk menghitung nilai *error* dapat digunakan rumus $e = 1 - R^2$. Sebagai catatan, besarnya nilai koefisien determinasi atau R Square hanya antara 0-1. Sementara jika dijumpai R Square bernilai minus (-), maka dapat dikatakan bahwa tidak terdapat pengaruh X terhadap Y.

Semakin kecil nilai koefisien determinasi (R Square), maka ini artinya pengaruh variabel bebas terhadap terikat semakin lemah. Sebaliknya, jika nilai R Square semakin mendekati 1, maka pengaruh tersebut akan semakin kuat.

5. CONCLUSION

5.1. Kesimpulan

Setelah membahas permasalahan yang ada dengan memperhatikan aspek-aspek teoritis maupun praktisnya dan mengolah data yang terkumpul lalu menganalisis pengaruh suku bunga, inflasi dan nilai tukar terhadap *stock returns* pada perusahaan-perusahaan di industri pariwisata yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2011-2015, peneliti menyimpulkan sebagai berikut:

1. Suku Bunga tidak berpengaruh terhadap *Stock Returns* pada perusahaan-perusahaan industri pariwisata yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Pada Tahun 2011-2015.
2. Inflasi tidak berpengaruh terhadap *Stock Returns* pada perusahaan-perusahaan industri pariwisata yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Pada Tahun 2011-2015.
3. Nilai Tukar berpengaruh terhadap *Stock Returns* pada perusahaan-perusahaan industri pariwisata yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Pada Tahun 2011-2015.

5.2. Saran

Bagi peneliti:

Disarankan untuk penelitian selanjutnya menambah variabel keuangan perusahaan agar penelitian lebih mendalam dan menambah jumlah sampel serta periode penelitian, agar hasil penelitian lebih akurat dan mencakup seluruh saham pada Bursa Efek Indonesia.

REFERENCES

- Adams, G. McQueen, G & Wood, R. (2004). The effects of inflation news on high frequency stock returns. *Journal of Business*, 77, 547-574.
- Aggarwal, R. (2003). Exchange rates and stock prices: A study of the US capital markets under floating exchange rates. *Akron Business and Economic Review*, 12, 7-12.
- Ahmed S. & Cardinale, (2005). Does inflation matter for equity returns, *Journal of Asset Management*, 6, (4), 259-273
- Akinboade, O.A. & Braimoh, L.A. (2010). International tourism and economic development in South Africa: A Granger causality test, *International Journal of Tourism Research*, 12, (2), 149-163.
- Alpert, M. and H. Raiffa (1982), "A Progress Report on the Training of Probability Assessors," in D. Kahneman, P. Slovic, and A. Tversky, eds., *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases* (Cambridge University Press), 294-305.

