

DAMPAK NILAI TUKAR DAN SUKU BUNGA TERHADAP HARGA SAHAM DI INDONESIA

M. Shabri Abd. Majid

E-mail: hannanan@gmail.com

ABSTRACT

This article is aimed at empirically exploring the impacts of foreign exchange and interest rate to stock market in the open-big Indonesian economy. A quarterly data spanning from 1995.Q3 to 2009.Q1 sourced from the International Financial Statistics (IFS), International Monetary Funds (IMF) were used and analysed by the multiple regression and Granger causality techniques. The study documented that both foreign exchange and interest rate have negatively and significantly affected the Indonesian stock market. This implied that the depreciation of the Indonesian Rupiah and decline of interest rate have increased the values of the stocks. Thus, to gain a maximum benefits from investing in the stock market, investors should take into account the changes in foreign exchange and interest rate in making their investment decisions.

Keywords: stock market, interest rate, exchange rate, granger causality

JEL classification: E43, F31

PENDAHULUAN

Interaksi antara variabel makro ekonomi dan pasar saham telah diteliti secara intensif dalam literatur ekonomi keuangan. Harga saham ditentukan oleh arus kas

masa depan perusahaan dan tingkat diskonto. Perubahan aliran kas dan tingkat diskonto akibat perubahan variabel makro ekonomi yang pada gilirannya dapat mempengaruhi pasar saham. Dalam negara dengan sistem ekonomi terbuka seperti Indonesia, arus kas perusahaan dipengaruhi oleh perubahan variabel makro ekonomi, seperti perubahan suku bunga serta nilai tukar. Dalam dua dekade terakhir, penelitian empiris tentang dampak perubahan nilai kurs dan suku bunga terhadap pasar saham sudah cukup banyak dilakukan, tetapi penelitian yang sama masih relatif sangat sedikit dilakukan di negara berkembang, termasuk di Indonesia. Tulisan yang sangat sederhana ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh nilai kurs dan suku bunga terhadap pasar saham di Indonesia.

MATERI DAN METODE PENELITIAN

Semua pasar (pasar barang, pasar uang, pasar tenaga kerja, dan pasar saham) dalam sebuah perekonomian memiliki hubungan satu sama lain. Penelitian empiris sering menggunakan Produk Domestik Regional Bruto (PDRB) sebagai proksi pasar barang, jumlah uang yang beredar dan tingkat suku bunga sebagai proksi pasar uang, jumlah tenaga kerja sebagai proksi pasar buruh, dan harga saham sebagai proksi pasar saham (**Abdul Rahman, 2009**).

Berdasarkan teori keuangan intuitif (Maysami dan Koh, 2001), terdapat pengaruh positif nilai kurs terhadap harga saham. Untuk negara yang didominasi ekspor, depresiasi nilai kurs memiliki dampak

positif pada pasar saham domestik. Jika nilai rupiah terdepresiasi terhadap nilai kurs asing, produk ekspor Indonesia akan menjadi lebih murah di pasar dunia. Akibatnya, jika permintaan bersifat elastis, maka akan menyebabkan volume ekspor Indonesia akan meningkat dan pada gilirannya menyebabkan arus kas masuk menaik, serta keuntungan dan harga saham perusahaan dalam negeri juga akan naik. Sebaliknya, ketika apresiasi rupiah terjadi, maka akan menghambat ekspor dan mengurangi nilai perusahaan dan menyebabkan harga saham turun (Alam, 2009).

Untuk mengetahui arah pengaruh kausalitas, dapat dilihat dari sudut mikro dan makro ekonomi. Berdasar sudut pandang mikro ekonomi, fluktuasi nilai tukar diprediksikan akan mempengaruhi portofolio perusahaan multinasional. Apresiasi rupiah, akan menurunkan keuntungan perusahaan dan juga harga sahamnya. Sedangkan dari perspektif makro ekonomi, apresiasi rupiah di bawah sistem nilai tukar fleksibel akan mengurangi daya saing produk dan pada gilirannya akan menurunkan harga saham (Granger *et al.*, 2000). Merujuk pada kedua perspektif ekonomi ini, maka fluktuasi nilai tukar akan mempengaruhi harga saham dan ini dikenal dengan pendekatan tradisional. Berdasarkan pendekatan ini, maka pasar uanglah yang mempengaruhi pasar saham secara negatif.

