

ANALISIS PERBEDAAN PENGARUH RETURN DOW JONES, RETURN EUROSTOXX50, NILAI TUKAR, INFLASI, DAN SUKU BUNGA TERHADAP RETURN IHSG SEBELUM DAN SESUDAH KRISIS US SUBPRIME MORTGAGE DAN KRISIS UTANG EROPA (TAHUN 2003-2014)

Noor Laili Hikmah
Miyasto
Universitas Diponegoro Semarang
Program Studi Magister Manajemen

ABSTRACT

This research aimed to examine the effect of DJIA return, EUROSTOXX50 return, exchange rate, inflation, and interest rate on JCI (IHSG) return. This research also aims to examine the change of structure in the model regression before and after global crisis by taking crisis demarcation in October 2008.

The model used in this research is Multiple Linier Regression and Chow Test. The population in this study is JCI (Jakarta Composite Index) return, DJIA (Dow Jones Industrial Average) return, EUROSTOXX50 return, exchange rates, inflation, and interest rate (BI rate). Sample of this research is data period January 2003 until December 2014 with monthly frequency.

This research has passed test of classical assumptions which include normality, multicollinearity, autocorrelation, heteroskedasticity. The results show that DJIA return, EUROSTOXX50 return, inflation, and interest rate affecting JCI return. Chow test result shows change of structures in regression model before and after crisis. Investor can use this finding to predict the effects of changes in foreign capital market and macroeconomic factors in investing.

Keywords: JCI Return, Multiple Linear Regression, Chow Test

PENDAHULUAN

Pasar modal memiliki peranan yang strategis bagi peningkatan kekuatan ekonomi sebuah negara. Pasar modal menjadi salah satu indikator penting seberapa besar ketahanan ekonomi negara. Jika pasar modal sebuah negara mengalami gejolak atau volatilitas, hal tersebut dapat menjadi sebuah tanda bahwa perekonomian sebuah negara mengalami penurunan. Pasar modal merupakan pasar yang terbuka terhadap investor asing. Menurut data OJK, 60% pemain di pasar modal Indonesia didominasi oleh pihak asing. Hal ini menunjukkan pasar modal Indonesia dapat dipengaruhi oleh faktor eksternal. Faktor eksternal tersebut salah satunya adalah kondisi dari pasar modal negara lain.

Salah satu indikator penting dalam mengetahui kondisi pasar modal dalam sebuah negara adalah dengan melihat indeks harga saham negara tersebut. Indeks harga saham menunjukkan trend pasar dan menjadi acuan para investor, pengambil keputusan ekonomi, maupun politik. Indeks Harga Saham Gabungan atau Composite Stock Price Index merupakan salah satu indeks yang tercatat di BEI (Bursa Efek Indonesia) dan diperkenalkan pertama kali pada 1 April 1983. IHSG menjadi indikator untuk melihat pergerakan harga saham secara keseluruhan di pasar modal sehingga dapat diketahui apakah pasar dalam keadaan *bullish* (kuat) atau *bearish* (lemah) (Ang, 1997). Peningkatan IHSG menunjukkan kondisi pasar modal sedang *bullish*, sebaliknya jika menurun menunjukkan kondisi pasar modal sedang *bearish*.

Naik turunnya indeks pasar modal suatu negara dipengaruhi oleh beberapa faktor, seperti tingkat suku bunga domestik, kurs valuta asing, kondisi perekonomian internasional, siklus ekonomi suatu negara, tingkat inflasi, peraturan perpajakan, dan jumlah uang yang beredar (Samsul, 2008). Berdasarkan hal tersebut indeks pasar modal suatu negara dapat dipengaruhi oleh perubahan eksternal maupun dari internal. Perubahan eksternal dapat dipengaruhi oleh kondisi perekonomian internasional seperti perubahan indeks pasar modal negara lain, kebijakan The Fed, kurs rupiah terhadap dolar, aspek politik, dan lain-lain. Kondisi eksternal sangat rawan terhadap turbulensi misalnya ketika terjadi krisis negara

lain seperti pada saat krisis Subprime Mortgage yang mempengaruhi pasar modal di seluruh dunia. Kemudian perubahan internal juga sangat fluktuatif.

Hal ini mengarah pada ekspektasi investor terhadap beberapa variabel seperti inflasi, suku bunga, peraturan perpajakan, jumlah uang beredar dalam mempengaruhi IHSG.

IHSG dapat dijadikan sebagai dasar perhitungan return pasar modal. Return pasar modal dapat dihitung dengan selisih IHSG hari perdagangan dengan IHSG pada hari sebelumnya kemudian dibagi dengan IHSG pada hari perdagangan sebelumnya. Hasil perhitungan return pasar ini digunakan para investor sebagai pembandingan terhadap return individu saham perusahaan dimana dia berinvestasi. Dalam berinvestasi seseorang melihat dua faktor yaitu return saham dan risiko. Pengambilan keputusan tersebut memerlukan data historis dari kejadian di masa lalu.