- Anari, A. & Kolari, J. (2001), Stock prices and inflation, *The Journal of Financial Research*, 26.(4), 587-602
- Arango, L. E., Gonzalez, A. and Posada, C. E. (2002). Returns and interest rate: A nonlinear relationship in the Bogotá stock market. *Applied Financial Economics*, 12(11), 835-842.
- Balmash, S.B., & Trivoli, G.W., (1991), Time-Lagged Interactions between Stock Prices and Selected Economic Variables, *Journal of Portfolio Management*, Vol. 17(4), pp 61–67.
- Barnes, Mp., Boyd, J.H & B.D Smith (1999). Inflation and asset returns, *European Economic Review*, 43, 737-754
- Barber, B.M. and T. Odean (2000), “Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors,” *Journal of Finance* 55:773-806.
- Barber, B.M. and T. Odean (2001), “Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment, c *Quarterly Journal of Economics* 116:261-292.
- Bashir, A. and Hassan, A. (1997), Interest Rate Sensitivity and Stock Returns in the United Arab Emirates, *Journal of King Saud University*, Vol. 9, pp 79-89.
- Benos, A.V. (1998), “Overconfident Speculators in Call Markets: Trade Patterns and Survival,” *Journal of Financial Markets* 1:353-383.
- Bodie, Z., (1976), Common stocks as a hedge against inflation, *Journal of Finance*, 31, 459-470
- Bodie, Z., A. Kane, dan A. J. Marcus. (2007). *Investment*, (7th Ed). New York: McGraw-Hill.
- Boudoukh, J., Richardson, M. & Whitelaw, R.F.(1994), Industry returns and the Fishers Effect, *The Journal of Finance*, 49, 1595-1615
- Buehler, R., Griffin, D., & Ross, M. (1994). Exploring the “planning fallacy”: Why people underestimate their task completion times. *Journal of Personality and Social Psychology*, 67(3), 366-381.
- Caballe, J. and J. Sakovics (2003), “Speculating Against an Overconfident Market,” *Journal of Financial Markets* 6:199-225.
- Campbell, John. (1985) Stock Returns and the Term Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 18, No. 2, June 1987, pp. 373-399.
- Chen, M.H., Liao, C.N. & Huang, S.S. (2010). Effects of shifts in monetary policy on hospitality stock performance, *Service Industries Journal*, 30, (2), 171-184.
- Choudhry, T., (2001). Inflation and rates of returns on stocks: Evidence from high inflation countries, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 11, 75-96
- Creswell, J. (2002). Educational research: Planning, conducting, and evaluating quantitative and qualitative research. Upper Saddle River, NJ: Merrill Prentice Hall.
- Creswell, J. (2003). *Research design: Qualitative, quantitative and mixed methods approaches (2nd ed.)*. Thousand Oaks, CA: SAGE Publications.
- Crouch, G. (1993). Currency exchange rates and the demand for international tourism, *The Journal of Tourism Studies*, 4, (2), 45-53.
- Daniel, K., D. Hirshleifer, and A. Subrahmanyam (1998), “Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions,” *Journal of Finance* 53:1893-1885.

- Diamond, D.W. and R.E. Verrecchia (1981), "Information Aggregation in a Noisy Rational Expectations Economy, c *Journal of Financial Economics* 9:221-235.
- Dritsakis, N. (2004), Tourism as a long-run economic growth factor: an empirical investigation for Greece using causality analysis, *Tourism Economics* 10, (3), 305-316.
- Ely, D. & Robinson, K.J., (1997). Are stock a hedge against inflation? International evidence using a long run approach, *Journal of International Money and Finance*, 16, (1), 141-167.
- Engsted T & Tanggaard, C (2002), The relation between asset returns and inflation at short and long Horizons, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 12, 101-118.
- Eugenio-Martín J., Morales. N. & Scarpa, R. (2004). Tourism and economic growth in Latin American countries: a panel data approach. *Fondazione Eni Enrico Mattei Nota di Lavoro*, Working Paper No. 26.
- Fairbanks, M. (2013). The end of the coolde Cutter," *Harvard International Review*, 35, (2), 4-5.
- Fama, E.F. & Schwert, G.W., (1977). Asset returns and inflation, *Journal of Financial Economics*, 5, 115-146
- Fred, Weston, J. dan Thomas E. Copeland. 1999. *Manajemen Keuangan*. Edisi 8. Jakarta: Bina Rupa Aksara.
- Flannery, M.J. & Protopapadakis A.A, (2002). Macroeconomic factors do influence aggregate stock returns, *the review of financial studies*, 15, 751-782
- Gervais, S. and T. Odean (2001), "Learning to Be Overconfident, c *Review of Financial Studies* 14:1-27.
- Geske, R., & Roll, R., (1983), The Monetary and Fiscal Linkage between Stock Returns and Inflation, *Journal of Finance*, Vol. 38, pp 1-33.
- Ghozali, Imam. 2001. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*, BP UNDIP, Semarang.
- Ghozali, Imam. 2012. "Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 20". Semarang : UNDIP.
- Glaser, M. and M. Weber (2007), "Overconfidence and Trading Volume, c *Geneva Risk and Insurance Revue* 32:1-36.
- Graham, F.C. (1996). Inflation, real stock returns and monetary policy, *Applied Financial Economics*, 6, 29-35.
- Graham, J.R., C.R. Harvey, and H. Huang (2009), "Investor Competence, Trading Frequency, and Home Bias, *Management Science* 55:1094-1106.
- Greenwood, C. (2007). How do currency exchange rate influence the price of holidays? *Journal of Revenue and Pricing Management*, 6, (4), 272-273.
- Gričar, Sergej and Štefan Bojnc (2013). Inflation and hospitality industry prices, *Eastern European Economics*, 51, (3), 91-108.
- Grinblatt, M. and M. Keloharju (2009), "Sensation Seeking, Overconfidence, and Trading Activity, c *Journal of Finance* 64:549-578.
- Grossman, S.J. and J.E. Stiglitz (1980), "On the Impossibility of Informationally

