

PERGERAKAN HARGA SAHAM AKIBAT PERUBAHAN NILAI TUKAR, INFLASI, TINGKAT BUNGA, DAN *GROSS DOMESTIC PRODUCT*

Shinta Heru Satoto
Sri Budiwati

Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi UPN “Veteran” Yogyakarta
Jl. SWK 104 Ring Road Utara, Condong Catur, Yogyakarta, 55283.

Abstract

The purposes of this study were to provide an empirical evidence of the influence of macroeconomic variables and the time varying volatility phenomena on stock price. This research used manufactured firms that list on Indonesian Capital Market on 2009 until 2011 periods for the sampel. This research also used several macro-economics variables such as exchange rate, inflation, BI rate, and Gross Domestic Product. The empirical result showed that exchange rate, BI rate, and Gross Domestic Product influenced stock price. The result also showed that time varying volatility was happenend on stock price fluctuation. This result indicated that Indonesian stock price have high volatility on 2009 til 2011 periods

Keywords: *BI rate, exchange rate, gross domestic product, inflation, time varying volatiliy*

Hipotesis pasar efisien yang menyatakan bahwa harga saham akan mencerminkan seluruh informasi yang relevan termasuk informasi yang dipublikasikan, memberikan arti yang sangat penting bagi pembuat kebijakan. Namun demikian, tidak banyak pembuat kebijakan dalam hal ini investor, yang mampu menggunakan informasi yang tersedia untuk memprediksi pergerakan harga saham yang sangat cepat dan menghasilkan keuntungan dari transaksi perdagangan saham. Menurut teori ekonomi, harga saham harus mencerminkan ekspektasi tentang kinerja perusahaan di masa yang akan datang dan keuntungan perusahaan secara

umum mencerminkan tingkat aktivitas ekonomi. Jika harga saham secara akurat mencerminkan faktor-faktor fundamental, maka harga saham dapat digunakan sebagai indikator aktivitas ekonomi di masa yang akan datang (Maysami *et al.*, 2004).

Faktor utama yang menyebabkan harga pasar saham berubah adalah adanya persepsi yang berbeda dari masing-masing investor sesuai informasi yang dimiliki (Thobarry, 2009). Menurut Chen (1991), investor dipengaruhi oleh informasi fundamental dan teknikal. Informasi fundamental adalah informasi kinerja dan kondisi internal perusahaan yang cenderung dapat dikontrol, sedang-

Korespondensi dengan Penulis:

Shinta Heru Satoto: Telp. +62 274 486377; Fax. +62 274 486 255

E-mail: shintaherusatoto@yahoo.com

kan informasi teknikal adalah informasi kondisi makro seperti tingkat pergerakan suku bunga, nilai tukar mata uang, inflasi, indeks saham di pasar dunia, serta kondisi keamanan dan politik. Jika indikator makro ekonomi mendatang diperkirakan jelek, maka kemungkinan besar refleksi indeks harga saham akan menurun, demikian pula sebaliknya.

Perubahan indeks harga saham merupakan dampak simultan dari berbagai kejadian utama pada fenomena-fenomena ekonomi. Dalam perekonomian suatu negara, biasanya dapat dilihat dari perubahan nilai tukar (kurs) negara tersebut terhadap nilai tukar mata uang negara asing. Apabila kurs menguat, maka secara tidak langsung indeks harga saham juga akan naik, dan sebaliknya apabila kurs melemah maka indeks harga saham juga akan turun. Di Indonesia, naik turunnya harga saham akan terjadi karena apresiasi Rupiah terhadap mata uang asing yang menyebabkan naik turunnya permintaan saham oleh investor.

Pasar modal Indonesia merupakan pasar yang sedang berkembang (*emerging market*) dan sangat rentan terhadap kondisi ekonomi secara umum. Krisis Amerika dan diikuti dengan krisis Eropa pada tahun 2011, secara tidak langsung memengaruhi kondisi perekonomian di Indonesia. Nilai tukar Rupiah yang sangat fluktuatif terhadap Dollar Amerika mengakibatkan ketidakstabilan harga saham dan juga kenaikan harga barang di pasar. Nilai tukar Rupiah yang sangat fluktuatif ini juga menimbulkan sikap ragu para investor dan secara tidak langsung akan berdampak pada penurunan kinerja Bursa Efek, yang dapat dimonitor dari harga saham yang sedang terjadi, baik indeks harga saham maupun Indeks Harga Saham Gabungan.