Namun, jika pasar saham Indonesia sudah terintegrasi dengan pasar saham dunia, maka perubahan harga saham dan nilai tukar antara matauang Rupiah dengan matauang asing akan mempengaruhi pergerakan modal. Berdasarkan pendekatan portofolio, ketika terjadi penurunan harga saham, maka kekayaan investor domestik akan menurun sehingga menyebabkan penurunan permintaan uang. Jika dalam kondisi tersebut tingkat bunga dalam posisi rendah, maka akan mendorong keluarnya arus modal, *ceteris paribus*, yang pada gilirannya akan menyebabkan terjadinya depresiasi nilai kurs. Ini menunjukkan bahwa pasar sahamlah yang mempengaruhi pasar uang (Abd. Majid, 2011).

Secara teoretis, model valuasi saham tradisional juga dapat menggambarkan hubungan kausalitas antara nilai kurs dengan harga saham. Terdapat tiga *channels* pengaruh fluktuasi nilai kurs terhadap nilai perusahaan, yaitu melalui eksportir dalam negeri (persaingan dengan perusahaan asing), harga input, dan aset perusahaan dalam kurs asing. Dengan demikian,

karena harga saham mencerminkan nilai perusahaan, fluktuasi nilai kurs akan mempengaruhi harga saham. Sebaliknya, model alokasi portofolio menjelaskan bahwa kenaikan harga saham akan mendorong naiknya tingkat bunga melalui peningkatan permintaan terhadap uang. Akibat saham domestik lebih menarik bagi investor, maka investor cenderung memilih *asset* domestik sehingga menyebabkan apresiasi mata uang domestik. Selain itu, perubahan harga saham juga dapat mempengaruhi nilai kurs melalui pengaruhnya terhadap arus masuk dan arus keluar modal. Selanjutnya, hubungan kausalitas antara harga saham dengan nilai kurs juga dapat terjadi dengan dua arah. Artinya, ke dua pasar tersebut, harga saham dan nilai kurs saling mempengaruhi. Ini tentunya, jika kedua teori valuasi saham tradisional dan model alokasi portofolio terjadi di negara tersebut.

Memperhatikan argumen teoritis tersebut, banyak studi empiris telah berusaha untuk mendokumentasikan hubungan kausalitas antara nilai kurs dengan harga saham di berbagai negara. Hasilnya, bagaimanapun, tidak seragam di seluruh studi dan pasar saham dunia. Terdapat kausalitas searah antara pasar saham dan pasar mata uang di seluruh negara maju dan mereka menyimpulkan bahwa fluktuasi nilai kurs dipengaruhi oleh perubahan harga saham baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang, sedangkan untuk negara berkembang, tidak ada hubungan sebab akibat yang konsisten antara pasar saham dan nilai kurs (Mohd. Yusof, 2007). Untuk pasar saham terkemuka di Asia, seperti Singapura, Tokyo dan Hong Kong, terdapat hubungan kausalitas di Tokyo, hubungan searah nilai kurs harga saham di Hong Kong, dan tidak terdapat hubungan kausalitas di Singapura. Di India, Pakistan, dan Korea Selatan nilai kurs mempengaruhi harga saham, sedangkan di Filipina hasil sebaliknya didokumentasikan. Granger *et al.* (2000) menganalisis hubungan Granger antara harga saham dan nilai tukar selama periode krisis ekonomi tahun 1997, dan menemukan hasil yang tidak konsisten. Untuk Korea Selatan, nilai kurs ditemukan mempengaruhi harga saham; di Filipina, hasil menunjukkan sebaliknya, harga saham menyebabkan fluktuasi nilai kurs. Tampaknya ada suatu sebab-akibat dua arah di Hong Kong, Malaysia, Singapura, Thailand, dan Taiwan (Abd. Majid, 2011), sedangkan untuk pasar saham Indonesia dan Jepang, tidak ditemukan kausalitas antar pasar saham

dan pasar uang.

