

## ANALISIS STABILITAS KEUANGAN GLOBAL 8 NEGARA TERPILIH (PENDEKATAN PANEL REGRESSION)

Wahyu Indah Sari

Prodi Ekonomi Pembangunan, Fakultas Sosial Sains Universitas Pembangunan Panca Budi

Email: wahyuindahsari@dosen.pancabudi.ac.id

### Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui dampak terjadinya krisis ekonomi global pada 8 negara terpilih yaitu Indonesia, Hongkong, USA, Australia, Brazil, Kanada, India dan Jepang. Variabel dalam penelitian ini adalah Suku Bunga, Inflasi, Transaksi Berjalan, Cadangan Devisa, Foreign Direct Investment (FDI), Nilai Tukar dan Saham. Indikator pada penelitian ini dipilih indeks saham JKSE (Jakarta Composite Index) yang mewakili bursa saham Indonesia, HSI (Hang Seng Index) yang mewakili bursa saham Hong Kong, DJI (Dow Jones Industrial Average) yang mewakili bursa saham Amerika Serikat, AORD (All Ordinaries) yang mewakili bursa saham Australia, BVSP (Bovespa Sao Paoloo) mewakili bursa saham Brazil, TSX (Toronto Stock Exchange) mewakili bursa saham Kanada dan BSESN (Bombay Stock Exchange) mewakili bursa saham India. Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah menggunakan model Panel Regression. Hasil penelitian Panel Regression diketahui bahwa nilai prob  $t$  statistic Suku Bunga dan Cadangan Devisa berpengaruh signifikan terhadap Nilai Tukar, sedangkan nilai prob  $t$  statistic pada variable saham menjelaskan bahwa Suku Bunga, Cadangan Devisa dan Foreign Direct Investment berpengaruh signifikan terhadap Saham negara Indonesia, Hongkong, USA, Australia, Brazil, Kanada, India dan Jepang. Hal ini disebabkan lemahnya fundamental ekonomi suatu Negara serta nilai suku bunga domestik di Indonesia sangat terkait dengan tingkat suku bunga internasional dimana akses pasar keuangan domestik terhadap pasar keuangan internasional serta kebijakan nilai tukar mata uang yang kurang fleksibel.

**Kata Kunci:** SB, INF, TB, CD, FDI, NILAI TUKAR dan SAHAM

### I. PENDAHULUAN

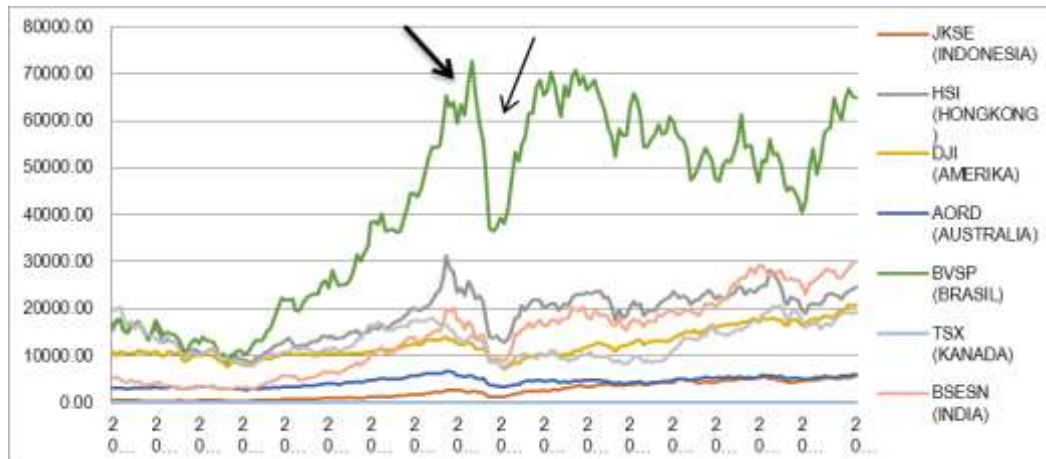
Krisis ekonomi adalah situasi dimana ekonomi dari sebuah negara mengalami penurunan yang disebabkan oleh suatu krisis keuangan. Krisis keuangan pada saat krisis ekonomi, jumlah permintaan uang melebihi jumlah penawaran uang, ini artinya bank-bank dan lembaga keuangan non bank mengalami kehabisan likuiditas. Dalam dinamika ekonomi semua negara di dunia yang saat ini makin mengglobal tampak kecenderungan universal, manakala terjadi gejolak di sebuah kawasan suatu negara (seperti di Amerika Serikat), akan menimbulkan dampak kehidupan tata perekonomian nasional negara-negara lain di dunia. Krisis keuangan menjadi lebih sering terjadi daripada sebelumnya. Salah satu alasan utamanya adalah kemajuan dalam teknologi informasi yang sampai batas tertentu, memperbesar gelombang krisis dan mempercepat penyebarannya ke daerah atau negara lain. Alasan lain adalah perkembangan pesat dari sektor keuangan. Salah satu contoh adalah munculnya *International Financial Integration (IFI)*. IFI mengacu pada suatu perekonomian yang tidak membatasi transaksi lintas batas, karena sistem keuangan yang terintegrasi akan menimbulkan gangguan keuangan domestik disuatu negara sehingga mengakibatkan efek domino pada kekacauan keuangan global.

Krisis negara-negara ASEAN berlanjut dengan turunnya nilai mata uang Filipina (Peso), Malaysia (Ringgit), dan Indonesia (Rupiah). Krisis moneter di Indonesia kemudian berlanjut menjadi krisis ekonomi. (Salamah, 2001). Sementara itu Djiwandono (2000) melihat bahwa krisis yang melanda Asia khususnya Indonesia karena kombinasi kekuatan

dari luar serta lemahnya struktur finansial dan ekonomi domestik. Krisis keuangan terbesar terjadi, yaitu Krisis Keuangan Asia Timur 1997 dan Krisis Keuangan Global 2008. Krisis yang terjadi pada tahun 1997 dan 1998 disebabkan oleh stok hutang luar negeri swasta sangat besar dan umumnya berjangka pendek, banyak kelemahan dalam sistem perbankan di Indonesia. Kemudian Tarmidi (1999) Krisis yang berkepanjangan ini adalah krisis merosotnya nilai tukar rupiah yang sangat tajam, akibat dari serbuan yang mendadak dan secara bertubi-tubi terhadap dollar AS (spekulasi) dan jatuh temponya utang swasta luar negeri dalam jumlah besar. Seandainya tidak ada serbuan terhadap dollar AS ini, meskipun terdapat banyak distorsi pada tingkat ekonomi mikro, ekonomi Indonesia tidak akan mengalami krisis. Dengan lain perkataan, walaupun distorsi pada tingkat ekonomi mikro ini diperbaiki, tetapi bila tetap ada gempuran terhadap mata uang rupiah, maka krisis akan terjadi juga, karena cadangan devisa yang ada tidak cukup kuat untuk menahan gempuran ini.

Pada tahun 2008, sebagian orang menyebutnya sebagai krisis ekonomi global, tentu saja dengan sebab yang berbeda dibandingkan krisis 10 tahun silam (Utaya D, 2008). Krisis keuangan global yang terjadi pada tahun 2008-2009 merupakan krisis finansial terburuk dalam 80 tahun terakhir, bahkan para ekonom dunia menyebutnya sebagai *the mother of all crises*. Krisis keuangan yang diawali dengan terjadinya *subprime mortgage* di Amerika Serikat ternyata berimbas ke krisis sektor finansial yang lebih dalam. Kondisi ini ternyata semakin memburuk, meluas, dan berkepanjangan serta tidak hanya dirasakan oleh perekonomian Amerika Serikat, tetapi juga dirasakan di berbagai negara termasuk Indonesia (Sugema, 2012). Penyebab krisis keuangan global tahun 2008 terjadi akibat; dipicu inovasi yang cepat dalam produk keuangan seperti praktek sekuritisasi dan “*Credit Default Swap*” (Jakovlev, M. 2007). Krisis *subprime mortgage* yang mengawali krisis finansial dunia saat ini, juga berimbas kepada perekonomian nasional melalui beberapa jalur, antara lain jalur perdagangan langsung antara Indonesia dan Amerika Serikat; jalur perdagangan Indonesia dan Asia/Eropa, jalur (kenaikan) biaya pinjaman, jalur (apresiasi) nilai tukar Rupiah; dan jalur (suku bunga) kebijakan moneter Bank Sentral AS (Purna, Hamidi dan Prima, 2009). Selain itu, krisis 2008 juga telah membawa dampak lanjutan terhadap fluktuasi nilai tukar (*currency*) dan permasalahan fiskal akut di AS dan Uni Eropa. Namun faktanya, krisis global 2008 tersebut justru memberikan dampak yang minimal, dibandingkan krisis keuangan Asia 1997 yang menimbulkan kerusakan serius bagi perekonomian nasional serta memicu krisis sosial-politik skala nasional (Santosa, 2016).