Pada tahun 2008 pasar modal dan pasar keuangan Indonesia diguncang krisis global yang berasal dari krisis Subprime Mortgage Amerika Serikat. Nilai tukar rupiah terhadap dolar melemah hingga mencapai Rp 11.900. IHSG yang sempat naik di angka 2800 pun anjlok hingga 1111 poin. Hal ini disebabkan hampir sebagian besar pemain dalam Bursa Efek Indonesia merupakan pemain asing sehingga aliran modal mudah keluar dan berpengaruh pada turunnya IHSG..

Menurut Yih Tzeng dan Tay (2014), banyak pemangku kebijakan di negara-negara berkembang menerapkan kebijakan integrasi ekonomi dengan menghapus tarif dan menghilangkan hambatan modal untuk memfasilitasi aliran modal masuk ke negara mereka. Claessens et al (2010) menjelaskan bahwa meskipun integrasi ekonomi memberikan keuntungan bagi sebuah negara, tetapi hal tersebut juga dapat memberikan risiko. Seperti pada saat terjadinya krisis yang dapat menyebar dengan mudah ke negara lain akibat aliran modal yang berpindah-pindah dengan mudah. Negara-negara maju yang memiliki perekonomian kuat pun dapat mengalami serangan krisis. Krisis tersebut juga menular ke negara-negara lainnya termasuk negara berkembang. Indonesia sebagai salah satu negara berkembang juga turut mengalami dampak krisis tersebut terutama di sektor keuangan dan sektor riil.

Karakter investor pada pasar modal Indonesia yang cenderung panik saat terjadi krisis subprime mortgage. Pada tahun 2008, indeks BEI jatuh lebih dari 50%, sedangkan laba emiten BEI hanya turun 20%. Sehingga kejatuhan indeks-nya lebih dalam daripada penurunan fundamentalnya. Selain karena krisis, perspektif masyarakat masih melekat dengan krisis 1997-1998. Sehingga terjadi kepanikan ditambah info dari media banyak investor asing yang menarik investasinya. Mengingat pasar modal Indonesia sudah terbuka bagi para investor asing dan sebagian besar didominasi oleh pihak asing.

Adanya krisis US Subprime Mortgage dan krisis Eropa yang menyebabkan ikut menurunnya return indeks IHSG. Hal tersebut dapat dilihat dari pengaruh indeks pasar modal di Amerika Serikat (Dow Jones Industrial Averages/DJIA) dan indeks pasar modal Eropa (EUROSTOXX50) terhadap return IHSG. Melihat kondisi pasar saat ini, aliran dana dari suatu negara dapat berpindah ke negara lain dengan mudah. Hal ini menyebabkan kondisi internasional dapat mempengaruhi pasar modal di Indonesia. DJIA (Dow Jones Industrial Average) merupakan indeks pasar saham yang didirikan oleh editor *The Wall Street Journal* dan pendiri *Dow Jones & Company* Charles Dow. Indeks ini terdaftar di New York Stock Exchange. DJIA merupakan salah satu indeks terpenting yang dijadikan acuan bagi investor di seluruh dunia termasuk di Indonesia. DJIA terdiri dari 30 perusahaan terbesar (blue chip) yang sudah secara luas go public. Sebagai kekuatan ekonomi terbesar, pengaruh Amerika Serikat sangat besar bagi negara lain termasuk pengaruh perusahaan dan investornya, sehingga pergerakan DJIA akan berpengaruh pada pergerakan indeks harga saham negara lain. Indeks DJIA menjadi indeks yang paling berpengaruh terhadap fluktuasi pasar modal negara lain.

Indeks EUROSTOXX50 merupakan indeks di zona Euro yang terdiri dari 50 saham perusahaan blue chip dari 12 negara zona euro seperti Austria, Belgia, Finlandia, Perancis, Jerman, Yunani, Irlandia, Italia, Luksemburg, Belanda, Portugal, dan Spanyol. Indeks ini dianggap mewakili Eropa secara keseluruhan karena terdiri dari perusahaan-perusahaan di zona Euro. Apalagi mencakup negara-negara yang terkena dampak terparah akibat krisis Eropa. Eropa merupakan salah satu kawasan yang terpenting dalam perekonomian Dunia. Sehingga indeks pasar modalnya juga dapat mempengaruhi indeks pasar modal negara lainnya.

Nilai tukar atau kurs merupakan nilai tukar mata uang terhadap pembayaran antara dua mata uang masing-masing negara atau wilayah. Sistem nilai tukar mata uang yang berlaku di Indonesia saat ini adalah *free floating exchange rate* yang didasarkan atas kekuatan pasar (penawaran dan permintaan). Nilai tukar yang digunakan dalam penelitian ini adalah nilai tukar dolar terhadap rupiah. Terdapat alternatif investasi lain yang dapat mempengaruhi transaksi saham yaitu investasi valas dalam USD. Jika nilai tukar dolar melemah diperkirakan akan kembali menguat di masa depan dan ketika alternatif investasi lain kurang menjanjikan maka investor cenderung menginvestasikan dananya dalam bentuk dolar dengan harapan ketika kurs dolar terhadap rupiah meningkat dapat dijual kembali sehingga memperoleh selisih kurs. Nilai tukar juga berpengaruh pada transaksi ekspor impor perusahaan emiten sehingga kemudian berdampak pada saham perusahaan yang selanjutnya berakibat pada pergerakan IHSG.

