

Perkembangan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) Sebelum dan Sesudah Krisis Ekonomi Global Tahun 2008

¹Ayu Kurnia Fatmawati ², Lilis Siti Badriah³, Diah Setyorini Gunawan

Program Studi Magister Ekonomi Universitas Jenderal Soedirman

ayu.fatmawati@mhs.unsoed.ac.id

lilis.badriah@unsoed.ac.id

diah.g@unsoed.ac.id

Abstrak

Terjadinya krisis ekonomi global tahun 2008 menyebabkan perekonomian Indonesia mengalami gejolak khususnya dalam skala makro. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh variabel ekonomi makro, yaitu inflasi, *BI Rate* dan kurs terhadap IHSG sebelum dan sesudah krisis ekonomi global tahun 2008. Data yang digunakan berupa data sekunder selama bulan Juli 2005-Juni 2015. Teknik analisis yang digunakan adalah analisis *time series* dengan teknik *Error Correction Model* (ECM). Hasil penelitian menunjukkan bahwa: (1) Variabel inflasi tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap IHSG baik dalam jangka panjang maupun pendek. (2) Variabel *BI Rate* mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap IHSG sebesar 1,818% pada jangka panjang dan 0,309% pada jangka pendek. (3) Kurs mempunyai pengaruh positif terhadap IHSG sebesar 1,393% pada jangka panjang, namun mempunyai pengaruh negatif signifikan sebesar 0,75% pada jangka pendek. (4) Krisis ekonomi global tidak berpengaruh signifikan terhadap IHSG pada jangka panjang, namun berpengaruh negatif signifikan pada jangka pendek. (5) Inflasi, *BI Rate* dan kurs secara bersama-sama mempunyai pengaruh signifikan terhadap IHSG sebelum dan sesudah krisis ekonomi global. (6) Koefisien variabel ECT sebesar -0,044 menunjukkan penyesuaian keseimbangan jangka pendek menuju jangka panjang selama 22,7 bulan.

Kata kunci : IHSG, inflasi, *BI Rate*, kurs, krisis, ECM.

Abstract

The occurrence of the global economic crisis in 2008 caused Indonesian economy to experience fluctuation, especially in the macro-scale. This study aimed to find out the effects of the macroeconomics variables, namely the inflation, BI Rate and exchange rate on CSPI after the global economic crisis in 2008. The data were secondary data from July 2005 to June 2015. The analysis technique was the time series analysis using the Error Correction Model (ECM) technique. The results of the study showed that: (1) the inflation variable did not have a significant effect on CSPI both in the long and short terms; (2) the BI Rate variable had a significant negative effect on CSPI by 1.818% in the long term and 0.309% in the sort term; (3) the exchange rate had a positive effect on CSPI by 1.393% in the long term but it had a significant negative effect by 0.75% in the sort term; (4) the global economic crisis did not have a significant effect on CSPI in the long term but it had a significant negative effect in the short term; (5) the inflation, BI Rate and exchange rate simultaneously had significant effects on CSPI before and after the global economic crisis; and (6) the coefficient of the ECT variable of -0.044 showed that the adjustment of the equilibrium from the short term to the long term took 22.7 months.

Keywords: Composite Stock Price Index, inflation, *BI Rate*, exchange rate, crisis, ECM.

1. PENDAHULUAN

Pasar modal merupakan jenis pasar untuk sekuritas jangka panjang baik yang berbentuk hutang maupun ekuitas. Instrumen-instrumen keuangan yang diperjualbelikan di pasar modal dapat berupa saham, obligasi, waran, *right*, obligasi konvertibel, dan berbagai produk turunan (*derivatif*) seperti opsi *put* atau *call*. Setiap instrumen yang diperjualbelikan di pasar modal mempunyai perbedaan karakteristik resiko dan keuntungan

yang menyebabkan perbedaan minat investor terhadap instrumen yang ada. Secara logika, investor akan mempunyai minat besar terhadap instrumen dengan tingkat keuntungan yang lebih tinggi dibandingkan tingkat risikonya. Saham merupakan salah satu instrumen dalam pasar modal yang dinilai mempunyai tingkat keuntungan dan sifat *marketable* yang lebih tinggi dibandingkan instrumen lain. Investasi dalam bentuk saham akan menghasilkan keuntungan berupa dividen dan *capital gain*. Dividen adalah pembagian keuntungan yang diberikan perusahaan penerbit saham atas keuntungan yang dihasilkan Perusahaan (Sundjaja, Ridwan S & Barlian, 2002). Sementara *capital gain* adalah kenaikan harga suatu saham yang bisa memberikan keuntungan bagi investor (Tandelilin, 2001). Adanya *capital gain* ini menunjukkan bahwa harga saham tidak selamanya tetap, namun mengalami perubahan sesuai kekuatan *demand* dan *supply* yang terjadi di bursa. Pergerakan harga saham secara umum dicerminkan dalam Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Nilai IHSG akan menunjukkan kondisi pasar modal sedang bergairah (*bullish*) atau lesu (*bearish*). Pergerakan harga saham dapat dipengaruhi oleh faktor internal dan faktor eksternal perusahaan. Faktor internal diantaranya pengumuman tentang pemasaran, produksi dan penjualan; pengumuman pendanaan; pengumuman badan direksi manajemen; pengumuman penggabungan pengambilalihan diversifikasi; pengumuman investasi; pengumuman ketenagakerjaan serta pengumuman laporan keuangan perusahaan. Faktor eksternal diantaranya pengumuman dari pemerintah seperti perubahan suku bunga tabungan, kurs valuta asing, inflasi dan regulasi ekonomi lain; pengumuman hukum; pengumuman industri sekuritas; gejala sosial politik dalam negeri dan fluktuasi nilai tukar; serta berbagai isu baik dalam negeri maupun luar negeri (Iskandar, 2003).