Ketidakpastian mengenai penyelesaian krisis Eropa juga memicu respons negatif dari para pelaku pasar, dimana para investor asing akan melakukan aksi jual sahamnya. Hal ini disebabkan karena investor asing sangat memperhatikan waktu dari

konversi *return* mereka berdasarkan pergerakan nilai tukar yang dapat diantisipasi. Penjualan saham oleh investor asing menyebabkan arus keluar modal asing, sehingga mata uang lokal akan terdepresiasi. Akibat dari depresiasi mata uang dan ketidakpastian *return* saham tersebut, manajer dana internasional akan menyesuaikan kembali keputusan investasi saham mereka. Sebaliknya, peningkatan investasi asing dalam pasar modal, akan menyebabkan apresiasi nilai tukar negara yang bersangkutan dalam kaitannya dengan nilai tukar negara asing dengan negara tersebut melalui arus masuk mata uang asing negara tersebut.

Perubahan nilai tukar memengaruhi daya saing perusahaan melalui harga input dan output perusahaan tersebut (Joseph, 2002). Ketika nilai tukar menguat (terapresiasi), eksportir akan kehilangan daya saing mereka di pasar internasional. Penjualan, laba eksportir, dan harga saham akan turun. Sebaliknya, daya saing importir di pasar domestik akan meningkat, yang menyebabkan laba dan harga saham mereka meningkat. Depresiasi (melemahnya) nilai tukar akan menyebabkan efek yang berkebalikan pada eksportir dan importir. Eksportir akan mendapatkan keuntungan dari eksportir-eksportir negara asing serta meningkatkan penjualan dan harga saham mereka (Yau & Nieh, 2006). Sehingga, apresiasi nilai tukar akan menyebabkan pengaruh positif dan negatif di pasar domestik baik bagi eksportir dan importir suatu negara.

Wu (2000) menjelaskan pengaruh positif dan negatif perubahan nilai tukar dan harga saham melalui gangguan tingkat bunga riil (*real interest rate disturbance*) dan gangguan inflasi (*inflationary disturbance*). Menurut gangguan tingkat bunga riil, ketika tingkat bunga riil naik, *capital inflows* meningkat sedangkan nilai tukar akan jatuh. Sedangkan, ketika tingkat bunga riil yang tinggi mengurangi nilai sekarang dari *future cash flow*, maka harga saham akan turun. Gangguan inflasi menjelaskan bahwa, ketika inflasi meningkat, maka nilai

tukar meningkat dan menyebabkan ekspektasi inflasi yang tinggi. Investor akan meminta tingkat pengembalian saham yang tinggi dan premi risiko yang lebih besar. Akibatnya harga saham akan turun.

Pengaruh positif perubahan nilai tukar terhadap harga saham dijelaskan oleh Ang & Ghallab (1976). Menurut Ang & Ghallab (1976), harga saham secara cepat menyesuaikan perubahan nilai tukar dimana nilai tukar berpengaruh positif terhadap harga saham. Hal ini disebabkan karena depresiasi mata uang domestik menyebabkan perusahaan-perusahaan menjadi lebih kompetitif yang ditunjukkan dengan kenaikan nilai ekspor mereka, dan akan mengakibatkan kenaikan harga saham perusahaan tersebut (Muhammad & Rasheed, 2002). Aggarwal (1981) menyatakan bahwa pengaruh positif ini disebabkan karena variasi dari nilai tukar yang mengubah keuntungan perusahaan (tidak hanya pada perusahaan multinasional dan perusahaan yang berorientasi ekspor saja, tetapi juga pada perusahaan domestik), dan hal ini akan memengaruhi harga saham. Hal ini mengimplikasikan bahwa arah perubahan berasal dari nilai tukar ke harga saham.

Sebaliknya, pengaruh negatif nilai tukar terhadap harga saham ditemukan Ma & Kao (1990). Ma & Kao (1990) menemukan bahwa apresiasi (menguatnya) mata uang domestik berpengaruh negatif terhadap pergerakan harga saham pada negara yang didominasi ekspor. Menurut Aydemir & Demirhan (2009), berdasarkan *portfolio balance approach*, perubahan harga saham akan mengakibatkan pergerakan nilai tukar. Pendekatan ini menyatakan bahwa harga saham akan menyebabkan pengaruh negatif terhadap nilai tukar karena penurunan harga saham akan mengurangi kesejahteraan domestik yang mengarah pada penurunan tingkat bunga dan permintaan mata uang domestik. Selain itu, penurunan harga saham domestik menyebabkan investor asing mengurangi permintaan terhadap aset domestik dan mata uang domestik. Perubahan permintaan dan penawaran mata uang ini

menyebabkan *capital outflows* dan depresiasi mata uang domestik. Sebaliknya, jika harga saham meningkat, investor asing akan mempunyai keinginan untuk berinvestasi pada saham negara yang bersangkutan dan akan memberikan keuntungan dari diversifikasi internasional. Situasi ini akan menyebabkan *capital inflows* dan apresiasi mata uang domestik (Granger *et al.*, 2000).