Inflasi merupakan proses meningkatnya harga secara umum dan terus-menerus berkaitan dengan mekanisme pasar yang dapat disebabkan oleh berbagai faktor yaitu konsumsi masyarakat yang meningkat, berlebihnya likuiditas pasar yang memicu konsumsi dan spekulasi, ketidaklancaran distribusi barang. Inflasi yang tinggi dapat menurunkan daya beli masyarakat. Para investor akan lebih berhati-hati dalam melakukan investasinya di pasar modal. Investor akan cenderung menunggu kondisi pasar lebih kondusif untuk menghindari risiko yang mungkin akan timbul dari adanya inflasi (Sudarsana, 2014). Inflasi dapat mempengaruhi penawaran harga saham perusahaan yang kemudian berdampak pada IHSG.

Suku bunga dalam hal ini BI rate adalah suku bunga kebijakan yang mencerminkan sikap atau *stance* kebijakan moneter yang ditetapkan bank Indonesia dan diumumkan kepada public. Suku bunga dapat mempengaruhi return saham. Suku bunga dapat mempengaruhi suku bunga deposito yang merupakan alternatif bagi investor untuk menanamkan modalnya. Apabila suku bunga naik, maka investor akan cenderung berinvestasi dalam bentuk deposito dibandingkan saham. Hal ini akan menyebabkan investasi di pasar modal semakin menurun sehingga IHSG pun melemah.

Penelitian ini dilakukan karena adanya *fenomena gap* hubungan data return DJIA, return EUROSTOXX50, nilai tukar, inflasi, dan suku bunga terhadap return IHSG tahun 2003 - 2014 yang sangat berfluktuasi dan tidak menentu. Kemudian penelitian ini juga membandingkan perbedaan pengaruh return IHSG sebelum dan sesudah krisis dengan demarkasi krisis pada tahun 2008. Hal ini didasari oleh return IHSG, DJIA, dan EUROSTOXX50 mengalami penurunan yang paling tajam di tahun tersebut sementara nilai tukar, inflasi, dan suku bunga juga cenderung meningkat. Fenomena yang terjadi di tahun 2003 - 2014 dalam kaitannya dengan return IHSG dan faktor-faktor yang mempengaruhinya dapat dilihat di gambar dan tabel berikut:

Fenomena Variabel Return IHSG, Return DJIA, Return EUROSTOXX50, Nilai Tukar, Inflasi, dan Suku Bunga tahun 2003 - 2014

Variabel	Sebelum Krisis					Setelah Krisis						
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
RIHSG	0.058	0.029	0.015	0.031	0.036	-0.049	0.06	0.024	0.013	0.011	0.0004	0.015
RDJIA	0.023	0.0025	0.003	0.013	0.001	-0.036	0.021	0.015	0.006	0.008	0.011	0.008
REUR	0.021	0.004	0.018	0.011	-0.007	-0.037	0.021	0.007	-0.015	0.01	0.01	0.009
KURS (juta)	8570	8985	9709	9163	9139	9692	10401	9087	8776	9384	10459	11869
Inflasi (%)	6.79	6.06	10.4	13.33	6.4	10.31	4.9	5.13	5.38	4.28	6.97	6.42
Suku Bunga (%)	9.99	7.43	9.12	11.83	8.6	8.67	7.15	6.5	6.58	5.77	6.48	7.54

Sumber: IDX, Yahoo Finance, Bank Indonesia 2003-2014 (diolah)

Berdasarkan Tabel 1.1, fenomena data dari variabel return IHSG, return DJIA, return EUROSTOXX50, nilai tukar, inflasi, dan suku bunga menunjukkan pergerakan yang tidak konsisten yang

memunculkan adanya fenomena gap dalam penelitian ini. Data tersebut merupakan data rata-rata yang diambil dalam kurun waktu 2003-2014.

Return IHSG menunjukkan penurunan tajam di titik terendah pada tahun 2008 sebesar -0.049. Return DJIA menurun pada titik terendah pada tahun 2008 sebesar -0.036. Return EUROSTOXX 50 mengalami penurunan terendah pada tahun 2008. Sementara untuk nilai tukar dolar terhadap rupiah justru memperlihatkan kenaikan pada tahun 2008. Inflasi mengalami peningkatan drastis tahun 2008. Diikuti dengan peningkatan suku bunga di tahun tersebut. Kondisi tersebut terjadi tahun 2008 di mana periode krisis US Subprime Mortgage dan Krisis Eropa mulai berlangsung. Menurut Gambar 1.1 pergerakan indeks saham DJIA, EUROSTOXX50, dan IHSG menunjukkan fluktuasi yang hampir mirip. Pada saat krisis US terjadi, ketiganya mengalami penurunan tajam tahun 2008. Sementara untuk nilai tukar juga mengalami depresiasi dimana rupiah semakin melemah terhadap dolar. Ditunjukkan dengan harga dolar yang semakin melambung pada saat krisis. Berdasarkan return IHSG yang mengalami fluktuasi baik sebelum maupun sesudah krisis memungkinkan terdapat perbedaan pengaruh dari return DJIA, return EUROSTOXX50, nilai tukar, inflasi, dan suku bunga terhadap return IHSG sebelum dan sesudah krisis.