Suku bunga tabungan mempunyai hubungan yang negatif dengan harga saham. Ketika suku bunga naik, maka *opportunity cost* untuk memegang uang kas menjadi naik. Keadaan ini menyebabkan substitusi dalam investasi, dari investasi saham ke tabungan bank sehingga sekuritas melemah dan harga saham turun. Kurs juga mempunyai hubungan negatif dengan harga saham. Terjadinya depresiasi menyebabkan harga saham turun karena ekspektasi akan terjadinya inflasi. Sementara itu, inflasi dapat mempunyai hubungan positif atau negatif terhadap harga saham tergantung jenis inflasi yang sedang dihadapi oleh perekonomian. Apabila perekonomian mengalami *expected inflation* dimana terjadi kelebihan permintaan, maka akan terjadi kenaikan harga yang mendorong *supply*, *earning* perusahaan meningkat dan dividen tinggi sehingga harga saham naik. Namun apabila terjadi *unexpected inflation* karena adanya kenaikan biaya, maka akan terjadi perpindahan dari investasi ke konsumsi. Inflasi menyebabkan suku bunga naik dan mengurangi *present value* sehingga harga saham turun. Gejolak ekonomi politik dan isu luar negeri juga mempunyai pengaruh terhadap harga saham. Dengan adanya globalisasi, perekonomian di dunia menjadi terintegrasi. Hal ini menyebabkan gejolak ekonomi yang terjadi di suatu negara dapat dengan mudah menyebar ke negara lain. Seperti yang terjadi pada akhir triwulan III-2008 dimana perekonomian dunia mengalami keruntuhan stabilitas seiring dengan meluasnya krisis finansial ke berbagai negara. Tak hanya gejolak ekonomi, faktor non ekonomi seperti bencana alam juga sangat berpengaruh terhadap pergerakan harga saham. Seperti halnya pandemi Covid-19 terjadi beberapa tahun terakhir membawa pengaruh besar terhadap perekonomian nasioan termasuk pergerakan harga saham.

Karena investasi pada dasarnya terkait dengan ekspektasi di masa depan, maka perubahan kondisi ekonomi makro akibat krisis akan mempengaruhi keputusan investor untuk berinvestasi. Investor dengan pertimbangan *risk* dan *return* sangat memperhatikan informasi pasar untuk mengambil keputusan yang tepat. Meskipun secara teori semakin besar resiko akan semakin besar *return* yang diperoleh, namun tidak semua investor termasuk dalam *risk-seeker* yang berani mengambil resiko tinggi untuk mendapatkan *return* yang tinggi pula. Sebagian besar investor mungkin termasuk *risk-averse* yang tidak mau mengambil resiko besar dalam berinvestasi. Sehingga, terjadinya krisis yang menyebabkan perubahan pada kondisi ekonomi makro akan mempengaruhi keputusan investor dalam berinvestasi yang selanjutnya akan menentukan *supply demand* saham dan indeks harga saham secara keseluruhan. Berdasarkan masalah tersebut, penulis tertarik untuk meneliti bagaimana pengaruh kondisi ekonomi makro terhadap IHSG dengan memperhitungkan krisis ekonomi global yang terjadi pada tahun 2008.

2. KAJIAN PUSTAKA

Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) merupakan indeks gabungan dari seluruh jenis saham yang tercatat di bursa efek (Samsul, 2006). IHSG diperkenalkan pertama kali oleh Bursa Efek Jakarta (BEJ) pada 1 April 1983 sebagai indikator pergerakan harga saham di bursa. Perhitungan harga saham gabungan dilakukan untuk mengetahui perkembangan rata-rata seluruh saham yang tercatat di bursa. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Maurice Kendall pada tahun 1953 menyatakan bahwa pola harga saham tidak dapat diprediksi

(*unpredictable*) karena bergerak secara acak (*random walk*) (Samsul, 2006). Teori *Random Walk* menyatakan bahwa perubahan harga suatu saham atau keseluruhan pasar yang telah terjadi tidak dapat digunakan untuk memprediksi gerakan di masa yang akan datang. Dengan kata lain, teori ini menyatakan bahwa harga saham bergerak ke arah yang acak dan tidak dapat diperkirakan. Harga saham bergerak secara acak berarti bahwa fluktuasi harga saham tergantung pada informasi baru yang diterima. Namun, informasi tersebut tidak diketahui kapan akan datang sehingga informasi baru dan harga saham bersifat *unpredictable* (Samsul, 2006).

Hipotesis Pasar Efisien (*The Efficient Market Hypothesis*) dikemukakan oleh Eugene Fama pada tahun 1970 (Tandelilin, 2001). Fama mendefinisikan pasar efisien sebagai pasar dimana harga semua sekuritas yang diperdagangkan telah mencerminkan semua informasi yang tersedia. Konsep pasar efisien ini menyiratkan adanya suatu proses penyesuaian harga sekuritas menuju harga keseimbangan yang baru sebagai respon atas informasi baru yang masuk ke pasar. Harga keseimbangan akan terbentuk setelah investor sepenuhnya menilai dampak dari informasi tersebut. Fama mengklasifikasikan bentuk pasar yang efisien ke dalam tiga *efficient market hypothesis* (EMH), yaitu efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*) yang berarti bahwa harga pada saat ini mencerminkan semua informasi di masa lalu, efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form*) yang tidak hanya dipengaruhi oleh data pasar tetapi juga semua informasi yang dipublikasikan serta efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*) dimana harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia termasuk informasi privat.