Penelitian ini bertujuan untuk melihat apakah terdapat fenomena *time varying volatility* dalam pergerakan harga saham dan menguji pengaruh perubahan nilai tukar terhadap harga saham di Indonesia. Fenomena *time varying volatility* seringkali terjadi karena efek volatilitas pergerakan harga saham berbeda antar *bad news* dan *good news*. Selain itu juga akan dikaji pengaruh perubahan faktor-faktor makroekonomi lain, yaitu inflasi, tingkat bunga dan *Growth Domestik Produk* (GDP) terhadap harga saham. Hal ini mengacu pada teori portofolio Frederich Miskhin yang menyatakan bahwa faktor-faktor yang memengaruhi permintaan surat berharga adalah kekayaan, suku bunga, nilai tukar, dan tingkat inflasi, sedangkan penawaran surat berharga dipengaruhi oleh profitabilitas perusahaan, inflasi yang diharapkan, dan aktivitas pemerintah.

PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Pengaruh Nilai Tukar terhadap Harga Saham

Menurut Fabozzi & Franco (1996) nilai tukar didefinisikan sebagai jumlah suatu mata uang yang dapat ditukarkan dengan mata uang negara lain, atau harga suatu mata uang terhadap mata uang lain. Nilai tukar Rupiah adalah harga Rupiah terhadap mata uang negara lain. Jadi, nilai tukar rupiah merupakan nilai dari satu mata rupiah yang ditranslasikan ke dalam mata uang negara lain. Nilai tukar ini merupakan salah satu indikator yang memengaruhi aktivitas di pasar saham maupun pasar uang karena investor cenderung akan berhati-hati untuk melakukan investasi (Raharjo, 2010).

Mukherjee & Naka (1995) menyatakan bahwa pengaruh perubahan nilai tukar pada suatu perekonomian akan tergantung pada luasnya tingkat perdagangan internasional dan keseimbangan perdagangan. Sehingga, pengaruh nilai tukar akan ditentukan oleh dominannya sektor impor dan ekspor dalam suatu perekonomian. Depresiasi dari mata uang suatu negara akan mengarah pada peningkatan permintaan ekspor negara tersebut. Sebagai akibatnya *cash flow* negara tersebut akan meningkat, dengan asumsi permintaan ekspor bersifat elastis. Sebaliknya, jika mata uang suatu negara menguat (mengalami apresiasi), pasar akan tertarik untuk melakukan investasi. Peningkatan permintaan ini akan mendorong tingkat permintaan saham, dengan kata lain harga saham akan secara positif berkorelasi dengan nilai tukar. Dari kajian konsep dan empiris tersebut, maka ditarik hipotesis sebagai berikut:

H₁: nilai tukar Rupiah berpengaruh positif terhadap harga saham.

Pengaruh Inflasi terhadap Harga Saham

Inflasi merupakan kenaikan harga secara umum, atau dapat juga dikatakan sebagai penurunan daya beli uang. Makin tinggi kenaikan harga makin turun nilai uang. Meningkatnya inflasi secara relatif adalah sinyal negatif bagi pemodal di pasar modal. Inflasi meningkatkan pendapatan dan biaya perusahaan. Jika peningkatan biaya faktor produksi lebih tinggi dari peningkatan harga yang dapat dinikmati oleh perusahaan, maka profitabilitas perusahaan akan menurun (Hananto & Sudomo, 1998).

Informasi mengenai tingkat inflasi dapat menekan atau mendorong pasar modal. Tingkat inflasi dapat menurun tajam setelah pengumuman program reformasi ekonomi melalui pengetatan kebijakan fiskal dan moneter. Penurunan tingkat inflasi ini akan memberikan sinyal positif bagi investor untuk melakukan investasi di pasar modal.

Investor dapat melakukan investasi pada sektor bisnisnya, dan hal ini akan meningkatkan *return* perusahaan mereka. Ini menunjukkan bahwa dengan penurunan tingkat inflasi, diharapkan bahwa tingkat bunga akan naik dan akan mendorong investor untuk mendirikan perusahaan baru dengan biaya rendah. Sehingga, dapat disimpulkan bahwa seluruh variabel pasar modal secara signifikan berubah lebih menguntungkan dengan adanya penurunan tingkat inflasi. Dari kajian konsep dan empiris tersebut, maka ditarik hipotesis sebagai berikut:

H₂: tingkat inflasi berpengaruh negatif terhadap harga saham.