- Efficient Markets," *American Economic Review* 70:393-408.
- Gultekin, N.B. (1983). Stock market returns and inflation evidences from other countries, *The Journal of Finance*, xxxviii,1, 49-65
- Hakim, A. 2010. *Ekonomi Pembangunan*. Ekonisia. Yogyakarta.
- Hess, P.J. & Lee, B.S (1999). Stock returns and inflation with supply and demand disturbance, *The Review of Financial studies*, 12, (5), 1203-1218
- Hong, H., J. Scheinkman, and W. Xiong (2008), "Advisers and Asset Prices: A Model of the Origins of Bubbles," *Journal of Financial Economics* 89:268-287.
- Hsing, Y. (2004). Impacts of Fiscal Policy, Monetary Policy, and Exchange Rate Policy on Real GDP in Brazil: A VAR Model. *Brazilian Electronic Journal of Economics*, 6 (1).
- Humpe, A., & Macmillan, P., (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, Retrieved 9, July 2016 from <http://www.st-andrews.ac.uk/economics/CDMA/papers/wp0720>.
- Jaffe, J. & G. Mandelker (1976). The fisher effect for risky assets: an empirical Investigation *Journal of Finance*, 31, 447-458
- James C.S, Koreisha, S. & Partch M., (1985). A Varma analysis of the causal relations among stock returns real output and nominal interest rates, *Journal of Finance* 40, 375
- Joseph, N. (2002). Modelling the impacts of interest rate and exchange rate changes on UK Stock Returns. *Derivatives Use, Trading & Regulation*, 7 (4), 306-323.
- Joyce, M.A.S & Read V. (2002). Asset price reactions to RPI announcements, *Applied Financial Economics*, 12, 253-276
- Kandir, Serkan Yilmaz (2008) "Macroeconomic Variables, Firm Characteristics and Stock Returns: Evidence from Turkey". *International Research Journal of Finance and Economics* ISSN 1450-2887 Issue 16.
- Kashmir. 2008. *Bank dan Lembaga Keuangan Lainnya*. Rajawali Pers. Jakarta.
- Kaul G.,(1990). Monetary regimes and the relation between stock returns and inflation expectation, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25, (3), 307-321
- Kaul, G., (1987). Stock returns and inflation: The role of the monetary sector, *Journal of Financial Economics*, 18,253-274.
- Khalwaty, T. 2010. *Inflasi dan Solusinya*. PT Gramedia Pustaka Utama. Jakarta.
- Kim, H.J., Chen, M.H. & Jang S. (2006). Tourism expansion and economic development: the case of Taiwan, *Tourism Management* 27, 925-933.
- Kim, K. (2003). Dollar Exchange Rate and Stock Price: Evidence from Multivariate Cointegration and Error Correction model. *Review of Financial Economics*, 12, 301-313.
- Krakover, S. (2004), Tourism development - centres versus peripheries: the Israeli experience during the 1990s, *International Journal of Tourism Research*, Mar/Apr 2004, 6, (2), 97-111.
- Kyle, A.S. (1985), "Continuous Auctions and Insider Trading," *Econometrica* 53:1315-1336.
- Kyle, A.S. and F.A. Wang (1997), "Speculation Duopoly with Agreement to Disagree: Can Overconfidence Survive the Market Test?" *Journal of Finance* 52:2073-2090.