Arbitrage Pricing Theory (APT) dikembangkan oleh Ross pada tahun 1976 dimana APT menggambarkan hubungan antara risiko dan *return*, tetapi dengan menggunakan asumsi dan prosedur yang berbeda (Talla, 2013). Estimasi *return* yang diharapkan dari suatu sekuritas dengan menggunakan APT tidak terlalu dipengaruhi portofolio pasar karena adanya asumsi bahwa *return* yang diharapkan dari suatu sekuritas bisa dipengaruhi oleh beberapa sumber risiko lainnya. Faktor-faktor risiko tersebut akan menunjukkan kondisi ekonomi secara umum dan bukan merupakan karakteristik perusahaan. Beberapa penelitian empiris pernah menggunakan tiga sampai lima faktor yang mempengaruhi *return* sekuritas. Chen, Roll dan Ross (1986) mengidentifikasi empat faktor yang mempengaruhi *return* sekuritas yaitu perubahan tingkat inflasi, perubahan produksi industri yang tidak diantisipasi, perubahan premi *risk-default* yang tidak diantisipasi dan perubahan struktur tingkat suku bunga yang tidak diantisipasi (Tandelilin, 2001).

Inflasi merupakan kecenderungan dari harga-harga untuk naik secara umum dan terus menerus (Sukirno, 2002). Akan tetapi bila kenaikan harga hanya dari satu atau dua barang saja tidak dapat disebut inflasi, kecuali bila kenaikan tersebut meluas atau menyebabkan kenaikan sebagian besar dari harga barang-barang lain (Boediono, 2000). Peningkatan inflasi secara relatif merupakan sinyal negatif bagi investor di pasar modal (Tandelilin, 2001). Hal ini dikarenakan peningkatan inflasi akan meningkatkan biaya perusahaan. Apabila biaya produksi lebih tinggi dibandingkan harga yang ditetapkan perusahaan, maka profitabilitas perusahaan akan menurun. Turunnya profitabilitas perusahaan akan menyebabkan turunnya dividen yang selanjutnya menyebabkan berkurangnya keuntungan yang diperoleh investor. Hal ini menyebabkan investasi saham menjadi komoditi yang tidak menarik sehingga permintaan terhadap saham menurun. Selain itu, inflasi juga menyebabkan daya beli uang (*purchasing power of money*) mengalami penurunan. Turunnya daya beli uang menyebabkan pendapatan riil masyarakat termasuk investor berkurang sehingga keinginan investor untuk berinvestasi juga berkurang dan harga saham akan turun. Hal ini berarti bahwa inflasi mempunyai hubungan yang negatif dengan harga saham.

Suku bunga atau tingkat bunga merupakan harga yang menghubungkan masa kini dan masa depan (Mankiw, 2006). *BI Rate* adalah suku bunga kebijakan yang mencerminkan sikap atau *stance* kebijakan yang ditetapkan oleh Bank Indonesia dan diumumkan kepada publik. *BI Rate* diumumkan oleh Dewan Gubernur Bank Indonesia setiap Rapat Dewan Gubernur (RDG) bulanan. *BI Rate* diimplementasikan pada operasi moneter yang dilakukan Bank Indonesia melalui pengelolaan likuiditas di pasar uang untuk mencapai sasaran operasional kebijakan moneter. Sasaran operasional kebijakan moneter dicerminkan pada perkembangan suku bunga Pasar Uang Antar Bank *Overnight* (PUAB O/N). Pergerakan pada suku bunga PUAB diharapkan akan diikuti oleh perkembangan pada suku bunga deposito dan selanjutnya suku bunga kredit perbankan. Dengan mempertimbangkan faktor-faktor lain dalam perekonomian, Bank Indonesia pada umumnya akan menaikkan *BI Rate* apabila inflasi ke depan diperkirakan melampaui sasaran yang ditetapkan, sebaliknya Bank Indonesia akan menurunkan *BI Rate* apabila inflasi ke depan diperkirakan berada dibawah sasaran yang telah ditetapkan. Kenaikan *BI Rate* akan menyebabkan kenaikan pada suku bunga. Kenaikan suku bunga menyebabkan *opportunity cost* memegang uang kas naik. Kenaikan *opportunity cost* ini berpotensi untuk mendorong investor untuk mengalihkan dananya dari pasar modal ke pasar uang berupa tabungan bank atau deposito. Pengalihan

dana ini menyebabkan investasi di bursa turun dan selanjutnya dapat menurunkan harga saham. Hal ini berarti bahwa *BI Rate* yang dijadikan sebagai dasar penetapan suku bunga mempunyai hubungan negatif dengan harga saham.