Pengaruh Tingkat Bunga terhadap Harga Saham

Menurut Maysami *et al.* (2004), pengaruh negatif antara tingkat bunga dan harga saham disebabkan karena tingkat bunga dapat memengaruhi tingkat keuntungan perusahaan yang selanjutnya akan memengaruhi harga yang diinginkan investor terhadap saham melalui ekspektasi atas pembayaran dividen yang tinggi. Pada umumnya perusahaan mendanai barang modal dan persediaan mereka melalui utang. Sehingga, penurunan tingkat bunga akan mengurangi biaya utang dan memberikan kelebihan untuk melakukan ekspansi. Hal ini akan memberikan pengaruh positif pada *future expected returns* perusahaan dan dengan pembelian sejumlah saham potensial perusahaan dengan menggunakan utang, maka kenaikan tingkat bunga akan membuat transaksi saham menjadi lebih mahal. Hal ini akan mengurangi permintaan dan mengarah pada penurunan harga saham.

Di Indonesia, semakin tinggi tingkat suku bunga Bank Indonesia, semakin tinggi pula tingkat suku bunga deposito dan suku bunga pinjaman dari bank-bank di dalam negeri. Hal ini menyebabkan saham-saham emiten yang tercatat di BEI tidak menarik lagi bagi investor untuk berinvestasi di pasar modal, sehingga harga saham menjadi turun

(Ishomuddin, 2010). Hal ini disebabkan karena kenaikan tingkat bunga akan mengubah peta hasil investasi dari investor, dan kenaikan tingkat bunga akan memotong laba perusahaan. Hal ini terjadi dengan dua cara, yaitu bahwa kenaikan tingkat bunga akan meningkatkan beban bunga emiten sehingga labanya berkurang. Selain itu ketika tingkat bunga tinggi, biaya produksi juga akan meningkat dan harga produk menjadi lebih mahal sehingga konsumen mungkin akan menunda untuk melakukan pembelian dan lebih memilih menyimpan dananya di bank. Akibatnya penjualan perusahaan menurun. Penurunan penjualan perusahaan dan laba akan menekan harga saham. Sehingga dapat disimpulkan bahwa peningkatan tingkat bunga akan menurunkan harga saham, demikian pula sebaliknya. Dari kajian konsep dan empiris tersebut, maka ditarik hipotesis sebagai berikut:

H₃: tingkat bunga berpengaruh negatif terhadap harga saham.

Pengaruh *Gross Domestic Product* (GDP) terhadap Harga Saham

Sangkyun (1997) menemukan adanya pengaruh positif antara pertumbuhan GDP dan harga saham. Dengan meningkatnya kinerja ekonomi yang dicerminkan oleh pertumbuhan GDP, investor cenderung akan lebih banyak berinvestasi di pasar modal. Dengan meningkatnya pertumbuhan GDP juga dapat mengakibatkan naiknya daya beli masyarakat yang imbasnya bisa saja dirasakan oleh pasar saham. Dari kajian konsep dan empiris tersebut, maka ditarik hipotesis sebagai berikut:

H₄: pertumbuhan GDP berpengaruh positif terhadap harga saham.

METODE

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian 2009

2011. Sampel yang digunakan adalah perusahaan-perusahaan dalam sektor industri manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Indonesia periode 2009 sampai 2011. Alasan pemilihan sektor industri manufaktur sebagai sampel adalah mengingat sebagian besar perusahaan manufaktur yang *go public* di BEI mempunyai utang luar negeri dalam bentuk valuta asing. Di samping itu produk-produk yang dihasilkan oleh perusahaan publik tersebut masih banyak yang menggunakan bahan dengan kandungan impor yang tinggi. Sehingga, perubahan variabel makroekonomi kemungkinan menyebabkan jumlah utang perusahaan dan biaya produksi menjadi bertambah besar dan sebagai akibatnya akan memengaruhi kinerja perusahaan yang ditunjukkan dengan harga saham.

Variabel independen dalam penelitian ini yang pertama adalah harga saham. Harga saham yang digunakan dalam penelitian ini adalah harga saham bulanan untuk setiap perusahaan dalam sektor industri manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2009 sampai 2011.

Variabel independen dalam penelitian ini yang kedua adalah nilai tukar. Nilai tukar adalah harga mata uang suatu negara terhadap mata uang negara lain. Di dalam penelitian ini nilai tukar yang dipakai diukur atas dasar nilai kurs tengah Rupiah terhadap US Dollar di akhir periode tertentu (1 bulan) dan dihitung dalam satuan Rupiah/US\$.