Selanjutnya, dampak nilai kurs terhadap sektor ekonomi, tentunya, berbeda. Ini sangat dipengaruhi oleh sejauhmana sektor ekonomi tersebut tergantung pada ekspor dan impor. Perusahaan di sektor industri yang didominasi industri impor atau ekspor akan sangat dipengaruhi oleh fluktuasi nilai kurs dibandingkan dengan sektor-sektor tradisional, seperti perkebunan dan pertanian. Terdapat fluktuasi nilai kurs memengaruhi secara langsung harga saham perusahaan-perusahaan multinasional dan mempengaruhi secara tidak langsung perusahaan-perusahaan domestik. Fluktuasi nilai kurs berdampak pada perubahan profitabilitas perusahaan, yang kemudian berpengaruh terhadap harga saham perusahaan.

Keterkaitan antara harga saham dan tingkat suku bunga, dapat dijelaskan oleh teori portofolio, jika suku bunga naik, maka akan menaikkan *opportunity cost* untuk memegang kas sehingga mendorong investor untuk mensubstitusikan saham dengan investasi yang berbasis bunga. Sebaliknya, jika suku bunga rendah, maka akan mendorong investor untuk membeli saham sehingga harga saham akan naik, dan pada gilirannya menyebabkan naiknya keuntungan pemegang saham. Ini menunjukkan bahwa perubahan tingkat suku bunga berpengaruh negatif terhadap harga saham.

Tingkat bunga merupakan salah satu variabel makro ekonomi yang penting, yang secara langsung berkaitan dengan pertumbuhan ekonomi. Umumnya, tingkat suku bunga dianggap sebagai biaya modal. Ini berarti, harga yang dibayarkan untuk penggunaan uang untuk jangka waktu tertentu. Berdasar sudut pandang peminjam, tingkat bunga adalah biaya meminjam uang (suku bunga pinjaman), sedangkan dari titik pandang kreditur, tingkat bunga adalah biaya yang dikenakan untuk meminjamkan uang. Jika tingkat bunga yang dibayarkan oleh bank kepada para deposan meningkat, maka deposan akan mengalihkan uangnya dari pasar saham ke bank. Hal ini menyebabkan penurunan permintaan terhadap saham, yang pada gilirannya menurunkan harga saham. Sebaliknya, ketika suku bunga yang dibayar oleh bank kepada para deposan meningkat, maka mengakibatkan penurunan investasi dalam perekonomian, termasuk di pasar saham, dan akibatnya harga saham menurun. Dengan demikian, suku bunga berpengaruh negatif terhadap harga saham.

Analisis korelasi digunakan untuk mengetahui

hubungan antara nilai kurs, suku bunga, dan harga saham, sedangkan untuk mengetahui pengaruh nilai kurs dan suku bunga terhadap pasar saham serta arah pengaruh antar masing-masing pasar. Tulisan ini menggunakan regresi berganda dan *bivariate Granger causality*, dengan model berikut:

$$HS_t = b_0 + b_1NK_t + b_2TB_t + e_t \quad (1)$$

Dimana HS = harga saham (*Jakarta Stock Exchange market price*), NK = nilai kurs Rupiah/Dolar Amerika, TB = tingkat bunga (*market discount rate*), t = periode penelitian ke t, dan e = *error term*. Namun sebelum dilakukan analisis pengaruh dengan regresi, maka untuk mendapatkan hasil yang *robust*, data dalam penelitian telah diuji *stationarity* terlebih dahulu berdasarkan *Augmented Dickey Fuller* (ADF) untuk model dengan konstan dan tanpa tren dan konstan dengan tren dengan rumus berikut:

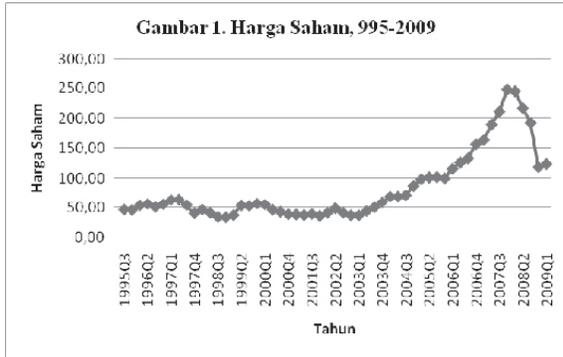
$$\Delta y_t = \delta_0 + \delta_1 y_{t-1} + \sum_{j=1}^n \tau_j \Delta y_{t-j} + v_t \quad (2)$$

$$\Delta y_t = \delta_0 + \delta_1 y_{t-1} + \delta_2 T + \sum_{j=1}^n \tau_j \Delta y_{t-j} + v_t \quad (3)$$