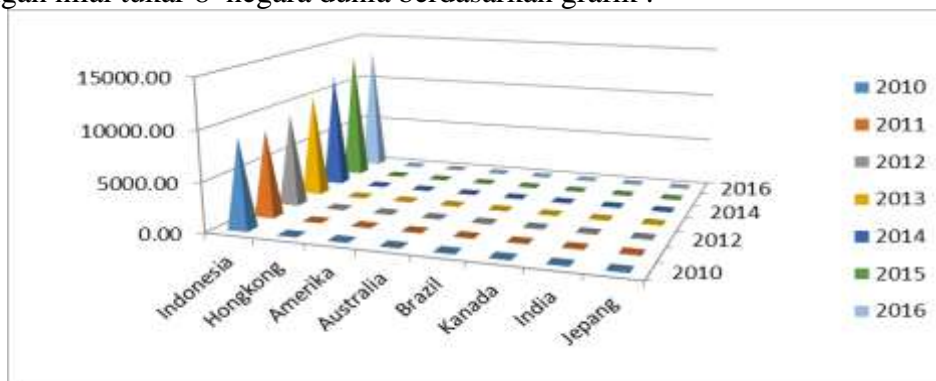
Menurut (Anonymous, 2007) adapun terjadinya krisis global di akibatkan adanya beberapa faktor antara lain: Krisis kepercayaan dari para pelaku pasar, warga Negara, bahkan antar Negara dan bidang usaha dari ekonomi makro tidak berjalan seiring dengan ekonomi mikro. Menurut (Mishkin, 2009), ada enam faktor yang memainkan peranan penting sebagai penyebab krisis keuangan, yaitu ketidakseimbangan pasar keuangan yang diakibatkan oleh penurunan permintaan di pasar modal, penurunan nilai tukar, kemerosotan dalam neraca keseimbangan lembaga-lembaga keuangan, krisis perbankan, peningkatan tingkat suku bunga dan ketidakseimbangan fiskal pemerintah. Hal ini untuk melihat kondisi perekonomian global pasca terjadinya krisis global *subprime mortgage*, di Amerika Serikat. Berikut adalah grafik yang menunjukkan perkembangan masing-masing index harga saham 8 negara terpilih:



Grafik 1.1 Perkembangan Saham 8 negara Dunia

Berdasarkan grafik 1.1 diketahui terbentuknya integrasi pasar keuangan, yaitu pada saat ekonomi booming terhadap krisis keuangan negara global tahun 2008. Pada saat krisis *subprime mortgage* di Amerika terjadi (2008), tidak hanya Asia yang mengalami penurunan pada indeks harga sahamnya, namun negara di benua lain di dunia seperti Indonesia, Hongkong, Amerika Serikat, Australia, Brazil, Kanada, India dan Jepang juga terkena imbasnya. Ditunjukkan pada gambar ketika krisis melanda Amerika Serikat (DJI), indeks yang lain yaitu Indonesia (JKSE), Hongkong (HSI), Australia (AORD), Brazil (BVSP), Kanada (TSX), India (BSESN) dan Jepang (N225) ikut terdorong jatuh. Krisis *subprime mortgage* di Amerika membawa dampak terhadap penurunan bursa saham di Amerika Serikat dan diikuti oleh bursa saham di belahan dunia lainnya. Krisis *subprime mortgage* memberi dampak negatif terhadap pasar modal, khususnya pasar modal negara berkembang (Heilmann, 2010: Thao & Daly, 2012: Aswani, 2015).

Wangbangpo dan Sharma (2002) menemukan bahwa nilai tukar memiliki hubungan positif dengan harga saham di negara Indonesia, Malaysia dan Filipina, sebaliknya berhubungan negatif di Singapura dan Thailand. Hasil penelitian (Wangbangpo dan Sharma, 2002) didukung pula oleh penelitian yang dilakukan oleh (Kandir, 2008) dimana nilai kurs mempengaruhi secara positif terhadap return dari semua portofolio yang ada. Sebaliknya, Mok (1993) yang meneliti hubungan sebab akibat antara tingkat bunga, nilai tukar dan harga saham pada pasar saham terbuka dan tertutup di Hong Kong menunjukkan hasil bahwa tidak ada hubungan yang signifikan antara tingkat bunga, nilai tukar dengan harga saham. Berikut perkembangan nilai tukar 8 negara dunia berdasarkan grafik :

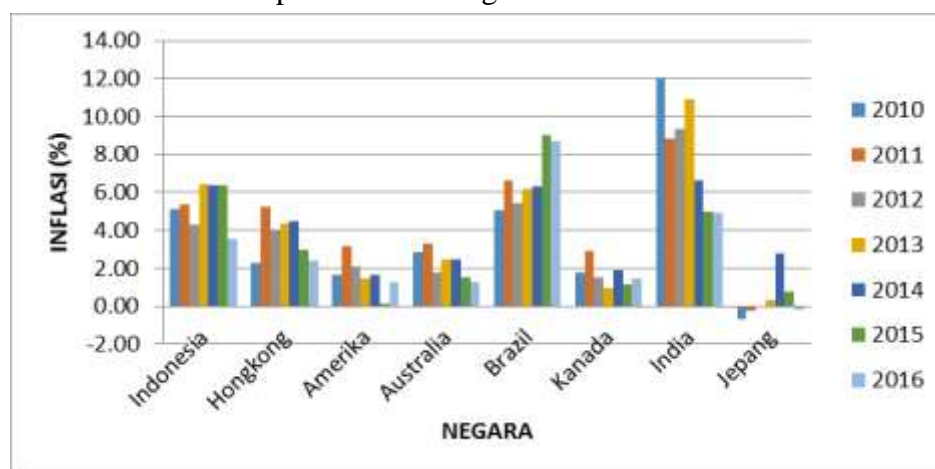


Grafik 1.2 Perkembangan Nilai Tukar 8 Negara Dunia

Berdasarkan grafik 1.2 diketahui bahwa pergerakan nilai tukar 8 negara di dunia cenderung stabil kecuali Indonesia. Hal ini tidak terlepas dari sistem kurs Indonesia yang masih menggunakan sistem mengambang. Pada agustus 2015 nilai rupiah menembus Rp 14.050 per 1 US\$ yang diakibatkan devaluasi Yuan yang sekaligus berdampak pada pasar

finansial global. Fluktuasi nilai rupiah ini juga berdampak pada cadangan devisa Indonesia, yang akan menjual stok dolar ketika rupiah terpuruk. Nilai tukar merupakan salah satu yang mempengaruhi neraca transaksi berjalan di Indonesia. Apabila nilai tukar rupiah (kurs) mengalami depresiasi (penurunan nilai mata uang domestik) akan menyebabkan harga barang luar negeri naik sehingga cenderung menurunkan impor dengan begitu neraca transaksi berjalan mengalami surplus. Sebaliknya jika nilai tukar rupiah (kurs) mengalami apresiasi (kenaikan nilai mata uang domestik) akan menyebabkan harga barang luar negeri turun sehingga cenderung akan menaikkan impor dan mengurangi ekspor. Hal tersebut berpengaruh pada neraca transaksi berjalan yang akan mengalami defisit (Sukirno, 2010).

Dalam penelitian Gonsel (2009) menganalisis pengaruh tingkat inflasi terhadap krisis keuangan pada empat kelompok negara berbeda, yaitu Argentina, Brazil, dan Meksiko sebagai negara dari kelompok Amerika; Malaysia, Filipina, Korea Selatan dan Thailand sebagai negara dari kelompok Asia Timur dan Tenggara; Rusia dan Turki. Berikut laju inflasi 8 negara dunia tahun 2010 sampai 2015 dalam grafik:



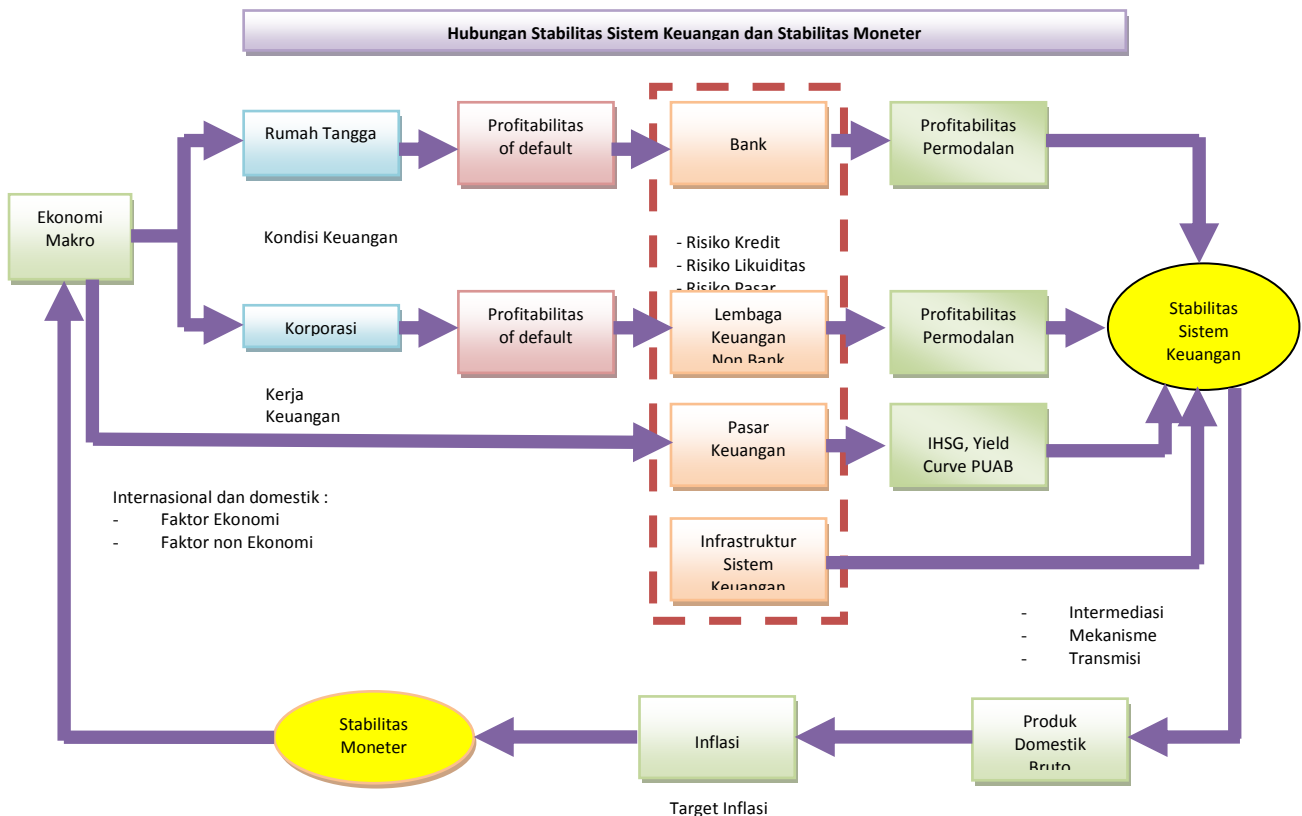
Grafik 1.3 Laju Inflasi 8 Negara Dunia

Dari grafik 1.3 diatas dapat dijelaskan bahwa terjadi peningkatan inflasi pada negara Indonesia dan Brazil pada tahun 2015 hal ini disebabkan oleh skandal korupsi besar-besaran di BUMN minyak Petrobras dan krisis politik yang melanda sehingga perekonomian negara Brasil terus merosot ke dalam resesi. Lain halnya peningkatan inflasi yang terjadi di Indonesia disebabkan komponen inflasi IHK yang mencakup beberapa bahan makanan yang harganya sangat berfluktuasi (*Volatile Food*). Menurut (Madura, 2000) laju inflasi dan suku bunga dapat menimbulkan dampak yang signifikan atas nilai tukar karena pada saat laju inflasi sebuah negara relatif naik terhadap laju inflasi negara lain valuta nya akan menurun karena ekspor nya menurun. Hal ini mengakibatkan tingginya valuta asing yang akhirnya investor akan lebih memilih menanamkan modalnya kedalam mata uang asing dari pada menginvestasikan dalam bentuk saham yang berakibat turunnya harga saham secara signifikan. (Samsul, 2006) menyimpulkan bahwa inflasi yang tinggi akan menjatuhkan harga saham di pasar. Sementara inflasi yang rendah akan berakibat pertumbuhan ekonomi yang sangat lamban dan pada akhirnya harga saham juga bergerak dengan lamban. Berdasarkan uraian diatas peneliti akan menganalisis tingkat suku bunga, inflasi, *Gross Domestic Bruto* (GDP), transaksi berjalan, cadangan devisa dan *Foreign Direct Investment* (FDI) berpengaruh terhadap nilai tukar dan saham melalui Pendekatan Model *Regression Panel* pada masing-masing Negara Indonesia, Hongkong, USA, Australia, Brazil, Kanada, India dan Jepang.

## II. KAJIAN TEORITIS

### 1. Stabilitas Sistem Keuangan

Stabilitas Sistem Keuangan (SSK) sebenarnya belum memiliki definisi baku yang telah diterima secara internasional. Oleh karena itu, muncul beberapa definisi mengenai SSK yang pada intinya mengatakan bahwa suatu sistem keuangan memasuki tahap tidak stabil pada saat sistem tersebut telah membahayakan dan menghambat kegiatan ekonomi. Di bawah ini dikutip beberapa definisi SSK yang diambil dari berbagai sumber (Sumber: Bank Indonesia, 2017). "Sistem keuangan yang stabil mampu mengalokasikan sumber dana dan menyerap kejutan (shock) yang terjadi sehingga dapat mencegah gangguan terhadap kegiatan sektor riil dan sistem keuangan". "Sistem keuangan yang stabil adalah sistem keuangan yang kuat dan tahan terhadap berbagai gangguan ekonomi sehingga tetap mampu melakukan fungsi intermediasi, melaksanakan pembayaran dan menyebar risiko secara baik." "Stabilitas sistem keuangan adalah suatu kondisi dimana mekanisme ekonomi dalam penetapan harga, alokasi dana dan pengelolaan risiko berfungsi secara baik dan mendukung pertumbuhan ekonomi." (Sumber: Bank Indonesia, 2017). Arti stabilitas sistem keuangan dapat dipahami dengan melakukan penelitian terhadap faktor-faktor yang dapat menyebabkan instabilitas di sektor keuangan. Ketidakstabilan sistem keuangan dapat dipicu oleh berbagai macam penyebab dan gejala. Hal ini umumnya merupakan kombinasi antara kegagalan pasar, baik karena faktor struktural maupun perilaku. Kegagalan pasar itu sendiri dapat bersumber dari eksternal (internasional) dan internal (domestik). Risiko yang sering menyertai kegiatan dalam sistem keuangan antara lain risiko kredit, risiko likuiditas, risiko pasar dan risiko operasional (Sumber: Bank Indonesia, 2017).



## 2. Krisis Keuangan Global

Krisis ekonomi Global merupakan peristiwa di mana seluruh sektor ekonomi pasar dunia mengalami keruntuhan dan mempengaruhi sektor lainnya di seluruh dunia. Krisis ekonomi global yang menyebabkan menurunnya kinerja perekonomian dunia secara drastis pada tahun 2008 diperkirakan masih akan terus berlanjut, bahkan akan meningkat intensitasnya pada tahun 2009. Perlambatan pertumbuhan ekonomi dunia, selain

menyebabkan volume perdagangan global pada tahun 2009 merosot tajam, juga akan berdampak pada banyaknya industri besar yang terancam bangkrut, terjadinya penurunan kapasitas produksi, dan terjadinya lonjakan jumlah pengangguran dunia. Bagi negara-negara berkembang dan emerging markets, situasi ini dapat merusak fundamental perekonomian, dan memicu terjadinya krisis ekonomi.

Secara teori kemungkinan bisa ada lebih dari satu faktor yang secara bersamaan menyebabkan krisis tersebut terjadi. Misalnya, tingkat atau laju inflasi yang tinggi; apakah ini disebabkan oleh harga-harga dari produk-produk impor yang melonjak tinggi akibat depresiasi nilai tukar rupiah terhadap dolar AS, atau karena jumlah uang yang beredar di Masyarakat (M1) lebih besar daripada penawaran agregat (kemampuan ekonomi untuk memenuhi kebutuhan pasar di dalam Negeri). Menurut Fischer, Adapun faktor-faktor penyebab krisis antara lain adalah faktor internal dan faktor eksternal pada perekonomian negara – negara maju dan pasar keuangan global yang menyebabkan ketidakseimbangan global.

Selain faktor-faktor internal dan eksternal (ekonomi dan non ekonomi), ada tiga teori alternatif yang dapat juga dipakai sebagai *basic framework* untuk menganalisis faktor-faktor penyebab terjadinya krisis ekonomi di Asia, yaitu:

a. Teori Konspirasi

Dasar pemikiran dari teori ini adalah bahwa krisis tersebut sengaja ditimbulkan oleh negara-negara industri maju tertentu, khususnya AS karena tidak menyukai sikap arogansi ASEAN selama ini.

b. Teori *Contagion*

Krisis di Asia memperlihatkan adanya *contagion effect*, yaitu menularnya amat cepat dari satu negara ke negara lain. Bermula di Thailand pada pertengahan 1997, kemudian menyebar ke Malaysia, Singapura, Filipina, Indonesia dan Korea Selatan. Tetapi di antara negara-negara tersebut, Thailand, Indonesia dan Korea Selatan tertular berat karena ketiganya dalam banyak hal mempunyai permasalahan yang sama. Prosesnya terjadi terutama karena sikap investor-investor asing yang setelah krisis terjadi di Thailand menjadi ketakutan bahwa krisis yang sama juga akan menimpa Negara-Negara tetangga seperti Indonesia, Malaysia dan Filipina.

c. Teori Business Cycle

Teori *business cycle* atau konjungtur, atau gelombang pasang surut suatu ekonomi. Inti dari teori ini adalah bahwa ekonomi yang prosesnya sepenuhnya di gerakkan oleh mekanisme pasar (kekuatan permintaan dan penawaran) pasti akan mengalami pasang surut pada suatu periode akan mengalami kelesuan dan pada periode berikutnya akan mengalami kegairahan kembali dan selanjutnya lesu kembali dan seterusnya. Implikasi dari teori ini adalah bahwa kalau memang krisis ekonomi di Asia merupakan suatu gejala konjungtur, maka krisis itu dengan sendirinya akan hilang, tentu dengan syarat bahwa prosesnya sepenuhnya ditentukan oleh kekuatan pasar.

### 3. *Contagion Effect Theory* (Teori Efek Domino)

*Contagion* didefinisikan sebagai sebuah peningkatan signifikan pada hubungan lintas pasar setelah *shock* pada suatu negara (atau sekelompok negara), sebagaimana diukur oleh perbandingan harga aset atau pergerakan bersama arus keuangan di pasar terhadap *co-movement* pada masa stabil. Kedekatan geografis dan kesamaan karakteristik memungkinkan negara di kawasan Asia memiliki efek domino (*contagion effect*) yang sangat tinggi (Muzzamil, 2011).