Variabel independen dalam penelitian ini yang ketiga adalah inflasi. Inflasi adalah ukuran aktivitas ekonomi yang digunakan untuk menggambarkan kondisi ekonomi nasional (tentang peningkatan harga rata-rata barang dan jasa yang diproduksi sistem perekonomian), dimana nilai inflasi diukur dari laju inflasi indeks harga konsumen nasional yang diterbitkan BPS tiap bulan.

Variabel independen yang selanjutnya adalah tingkat suku bunga Bank Indonesia (*BI rate*). Suku bunga Bank Indonesia adalah suku bunga kebijakan yang mencerminkan sikap kebijakan moneter yang ditetapkan Bank Indonesia dan diumumkan

kepada publik, dimana suku bunga ini dijadikan patokan oleh bank-bank umum untuk menentukan tingkat suku bunga pinjaman dan suku bunga kredit. Suku bunga yang digunakan dalam penelitian ini adalah suku bunga SBI satu bulan yang dinyakan dalam persen.

Variabel independen yang terakhir adalah pertumbuhan *Gross Domestic Product* (GDP). Pertumbuhan GDP adalah proses kenaikan output perkapita jangka panjang yang diukur dari data produk domestik bruto yang dikeluarkan oleh Badan Pusat Statistik.

Analisis data yang digunakan mencakup analisis perilaku data dan analisis regresi, untuk melihat fenomena *time varying volatility* dan memperkirakan secara kuantitatif pengaruh dari beberapa variabel independen secara bersama sama maupun secara sendiri sendiri terhadap variabel dependen. Fenomena *time varying volatility* dapat dilihat dari nilai koefisien skewness dan kurtosis. Data memiliki fenomena *time varying volatility* apabila nilai skewness $\neq 0$ dan nilai koefisien kurtosis >3 . Sedangkan pengujian pengaruh nilai tukar, inflasi, tingkat bunga dan GDP terhadap harga saham dilakukan dengan menggunakan regresi model OLS-ARCH/GARCH. Sebelumnya terlebih dahulu dilakukan analisis perilaku data yang terdiri dari uji stasioneritas, uji derajat kointegrasi, dan uji kointegrasi dengan menggunakan uji Phillips Perron (PP).

HASIL

Hasil Uji Perilaku Data

Uji perilaku data dilakukan dengan menggunakan uji stasioneritas melalui dua tahap yaitu uji akar unit dan uji derajat integrasi. Metode yang digunakan adalah dengan menggunakan uji *Phillis-Perron*. Uji derajat integrasi dilakukan bila data belum stasioner pada derajat nol (level). Hasil uji akar unit dan derajat integrasi disajikan pada Tabel 1.

Tabel 1. Uji Stationeritas Data dengan Uji *Phillips Perron*

Series	Level	
	Sign	Keterangan
Harga Saham	0,4421	Non-stasioner
Nilai Tukar	0,9696	Non-stasioner
Inflasi	0,0489	Stasioner
Tk. Bunga	0,0062	Stasioner
GDP	0,4844	Non-stasioner

Berdasar hasil uji stasioneritas, data yang telah stasioner pada tingkat level adalah data variabel inflasi dan tingkat bunga, dilihat dari nilai probabilitas PP yang lebih kecil dari $(\alpha) 0,05$. Data yang belum stasioner kemudian diuji lagi dengan uji derajat integrasi 1 (*first difference*). Hasil uji derajat integrasi menunjukkan bahwa variabel tingkat bunga masih belum stasioner ($\text{prob PP} > \alpha = 0,05$), sehingga perlu dilanjutkan uji derajat integrasi 2 *difference*.

Hasil Pengujian Fenomena *Time Varying Volatility*

Berdasarkan Tabel 2, tampak bahwa nilai *skewness* sebesar 0,333387 (tidak sama dengan nol) dan nilai koefisien kurtosis 3,036381 (lebih besar dari 3). Hal ini menunjukkan adanya fenomena *time varying volatility*.

Tabel 2. Ikhtisar Hasil Uji *Jarque-Berra*

Jarque-Berra	0,668868	Probability	0,715743
Skewness	0,333387	Kurtosis	3,036381

Penelitian ini membuktikan adanya fenomena *time varying volatility* pada harga saham. Hal ini mengindikasikan bahwa harga saham mempunyai volatilitas yang tinggi mengikuti periode waktu yang relatif tetap. Pada pasar modal Indonesia, fluktuasi harga saham perusahaan manufaktur menunjukkan peningkatan secara signifikan selama periode Januari 2009 sampai Desember 2011. Hal ini mungkin