Beberapa penelitian sebelumnya terkait return IHSG, return DJIA, return EUROSTOXX50 dan variabel makroekonomi telah dilakukan, tetapi menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Atas dasar tidak konsistennya hasil temuan beberapa peneliti sebelumnya, maka peneliti tertarik untuk melakukan penelitian kembali mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi return IHSG dan membandingkannya antara periode sebelum dan sesudah krisis. Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi bagi para akademisi dalam mengembangkan penelitian dimasa yang akan datang, serta penelitian ini dapat dijadikan sebagai bahan referensi khususnya di bidang keuangan mengenai return indeks pasar modal.

Permasalahan dalam penelitian ini didukung adanya *research gap* pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. *Research gap* yang ditemukan antara lain dalam penelitian Khajar (2015), Yih Tzeng (2014), Witjaksono (2011), Muharam (2008), menyatakan return DJIA berpengaruh positif terhadap return IHSG. Sementara dalam penelitian Prayitno (2013), return DJIA berpengaruh negatif terhadap return IHSG.

Gjika (2012) meneliti pengaruh return EUROSTOXX terhadap return negara berkembang, hasilnya positif signifikan. Didukung penelitian Couto (2010) yang meneliti pengaruh return EUROSTOXX50 terhadap return indeks Portugal. Canegrati (2008) juga menyatakan return EUROSTOXX50 berpengaruh pada pasar modal Asia. Sementara penelitian I Wayan Utama (2015) menunjukkan hubungan yang tidak signifikan antara return EUROSTOXX50 dengan return IHSG.

Utami & Rahayu (2003), Valadkhani (2006), Mouna Alou & Anis (2013) meneliti hubungan nilai tukar terhadap return IHSG hasilnya positif signifikan. Kemudian Horng (2010), Wijaya (2013), dan Muharam (2008) meneliti hubungan nilai tukar terhadap pasar modal adalah negatif. Apabila kurs US dolar turun maka IHSG akan naik.

Valadkhani (2006) meneliti pengaruh inflasi terhadap return pasar modal hasilnya adalah positif signifikan. Kemudian Floros (2004) meneliti bahwa inflasi tidak berpengaruh signifikan terhadap return pasar modal. Sementara Haque (2012), Utami Rahayu (2003), Amperaningrum (2011) meneliti hal yang sama dengan hasil negatif signifikan.

Pengaruh suku bunga terhadap return IHSG telah diteliti oleh Abdul Haque dan Sarwar (2012) dan Utami dan Rahayu (2003) meneliti bahwa suku bunga memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap return saham. Mouna Aloui dan Anis (2013) dan Amperaningrum (2011) menemukan bahwa suku bunga tidak berpengaruh signifikan terhadap return saham.

Yih Tzeng (2012) meneliti bahwa return DJIA, nilai tukar semakin mengalami volatilitas sesudah krisis. Menurut Yih Tzeng (2012) terdapat pengaruh yang semakin kuat pasca krisis subprime mortgage dan krisis utang Eropa terhadap pasar modal di negara-negara berkembang. Hal ini didukung oleh penelitian Min Wang (2011) dan Azzam (2012) bahwa pasar modal negara berkembang semakin terpengaruh kuat pasca krisis subprime mortgage. Dooley dan Hutchison (2009) menyatakan bahwa krisis Amerika menyebar dan memberikan pengaruh yang kuat bagi negara berkembang. Di Indonesia sendiri

korelasi antara DJIA dan IHSG meningkat hingga 80%. Sementara Chang (2012) menyatakan bahwa informasi negatif turunnya DJIA tidak berpengaruh terhadap return saham Taiwan sebelum maupun setelah krisis. Kemudian Anwar (2012) menyatakan pasar modal AS tidak mempengaruhi pasar modal Yunani pada saat krisis Subprime maupun krisis Eropa.

TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL

Teori Integrasi Pasar Modal

Integrasi pasar modal merupakan penyatuan bursa saham, suku bunga, dan tingkat inflasi antara beberapa negara atau yang memiliki keterkaitan erat karena kegiatan ekonomi. Adanya integrasi dapat mempengaruhi pertumbuhan pasar modal di masing-masing negara. Pasar modal dalam satu kawasan regional cenderung memiliki pergerakan yang sama dan memiliki efek penularan yang tinggi sehingga tingkat integrasi antara pasar modal yang satu dengan yang lain menjadi tinggi.