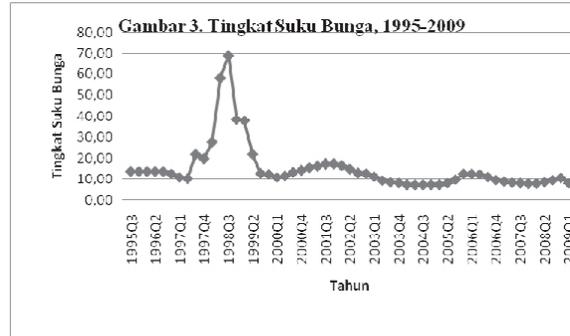
Data kuartalan yang bersumber dari *International Financial Statistics* (IFS) dan *International Monetary Funds* (IMF) sejak tahun 1995.Q3 sampai dengan 2009.Q1 digunakan dalam penelitian ini. Periode analisis ini dipilih sesuai dengan ketersediaan data dan datanya dianalisis dengan *Software Eviews* versi 7.0. Berdasar tes *bivariate Ganger causality*, dapat diungkapkan empat pola interaksi kausalitas antara variabel, yaitu hubungan kausalitas satu arah dari variabel, misalnya x, ke variabel lain, katakanlah y; hubungan kausalitas satu arah dari y ke x; kausalitas dua arah; dan kausalitas independen antara x dan y.

HASIL PENELITIAN

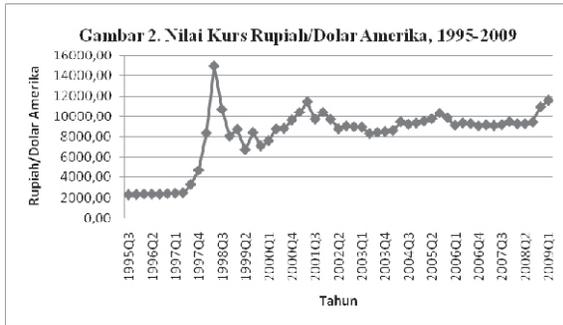
Berikut ditunjukkan tren perkembangan harga saham, nilai kurs, dan suku bunga selama periode penelitian, seperti terlihat pada Gambar 1, 2, dan 3.



Gambar 1
Harga Saham, Tahun 1995.3-2009.1



Gambar 3
Tingkat Suku Bunga, Tahun 1995.3-2009.1



Gambar 2
Nilai Kurs Rupiah/Dolar Amerika Serikat, Tahun 1995.3-2009.1

Tabel 1 menunjukkan hasil pengujian *stationarity* dengan model ADF, baik menggunakan konstan dan tanpa tren maupun konstan dengan tren. Berdasar Tabel 1, maka Hasil uji *stationary* menunjukkan bahwa semua variabel tidak *stationary* pada *level*, namun setelah diambil differensiasi pertama, semua variabel menjadi *stationary* pada tingkat signifikansi 1%. Ini menunjukkan bahwa untuk analisis lanjutan, data differensiasi pertama harus digunakan.

Pada Tabel 2 disajikan statistik deskriptif untuk ketiga variabel yang dianalisis. Rata-rata harga saham, nilai kurs dan tingkat bunga selama periode pengamatan, masing-masing, 81,98 (indek saham), 8.111,11 (Rupiah/Dolar Amerika), dan 15,14 (persen). Harga saham terendah sebesar 33,28, dan tertinggi

Tabel 1
Uji Stationariti

Variabel	Level		First Difference	
	Konstan & Tanpa Tren	Konstan & Tren	Konstan & Tanpa Tren	Konstan & Tren
Harga Saham	-1.324	-2.101	-5.324**	-5.431**
Nilai Kurs	-2.534	-2.870	-4.136**	-4.615**
Tingkat Bunga	1.312	2.233	-4.256**	-4.723**

Keterangan: ** menunjukkan signifikan pada tingkat 1%

mencapai 248,69. Sedangkan nilai kurs terendah USD 1 = Rp2.275, dan tertinggi USD 1 = Rp14.900; dan tingkat bunga terendah sebesar 7,34 persen dan tertinggi sebesar 68,76 persen (lihat juga Gambar 1, 2 dan 3).