- Laopodis N.T (2006). Dynamic interaction among the stock market, Federal Funds Rate, Inflation and Economic Activity. *The Financial Review*, Eastern Finance Association, 41 (4), 515-545.
- Lee, S., Tang, D., & Wong, M. (2000). Stock returns during German hyperinflation. *The Quarterly review of economics and finance* Vol, 40 , 375-386.
- Leedy, P. & Ormrod, J. (2001). *Practical research: Planning and design* (7th ed.). Upper Saddle River, NJ: Merrill Prentice Hall. Thousand Oaks: SAGE Publications.
- Luintel, K.B. & Paudyal, k. (2006). Are common stock a hedge against inflation? *Journal of Financial Research*, 29, 1-19
- Marey, P. (2004). Exchange rate expectations: controlled experiments with artificial traders, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 23 (2), pp. 283 – 304.
- 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. *Journal Pengurusan*, Vol. 24, pp 47-77.
- McCarthy, J. (2006). Pass-through of exchange rates and import price prices to domestic inflation in some industrialized economics, Federal Reserve Bank of New York, June 29, www.newyorkfed.org/research/economics/mccarthy/passthu.pdf (accessed July 23, 2016).
- McQueen, G. & Roley, V.V., (1993) Stock prices, news and business conditions, *Reviews on Financial Studies*, 3, 144-157
- Mishkin, S.F. 2008. *Ekonomi Uang, Perbankan, dan Pasar Keuangan*. Buku 1. Edisi ke-8. Salemba Empat. Jakarta.
- Mishra, A. K., Swain, N., & Malhotra, D. (2007). Volatility Spillover between Stock and Foreign Exchange Markets: Indian Evidence. *International Journal of Business*, 12(3), 343-359.
- Moore, D. and P.J. Healy (2008), "The Trouble with Overconfidence," *Psychological Review* 115:502-517.
- Nasseh, A. & Strauss, J., (2000), Stock Prices and Domestic and International Macroeconomic Activity: A Cointegration Approach. *The Quarterly Review of Economics and Finance*; Vol. 40 (2), pp 229-245.
- Quarterly Review of Economics and Finance; Vol. 40 (2), pp 229-245.
- Nelson, C.R. (1976). Inflation and rate of return on common stocks, *The journal of Finance*, 31, 471-483.
- Nieh, C.-C., & Lee, C.-F. (2001). Dynamic relationship between stock prices and exchange rates for G-7 countries. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 41, 477-490.
- Nopirin. 2009. *Ekonomi Moneter*. Edisi Satu. Cetakan ke 12. Penerbit BPFE. Jakarta.
- Odean, T. (1998), "Volume, Volatility, Price, and Profit When All Traders Are Above Average," *Journal of Finance* 53:1887-1934.
- Odean, T. (1999), "Do Investors Trade too Much?" *American Economic Review* 89:1279-1298.
- Odhiambo, N.M. (2012). Is Tourism development an engine for economic growth? The Zambian experience, *Economics, Management and Financial Markets*, 7, (4), 87-100.
- Odhiambo, N. M. (2011), Tourism development and economic growth in Tanzania: empirical evidence from the ARDL-Bounds Testing approach, *Economic*