Kurs adalah harga sebuah mata uang dari suatu negara yang diukur atau dinyatakan dalam mata uang lainnya (Krugman, Paul R Obstfeld, 2004). Kurs dianggap penting karena dapat mempengaruhi harga barang domestik relatif terhadap harga barang luar negeri (Mishkin, 2008). Ketika mata uang suatu negara terapresiasi, barang yang dihasilkan oleh negara tersebut di luar negeri menjadi lebih mahal dan barang-barang luar negeri di negara tersebut menjadi lebih murah. Bagi investor, terjadinya kenaikan nilai tukar rupiah atau depresiasi menandakan bahwa faktor fundamental perekonomian Indonesia tidak kuat. Hal ini menyebabkan investor mempunyai anggapan bahwa berinvestasi dalam bentuk saham akan menambah resiko termasuk resiko inflasi yang mungkin terjadi di masa yang akan datang. Investor yang termasuk *risk-averse* tentu akan menghindari risiko, sehingga investor akan cenderung melakukan aksi jual hingga perekonomian dirasakan membaik. Aksi jual yang dilakukan investor ini akan mendorong penurunan harga saham di bursa efek. Adanya penurunan harga saham tersebut menunjukkan bahwa nilai tukar rupiah mempunyai hubungan negatif dengan harga saham.

Beberapa penelitian terdahulu mengenai pergerakan harga saham yang dipengaruhi oleh faktor ekonomi makro telah dilakukan. Hasil penelitian Heru (2022) menyimpulkan bahwa variabel kapitalisasi pasar saham, harga minyak dunia dan Indeks Hang Seng berpengaruh positif terhadap IHSG, sedangkan harga emas dunia berpengaruh negatif. Secara bersama-sama variabel kapitalisasi pasar saham, harga minyak dunia, Indeks Hang Seng dan harga emas dunia berpengaruh terhadap IHSG. Pada Error Correction Term (ECT) memiliki koefisien sebesar -0,2045 dengan arah signifikan negatif dengan tingkat kepercayaan 5%. Menunjukkan bahwa proses penyesuaian (*Adjustment Mechanism Process*) pada keseimbangan jangka panjang berlangsung selama 20 bulan (et al., 2022). Febrina (2018) juga menganalisis variabel ekonomi makro yang mempengaruhi perkembangan IHSG. Peningkatan indeks produksi industri dan inflasi akan meningkatkan IHSG, namun peningkatan nilai tukar (Rp/USD) akan menurunkan IHSG. Strait Times Index, Philippines Stock Exchange Index dan Dow Jones Industrial Average secara positif dan signifikan mempengaruhi IHSG, sementara itu Nikkei 225 dan Shanghai Composite Index berpengaruh negatif dan signifikan terhadap IHSG. Kuala Lumpur Composite Index dan stock Exchange of Thailand tidak signifikan berpengaruh terhadap IHSG (Febrina et al., 2018).

3. METODOLOGI PENELITIAN

Penelitian ini termasuk penelitian kuantitatif karena mengacu pada perhitungan analisis data penelitian yang berupa angka-angka. Penelitian ini juga termasuk dalam penelitian asosiatif dengan bentuk hubungan kausal terdiri dari variabel dependen dan variabel independen. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), sedangkan variabel independen terdiri dari inflasi, *BI Rate*, Kurs Rupiah/Dolar Amerika serta krisis ekonomi global tahun 2008. Penelitian ini menggunakan metode pengumpulan data berupa dokumentasi untuk memperoleh data mengenai inflasi, *BI Rate*, kurs Rupiah/Dolar Amerika dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Data yang digunakan adalah data bulanan selama bulan Juli 2005 sampai Juni 2015 dengan jumlah 120 observasi.

Teknik analisis yang digunakan untuk memecahkan masalah dalam penelitian ini adalah analisis data *time series* dengan Model Koreksi Kesalahan (*Error Correction Model/ECM*). Adapun analisis data dilakukan dengan bantuan Program *EViews 8*. Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data yang bersifat runtut waktu (*time series*). Data *time series* dapat bersifat stasioner atau nonstasioner. Untuk data stasioner, permodelan dengan menggunakan metode *Ordinary Least Squares* (OLS) sudah cukup memadai. Metode OLS digunakan untuk melihat pengaruh jangka panjang antara variabel dependen dan variabel independen, dimana persamaannya dapat dinyatakan sebagai berikut:

$$IHSG_t = \beta_0 + \beta_1 INF_t + \beta_2 BIR_t + \beta_3 EXC_t + \beta_4 D + \mu \dots\dots\dots (1)$$

Keterangan:

IHSG = Variabel Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

β_0	= Konstanta/ <i>intercept</i>
$\beta_1, \beta_2, \beta_3$	= Koefisien regresi variabel bebas kuantitatif
INF	= Variabel inflasi
BIR	= Variabel BI Rate
EXC	= Variabel kurs Rupiah/Dolar Amerika
B_4	= Koefisien regresi variabel bebas <i>dummy</i>
D	= Krisis ekonomi global 2008 sebagai variabel <i>dummy</i> dengan kategori: = 0, sebelum terjadi krisis ekonomi global tahun 2008 = 1, sesudah terjadi krisis ekonomi global tahun 2008
μ	= Nilai residu