Menurut Dornbusch (2010) mengemukakan tiga definisi *contagion*. Pertama, *contagion* dapat diinterpretasikan sebagai terjadi krisis di suatu negara dan krisis yang



terjadi di negara tersebut menimbulkan serangan spekulasi pada negara lain. Sebagai contoh adalah serangan besar-besaran yang menyebabkan Brazil menderita pada akhir 1998 setelah Rusia jatuh. Kedua, *contagion* dalam arti restriktif merupakan transmisi dari suatu *shock* meliwati lintas batas negara atau secara umum terjadi korelasi yang signifikan antar negara yang terjadi di luar hubungan fundamental antara negara dan di luar *common shocks*. *Contagion* dalam arti restriktif biasanya disebut sebagai *excess co-movement* dan umumnya dijelaskan oleh *herd behavior*. Ketiga, *contagion* dalam arti sangat restriktif yaitu suatu fenomena yang terjadi ketika korelasi antar lintas negara meningkat selama periode krisis dibandingkan pada saat perekonomian normal.

Menurut Trihadmini (2011), terdapat empat kriteria yang dapat digunakan untuk mendeteksi ada tidaknya *contagion effect*, yaitu berdasarkan korelasi harga aset, *conditional probability* dari krisis mata uang, terjadinya transmisi dari perubahan volatilitas dan adanya pergerakan aliran modal. Teori domino adalah fenomena perubahan berantai berdasarkan prinsip geo-strategis. Pola perubahan dianalogikan seperti domino China (mahyong) yang berdiri tegak, apabila domino paling awal dijatuhkan, ia akan menimpa domino terdekat, dan proses ini akan berlanjut hingga ke keping domino terakhir. Menurut para ahli, efek domino terjadi karena adanya teori pasar kuat mempengaruhi pasar yang lebih lemah (Anis Wijayanti, 2013). Menurut Dornbusch, et al. (2002), penyebab terjadinya *contagion* terdiri dari beberapa penyebab seperti fundamental dan perilaku investor.

#### 4. Arbitrage Pricing Theory (APT) Multifaktor

*Arbitrage Pricing Theory* merupakan sebuah model asset pricing yang didasarkan pada sebuah gagasan bahwa pengembalian sebuah aset dapat diprediksi dengan menggunakan hubungan yang terdapat diantara aset yang sama dan faktor-faktor resiko secara umum. Teori ini dibuat oleh Stephen Ross pada tahun 1976. Teori ini memprediksi hubungan tingkat pengembalian sebuah portofolio dan pengembalian dari aset tunggal melalui kombinasi linear dari banyak variabel makro ekonomi yang mandiri.

Ross pada tahun 1976 merumuskan model keseimbangan yang disebut *Arbitrage Pricing Theory* (APT), yang menyatakan bahwa dua kesempatan investasi yang mempunyai sifat yang identik sama tidak dapat dijual dengan harga yang berbeda. Dalam hal ini hukum yang dianut oleh APT adalah hukum satu harga (*the law of one price*). Dalam perekonomian suatu negara terdapat empat pasar yang telah dikenal yaitu: pasar modal, pasar uang, pasar valuta asing maupun pasar barang. Dari keempat pasar tersebut yang saling terkait erat serta yang mencerminkan hukum satu harga (*the law of one price*) umumnya tiga pasar yaitu : pasar modal, pasar uang, dan pasar valuta asing. Ketiga pasar mempunyai keseimbangan dan identik sama sehingga tidak dapat dijual dengan harga yang berbeda. Jika tidak terjadi keseimbangan dari pasar-pasar tersebut, maka akan terjadi proses *arbitrage* dari pasar yang satu ke pasar yang lain sebagaimana diuraikan di atas.

Menurut Bodie, Kane dan Marcus (2006), secara sederhana model multifaktor persamaannya dapat dinyatakan sebagai berikut:

$$R_i = E(r_i) + \beta_{iGDP}GDP + \beta_{iIR}IR + e_i$$

Dimana :

- $R_i$  = Tingkat Pengembalian Acak Dari Sekuritas  $i$
- $E(r_i)$  = Pengembalian yang diharapkan dari sekuritas  $i$
- $\beta_{iGDP}$  = Kepekaan sekuritas ke- $i$  terhadap faktor GDP
- $\beta_{iIR}$  = Kepekaan sekuritas ke- $i$  terhadap faktor IR
- $e_i$  = Pengaruh Faktor Spesifik Perusahaan

Dua faktor pada sisi kanan persamaan atas faktor sistematis di dalam perekonomian. Sebagaimana model faktor tunggal, kedua faktor makro ini mempunyai nilai ekspektasi nol : menunjukkan perubahan pada variabel ini yang sebelumnya tidak diantisipasi. Koefisien pada setiap faktor ada persamaan di atas mengukur sensitivitas imbal hasil saham atas faktor

tersebut. Untuk alasan ini, koefisien sering kali disebut sebagai sensitivitas faktor (*factor sensitivity*), pembebanan faktor (*factor loading*), atau beta faktor (*factor beta*). Dan  $\epsilon_i$  mencerminkan pengaruh faktor spesifik perusahaan.

### III. METODOLOGI

Pendekatan penelitian ini adalah penelitian kuantitatif dengan Model *Regression Panel*. Menurut Rusiadi (2013) Penelitian kuantitatif merupakan penelitian yang bertujuan untuk mengetahui derajat hubungan dan pola/bentuk pengaruh antar dua variabel atau lebih, dimana dengan penelitian ini maka akan dibangun suatu teori yang berfungsi untuk menjelaskan, meramalkan dan mengontrol suatu gejala. Untuk mendukung analisis kuantitatif digunakan model *Regression Panel*, dimana model ini digunakan dalam menganalisis data adalah model ekonometrika yaitu model yang menyatakan deret waktu (time series) dan data kerat lintang (*cross section*) menghasilkan data yang disebut panel data (*pooled data*). Sehingga dalam data panel mempunyai deret waktu  $T > 1$  dan kerat lintang  $N > 1$ . Dalam penelitian ini penulis menggunakan data panel yaitu dengan menggunakan data antarwaktu dan data antarnegara yang disebut data panel. Menggunakan data panel memiliki beberapa keuntungan, yaitu:

1. Dapat mengontrol heterogenitas individu
2. Memberikan data yang lebih informative, lbih bervariasi, derajat kebebasan yang lebih efisien, serta menghindari kolinieritas antar variable
3. Data panel lebih baik dalam hal untuk studi mengenai dynamics of adjustment, yang memungkinkan estimasi masing-masing karakteristik individu maupun karakteristik antar waktu secara terpisah
4. Mempunyai kemampuan yang lebih baik dalam mengidentifikasi dan mengukur pengaruh yang biasa tidak dapat dideteksi oleh data cross section ataupun time series saja

Spesifikasi model yang digunakan diadaptasi dari beberapa penelitian sebelumnya dengan melakukan penyesuaian-penyesuaian yang dianggap akan memberikan hasil yang lebih baik untuk menjelaskan kurs dan saham beberapa Negara. Model yang dibangun merupakan suatu fungsi matematis sebagai berikut:

#### Persamaan 1:

$$\text{Kurs}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{SB}_{it} + \beta_2 \text{INF}_{it} + \beta_3 \text{TB}_{it} + \beta_4 \text{CD}_{it} + \epsilon_1$$

Dimana:

KURS = Nilai Tukar (Rupiah/US\$)

SB = Suku Bunga (%)

INF = Inflasi (%)

TB = Transaksi Berjalan (Milyar US\$)

CD = Cadangan Devisa (Milyar US\$)

$\epsilon$  = Kesalahan Pengganggu

$\alpha_0$  = Konstanta

$\beta_1 - \beta_6$  = Koefisien Regresi

$i = N$  = Jumlah Observasi (8)

$t$  = Banyaknya Waktu (1996 – 2016)

$N \times T$  = Banyaknya Data Panel (168)

Data Panel = 21 tahun x 8 negara = 168 data panel

#### Persamaan 2:

$$\text{Saham}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{SB}_{it} + \beta_2 \text{INF}_{it} + \beta_3 \text{GDP}_{it} + \beta_4 \text{TB}_{it} + \beta_5 \text{CD}_{it} + \beta_6 \text{FDI}_{it} + \epsilon_2$$

Dimana:

Saham = Indeks Harga Saham (US\$)

SB = Suku Bunga (%)

INF = Inflasi (%)

GDP = *Gross Domestic Product* (%)



TB	=	Transaksi Berjalan (Milyar US\$)
CD	=	Cadangan Devisa (Milyar US\$)
FDI	=	<i>Foreign Direct Investment</i> (Milyar Rupiah)
$\varepsilon$	=	Kesalahan Pengganggu
$\alpha_0$	=	Konstanta
$\beta_1 - \beta_6$	=	Koefisien Regresi
$i = N$	=	Jumlah Observasi (8)
$t$	=	Banyaknya Waktu (1996 – 2016)
$N \times T$	=	Banyaknya Data Panel (168)
Data Panel	=	21 tahun x 8 negara = 168 data panel

## a. Uji Hipotesis

### 1. Model *Common Effect*

Teknik ini merupakan teknik yang paling sederhana untuk mengestimasi parameter model data panel, yaitu dengan mengkombinasikan data *cross section* dan *time series* sebagai satu kesatuan tanpa melihat adanya perbedaan waktu dan entitas (individu). Dimana pendekatan yang sering dipakai adalah metode *Ordinary Least Square* (OLS). Model *Common Effect* mengabaikan adanya perbedaan dimensi individu maupun waktu atau dengan kata lain perilaku data antar individu sama dalam berbagai kurun waktu.