Pasar modal yang terintegrasi merupakan suatu keadaan di mana tidak ada hambatan untuk memiliki sekuritas di setiap pasar modal (Husnan, 1996). Keadaan di mana harga saham di berbagai pasar modal dunia mempunyai hubungan yang sangat dekat (*closely correlated*) antara suatu pasar modal dengan pasar modal lainnya di dunia ini sehingga pasar modal di dunia dapat mencapai suatu harga internasional (*international pricing*) atas saham-saham mereka dan memberikan akses tidak terbatas atau hambatan apapun kepada para investor di seluruh dunia untuk memilikinya. (Eitman, 2007) Dalam pasar yang terintegrasi akan tercipta keadaan pasar modal yang berhubungan erat satu sama lain dan saling mempengaruhi naik turunnya nilai saham yang memiliki kesamaan pada tiap bursa. Hal tersebut terjadi secara serentak sehingga dihasilkan risk dan return yang sama besarnya sehingga investor bebas menanamkan investasinya.

Bailey dan Stulz (1990) menyatakan integrasi pasar modal memiliki manfaat bagi investor karena terdapat pengurangan tingkat risiko bagi investor Amerika Serikat apabila melakukan diversifikasi dengan memasukkan saham negara-negara Asia dalam portofolionya. Para investor tersebut dapat menurunkan risiko hingga 30%-50% karena memasukkan saham negara Asia dalam diversifikasinya. Pemerintah Indonesia melalui Keputusan Menteri Keuangan no 1059/KMK/1989 secara resmi memperkenankan pihak asing menguasai hingga 49% dari porsi kepemilikan terhadap efek-efek di pasar modal Indonesia. Kebijakan ini menjadi pembuka integrasi pasar modal Indonesia yang selanjutnya berkembang hingga diperkenalkannya porsi kepemilikan asing hingga 100% dengan diberlakukannya UU No 8 tahun 1995 tentang pasar modal.

Dalam jangka pendek maupun jangka panjang, aliran modal asing memiliki kontribusi besar dalam menggerakkan IHSG. Hal ini didukung data OJK jika pasar modal Indonesia 60% didominasi oleh pihak asing. Aksi beli asing akan meningkatkan IHSG sementara aksi jual juga akan menurunkan IHSG. Dengan demikian, pasar modal Indonesia memiliki volatilitas yang tinggi sehingga rentan terhadap guncangan yang bersumber dari internal maupun eksternal.

Integrasi pasar modal di dunia membuat investor dapat memperkirakan return yang didapat jika berinvestasi di pasar modal negara lain. Hal ini membuat saham di pasar modal yang terintegrasi memiliki faktor-faktor risiko dan premi risiko yang sama sehingga harga surat berharga yang identik pun akan sama. (Pieper & Vogel, 1997)

Teori tersebut relevan dengan penelitian ini karena penelitian ini berupaya melihat hubungan pasar modal di negara maju terhadap pasar modal di negara berkembang. Aliran modal asing yang semakin mudah keluar dan masuk ke pasar modal Indonesia dapat mempengaruhi sentimen pasar apalagi jika terjadi krisis. Ketika krisis Subprime terjadi, investor asing banyak menarik dananya mencari negara investasi yang lebih aman sehingga hal tersebut berpengaruh pada penurunan IHSG. Maka perubahan return pasar modal di negara maju akan memberikan pengaruh terhadap return indeks negara berkembang. Hal ini didukung dengan faktor risiko dan premi risiko yang sama sehingga return yang didapat juga menyesuaikan.

Teori Contagion Effect

Kondisi perekonomian suatu negara akan berpengaruh terhadap kondisi perekonomian negara lain. Kondisi krisis negara-negara Asia tahun 1997 menurut penelitian Bank Dunia terutama disebabkan oleh adanya *contagion effect (domino effect)* dari negara lain (Tan Jose Antonio, 1998). Indonesia sebagai salah satu negara berkembang hingga saat ini masih sangat tergantung dengan kondisi perekonomian luar negeri yang berkaitan dengan investasi. Akibatnya kondisi pasar modal di Indonesia dipengaruhi oleh kondisi luar negeri, terutama kondisi pasar modal yang ada pada negara-negara maju.

Menurut Rigobon (2000), *contagion* dibagi menjadi tiga klasifikasi. Pertama, *contagion* merupakan terjadinya krisis di suatu negara kemudian krisis tersebut menimbulkan serangan spekulasi ke negara lainnya. Kedua, negara yang mengalami krisis akan mengalami kenaikan volatilitas return, sehingga *contagion* dapat diartikan sebagai transmisi volatilitas antara satu negara dengan negara lainnya. Ketiga, *contagion* dapat didefinisikan sebagai perubahan kejutan yang disebarkan atau menular antara beberapa negara. *Contagion* dapat terjadi saat “*good time*” dan “*bad time*” tetapi memang kebanyakan ditekankan pada masa krisis.

Teori *contagion effect* menyatakan krisis dapat menular ke negara lain melalui perdagangan atau kesamaan fundamental ekonomi. Adanya krisis dapat dideteksi dengan melihat pergerakan makroekonomi seperti inflasi, nilai tukar, suku bunga, neraca pembayaran, jumlah uang beredar, dan pasar modal.