Namun sebaliknya jika data bersifat nonstasioner, implementasi prosedur OLS akan menimbulkan fenomena regresi palsu (*spurious regression*). *Spurious regression* merupakan suatu fenomena dimana suatu persamaan regresi yang diestimasi memiliki signifikansi yang cukup baik, namun demikian secara esensi tidak memiliki arti. Salah satu cara untuk mengidentifikasi hubungan di antara variabel yang bersifat nonstasioner adalah dengan melakukan permodelan koreksi kesalahan (*Error Correction Model/ECM*). ECM merupakan teknik untuk mengoreksi ketidakseimbangan jangka pendek menuju keseimbangan jangka panjang, serta dapat menjelaskan hubungan antara peubah terikat dengan peubah bebas pada waktu sekarang dan waktu lampau. Spesifikasi model ECM dikatakan valid apabila koefisien ECT mempunyai nilai negatif dan secara absolut kurang dari 1. Permodelan ECM memerlukan syarat adanya kointegrasi pada sekelompok variabel nonstasioner. Persamaan model ECM ditunjukkan sebagai berikut.

$$D(IHSG_t) = \beta_0 + \beta_1 D(INF_t) + \beta_2 D(BIR_t) + \beta_3 D(EXC_t) + \beta_4 D(DUMMY) + \beta_5 ECT \dots\dots\dots (2)$$

Keterangan:

- D(IHSG) = Bentuk *first difference* variabel IHSG
- D(INF) = Bentuk *first difference* variabel inflasi
- D(BIR) = Bentuk *first difference* variabel BI Rate
- D(EXC) = Bentuk *first difference* variabel kurs Rupiah/Dolar
- D(DUMMY) = Bentuk *first difference* variabel *dummy*
- ECT = *Error Correction Term*

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis regresi dalam penelitian ini diawali dengan Uji Mackinnon White Davidson (MWD) dan Uji Stasioner. Uji MWD digunakan untuk memilih model yang akan digunakan, apakah model regresi linier atau model regresi log-linier. Hasil uji MWD menunjukkan bahwa Z_1 signifikan sehingga model yang digunakan adalah model log-linier. Model log-linier ditunjukkan dengan persamaan:

$$\text{LnIHSG}_t = \beta_0 + \beta_1 \text{INF}_t + \beta_2 \text{LnBIR}_t + \beta_3 \text{LnEXC}_t + \beta_4 \text{DUMMY} + \mu \dots\dots\dots (3)$$

Keterangan:

- Ln = Hasil Log Natural

Uji stasioner atau uji *unit root* bertujuan untuk memverifikasi bahwa data dalam penelitian bersifat stasioner. Uji stasioner dalam penelitian ini menggunakan uji Augmented Dickey-Fuller (ADF). Nilai uji statistik ADF yang lebih besar dari *critical value* menunjukkan bahwa hipotesis adanya *unit root* ditolak, yang berarti bahwa data bersifat nonstasioner pada level atau $I(0)$. Hasil uji ADF menunjukkan bahwa pada tingkat level atau $I(0)$, data variabel IHSG, BI Rate, kurs dan dummy bersifat nonstasioner sedangkan variabel inflasi bersifat stasioner.

Analisis regresi dalam penelitian ini digunakan untuk mengetahui pengaruh variabel bebas yaitu inflasi, BI Rate dan kurs Rupiah/Dolar Amerika terhadap variabel tak bebas yaitu IHSG sebelum dan sesudah krisis ekonomi global tahun 2008. Data variabel bersifat nonstasioner tetapi saling berkointegrasi yang berarti terdapat hubungan jangka panjang atau keseimbangan diantara variabel tersebut. Untuk mengetahui pengaruh

jangka panjang tersebut, dilakukan analisis regresi dengan metode *Ordinary Least Squares* (OLS). Analisis regresi dengan metode OLS menunjukkan hasil sebagai berikut:

Tabel 1. Hasil Analisis dengan Metode OLS

Variabel	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1,116040	2,368739	-0,471154	0,6384
INF	-0,012324	0,029111	-0,423344	0,6728
LnBIR	-1,818228	0,216042	-8,416085	0,0000
LnEXC	1,393117	0,281684	4,945666	0,0000
Dummy	-0,081287	0,110466	-0,735854	0,4633
R-squared	=	0,663991		
Adjusted R-squared	=	0,652304		
F-statistic	=	56,81325		
Prob(F-statistic)	=	0,000000		
Durbin-Watson stat	=	0,101570		

Dari hasil analisis regresi dengan metode OLS ditemukan bahwa probabilitas variabel INF (inflasi) adalah sebesar 0,6728, BIR (*BI Rate*) sebesar 0,00, EXC (kurs) sebesar 0,00 dan variabel dummy sebesar 0,4633. Hasil regresi juga menunjukkan nilai *Adjusted R-squared* yang tergolong tinggi yaitu sebesar 0,652304 namun nilai statistik Durbin-Watson (D/W) rendah yaitu sebesar 0,101570. Nilai *Adjusted R-squared* yang tinggi namun nilai statistik D/W rendah menjadi indikasi adanya regresi palsu (*spurious regression*). Untuk mengatasi adanya kecenderungan regresi palsu, maka perlu dilakukan koreksi yang disebut Model Koreksi Kesalahan (*Error Correction Model/ECM*). Seperti yang telah dikemukakan sebelumnya bahwa apabila data variabel bersifat nonstasioner tetapi saling berko-integrasi berarti terdapat hubungan jangka panjang atau keseimbangan diantara variabel. Namun demikian, dalam jangka pendek terdapat kemungkinan adanya ketidakseimbangan (disekuilibrium) sehingga hal ini menjadi alasan dilakukannya koreksi dengan ECM. (*Error Correction Model*). Analisis regresi dengan teknik ECM menunjukkan hasil sebagai berikut:

Tabel 2. Hasil Analisis dengan Teknik ECM

Variabel	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0,016326	0,004671	3,495349	0,0007
D(INF)	-0,003440	0,003909	-0,880048	0,3807
D(LnBIR)	-0,309459	0,152025	-2,035578	0,0441
D(LnEXC)	-0,750330	0,194904	-3,849749	0,0002
D(Dummy)	-0,334451	0,052606	-6,357694	0,0000
U(-1)	-0,044030	0,016568	-2,657553	0,0090
R-squared	=	0,453084		
Adjusted R-squared	=	0,428884		
F-statistic	=	18,72264		
Prob(F-statistic)	=	0,000000		
Durbin-Watson stat	=	2,027294		

Dari hasil analisis regresi ECM ditemukan bahwa probabilitas variabel INF (inflasi) adalah sebesar 0,3807, BIR (*BI Rate*) sebesar 0,0441, EXC (kurs) sebesar 0,0002 dan variabel dummy sebesar 0,00. Selain

itu, ditemukan pula bahwa probabilitas $u(-1)$ atau *Error Correction Term* (ECT) sebesar 0,009 dengan nilai koefisiennya sebesar -0,04403. Nilai koefisien ECT bernilai negatif dan secara absolut kurang dari 1 sehingga dapat diartikan bahwa spesifikasi model ECM valid untuk digunakan. Analisis regresi dengan ECM menghasilkan nilai $u(-1)$ atau ECT sebesar -0,044 dengan probabilitas 0,009. Nilai ECT yang bertanda negatif menunjukkan adanya penyesuaian terhadap ketidakstabilan yang terjadi dalam jangka pendek. Dengan kata lain telah terjadi penyesuaian keseimbangan jangka pendek menuju jangka panjang antara variabel inflasi, *BI Rate*, kurs dan krisis ekonomi terhadap IHSG. Nilai koefisien -0,044 menunjukkan penyesuaian terhadap kondisi ekuilibrium selama 22,7 bulan ($1/0,044$).

Dari hasil analisis regresi dapat diketahui bahwa secara parsial variabel inflasi tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap IHSG dalam jangka pendek maupun panjang. Inflasi tidak berpengaruh signifikan terhadap IHSG dikarenakan laju inflasi selama tahun 2005-2015 sebagian besar masih berada pada kisaran target inflasi yang ditentukan oleh Bank Indonesia. Pada tahun 2005 dan 2008 terjadi inflasi yang jauh melebihi target inflasi disebabkan karena pada tahun 2005 sempat terjadi kenaikan harga BBM yang mendorong kenaikan harga pada banyak sektor, termasuk transportasi. Sedangkan pada tahun 2008 terjadi krisis ekonomi global yang dampaknya sampai pada perekonomian Indonesia. Namun diluar hal tersebut, sebagian besar inflasi tahunan yang terjadi masih berada pada *range* inflasi yang ditargetkan oleh Bank Indonesia. Inflasi aktual yang masih berada pada *range* target inflasi menunjukkan bahwa inflasi yang terjadi masih wajar dan masih bisa diterima oleh perekonomian. Hal ini disebabkan karena sebelumnya Bank Indonesia telah mempublikasikan target inflasi selama tiga tahun ke depan. Publikasi tersebut tentu dilihat sebagai sinyalantisipasi oleh masyarakat termasuk investor dan perusahaan. Masyarakat sudah dapat memperkirakan besarnya inflasi pada tahun-tahun ke depan meskipun perkiraan tersebut belum tentu sesuai dengan kenyataan. Maka pada tahun berlaku, ketika terjadi inflasi yang mendekati *range* target, kondisi tersebut tidak menimbulkan efek besar terhadap distribusi pendapatan, alokasi faktor produksi dan pendapatan nasional. Hal ini dikarenakan sebelumnya masyarakat sudah mengetahui pada kisaran berapa inflasi itu akan terjadi.

Ketika inflasi tidak menimbulkan efek besar pada pendapatan, hal ini berarti bahwa pendapatan riil masyarakat termasuk investor tidak mengalami perubahan besar. Investor masih bisa melakukan investasi di pasar modal sehingga permintaan dan penawaran saham di bursa tidak mengalami gangguan. Stabilitasnya tingkat permintaan dan penawaran saham mendorong harga saham yang stabil pula. Selain itu, nilai inflasi aktual yang sesuai dengan target juga tidak menimbulkan gangguan pada kegiatan produksi perusahaan. Perusahaan mampu mempertimbangkan besarnya biaya produksi sehingga besarnya biaya produksi tidak melebihi harga produk. Hal ini menyebabkan profitabilitas perusahaan terjaga sehingga harga saham perusahaan tersebut tetap menjadi komoditi yang menarik bagi investor. Investor akan tetap berinvestasi sehingga harga saham tetap stabil.