### 2. Model Efek Tetap (*Fixed Effect*)

Pendekatan model *Fixed Effect* mengasumsikan bahwa intersep dari setiap individu adalah berbeda sedangkan slope antar individu adalah tetap (sama). Teknik ini menggunakan variabel dummy untuk menangkap adanya perbedaan intersep antar individu.

### 3. Model Efek Random (*Random Effect*)

Pendekatan yang dipakai dalam *Random Effect* mengasumsikan setiap perusahaan mempunyai perbedaan intersep, yang mana intersep tersebut adalah variabel random atau stokastik. Model ini sangat berguna jika individu (entitas) yang diambil sebagai sampel adalah dipilih secara random dan merupakan wakil populasi. Teknik ini juga memperhitungkan bahwa error mungkin berkorelasi sepanjang *cross section* dan *time series*.

## b. Uji Statistik F (Uji Chow)

Uji ini digunakan untuk mengetahui apakah teknik regresi data panel dengan metode *Fixed Effect* lebih baik dari regresi model data panel tanpa variabel dummy atau metode *Common Effect*. Hipotesis nul pada uji ini adalah bahwa intersep sama, atau dengan kata lain model yang tepat untuk regresi data panel adalah *Common Effect*, dan hipotesis alternatifnya adalah intersep tidak sama atau model yang tepat untuk regresi data panel adalah *Fixed Effect*.

## c. Uji Hausman

Hausman telah mengembangkan suatu uji untuk memilih apakah metode *Fixed Effect* dan metode *Random Effect* lebih baik dari metode *Common Effect*. Uji Hausman ini didasarkan pada ide bahwa *Least Squares Dummy Variables* (LSDV) dalam metode *Fixed Effect* dan *Generalized Least Squares* (GLS) dalam metode *Random Effect* adalah efisien sedangkan *Ordinary Least Squares* (OLS) dalam metode *Common Effect* tidak efisien. Dilain pihak, alternatifnya adalah metode OLS efisien dan GLS tidak efisien. Karena itu, uji hipotesis nulnya adalah hasil estimasi keduanya tidak berbeda sehingga uji Hausman bisa dilakukan berdasarkan perbedaan estimasi tersebut.

## d. Uji Kesesuaian (*Test Goodness Of Fit*)

Uji ini untuk melihat hasil koefisien pada output regresi berdasarkan data yang di analisis untuk kemudian diinterpretasikan serta dilihat signifikansi tiap-tiap variabel yang diteliti yaitu:

1.  $R^2$  (koefisien determinasi) bertujuan untuk mengetahui kekuatan variabel bebas (independent variabel) menjelaskan variabel terikat (dependent variabel).
2. Uji parsial (t-test), dimaksudkan untuk mengetahui signifikansi statistik koefisien regresi secara parsial. Jika  $t_{hit} > t_{tabel}$ , maka  $H_0$  ditolak dan  $H_1$  diterima.
3. Uji serempak (F-test), dimaksudkan untuk mengetahui signifikansi statistik koefisien regresi secara serempak. Jika  $F_{hit} > F_{tabel}$ , maka  $H_0$  ditolak dan  $H_1$  diterima.

#### IV. PEMBAHASAN

##### 1. Hasil Panel Regression (Regresi Panel)

Dependent Variable: KURS?			
Method: Pooled Least Squares			
Date: 07/04/17 Time: 11:22			
Sample: 1996 2016			
Included observations: 21			
Cross-sections included: 8			
Total pool (balanced) observations: 168			
Effects Specification			
Cross-section fixed (dummy variables)			
R-squared	0.980530	Mean dependent var	22.36732
Adjusted R-squared	0.979157	S.D. dependent var	36.24853
S.E. of regression	5.233255	Akaike info criterion	6.216693
Sum squared resid	4272.365	Schwarz criterion	6.439833
Log likelihood	-510.2022	Hannan-Quinn criter.	6.307254
F-statistic	714.2028	Durbin-Watson stat	0.494574
Prob(F-statistic)	0.000000		

Berdasarkan hasil estimasi dengan *Fixed Effect Methode* diperoleh hasil estimasi,  $R^2$  sebesar 98,05% selama masa periode pengamatan. Hal ini dapat disimpulkan bahwa variasi variabel independent dalam penelitian ini hanya mampu menjelaskan sebesar 98,05% variasi variabel dependent yaitu KURS, sementara sisanya sebesar 1,95% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak disertakan dalam model penelitian.

Redundant Fixed Effects Tests			
Pool: PANEL			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	412.462136	(7,156)	0.0000
Cross-section Chi-square	499.097819	7	0.0000
Cross-section fixed effects test equation:			
Dependent Variable: KURS?			
Method: Panel Least Squares			
Date: 07/07/17 Time: 18:24			
Sample: 1996 2016			
Included observations: 21			
Cross-sections included: 8			
Total pool (balanced) observations: 168			

Berdasarkan hasil *Redundant Fixed Effect* atau *Likelihood ratio* untuk model ini menunjukkan bahwa nilai Chi Square statistik yang signifikan pada tingkat signifikansi 10%. Berarti hasil beberapa pengujian model yang sesuai dari hasil ini yaitu *Fixed Effect Methode* (karena nilai Probabilitas F sebesar  $0,0000 < 0,05$ ), maka dapat diambil

kesimpulan bahwa model dengan *Fixed Effect Methode* adalah model yang paling representatif.

Dependent Variable: SHM?			
Method: Pooled Least Squares			
Date: 07/03/17 Time: 10:44			
Sample: 1996 2016			
Included observations: 21			
Cross-sections included: 8			
Total pool (balanced) observations: 168			
Effects Specification			
Cross-section fixed (dummy variables)			
R-squared	0.788154	Mean dependent var	12370.05
Adjusted R-squared	0.770271	S.D. dependent var	13890.90
S.E. of regression	6657.922	Akaike info criterion	20.52466
Sum squared resid	6.83E+09	Schwarz criterion	20.78499
Log likelihood	-1710.071	Hannan-Quinn criter.	20.63031
F-statistic	44.07250	Durbin-Watson stat	0.904093
Prob(F-statistic)	0.000000		

Berdasarkan hasil estimasi dengan *Fixed Effect Methode* diperoleh hasil estimasi,  $R^2$  sebesar 78,82% selama masa periode pengamatan. Hal ini dapat disimpulkan bahwa variasi variabel independent dalam penelitian ini hanya mampu menjelaskan sebesar 78,82% variasi variabel dependent yaitu SAHAM, sementara sisanya sebesar 21,18% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak disertakan dalam model penelitian.

Redundant Fixed Effects Tests			
Pool: PANEL			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	41.998953	(7,154)	0.0000
Cross-section Chi-square	179.394477	7	0.0000
Cross-section fixed effects test equation:			
Dependent Variable: SHM?			
Method: Panel Least Squares			
Date: 07/07/17 Time: 19:36			
Sample: 1996 2016			
Included observations: 21			
Cross-sections included: 8			
Total pool (balanced) observations: 168			
White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)			

Berdasarkan hasil *Redundant Fixed Effect* atau *Likelihood ratio* untuk model ini menunjukkan bahwa nilai Chi Square statistik yang signifikan pada tingkat signifikansi 10%. Berarti hasil beberapa pengujian model yang sesuai dari hasil ini yaitu *Fixed Effect Methode* (karena nilai Probabilitas F sebesar  $0,0000 < 0,05$ ), maka dapat diambil kesimpulan bahwa model dengan *Fixed Effect Methode* adalah model yang paling representatif.

## 2. Hasil Koefisien Regresi Persamaan 1: KURS

### a. Koefisien Regresi Suku Bunga (SB)

Nilai koefisien regresi SB adalah sebesar 0,19 hal ini dapat diartikan apabila terjadi perubahan pada SB sebesar 1% maka akan terjadi peningkatan Kurs negara Indonesia, Hongkong, USA, Australia, Brazil, Kanada, India dan Jepang sebesar 0,19% dengan arah yang berlawanan. Namun nilai prob t statistic  $0,0051 < 0,05$  pada tingkat kepercayaan 95% ( $\alpha=5\%$ ) sehingga dinyatakan pengaruh SB signifikan terhadap Kurs. Hal ini disebabkan karena Perubahan suku bunga relatif mempengaruhi investasi dalam sekuritas-sekuritas asing, yang selanjutnya akan mempengaruhi permintaan dan penawaran valuta asing. Hal ini akan mempengaruhi pula kepada nilai tukar mata uang. Hubungan sempurna antara suku bunga relatif dan nilai tukar di antara dua negara diterangkan oleh Teori Dampak Fisher Internasional (*international Fisher effect-IFE*). Berlianta (2005:20), bahwa teori *International Fisher Effect* menunjukkan pergerakan nilai mata uang satu negara dibanding negara lain disebabkan oleh perbedaan suku bunga nominal yang ada di kedua negara tersebut. Implikasi *International Fisher Effect* adalah orang tidak bisa menikmati keuntungan yang lebih tinggi hanya dengan menanamkan dana ke negara yang mempunyai suku bunga nominal tinggi karena nilai mata uang negara yang suku bunganya tinggi akan terdepresiasi sebesar selisih bunga nominal dengan negara yang memiliki suku bunga nominal lebih rendah. Teori *international Fisher Effect* (IFE) yang menyatakan Menurut IFE, mata uang dengan tingkat bunga yang lebih rendah diharapkan untuk apresiasi relatif terhadap mata uang dengan tingkat bunga yang lebih tinggi yaitu bahwa mata uang dengan tingkat bunga tinggi cenderung untuk menurun (depresiasi) sementara mata uang dengan tingkat bunga rendah cenderung untuk meningkat (apresiasi). Pernyataan ini didukung penelitian (Asri, 2016) menyatakan bahwa Suku Bunga berpengaruh signifikan terhadap kurs, hal tersebut menunjukkan bahwa semakin menaikkan suku bunga SBI akan menaikkan kurs yaitu nilai mata uang rupiah terdepresiasi terhadap dollar AS, begitu sebaliknya semakin menurunkan suku bunga SBI akan menurunkan kurs yang berarti nilai mata uang rupiah akan terapresiasi terhadap dollar AS.