Teori dipakai dalam penelitian ini karena pasar modal Indonesia masih sangat bergantung dengan kondisi perekonomian luar negeri. Jika negara-negara maju mengalami krisis, dampaknya dapat mempengaruhi pasar modal Indonesia. Apalagi sebagian besar investasi di pasar modal Indonesia masih didominasi oleh pihak asing.

Arbitrage Pricing Theory (APT)

Dalam berinvestasi salah satu faktor yang menjadi pertimbangan para investor adalah return saham. Dalam APT return dipengaruhi oleh beberapa variabel pengukur risiko yang menunjukkan kondisi perekonomian secara umum. APT dirumuskan oleh Ross (1976). Menurut Chen, Roll, dan Ross (1986) terdapat empat faktor yang mempengaruhi return sekuritas antara lain, 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.

Perkembangan harga sangat dipengaruhi permintaan dan penawaran harga saham. Sedangkan permintaan dan penawaran saham sangat dipengaruhi oleh ekspektasi investor. Kemudian keberanian investor dipengaruhi oleh kondisi pasar, kondisi ekonomi, dan nilai perusahaan itu sendiri (Sartono, 2001).

APT menyatakan bahwa dua kesempatan investasi yang memiliki karakteristik identik sama tidak dijual dengan harga berbeda. Tingkat keuntungan dipengaruhi faktor ekonomi dan faktor internal industri tersebut. Korelasi antara faktor keuntungan sekuritas terjadi karena sekuritas-sekuritas tersebut dipengaruhi oleh faktor-faktor yang sama. Faktor-faktor tersebut dapat dilihat dari kinerja fundamental perusahaan, kinerja saham di pasar, keadaan pasar, dan perekonomian. Prediksi pergerakan harga ke depan yang didasarkan pada faktor ekonomi, politik, lingkungan dan faktor-faktor lain yang relevan serta data-data statistik keuangan. Dalam APT ini dengan mengamati berita-berita baik kondisi ekonomi, politik, maupun laporan-laporan ekonomi dari berbagai sumber yang mempengaruhi tingkat permintaan dan penawaran.

Teori ini sesuai digunakan dalam penelitian ini karena terdapat dua variabel yaitu suku bunga dan inflasi yang menjadi variabel independen dalam penelitian ini. Sehingga dapat menjelaskan apakah inflasi dan suku bunga apakah dapat memberikan pengaruh ke return IHSG sesuai teori tersebut.

Variabel Penelitian

IHSG merupakan indeks utama yang terdapat di BEI (Bursa Efek Indonesia). IHSG menunjukkan pergerakan harga saham secara umum yang tercatat di bursa efek. Indeks ini yang paling banyak digunakan dan dipakai sebagai acuan perkembangan kegiatan pasar modal. IHSG dapat

digunakan untuk menilai situasi suatu pasar secara umum dan mengukur apakah harga saham mengalami kenaikan atau penurunan. IHSG diperkenalkan pertama kali tanggal 1 April 1983 sebagai indikator pergerakan harga saham di BEJ. Menurut Tandelilin (2010) dalam perhitungan IHSG menggunakan seluruh saham tercatat sebagai komponen perhitungan indeks.

Return saham merupakan keuntungan yang dinikmati investor atas investasi saham yang dilakukannya. Return saham memiliki dua komponen yaitu *capital gain* dan *current income*. *Capital gain* merupakan selisih laba (rugi) yang dialami oleh pemegang saham karena harga saham saat ini lebih rendah atau tinggi dibandingkan harga saham sebelumnya. Jika harga saham saat ini lebih tinggi daripada harga saham sebelumnya, maka pemegang saham mengalami *capital gain* sementara jika sebaliknya pemegang saham mengalami *capital loss*. *Current income* adalah keuntungan yang didapat melalui pembayaran yang bersifat periodik seperti deviden.

Salah satu cara untuk menghitung return saham yaitu dengan tanpa memasukkan unsure deviden dalam perhitungan atau investor mengabaikan deviden. Cara inilah yang akan digunakan dalam penelitian ini dengan rumus sebagai berikut:

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Keterangan:

R_t = Return saat t

P_t = Harga penutupan indeks saat t

P_{t-1} = Harga penutupan indeks saat t-1

Indeks DJIA merupakan salah satu indeks saham tertua di Amerika. Indeks ini dikeluarkan pertama kali 26 Mei 1896 oleh editor Wall Street Journal dan pendiri Dow Jones & Company Charles Dow. Indeks DJIA merupakan representasi rata-rata 30 saham berbagai industry terpenting di Amerika Serikat. Pemilihan perusahaan yang berhak tercatat dalam DJIA dilakukan oleh Wall Street Journal. Pemilihan berdasarkan kemampuan perusahaan, aktivitas ekonomi, pertumbuhan laba, dan lain-lain. Perusahaan yang dipilih merupakan perusahaan yang sedang berkembang pesat dan kegiatan ekonominya sedang mendunia.