disebabkan oleh perubahan asumsi-asumsi makro-ekonomi yang ada, diantaranya berupa perubahan faktor domestik yang menopang kinerja BEI yaitu menurunnya tingkat suku bunga Bank Indonesia dan perkembangan beberapa variabel makro-ekonomi yang membaik, diantaranya penurunan laju inflasi (rata-rata 5,4% sepanjang tahun) sampai akhir tahun 2011. Penurunan inflasi ini disebabkan karena melemahnya ekonomi dunia akibat krisis global yang akhirnya akan mengakibatkan penurunan permintaan domestik terhadap barang dan jasa secara umum. Selain itu, kombinasi dari faktor penguatan Rupiah di awal tahun, hasil panen raya yang meningkat serta penurunan harga BBM pada awal tahun 2009 juga berdampak secara langsung terhadap turunnya inflasi. Hal-hal tersebut memungkinkan Bank Indonesia untuk menurunkan suku bunga acuan menjadi 6,0% pada akhir tahun 2011, dalam upaya untuk memperkuat proses pemulihan ekonomi dan stabilitas keuangan (Laporan Tahunan, 2011).

Peningkatan harga saham selama tahun 2009 sampai 2011 juga disebabkan karena adanya sentimen positif dari investor asing atas cerahnya prospek ekonomi yang mendorong pertumbuhan rata-rata investasi sebesar 8% secara konsisten sepanjang 2011. Meningkatnya investasi di Indonesia tercermin dari pertumbuhan Produk Domestik Bruto (GDP), yang pada tahun 2011 mencatat pertumbuhan sebesar 8,8% dibandingkan tahun 2010. Hal ini menunjukkan bahwa investasi dalam negeri juga mengalami peningkatan yang relatif cukup berarti, yang akhirnya memberikan efek positif terhadap harga saham.

Namun demikian, guncangan yang terlihat di pasar keuangan global sejak memburuknya krisis utang negara di kawasan Eropa (*Eurozone*) telah menimbulkan fluktuasi di pasar saham dan pasar mata uang. Pada periode Agustus–September 2011 nilai tukar rupiah terdepresiasi disertai dengan peningkatan volatilitas. Hal ini terutama disebabkan oleh imbas dari krisis keuangan global yang mendorong investor untuk bersikap *risk*

averse sehingga harga-harga komoditas pun turun dan terjadi sentimen negatif di pasar modal. Akibat dari hal-hal tersebut harga saham sempat mengalami penurunan.

Hasil Estimasi Model OLS-ARCH/GARCH

Model OLS-ARCH/GARCH diestimasi dengan metode *maximum likelihood* (MLE) yang disajikan pada Tabel 3

Tabel 3. Hasil Regresi Model ARCH 2

Variabel	Koefisien	t-statistic	Probability
Konstanta	19500,22	8,452127	0,0000
Nilai Tukar	-2,806824	-10,73735	0,0000*
Inflasi	183,0019	3,288001	0,3246
Tk.Bunga	172041,8	3,879927	0,0001*
GDP	7,678001	8,88002	0,0000*
R Square	0,713015		
F Statistic	19,25489		
Prob F-stat	0,0000*		

PEMBAHASAN

Hasil pengujian menunjukkan bahwa nilai tukar (kurs US\$) mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap harga saham. Pengaruh yang negatif signifikan ini mungkin terjadi karena adanya pengalihan investasi dari pasar modal ke pasar valuta asing. Naiknya nilai kurs US\$ menjadi sinyal negatif bagi pasar modal. Karena melemahnya Rupiah menyebabkan gairah investasi menurun yang disebabkan karena investor lebih suka menanamkan modalnya di luar negeri (Ishomuddin, 2010). Menurut Adjasi & Biekpe (2005) adanya pengaruh nilai tukar yang negatif signifikan terhadap harga saham disebabkan karena depresiasi nilai tukar (terhadap US\$) akan mengakibatkan peningkatan *return* dari mata uang asing. Beberapa peristiwa akan memotivasi investor untuk memindahkan dananya dari aset domestik (saham) ke aset di luar negeri (dalam Dollar) yang menyebabkan penurunan harga saham.

Hasil pengujian terhadap inflasi menunjukkan adanya pengaruh positif namun tidak signifikan terhadap harga saham. Pengaruh positif ini dijelaskan oleh Omran & Pointon (2001) yang mengartikan bahwa tingkat inflasi merupakan kenaikan secara umum dari harga-harga, dan karena saham biasa dipertimbangkan sama dengan barang modal (*capital goods*), maka pergerakan harga saham akan sama dengan pergerakan kenaikan harga pada umumnya. Sehingga, ketika inflasi naik maka harga saham juga akan naik sebagai kompensasi bagi investor dari penurunan nilai uang, demikian pula sebaliknya. Spyrou (2004) juga menjelaskan bahwa pengaruh positif inflasi terhadap harga saham ini sering ditemukan di beberapa negara berkembang seperti Indonesia. Hal ini dimungkinkan karena adanya keterkaitan erat antara kebijakan moneter dan kebijakan sektor riil di negara-negara tersebut.