### b. Koefisien Regresi Inflasi (INF)

Nilai koefisien regresi INF adalah sebesar 0,05 hal ini dapat diartikan apabila terjadi perubahan pada INF sebesar 1% maka akan terjadi peningkatan Kurs negara Indonesia, Hongkong, USA, Australia, Brazil, Kanada, India dan Jepang sebesar 0,05% dengan arah yang sama. Namun nilai prob t statistic  $0,5810 > 0,05$  pada tingkat kepercayaan 95% ( $\alpha=5\%$ ) sehingga dinyatakan pengaruh INF tidak signifikan terhadap Kurs. Hasil dari penelitian ini didukung oleh penelitian (William Theo, 2013) yang menjelaskan bahwa inflasi tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai tukar, dimana dapat diasumsikan bahwa faktor lain penyebab nilai tukar secara tidak langsung dipengaruhi oleh faktor lainnya tetap (*ceteris paribus*), sehingga kenaikan harga akan mempengaruhi nilai tukar mata uang suatu negara. Sesuai dengan Teori Paritas Daya Beli (*Purchasing Parity Power*) atau PPP, yang mengartikan bahwa pergerakan kurs antara mata uang dua negara berasal dari tingkat harga di kedua negara itu sendiri. Dengan demikian, menurut teori ini penurunan daya beli mata uang (yang ditunjukkan oleh kenaikan harga di negara yang berkaitan) akan diikuti dengan depresiasi mata uang secara proporsional dalam pasar valuta asing. Sebaliknya, kenaikan daya beli mata uang domestik (misalnya rupiah) akan mengakibatkan apresiasi (penguatan mata uang) secara proporsional.

**c. Koefisien Regresi Transaksi Berjalan (TB)**

Nilai koefisien regresi TB adalah sebesar 0,16 hal ini dapat diartikan apabila terjadi perubahan pada TB sebesar 1 Milyar USD maka akan terjadi peningkatan Kurs negara Indonesia, Hongkong, USA, Australia, Brazil, Kanada, India dan Jepang sebesar 0,16% dengan arah yang sama. Namun nilai prob t statistic  $0,7787 > 0,05$  pada tingkat kepercayaan 95% ( $\alpha=5\%$ ) sehingga dinyatakan pengaruh TB tidak signifikan terhadap Kurs. Hal ini disebabkan karena Indonesia memiliki skala produksi yang relatif kecil di perdagangan internasional, sehingga kebijakan perubahan nilai tukar hanya akan merubah nilai barang secara absolute. Dampak bagi negara kecil tersebut, apabila melakukan devaluasi hanyalah terjadi peningkatan penerimaan ekspor, namun juga disertai peningkatan pengeluaran untuk impor. Pernyataan ini sesuai dengan studi empiris yang dilakukan oleh (Leonars dan Soctman, 2001) menunjukkan adanya hubungan yang lemah antara nilai tukar dan transaksi berjalan. Sependapat dengan itu menurut (Rajan, 2003) bahwa depresiasi dan apresiasi mata uang bukan cara efektif untuk mengkoreksi ketidakseimbangan neraca transaksi berjalan. Berbanding terbalik dengan penelitian (Agus, 2012) bahwa dalam analisis jangka pendek nilai tukar dalam model penelitiannya berpengaruh terhadap neraca transaksi berjalan. Hal ini sesuai dengan teori permintaan, dimana fluktuasi rupiah (depresiasi) menyebabkan harga barang luar negeri naik sehingga cenderung menurunkan impor.

**d. Koefisien Regresi Cadangan Devisa (CD)**

Nilai koefisien regresi CD adalah sebesar 1,72 hal ini dapat diartikan apabila terjadi perubahan pada CD sebesar 1 Milyar USD maka akan terjadi peningkatan Kurs negara Indonesia, Hongkong, USA, Australia, Brazil, Kanada, India dan Jepang sebesar 1,72% dengan arah yang berlawanan. Namun nilai prob t statistic  $0,0000 < 0,05$  pada tingkat kepercayaan 95% ( $\alpha=5\%$ ) sehingga dinyatakan pengaruh CD signifikan terhadap Kurs. Hal ini disebabkan karena Cadangan devisa yang dimiliki Indonesia masih terbilang sedikit, hal ini mengakibatkan Indonesia tidak bisa melakukan pembayaran internasional serta stabilisasi nilai tukar, yang akhirnya menyebabkan defisit neraca pembayaran dan melemahnya nilai rupiah. Pernyataan ini didukung oleh (Harian Bali Post: Rabu, 8 Juni 2016, halaman: 1) dimana penyebab turunnya devisa diantaranya penggunaan devisa untuk pembayaran utang luar negeri secara berturut-turut serta Bank Sentral menggunakan cadangan devisa untuk menjaga stabilitas nilai tukar rupiah sesuai dengan fundamentalnya. Sedangkan menurut (Hady, 2001) Cadangan devisa yang banyak menunjukkan bahwa negara tersebut memiliki kemampuan besar dalam melakukan transaksi ekonomi (ekspor) dan keuangan internasional, apabila semakin tinggi nilai tukar suatu negara, maka negara tersebut memiliki perekonomian yang kuat, sehingga dapat memperoleh cadangan devisa yang lebih banyak. Pernyataan ini didukung oleh penelitian (Putri, 2015) menyatakan bahwa terdapat hubungan searah antara variabel neraca transaksi berjalan terhadap nilai tukar, sehingga neraca transaksi berjalan dapat mempengaruhi nilai tukar. Diibaratkan apabila terjadi kenaikan surplus neraca transaksi berjalan akan berpengaruh terhadap nilai tukar dengan terjadinya apresiasi. Hubungan searah ini bisa terjadi karena perubahan pada neraca transaksi berjalan, misalnya naiknya ekspor sehingga terjadi surplus yang nantinya akan meningkatkan permintaan akan mata uang domestik yang mengakibatkan terjadi apresiasi rupiah dan akhirnya akan menurunkan ekspor. Kemudian dengan terjadinya kenaikan permintaan terhadap rupiah atau apresiasi rupiah akan menaikkan harga mata uang yang diperlihatkan oleh naiknya tingkat bunga. Sedangkan terjadinya defisit neraca transaksi berjalan akan mempengaruhi cadangan devisa yang nantinya juga akan berdampak pada stabilitas nilai tukar, hal ini dikarenakan muncul persepsi negatif terhadap keadaan perekonomian akibat pengurangan

cadangan devisa, para investor akan menarik modal asing keluar yang mengakibatkan terjadi depresiasi nilai tukar rupiah yang semakin tinggi.

### 3. Koefisien Regresi Persamaan 2: SAHAM

#### a. Koefisien Regresi Suku Bunga (SB)

Nilai koefisien regresi SB adalah sebesar 738,94 hal ini dapat diartikan apabila terjadi perubahan pada SB sebesar 1% maka akan terjadi peningkatan SAHAM negara Indonesia, Hongkong, USA, Australia, Brazil, Kanada, India dan Jepang sebesar 738,94% dengan arah yang berlawanan. Namun nilai prob t statistic  $0,0000 < 0,05$  pada tingkat kepercayaan 95% ( $\alpha=5\%$ ) sehingga dinyatakan pengaruh SB signifikan terhadap Saham. Hal ini disebabkan oleh nilai suku bunga domestik di Indonesia sangat terkait dengan tingkat suku bunga internasional dimana akses pasar keuangan domestik terhadap pasar keuangan internasional serta kebijakan nilai tukar mata uang yang kurang fleksibel. Selain bunga internasional, tingkat diskonto Suku Bunga Indonesia (SBI) juga merupakan faktor penting dalam penentuan suku bunga di Indonesia. Sedangkan menurut ahli ekonomi klasik bahwa tingkat suku bunga ditentukan oleh penawaran tabungan oleh rumah tangga dan permintaan tabungan oleh penanam modal. Pernyataan diatas didukung juga dengan penelitian (Sri Suyati, 2015) yang menyatakan bahwa tingkat suku bunga berpengaruh negatif signifikan terhadap saham. Dalam menghadapi kenaikan tingkat suku bunga, para pemegang saham akan menahan sahamnya sampai tingkat suku bunga kembali pada tingkat yang dianggap normal. Sebaliknya, jika tingkat suku bunga jangka panjang meningkat maka pemegang saham cenderung menjual sahamnya karena harga jualnya tinggi.