EUROSTOXX50 merupakan indeks di Uni Eropa yang terdiri dari perusahaan perusahaan blue chip. Index ini meliputi 50 saham dari 12 negara anggota Euro yaitu Austria, Belgia, Finlandia, Prancis, Jerman, Yunani, Irlandia, Italia, Luksemburg, Belanda, Portugal, dan Spanyol. Indeks ini diperkenalkan pada 26 Februari 1998. Indeks EUROSTOXX50 merupakan salah satu indeks paling likuid di Eropa. Indeks ini digunakan dalam penelitian ini karena memiliki pergerakan yang sejalan dengan IHSG (Yih Tzeng & Tay, 2014). Agustus 2011 IHSG anjlok ke 3269.5 bertepatan dengan adanya krisis Eropa. Menurut Canegrati (2008) EUROSTOXX50 dapat mempengaruhi pasar modal Asia.

Nilai tukar merupakan alat perbandingan nilai tukar mata uang suatu negara dengan mata uang negara asing atau perbandingan nilai tukar valuta antar negara. Ekonom membagi kurs menjadi dua yaitu kurs nominal dan kurs riil. Kurs nominal adalah harga relative dari mata uang dua negara. Sedangkan kurs riil adalah harga relative dari barang-barang di antara dua negara. Nilai tukar yang digunakan di sini adalah nilai tukar rupiah terhadap dolar yang berarti rupiah yang diperlukan untuk membeli satu dolar. Apabila kurs meningkat berarti rupiah mengalami depresiasi, sedangkan jika kurs menurun maka rupiah mengalami apresiasi.

Nilai tukar merupakan salah satu variabel makroekonomi yang sangat mempengaruhi perkembangan ekonomi suatu negara. Nilai tukar dapat mempengaruhi volatilitas harga saham. Depresiasi mata uang domestic akan meningkatkan volume ekspor. Bila permintaan pasar internasional cukup elastic, akan meningkatkan cashflow perusahaan domestic yang kemudian meningkatkan harga saham yang tercermin dalam IHSG. Sebaliknya jika emiten membeli produk dalam negeri dan memiliki hutang dalam bentuk dolar maka harga sahamnya akan turun.

Inflasi adalah peningkatan dalam seluruh tingkatan harga. Kenaikan ini dapat berlangsung terus menerus dan berkepanjangan. Kenaikan harga dari satu atau dua barang saja tidak bisa disebut sebagai inflasi kecuali bila kenaikan tersebut meluas atau menyebabkan kenaikan pada barang lainnya (Mankiw 2005). Indikator yang sering digunakan dalam mengukur tingkat inflasi adalah:

1. Indeks Harga Konsumen (IHK) atau Customer Price Index (CPI) yang merupakan indikator umum digunakan untuk menggambarkan pergerakan harga dari paket barang dan jasa yang dikonsumsi masyarakat.
2. Indeks Harga Perdagangan Besar (IHPB) merupakan indikator yang menggambarkan pergerakan harga dari komoditi yang diperdagangkan di suatu daerah.
3. Produk Domestik Bruto (PDB) menggambarkan pengukuran level harga barang akhir (final goods) dan jasa yang diproduksi di dalam perekonomian suatu negara.

Tingkat inflasi yang tinggi biasanya dikaitkan dengan kondisi ekonomi yang terlalu panas. Artinya, kondisi ekonomi mengalami permintaan atas produk yang melebihi kapasitas penawaran produknya, sehingga harga-harga cenderung mengalami kenaikan. Inflasi yang terlalu tinggi juga akan menyebabkan penurunan daya beli uang (purchasing power of money). Selain itu inflasi yang tinggi dapat mengurangi tingkat pendapatan riil yang diperoleh investor dari investasinya.

BI rate adalah suku bunga dengan tenor satu bulan yang diumumkan oleh Bank Indonesia secara periodic untuk jangka waktu tertentu yang berfungsi sebagai sinyal kebijakan moneter. Menurut Laporan Perekonomian Indonesia Tahun 2009, BI rate merupakan suku bunga yang mencerminkan kebijakan moneter dalam merespon prospek pencapaian sasaran inflasi ke depan melalui pengelolaan likuiditas di pasar uang (SBI dan PUAB).

Sejak awal Juli 2005 BI menggunakan mekanisme BI rate (Suku Bunga Bank Indonesia) yaitu BI mengumumkan target suku bunga SBI yang diinginkan BI untuk pelelangan pada periode tertentu. BI rate kemudian dijadikan sebagai acuan para pelaku pasar dalam mengikuti pelelangan. Umumnya suku bunga BI berhubungan negatif dengan return bursa saham. Bila pemerintah mengumumkan suku bunga akan naik maka investor akan menjual sahamnya dan mengganti dengan instrument dengan hasil tetap seperti tabungan dan deposito.