Namun demikian penelitian ini juga menemukan bahwa inflasi berpengaruh tidak signifikan terhadap harga saham. Hal ini mungkin disebabkan karena pasar modal belum dapat mewakili ekonomi secara riil, yang ditunjukkan oleh masih kecilnya peranan pasar modal dalam alokasi dana masyarakat (Sudjana, 2002).

Hasil pengujian terhadap tingkat bunga (*BI rate*) menunjukkan adanya pengaruh positif signifikan terhadap harga saham. Pengaruh tingkat bunga yang positif signifikan terhadap harga saham ini mungkin disebabkan karena tidak adanya hubungan substitusi antara sektor perbankan dan pasar modal. Hal ini bisa terjadi karena masing-masing mempunyai karakteristik tersendiri, sehingga pasar modal dan perbankan dapat berjalan beriringan tanpa ada persaingan yang cukup berarti (Ishomuddin, 2010). Menurut Thobbarry (2009), pengaruh positif SBI terhadap harga saham menandakan bahwa meningkatnya suku bunga yang diberlakukan oleh Bank Indonesia kurang berdampak bagi pemegang saham di pasar modal. Adanya suku bunga yang meningkat

kurang berpengaruh pada tinggi rendahnya minat investor untuk menanamkan modalnya di pasar modal. Sehingga meskipun tingkat bunga naik, minat investor yang tidak terpengaruh tersebut memungkinkan harga saham untuk naik, dan sebaliknya.

Hasil pengujian pengaruh GDP terhadap harga saham menunjukkan adanya pengaruh positif signifikan GDP terhadap harga saham. Menurut Sangkyun (1997) pengaruh positif ini disebabkan karena meningkatnya GDP mencerminkan peningkatan pendapatan konsumen karena dapat meningkatkan permintaan terhadap produk perusahaan. Dengan meningkatnya kinerja ekonomi yang dicerminkan oleh pertumbuhan GDP tersebut, investor cenderung akan lebih banyak berinvestasi di pasar modal dan dapat mengakibatkan naiknya daya beli masyarakat yang imbasnya bisa saja dirasakan oleh pasar saham yang pada akhirnya akan mengakibatkan meningkatnya harga saham. Sedangkan menurut Ibrahim & Aziz (2003), kenaikan GDP akan memengaruhi harga saham melalui keuntungan perusahaan. Hal ini terjadi karena ketika terjadi kenaikan GDP, harapan perusahaan terhadap arus kas di masa mendatang akan meningkat sehingga harga saham akan naik, demikian pula sebaliknya.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji kembali apakah terdapat fenomena *time varying volatility* dalam pergerakan harga saham dan menguji pengaruh perubahan nilai tukar, inflasi, tingkat bunga, dan *Growth Domestik Produk* (GDP) terhadap harga saham di Indonesia. Hasil pengujian menunjukkan bahwa terdapat fenomena *time varying volatility* dalam pergerakan harga saham selama periode penelitian. Selain itu juga ditemukan adanya pengaruh nilai tukar, tingkat bunga, dan GDP terhadap harga saham. Sedangkan inflasi tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham.

Hal ini menunjukkan bahwa faktor makroekonomi baik dalam negeri maupun luar negeri merupakan faktor di luar fundamental perusahaan yang mempunyai pengaruh terhadap keadaan pasar modal. Pengaruh makroekonomi tersebut tidak akan seketika memengaruhi kinerja perusahaan, tetapi akan berpengaruh secara perlahan dalam jangka panjang. Sebaliknya, harga saham akan terpengaruh dengan seketika oleh perubahan makroekonomi tersebut karena para investor akan bereaksi dengan cepat. Ketika perubahan faktor makroekonomi itu terjadi, para investor akan memperhitungkan dampak positif maupun negatif terhadap kinerja perusahaan di masa yang akan datang. Kemudian mengambil keputusan untuk menjual, membeli atau menahan saham yang dimilikinya (Muhammad & Rasheed, 2002).

Saran

Penelitian ini memberikan bukti empiris mengenai adanya fenomena *time varying volatility* dan pengaruh variabel makroekonomi terhadap harga saham. Namun karena keterbatasan, penelitian ini hanya mengambil waktu pengamatan tiga tahun dan hanya menggunakan variabel makroekonomi sebagai variabel penelitian. Peneliti tidak memasukkan variabel non-ekonomi yang diduga juga memengaruhi pergerakan harga saham dalam model karena terdapat kesulitan dalam melakukan pengukuran variabel tersebut.