#### b. Koefisien Regresi Inflasi (INF)

Nilai koefisien regresi INF adalah sebesar 123,20 hal ini dapat diartikan apabila terjadi perubahan pada INF sebesar 1% maka akan terjadi peningkatan Saham negara Indonesia, Hongkong, USA, Australia, Brazil, Kanada, India dan Jepang sebesar 123,20% dengan arah yang sama. Namun nilai prob t statistic  $0,3614 > 0,05$  pada tingkat kepercayaan 95% ( $\alpha=5\%$ ) sehingga dinyatakan pengaruh INF tidak signifikan terhadap SAHAM. Hal ini karena tidak stabilnya tingkat Inflasi negara Indonesia, sehingga mudah diguncang faktor-faktor eksternal dari negara lain yang akan berpengaruh terhadap psikologis investor yang sedang dan mau berinvestasi di Indonesia. Didukung oleh hasil penelitian (Suyanto, 2012) menyatakan bahwa inflasi tidak berpengaruh secara signifikan terhadap harga saham. Begitu juga dengan penelitian (Hismendi, 2013) yang disimpulkan bahwa Inflasi tidak berpengaruh signifikan dalam terhadap pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan. Hubungan negatif antara Inflasi dan *Return* Saham juga dikemukakan oleh (Yuki Indrayadi, 2004), yang meneliti pada beberapa *emerging stock markets* menyimpulkan bahwa kenyataan empiris menunjukkan pada beberapa *emerging stock markets*, Inflasi berkorelasi secara negatif dengan tingkat pengembalian investasi pada saham. Kenyataan tersebut mengindikasikan bahwa dengan tingkat Inflasi yang tinggi dapat diharapkan tingkat pengembalian investasi pada saham tinggi pula. Menurut (Yuki Indrayadi, 2004), indikasi tersebut kemungkinan disebabkan oleh korelasi positif antara Inflasi dan aktifitas ekonomi riil di banyak negara berkembang serta kemungkinan adanya keterkaitan erat antara kebijakan moneter dengan kebijakan sektor riil di negara-negara tersebut. Hal ini sesuai dengan teori yang mengungkapkan bahwa inflasi akan cenderung meningkatkan biaya produksi dari perusahaan. Berarti margin keuntungan perusahaan menjadi lebih rendah dan dampak lebih lanjut menjadikan harga sahamnya di bursa efek menjadi menurun. Jika terjadi demikian, maka penurunan tersebut cenderung tidak akan berlangsung seketika tetapi melalui proses waktu. Dilihat dari sisi investor, tingginya inflasi akan mengurangi nilai keuntungan dan juga mengurangi daya beli modal



investasinya. Dengan demikian jika angka inflasi naik, maka harga saham akan menurun dan juga sebaliknya.

**c. Koefisien Regresi *Gross Domestic Bruto* (GDP)**

Nilai koefisien regresi GDP adalah sebesar 98,72 hal ini dapat diartikan apabila terjadi perubahan pada GDP sebesar 1% maka akan terjadi peningkatan Saham negara Indonesia, Hongkong, USA, Australia, Brazil, Kanada, India dan Jepang sebesar 98,72% dengan arah yang sama. Namun nilai prob t statistic  $0,6839 > 0,05$  pada tingkat kepercayaan 95% ( $\alpha=5\%$ ) sehingga dinyatakan pengaruh GDP tidak signifikan terhadap Saham. Hal ini disebabkan karena peningkatan GDP dalam suatu negara mengindikasikan adanya peningkatan kesejahteraan masyarakat di negara tersebut. Adanya peningkatan kesejahteraan masyarakat akan mendorong masyarakat untuk melakukan konsumsi terhadap barang dan jasa sehingga memperluas perkembangan investasi di sektor riil. Adanya perkembangan investasi di sektor riil tidak diikuti adanya peningkatan investasi pada pasar modal. Peningkatan GDP belum tentu meningkatkan pendapatan per kapita setiap individu sehingga pola investasi di pasar modal tidak terpengaruh oleh adanya peningkatan GDP. Pernyataan ini didukung oleh penelitian (Kewal, 2012) bahwa GDP tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap Indeks Harga Saham. Tidak berpengaruhnya GDP terhadap nilai indeks harga saham ini menandakan bahwa meningkat dan menurunnya pendapatan domestik bruto Indonesia kurang dapat mempengaruhi minat investor untuk menanamkan modalnya. Meningkatnya pendapatan domestik bruto berpengaruh positif terhadap pendapatan konsumen karena dapat meningkatkan permintaan terhadap produk perusahaan.

**d. Koefisien Regresi Transaksi Berjalan (TB)**

Nilai koefisien regresi TB adalah sebesar 5,14 hal ini dapat diartikan apabila terjadi perubahan pada TB sebesar 1% maka akan terjadi peningkatan Saham negara Indonesia, Hongkong, USA, Australia, Brazil, Kanada, India dan Jepang sebesar 5,14% dengan arah yang berlawanan. Namun nilai prob t statistic  $0,5141 > 0,05$  pada tingkat kepercayaan 95% ( $\alpha=5\%$ ) sehingga dinyatakan pengaruh TB tidak signifikan terhadap Saham. Hal ini disebabkan kondisi internal Indonesia juga kurang mendukung pergerakan harga saham, sehingga faktor eksternal seperti investasi asing sangat dominan dalam mempengaruhinya. Hal ini didukung oleh penelitian (Tim Riset FEB UGM, 2015) yang menyatakan bahwa lemahnya ekonomi global dan turunnya harga komoditas mengakibatkan neraca transaksi berjalan Indonesia mengalami defisit, hal ini dikarenakan Indonesia sebagai negara yang masih menggantungkan ekspornya pada komoditas seperti gas, CPO, karet, batubara, kopi, dan sebagainya. Sehingga membuat bursa saham domestik ataupun sektoral semakin terpukul ditengah melambatnya tingkat pertumbuhan ekonomi global. Turunnya ekspor dari industri non keuangan dikarenakan turunnya permintaan dari negara tujuan ekspor utama Indonesia seperti Tiongkok, Jepang dan Amerika memperparah penurunan harga komoditas dan barang – barang ekspor. Solusi untuk mengatasi hal demikian yang seakan sudah menjadi masalah yang terus berulang adalah dengan membuat portofolio ekspor sehingga tingkat ketergantungan terhadap negara-negara utama tujuan ekspor dapat dikurangi dan stabilitas permintaan dari pasar internasional dapat dijaga. Beralihnya pangsa pasar ekspor ke negara kawasan ASEAN dan negara-negara dengan tingkat pertumbuhan ekonomi yang relative tinggi dapat menjadi alternative dan solusi dari permasalahan menurunnya permintaan dari negara-negara utama tujuan ekspor.

**e. Koefisien Regresi Cadangan Devisa (CD)**

Nilai koefisien regresi CD adalah sebesar 0,008 hal ini dapat diartikan apabila terjadi perubahan pada CD sebesar 1% maka akan terjadi peningkatan Saham negara

Indonesia, Hongkong, USA, Australia, Brazil, Kanada, India dan Jepang sebesar 0,008% dengan arah yang berlawanan. Namun nilai prob t statistic  $0,0173 < 0,05$  pada tingkat kepercayaan 95% ( $\alpha=5\%$ ) sehingga dinyatakan pengaruh CD signifikan terhadap Saham. Pernyataan ini didukung oleh penelitian (Marzuki, 2013) bahwa Cadangan Devisa berpengaruh positif dan signifikan terhadap IHSG di Indonesia. Sesuai dengan hipotesis awal dan penelitian yang dilakukan oleh cadangan devisa merupakan ukuran yang dapat dilihat untuk mengukur tingkat pendapatan suatu negara. Jika cadangan devisa suatu negara tinggi, maka pendapatan yang diterima negara tersebut juga tinggi. Cadangan devisa akan berkaitan erat dengan neraca pembayaran suatu negara. Jika cadangan devisa suatu negara tinggi, maka neraca pembayaran akan surplus. Surplus neraca pembayaran ini akan membuat investor tertarik untuk berinvestasi di Indonesia dan akan meningkatkan perdagangan saham di pasar modal dalam negeri. Penelitian sebelumnya juga yang menyatakan adanya hubungan positif antara cadangan devisa dengan indeks harga saham antara lain dilakukan oleh Chakrabarty dan Sarkar (2013), Rahman *et al* (2009). Cadangan devisa yang tinggi dalam suatu negara menunjukkan bahwa negara tersebut stabil dan memiliki kemampuan finansial yang tinggi untuk membiayai segala kewajibannya khususnya yang berkaitan dengan pembayaran dalam valuta asing. Sebaliknya, berkurangnya cadangan devisa akan dapat mengurangi kepercayaan investor terhadap perekonomian Indonesia, yang selanjutnya akan menimbulkan dampak negatif terhadap perdagangan saham di pasar modal (Suta, 2000).