BI Rate dalam jangka panjang maupun jangka pendek mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap IHSG. Besarnya koefisien yang bernilai negatif menunjukkan bahwa dalam jangka panjang, kenaikan *BI Rate* sebesar 1% akan diikuti penurunan IHSG sebesar 1,818% sementara dalam jangka pendek kenaikan *BI Rate* sebesar 1% akan mengakibatkan penurunan pada IHSG sebesar 0,309%. Dari hasil analisis dalam penelitian ini terlihat bahwa koefisien *BI Rate* dalam jangka pendek lebih besar dibandingkan jangka panjang. Hal ini berarti bahwa dalam jangka pendek, IHSG lebih responsif terhadap perubahan *BI Rate*. *BI Rate* ditetapkan oleh Bank Indonesia untuk mencapai sasaran operasional kebijakan moneter berupa perkembangan suku bunga Pasar Uang Antar Bank *Overnight* (PUAB O/N) yang selanjutnya diikuti oleh perkembangan suku bunga deposito dan kredit perbankan. Dengan kata lain, perubahan *BI Rate* akan mendorong penyesuaian suku bunga deposito dan kredit perbankan oleh bank umum. Ketika ekonomi terlalu bergairah, Bank Indonesia akan merespon dengan menaikkan *BI Rate*. Kenaikan *BI Rate* diikuti oleh kenaikan suku bunga pada bank umum. Ketika suku bunga naik, maka masyarakat memiliki *opportunity cost* yang lebih besar saat memegang uang kas. Kenaikan *opportunity cost* ini selanjutnya mendorong masyarakat, termasuk investor, untuk menabung di bank. Hal ini dikarenakan kesempatan memperoleh keuntungan menabung di bank menjadi lebih besar dibandingkan sebelumnya ketika suku bunga masih lebih rendah. Adanya ekspektasi keuntungan yang lebih besar ketika menambah tabungan atau deposito membuat investor lebih tertarik untuk mengalirkan dananya ke pasar uang. Hal ini mengakibatkan terjadinya pengalihan dana dari pasar uang ke pasar modal. Pengalihan dana menyebabkan kegiatan investasi di bursa mengalami penurunan dan selanjutnya diikuti oleh pelemahan harga saham.

Kurs Rupiah/ Dolar Amerika dalam jangka panjang berpengaruh positif signifikan terhadap IHSG dimana melemahnya kurs Rupiah sebesar 1% akan diikuti oleh kenaikan harga saham sebesar 1,393%. Sementara itu dalam jangka pendek variabel kurs berpengaruh negatif terhadap IHSG dimana melemahnya nilai kurs Rupiah sebesar 1% akan diikuti oleh penurunan IHSG sebesar 0,75%. Hasil analisis ini sejalan dengan hasil penelitian terdahulu yang menyatakan bahwa peningkatan nilai tukar (Rp/USD) akan menurunkan IHSG (Febrina et al., 2018). Dari hasil tersebut diketahui bahwa dalam jangka pendek kurs berpengaruh negatif terhadap IHSG, namun dalam jangka panjang justru mempunyai pengaruh positif. Pelemahan nilai Rupiah atau depresiasi menjadi indikasi perekonomian yang tidak kuat. Hal ini menimbulkan anggapan bahwa investasi dalam bentuk saham akan lebih beresiko, termasuk kemungkinan adanya resiko inflasi yang terjadi di masa yang akan datang. Investor yang termasuk *risk-averse* tentu akan menghindari risiko, sehingga cenderung melakukan aksi jual. Aksi jual yang dilakukan investor mengakibatkan turunnya harga saham di bursa efek. Namun demikian, penurunan harga saham yang berlangsung terus menerus selama beberapa waktu akan diikuti oleh arus balik (*reversal*). Adanya arus balik membuktikan bahwa dalam kenaikan atau penurunan harga saham selalu ada kesalahan yang dinamakan *overreaction* atau *mispriced*. Apabila terjadi kenaikan harga terus menerus, maka akan diikuti oleh penurunan harga pada periode selanjutnya dan sebaliknya. Dalam penelitian ini terlihat bahwa dalam jangka pendek, kurs mempunyai pengaruh negatif terhadap IHSG namun dalam jangka panjang justru mempunyai pengaruh positif. Hal ini mengindikasikan adanya kesalahan *overreaction* atau *mispriced*. *Overreaction* atau reaksi yang berlebihan mengandung makna terlalu optimistis atau pesimistis dalam menanggapi suatu peristiwa yang diperkirakan mempunyai pengaruh terhadap kinerja perusahaan di masa datang (Mohamad Samsul, 2006). Ketika terjadi peningkatan nilai kurs atau pelemahan Rupiah akibat krisis ekonomi, muncul reaksi yang berlebihan dari para investor. Investor merasa bahwa perekonomian sedang terganggu sehingga muncul sikap pesimis akan mendapatkan keuntungan dari hasil investasinya di pasar modal. Munculnya sikap pesimis tersebut menyebabkan investor melakukan aksi jual saham. Pada jangka pendek, aksi jual yang dilakukan secara bersama-sama oleh investor akan mempercepat penurunan harga saham. Keadaan ini menunjukkan adanya unsur *mispriced* selama periode bersangkutan. Namun dalam jangka panjang, keadaan segera berbalik arah (*reversal*) sebagai tindakan korektif atas *mispriced* tersebut. Tindakan korektif terus terjadi di bursa sehingga tercapai keseimbangan harga yang normal. Alasan tersebutlah yang mendukung mengapa kurs mempunyai pengaruh negatif pada IHSG dalam jangka pendek, namun mempunyai pengaruh positif dalam jangka panjang.