Diharapkan pada penelitian mendatang dapat menggunakan variabel makroekonomi lain dan menambahkan variabel non-ekonomi dalam model yang diduga mempunyai pengaruh terhadap harga saham.

DAFTAR PUSTAKA

Adjasi, C. K.D., & Biekpe, B.N. 2005. Stock Market Returns and Exchange Rate Dynamics in Selected African Countries: A Bivariate Analysis. *The African Finance Journal*, Cape Town. South Africa.

Aggarwal, R. 1981. Exchange Rates and Stock Prices: A Study of the United States Capitalmarkets under Floating Exchange Rates. *Akron Business and Economic Review*, 12: 7-12.

Ang, J.S. & Ghallab, A. 1976. The Impact of US Devaluation on the Stock Prices of Multinational Corporation. *Journal of Business Research*, 4: 25-34.

Aydemir, O. & Demirhan, E. 2009. The Relationship Between Stock Prices and Exchange Rates: Evidence from Turkey. *International Research Journal of Finance and Economics*, 23: 207-215.

Chen, N.F. 1991. Financial Investment Opportunities and the Macroeconomy. *The Journal of Finance*, 46(2): 529-554.

Fabozzi, F.J. & Modigliani, F. 1999. *Capital Market and Institutions Instrument*. 2nd Edition. New Jersey: Prentice Hall.

Hananto, F. & Sudomo, S. 1998. *Perangkat dan Teknik Analisis, Investasi di Pasar Modal Indonesia*. Jakarta: PT Bursa Efek Jakarta.

Granger, C.W., Huang, B., & Yang, C. 2000. A Bivariate Causality Between Stock Prices and Exchange Rates: Evidence from Recent Asian FLY. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 40: 337-354.

Ibrahim, M. & Aziz, P.P. 2003. Macroeconomic Variables and the Malaysian Equity Market: A View through Rolling Subsamples. *Journal of Economic Studies*, 30(1): 6-27.

Ishomuddin. 2010. Analisis Pengaruh Variabel Makroekonomi dalam dan Luar Negeri terhadap IHSG di BEI periode 1999.1-2009.2 (Analisis Seleksi Model OLS-ARCH/GARCH). *Tesis*. Program Pascasarjana Universitas Diponegoro Semarang.

Joseph, N.L. 2002. Modelling the Impact of Interest Rates and Exchange Rate Changes on UK stock Returns. *Derivatives Use, Trading, and Regulations*, 7(4): 306-323.

Laporan Tahunan 2011, *Diskusi dan Analisa Manajemen*, OCBP NISP.

Ma, C.K. & Kao, G.W. 1990. On Exchange Rate Changes and Stock Prices Reaction. *Journal of Business Finance and Accounting*, 17(2): 41-49.

- 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*, 24: 47-77.
- Omran, M. & Pointon, J. 2001. Does the Inflation Rate Affect the Performance of the stock market? The case of Egypt. *Emerging Markets Review*, 2(3): 263-279.
- Muhammad, N. & Rasheed, A. 2002. Stock Prices and Exchange Rates: Are They Related? Evidence from South Asian Countries. *The Pakistan Development Review*, 41(4): 535-550.
- Mukherjee, T.K. & Naka, A. 1995. Dynamic Relations between Macroeconomic Variables and the Japanese Stock Market: An Application of a Vector Error Correction Model. *Journal of Financial Research*, 18(2): 223-237.
- Raharjo, S. 2010. Pengaruh Inflasi, Nilai Tukar Rupiah, dan Tingkat Suku Bunga terhadap Harga Saham di Bursa efek Indonesia. *Jurnal Ekonomi dan Perbankan*, 18(13).
- Sangkyun, P. 1997. Rationality of negative Stock Price Responses to Strong Economics Activity. *Journal Financial Analyst*, 3: 52-56.
- Spyrou, S.I. 2004. Are Stock a Good Hedge Against Inflation? Evidence from Emerging Market. *Applied Economics*, 36(1): 41-48.
- Sudjana, A. 2002. *Paradigma Baru Manajemen Ritel Modern*. Yogyakarta: Graha Ilmu.
- Thobarry, A. 2009. Analisis Pengaruh Nilai Tukar, Suku Bunga, Laju Inflasi, dan Pertumbuhan GDP terhadap IHSG Sektor Properti. *Tesis*. Program Pascasarjana Ilmu Manajemen Universitas Diponegoro Semarang.
- 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. & Nieh, C. 2006. Interrelationships among Stock Prices of Taiwan and Japan and NTD/Yen Exchange Rate. *Journal of Asian Economics*, 17(3): 535-552.