- Computation and Economic Cybernetics Studies and Research* 45, (3), 71–83. OECD (1991), "Manual on Tourism Economic Accounts", Paris.
- Payne, J. E. & Mervar, A. (2010), *Research Note: The tourism-growth nexus in Croatia*, *Tourism Economics* 16, (4), 1089–1094.
- Peng, L. and W. Xiong (2006), "Investor Attention, Overreaction, and Category Learning," *Journal of Financial Economics* 60:563-602.
- Phylaktis, Kate, & Ravazzolo, F. (2005). Stock prices and exchange rate dynamics. *Journal of International Money and Finance*, 24, 1031-1053.
- Premawardhana, V., (1997). The relationship between stock returns and interest rates in Sri Lanka. *Sri Lankan Journal of Management*, Vol. 3, pp 251– 263.
- Ratanapakorn, O. & Sharma, S.C., (2007), Dynamic Analysis between the US Stock Returns and the Macroeconomic Variables, *Applied Financial Economics*, Vol. 17, pp 369–377.
- Requena-Silvente, F. & Walker, J. (2007). The Impact of exchange rate fluctuations on profit margins: the UK car market, 1971-2002, *Journal of Applied Economics*, X, 1, 213-235.
- Ruane, M. & Claret, M. (2014). Exchange rates and tourism: evidence from the island of Guam, *Journal of Economics and Economic Education Research*, 15, (2), 165-185.
- Scheinkman, J. and W. Xiong (2003), "Overconfidence and Speculative Bubbles," *Journal of Political Economy* 111:1183-1219.
- Schotman, P.C. & Schweitzer, M. (2000). Horizon sensitivity of the inflation hedge of stocks, *Journal of Empirical Finance*, 7, 301-315.
- Schwert, G.W. (1981). The adjustment of stock prices to information about inflation, *The Journal of Finance*, 12, 435-444.
- Supriyanto. 2009. *Metodologi Riset Bisnis*, Cetakan 1-PT Indeks. Jakarta Barat.
- Stavarek, D. (2005). Stock Prices and Exchange Rates in the EU and the USA: Evidence of their Mutual Interactions. *Finance a úvâr–Czech Journal of Economics and Finance*, 55, 141-161.
- Sukirno, S. 2012. *Makroekonomi. Teori Pengantar*. Edisi Ketiga. Cetakan ke 21 PT. Raja Grafindo Persada. Jakarta.
- Svenson, O. (1981), "Are We All Less Risky and More Skillful than Our Fellow Drivers?" *Acta Psychol* 47:143-148.
- Thomas, D.E.L. (1986). Tourism in the UK - an industry riding on the exchange rate, *The Service Industries Journal*, 6, (3), 399-416.
- Tsen, W. (2011). The real exchange rate determination: An empirical investigation, *International Review of Economics and Finance*, Vol. 20 (4), pp. 800 – 811.
- Uddin, M. G. S. and Alam, M. M. (2007). The Impacts of Interest Rate on Stock Market: Empirical Evidence from Dhaka Stock Exchange. *South Asian Journal of Management and Sciences*, 1 (2), 123-132.
- Ugur, S., & Ramazan, S. (2005). Inflation, Stock Returns, and Real Activity in Turkey. *The Empirical Economics Letters Vol, 4 (3)* , 181-192. United Nation and World Tourism Organization (1993), "Recommendations on Tourism Statistics", *Statistical Papers Series M*, No. 83, New York.

- Volt, W. (1999). *Dictionary of statistics and methodology: A nontechnical guide for the social sciences* (2nd ed.). Thousand Oaks, CA: SAGE Publications.
- Wang, F.A. (2001), "Overconfidence, Investor Sentiment, and Evolution," *Journal of Financial Intermediation* 10:138-170.
- Wongbangpo, Praphan dan Subhash C. Sharma (2002) "Stock Market and Macroeconomic Fundamental Dynamic Interaction : ASEAN-5 Countries". *Journal of Asian Economics* 13:27-51.
- Wong, K. & Wu, H. (2003). Testing fisher hypothesis in long horizons for G7 and Eight Asian Countries, *Applied Economics Letter*, 10,(14), 917-923.
- World Tourism Organization (1996), "Draft Manual of a Satellite Account for Tourism". Available at: statistics.unwto.org/sites/all/files/docpdf/parti.pdf
- World Travel and Tourism Council (1995), "*Travel & Tourism: A New Economic Perspective*", the 1995 WTTC Report - Research Edition.
- Wu, Y. (2000). Stock prices and exchange rates in a VEC model-the case of Singapore in the 1990s. *Journal of Economics and Finance*, 24(3), 260-274.
- Yau, H.-Y., & Nieh, C.-C. (2006). Interrelationships among stock prices of Taiwan and Japan and NTD/Yen exchange rate . *Journal of Asian Economics*, 17, 535–552.
- Zordan, D. J. (2005). Stock Prices, Interest Rates, Investment Survival. *Econometrica USA*, Illinois. [Online] Available: <http://www.econometricausa.com/publications/StockPrices.pdf>
<http://www.kemenpar.go.id/asp/detil.asp?c=16&id=3098>