Pada Tabel 3 disajikan koefisien korelasi untuk menunjukkan keeratan hubungan antarvariabel. Terdapat hubungan negatif dan signifikan pada tingkat 1% antara harga saham dengan tingkat bunga. Namun hubungannya relatif kecil, seperti ditunjukkan oleh

koefisien korelasi yang hanya sebesar -0,375, sedangkan antara nilai kurs dan harga saham dan antara nilai kurs dengan tingkat bunga tidak terdapat hubungan signifikan.

Koefisien regresi seperti disajikan pada Tabel 4 menunjukkan bahwa setiap kenaikan nilai kurs sebesar 100%, menyebabkan penurunan *return* saham sebesar 15,4%, dan sebaliknya. Kenaikan tingkat bunga sebesar 100%, menyebabkan penurunan *return* saham sebesar 6,4%, dan sebaliknya.

Tabel 2
Statistik Deskriptif

Keterangan	Harga Saham	Nilai Kurs	Tingkat Bunga
<i>Mean</i>	81,988	8.111,109	15,137
<i>Median</i>	55,096	9.020,000	12,510
<i>Maximum</i>	248,693	14.900,000	68,760
<i>Minimum</i>	33,283	2.275.000	7,340
<i>Std. Dev.</i>	58.170	2.850,789	11,471
<i>Skewness</i>	1,506	-0,945	2,390
<i>Kurtosis</i>	2,330	2,458	2,378
<i>Observations</i>	55	55	55

Tabel 3
Koefisien Korelasi Pearson

Harga Saham	Nilai Kurs	Tingkat Bunga
Harga Saham	1,00	-
Nilai Kurs	0,223	1,000
Tingkat Bunga	-0,375**	0,179

Keterangan: ** menunjukkan signifikan pada tingkat 1%.

Tabel 4
Hasil Regresi-Pengaruh Nilai Kurs dan Tingkat Bunga terhadap Harga Saham

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
<i>Contant</i>	0,243	0,163	1,491	0.142
NK	-0,154*	0,078	-1,981	0.053
TB	-0,064*	0,033	-1,949	0,054
<i>R-squared</i>	0,103	<i>Adj. R-squared</i>	0,066	
<i>F-statistic</i>	2,854	<i>Prob (F-statistic)</i>	0,067	
<i>Prob(F-statistic)</i>	0,067			

Keterangan: ** menunjukkan signifikan pada tingkat 5%.

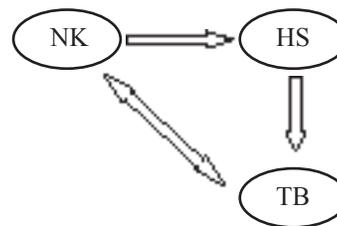
PEMBAHASAN

Selama periode pengamatan, harga saham terendah terjadi pada tahun 1998.Q3, tepatnya ketika krisis moneter melanda sebagian besar negara Asia Timur, termasuk Indonesia. Pada saat tersebut nilai kurs Rupiah terdepresiasi pada tingkat yang terendah USD 1 = Rp14.900 dan tingkat bunga naik secara drastik mencapai posisi tertinggi hingga 68,76 persen. Pasca krisis moneter 1998, harga saham mulai menaik dan mencapai tingkat yang paling tinggi pada tahun 2007.Q4. Namun ketika krisis global 2008 melanda Amerika Serikat, pasar saham Indonesia kembali menurun. Sebaliknya, nilai kurs Rupiah mulai terapresiasi pasca krisis moneter, dan kembali sedikit terdepresiasi pada tahun 2008.Q2 akibat imbas dari krisis global di Amerika Serikat. Tingkat bunga menunjukkan tren yang menurun pasca krisis moneter, 1997. Jika dihubungkan ketiga grafik tersebut, secara visual jelas nampak bahwa harga saham memiliki hubungan terbalik dengan perubahan nilai kurs dan tingkat bunga selama periode 1995-2009. Namun, kepastian hubungan dan pengaruh antarketiga variabel ini perlu pengujian lebih lanjut dengan analisis korelasi dan regresi.