#### **f. Koefisien Regresi *Foreign Direct Investment* (FDI)**

Nilai koefisien regresi FDI adalah sebesar 0,003 hal ini dapat diartikan apabila terjadi perubahan pada FDI sebesar 1% maka akan terjadi peningkatan Saham negara Indonesia, Hongkong, USA, Australia, Brazil, Kanada, India dan Jepang sebesar 0,003% dengan arah yang berlawanan. Namun nilai prob t statistic  $0,0033 < 0,05$  pada tingkat kepercayaan 95% ( $\alpha=5\%$ ) sehingga dinyatakan pengaruh FDI signifikan terhadap Saham. Hal ini disebabkan *Foreign direct investment* ke Indonesia merupakan salah satu bentuk liberalisasi ekonomi global yang mampu memberikan kontribusi positif terhadap pengembangan pasar saham, meskipun secara tidak langsung. Tidak langsung ini maksudnya adalah dengan masuknya modal asing ke sektor riil ini akan mampu meningkatkan pertumbuhan ekonomi. Dengan meningkatnya pertumbuhan ekonomi akan memberikan sinyal positif kepada investor terhadap Indonesia, sehingga arus investasi asing (khususnya investasi ke pasar saham) akan terus meningkat, seperti yang terjadi dua tahun terakhir. Pernyataan ini didukung oleh hasil temuan (Hausman dan Arias, 2000) ini sesuai dengan pendapat Claessens *et, al.*, (2001) yang mengatakan bahwa *foreign direct investment* secara positif berkorelasi dengan pengembangan pasar saham (diproksikan dengan kapitalisasi pasar dan nilai saham yang diperdagangkan).

## **V. PENUTUP**

1. Berdasarkan nilai prob t statistic menjelaskan bahwa Suku Bunga dan Cadangan Devisa berpengaruh signifikan terhadap Kurs negara Indonesia, Hongkong, USA, Australia, Brazil, Kanada, India dan Jepang. Sedangkan Inflasi dan Transaksi Berjalan tidak berpengaruh signifikan terhadap Kurs.
2. Berdasarkan nilai prob t statistic menjelaskan bahwa Suku Bunga, Cadangan Devisa dan *Foreign Direct Investment* berpengaruh signifikan terhadap Saham negara Indonesia, Hongkong, USA, Australia, Brazil, Kanada, India dan Jepang. Sedangkan Inflasi, *Gross Domestic Product* dan Transaksi Berjalan tidak berpengaruh signifikan terhadap Saham.

## DAFTAR PUSTAKA

- Anis, Wijayanti. 2013. Pengaruh beberapa variabel Makro ekonomi dan Indeks Pasar Modal Dunia terhadap pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di BEI. *Jurnal Ilmiah Universitas Brawijaya*: Malang
- Anonymous, 2007. Krisis Ekonomi Akar Masalah dan Solusinya. <http://hizbut-tahrir.or.id/2007/11/02/krisis-ekonomi-akar-masalah-dan-solusinya/>.
- Bank Indonesia. 2017. Statistik Ekonomi dan Keuangan Ekonomi, di akses 2 Maret, 2017, <http://www.bi.go.id>. *Statistik Ekonomi dan Keuangan Indonesia*.
- Berlianta, Heli Chrisma. 2005. *Mengenal Valuta Asing*. Yogyakarta: Gadjah Mada University Press.
- Bodie, Kane dan Marcus, 2006. *Investments*, Edisi Keenam, Salemba Empat, Jakarta.
- Chakrabarty, Ranajit dan Asima Sarkar. 2013. *The Effect of Economic Indicator on the Volatility of Indian Stock Market: Using Independent Component Regression*: *Journal of Contemporary Research in management* Vol. 8; No. 4, Oct-Dec, 2013
- Claessens, Stijn, Daniela Klingebiel, and Sergio L. Schmukler., (2001), FDI and Stock Market Development: Complements or Substitutes?, Working Paper, World Bank.
- Claessens, S., & Forbes, K. 2004. *International Financial Contagion: The Theory, Evidence and Policy Implication*. University of Amsterdam. Belanda.
- Djiwandono Soedradjad. Krisis dan Pembaharuan Ekonomi-Moneter. 2000
- Dornbusch, R., Park, C. Y., Claessens, S. (2010) Contagion: Understanding how It Spreads. *The World Bank Research Observer*, (vol 15, No. 2) Agustus 2000
- Hady, Hamdy. 2001. *Teori dan Kebijakan Perdagangan Ekonomi Internasional*. Jakarta: Ghalia Indonesia.
- Hausman, R., dan Arias, F Fendandez., (2000), Foreign Direct Investment: Good Cholesterol? Working Paper, American Development Bank.
- Heilmann, Kilian, 2010. *Stock Market Linkages – A Cointegration Approach*. Dissertation. University of Nottingham.
- Hismendi, Hamzah, A. Musnadi, S. (2013). Analisis Pengaruh Nilai Tukar, SBI, Inflasi dan Pertumbuhan GDP Terhadap Pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmu Ekonomi*. Vol 1 No 2 Mei 2013.
- Jakovlev, M. 2007. Determinants of Credit Default Swap Spread: Evidence From European Credit Derivatives Market. Lappenranta. Lappenranta University of Technology.
- Kandir, S.Y., 2008, "Macroeconomic Variables, Firm Characteristics and Stock Returns: Evidence from Turkey", *International Research Journal of Finance and Economics*, ISSN 1450-2887 Issue 16, p. 35-45.
- Kewal, S. S. 2012. Pengaruh Inflasi, Suku Bunga, Kurs, dan Pertumbuhan PDB terhadap Indeks Harga Saham Gabungan. *Jurnal Economia* 8 (1), 53-64.
- Leonars dan Soctman, 2001. *Exchange Rate and Trade Balance Relationship*. *American Economic Review*.
- Madura, Jeff, 2000, *Manajemen Keuangan Internasional*, Erlangga, Jakarta
- Mishkin, Frederick S, 2009, *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Ninth Edition, Pearson.
- Mok, Henry MK (1993) "Causality of Interest Rate, Exchange rate, and Stock price at Stock Market Open and close in Hong Kong". *Asia Pacific Journal of Management*. Vol.X. Hal 123-129.

- Muzzamil, A. (2011). Analisis Pengaruh Indeks Saham Asia Tenggara terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di Bursa Efek Indonesia. Universitas Pembangunan Negara "Veteran", Jakarta, Indonesia
- Putri, Y, O. Adenan, M. Hari, S. S. Hubungan Kausalitas Nilai Tukar dan Neraca Transaksi Berjalan Di Indonesia periode 2000. I – 2014.IV. Karya Ilmiah Civitas Akademika Program Studi Ekonomi Pembangunan Tahun 2015.
- Purna, I. Hamidi dan Prima, 2009. "Perekonomian Indonesia Tahun 2008 Tengah Krisis Keuangan Gobal". <http://www.setneg.go.id/>
- Rajan. R. 2003. *The Limits of Asian Currency Flexibility*. Bisnis Times
- Rjoub, H., Tursoy, T. dan N. Gonsel. (2009). The Effects of Macroeconomic Factors on Stock Returns: Istanbul Stock Market. *Studies in Economics and Finance*, Vol. 26 No. 1, 2009.
- Salamah, Lilik. "Lingkaran Krisis Ekonomi Indonesia," Masyarakat, Kebudayaan dan Politik, Th XIV, No 2, April 2001, 65-76.
- Samsul, Mohamad, 2006, Pasar Modal & Manajemen Portofolio, Erlangga: Jakarta
- Santosa, P., W. 2016 Direktur Riset Ekonomi dan Keuangan. Krisis Ekonomi, Intervensi Negara dan Stabilitas Sistem Keuangan dan Kerangka Nasionalisme Ekonomi. Jakarta.
- Sugema, I. 2012. Jurnal Ilmiah Pertanian (JIPI). Krisis Keuangan Global 2008-2009 dan Implikasinya pada Perekonomian Indonesia. 17 (3). 145-153.
- Sukirno, S 2010, *Makroekonomi*, Edisi ke-1, RajawaliPers, Jakarta
- Suryanto. 2012. *Pengaruh Inflasi, Suku Bunga BI Rate dan Nilai Tukar Rupiah terhadap Harga Saham Perusahaan Sektor Properti dan Real Estate di Bursa Efek Indonesia*. Administrasi Bisnis, Universitas Padjadjaran, Bandung.
- Suyati, S. 2015. Pengaruh Inflasi, Tingkat Suku Bunga dan Nilai Tukar Rupiah/US Dollar Terhadap Return Saham Properti Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. Jurnal UNTAG Semarang. Vol 4 No 3. 2015
- Suta, I Putu Gede Ary. 2000. *Menuju Pasar Modal Modern*. Jakarta: Sad Satria Bhakti
- Tarmidi, L.,T. 1999. Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan. Krisis Moneter Indonesia: Sebab, Dampak, Peran IMF Dan Saran.
- Theo, W. Juwita, R. 2013. Pengaruh Suku Bunga, Inflasi, dan Pendapatan Nasional Terhadap Nilai Tukar Rupiah Tahun 2008 -2012. *Jurnal Manajemen*. 2013
- Trihadmini, nuning.2011. *Contagion and Spillover Effect Pasar Keuangan Global Sebagai Early Warning System*. *Financial and Banking Journal*, Vol.13,(No 1):47-61. 2015. *Devaluasi Yuan Bulan*.
- Utaya D, 2008. Krisis Finansial Global. Jakarta
- Wongbangpo, Praphan dan Subhash C. Sharma (2002) "Stock Market and Macroeconomic Fundamental Dynamic Interaction : ASEAN-5 Countries". *Journal of Asian Economics* 13:27-51.
- Yuki Indrayadi, 2004, *Inflasi dan Kaitannya dengan Kinerja IHSG*, Jakarta Mei 2004. Kompas.