Hasil uji simultan dengan metode OLS menunjukkan bahwa dalam jangka panjang, inflasi, BI Rate dan kurs secara bersama-sama mempunyai pengaruh signifikan terhadap IHSG sebelum dan sesudah krisis ekonomi global tahun 2008. Adapun nilai *Adjusted R-squared* sebesar 0,652304 berarti bahwa dalam jangka panjang, inflasi, BI Rate, kurs dan krisis mampu menjelaskan variasi IHSG sebesar 65,23%, sedangkan sisanya (34,77%) dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan ke dalam model. Begitu pula hasil regresi dengan metode ECM ditemukan bahwa dalam jangka pendek, inflasi, BI Rate dan kurs Rupiah/Dolar Amerika secara bersama-sama mempunyai pengaruh signifikan terhadap IHSG sebelum dan sesudah krisis ekonomi global tahun 2008. Adapun nilai *Adjusted R-squared* adalah sebesar 0,428884 berarti bahwa dalam jangka pendek, inflasi, BI Rate, kurs dan krisis mampu menjelaskan variasi IHSG sebesar 42,89%, sedangkan sisanya (57,11%) dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model. Jadi dapat disimpulkan bahwa baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek, inflasi, BI Rate dan kurs Rupiah/Dolar Amerika secara bersama-sama mempunyai pengaruh signifikan terhadap IHSG sebelum dan sesudah krisis ekonomi global tahun 2008.

5. PENUTUP

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dikemukakan, maka dapat diambil beberapa kesimpulan yaitu inflasi tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap IHSG baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek. Hal ini disebabkan karena sebagian besar inflasi yang terjadi tidak berada jauh dari *range* inflasi yang ditargetkan Bank Indonesia. Hal ini menyebabkan inflasi tidak mempunyai efek besar terhadap pendapatan dan biaya produksi perusahaan. BI Rate mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap IHSG baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek. Kenaikan BI Rate menyebabkan pengalihan dana dari pasar uang ke pasar modal. Kurs Rupiah/Dolar Amerika mempunyai pengaruh negatif pada jangka pendek namun mempunyai pengaruh positif pada jangka panjang. Awalnya, pelemahan Rupiah menjadi indikasi

perekonomian yang tidak kuat sehingga investor melakukan aksi jual dan harga saham mengalami penurunan. Namun, penurunan harga saham yang berlangsung terus menerus akan menimbulkan arus balik (*reversal*) dimana pasar melakukan tindakan korektif sehingga harga saham kembali pada keseimbangan normal dalam jangka panjang. Inflasi, *BI Rate* dan kurs secara bersama-sama mempunyai pengaruh signifikan terhadap IHSG. Dimana dalam jangka panjang, inflasi, *BI Rate* dan kurs mampu menjelaskan variasi IHSG sebesar 65,23% sedangkan dalam jangka pendek sebesar 42,89%. Krisis ekonomi global tahun 2008 ditunjukkan oleh variabel dummy. Hasil penelitian menunjukkan bahwa krisis tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap IHSG dalam jangka panjang, namun berpengaruh negatif dan signifikan dalam jangka pendek. *Error Correction Term* (ECT) menunjukkan penyesuaian keseimbangan jangka pendek menuju jangka panjang antara variabel inflasi, *BI Rate*, kurs dan krisis ekonomi terhadap IHSG. Nilai koefisien -0,044 menunjukkan penyesuaian terhadap kondisi ekuilibrium selama 22,7 bulan (1/0,044). Penelitian ini telah diusahakan dan dilaksanakan sebaik-baiknya, namun demikian masih memiliki keterbatasan diantaranya banyak faktor yang mempengaruhi IHSG, namun peneliti hanya mengambil 3 faktor ekonomi makro yaitu kurs, *BI Rate* dan inflasi serta dengan mempertimbangkan krisis ekonomi global tahun 2008. Nilai *Adjusted R-squared* masih rendah, yaitu hanya sebesar 65,23% pada jangka panjang dan 42,89% pada jangka pendek. Hal ini menandakan bahwa masih banyak faktor-faktor lain yang mempengaruhi IHSG namun belum dimasukkan ke dalam model.

DAFTAR PUSTAKA

- Boediono. (2000). *Ekonomi Moneter*. BPFE Yogyakarta.
- Febrina, R. S., Sumiati, S., & Ratnawati, K. (2018). Pengaruh Variabel Makroekonomi Dan Harga Saham Asing Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan. *Jurnal Bisnis Dan Manajemen*, 5(1), 118–126. <https://doi.org/10.26905/jbm.v5i1.2321>
- Iskandar, A. (2003). *Pasar Modal Teori dan Aplikasi*. Yayasan Pancur Siwah.
- Krugman, Paul R Obstfeld, M. (2004). *International Economics: Theory and Policy*. PT. Indeks.
- Mankiw, G. (2006). *Macroeconomics 6th edition*. Penerbit Erlangga.
- Mishkin, F. (2008). *The Economic of Money, Banking and Financial Market 8th edition*. Salemba Empat.
- Samsul, M. (2006). *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*. Erlangga.
- Sukirno, S. (2002). *Teori Makro Ekonomi*. Rajawali Press.
- Sundjaja, Ridwan S & Barlian, I. (2002). *Manajemen Keuangan*. Prenhallindo.
- Talla, J. T. (2013). *Impact of Macroeconomics Variables on the Stock Market Prices of the Stockholm Stock Exchange (OMXS30)*. Jönköping International Business School.
- Tandelilin, E. (2001). *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. BPFE Yogyakarta.
- Wahyudi, H., & Rahayu, K. (2022). Determinan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) Jangka Pendek dan Panjang. *Studi Akuntansi, Keuangan, Dan Manajemen*, 2(1), 15–28. <https://doi.org/10.35912/sakman.v2i1.1422>