Hasil regresi berganda seperti disajikan pada Tabel 4, menunjukkan pengaruh nilai kurs dan tingkat bunga terhadap *return* saham. Baik nilai kurs maupun tingkat bunga, kedua-duanya memiliki pengaruh negatif dan signifikan pada tingkat 5% terhadap *return* saham. Artinya, pada waktu nilai rupiah terapresiasi dan tingkat bunga naik, maka *return* saham akan turun. Ketika nilai rupiah terapresiasi terhadap dolar Amerika, maka produk dalam negeri semakin mahal dibandingkan dengan produk luar negeri. Akibatnya, produk dalam negeri semakin tidak kompetitif, perusahaan mengalami kendala untuk menjual produknya di luar negeri, sehingga menyebabkan keuntungannya menurun. Hal ini pada gilirannya akan menyebabkan harga saham dan *return* saham juga turun. Demikian pula dengan kenaikan tingkat bunga telah menyebabkan *return* saham turun. Para investor akan mengurangi jumlah pembelian saham dan bahkan akan menjual saham yang telah dibeli karena didorong untuk mendapatkan pendapatan bunga yang lebih tinggi dengan menabung di lembaga perbankan dan berinvestasi di instrumen yang berbasis bunga. Akibatnya, saham menjadi kurang atraktif, permintaan investor terhadap saham

akan menurun, dan pada gilirannya, akan menyebabkan harga saham dan *return* saham juga turun.

Untuk mengetahui hubungan kausalitas antar-ketiga variabel yang dianalisis, disajikan hasil dari pengujian *bivariate Granger causality* seperti terlihat pada Gambar 4. Terdapat hubungan kausalitas satu arah dari nilai kurs (NK) ke harga saham (HS); hubungan kausalitas satu arah dari harga saham (HS) ke tingkat bunga (TB); dan hubungan kausalitas dua arah antara tingkat bunga (TB) dengan nilai kurs (NK).



Gambar 4
Hasil *Pairwise Granger Causality Tests*

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Nilai kurs maupun tingkat suku bunga memiliki pengaruh negatif terhadap pasar saham. Ini menunjukkan bahwa ketika nilai kurs rupiah terhadap dolar Amerika Serikat terapresiasi, maka akan menyebabkan harga barang di pasar domestik akan mahal. Hal ini akan menyebabkan berkurangnya volume ekspor, dan pada gilirannya, akan menyebabkan keuntungan perusahaan menurun, begitu pula dengan harga sahamnya. Demikian pula dengan kenaikan tingkat bunga telah menyebabkan *return* saham turun. Para investor akan mengurangi jumlah pembelian saham dan bahkan akan menjual saham yang telah dibeli karena didorong untuk mendapatkan pendapatan bunga yang lebih tinggi dengan menabung di lembaga perbankan dan berinvestasi di instrumen yang berbasis bunga. Akibatnya, saham menjadi kurang atraktif, permintaan investor terhadap saham akan menurun, dan pada gilirannya, akan menyebabkan harga saham dan sekaligus *return* saham juga turun.

Saran

Berdasar simpulan maka disarankan agar pemerintah lebih berhati-hati dalam menyusun kebijakan yang berkaitan dengan variabel makro ekonomi sehingga dampak krisis melalui pengaruh nilai tukar dan suku bunga terhadap harga saham dapat diminimalkan

Malaysia: an application of the ARDL bound testing approach. *Savings and Development*, XXXI (4): 449-469.

DAFTAR PUSTAKA

- Abd. Majid, M.S. dan Tabrani, M. 2011. Exchange rate and stock prices in the small open economy of Malaysia, *The IUP Journal of Applied Finance*, 17 (2): 1-19.
- Abd. Majid, M.S., dan Mohd. Yusof, R. 2009. Long-run relationship between Islamic stock returns and macroeconomic variables: an application of the ARDL model. *Humanomics*, 25 (2): 127-141.
- Abdul Rahman, Z., Abd. Majid, dan M.S. Mohd. Yusof, R. 2009. The role of goods, money and securities markets in promoting Takaful in Malaysia. *International Journal of Monetary Economics and Finance*, 2 (3/4): 317-335.
- Alam, M.A dan Uddin, M.G.S. (2009). Relationship between interest rate and stock price: empirical evidence from developed and developing countries, *International Journal of Business and Management*, 4 (3): 43-54.
- Granger, C. Huan, B., dan Yang, C. (2000). A bivariate causality between stock prices and exchange rates: evidence from recent Asian flu, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 40: 337-354.
- Maysami R.C. dan T.S. Koh. (2001). A vector error correction model of the Singapore stock market, *International Review of Economics and Finance*, 9: 79-96.
- Mohd. Yusof, R., dan Abd. Majid, M.S. 2007. Macroeconomic variables and stock returns in