Pengembangan Hipotesis

Penelitian ini akan menguji pengaruh return Dow Jones, return EUROSTOXX50, nilai tukar, inflasi, suku bunga terhadap return IHSG dan membandingkan pengaruhnya sebelum dan sesudah krisis. Sesuai dengan pengembangan kerangka pemikiran, maka hipotesis dalam penelitian ini sebagai berikut:

H1: Return Dow Jones memiliki pengaruh positif terhadap return IHSG

H2: Return EUROSTOXX50 memiliki pengaruh positif terhadap return IHSG

H3: Nilai tukar memiliki pengaruh negatif terhadap return IHSG

H4: Inflasi memiliki pengaruh negatif terhadap return IHSG

H5: Suku bunga memiliki pengaruh negatif terhadap return IHSG

H6: Terdapat perbedaan pengaruh antara variabel independen dan variabel dependen sebelum dan sesudah krisis

METODE PENELITIAN

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder berupa return indeks IHSG, return indeks DJIA, return indeks EUROSTOXX 50, nilai tukar, inflasi, dan suku bunga (BI rate) selama periode bulan Januari 2003-Desember 2014. Data sekunder adalah data dalam bentuk yang sudah jadi yaitu berupa data publikasi. Data tersebut sudah dikumpulkan oleh pihak lain. Sumber data diperoleh dari BEI, situs Yahoo Finance, dan situs resmi Bank Indonesia.

Data yang digunakan sebagai sampel dalam penelitian ini adalah indeks IHSG, indeks DJIA, indeks EUROSTOXX50 dibatasi pada data bulanan selama periode pengamatan antara tahun 2003-2014. Sedangkan untuk kurs dipilih kurs tengah rata-rata bulanan serta inflasi dan BI rate juga menggunakan data bulanan.

Alasan pemilihan periode tahun yang digunakan adalah untuk mendapat hasil yang lebih akurat dan supaya hasil uji sesuai dengan keadaan saat ini. Tahun 2003 diasumsikan dampak dari krisis financial Asia 1997 mulai menghilang dan kondisi perekonomian dunia sudah kembali normal. Kemudian tahun 2014 dipilih untuk memenuhi rentang waktu pasca dikurkannya bailout terhadap Yunani sebagai sumber krisis oleh Uni Eropa. Untuk menguji hipotesis terakhir, penelitian ini dibagi menjadi dua periode, yaitu sebelum terjadi krisis US Suprime Mortgage (Januari 2003 – September 2008) dan setelah

terjadi krisis US Subprime Mortgage dan krisis utang Eropa (Oktober 2008-Desember 2014). Demarkasi sebelum dan sesudah krisis dibatasi pada bulan October 2008 ketika Lehman Brothers dinyatakan bangkrut oleh pemerintah Amerika Serikat. Pada saat itu pasar saham Amerika mulai turun diikuti oleh negara-negara lainnya. Pemilihan data bulanan dilakukan untuk menghindari bias sehingga dengan data bulanan diharapkan dapat memperoleh hasil yang lebih akurat.

Model analisis yang digunakan adalah model regresi linier berganda. Teknik analisis ini digunakan untuk mengetahui keeratan hubungan antara return IHSG dan faktor-faktor yang mempengaruhinya. Model persamaan penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$RIHSG = \alpha + \beta_1 RDJIA + \beta_2 REUR + \beta_3 KURS + \beta_4 Inf + \beta_5 BRate + e$$

Keterangan:

RIHSG = Return IHSG

RDJIA = Return DJIA

REUR = Return EUROSTOXX

KURS = Nilai tukar

BRate = Suku bunga

Inf = Inflasi

α = konstanta

β_1 - β_5 = koefisien regresi masing-masing variabel

e = error term (variabel pengganggu) atau residua

Uji Chow-test

Dalam penelitian ini digunakan Chow test untuk melihat perbedaan pengaruh return DJIA, return EUROSTOXX50, kurs, inflasi, dan suku bunga terhadap return IHSG sebelum dan sesudah krisis. Sehingga dapat diketahui apakah krisis mempengaruhi stabilitas regresi. Chow test merupakan alat untuk menguji test for equality of coefficients atau uji kesamaan koefisien. Test ini ditemukan oleh Gregory Chow. Jika hasil observasi yang sedang diteliti dikelompokkan menjadi dua kelompok, maka pertanyaan yang muncul adalah apakah kedua kelompok tersebut merupakan subyek proses ekonomi yang sama.

Langkah melakukan Chow test:

1. Lakukan regresi dengan observasi total periode dan dapatkan nilai restricted residual sum of squares atau RSS_r dengan df = (n₁ + n₂ - k) dimana k adalah jumlah parameter yang diestimasi.
2. Lakukan regresi dengan observasi periode sebelum krisis dan dapatkan nilai RSS₁ dengan df = (n₁ - k)
3. Lakukan regresi dengan observasi periode setelah krisis dan dapatkan nilai RSS₂ dengan df = (n₂ - k)
4. Jumlahkan nilai RSS₁ dan RSS₂ untuk mendapatkan RSS_{ur}
5. Hitung nilai F test dengan rumus:

$$F = \frac{(RSS_r - RSS_{ur})/k}{RSS_{ur}/(n_1 + n_2 - 2k)}$$

Jika nilai F hitung > F tabel, maka hipotesis nol ditolak dan menyimpulkan bahwa model regresi sebelum dan sesudah krisis memang berbeda.

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Analisis Regresi

Hasil pengujian asumsi klasik yang telah dilakukan dapat disimpulkan bahwa model regresi dalam penelitian ini layak digunakan karena terbebas dari masalah normalitas data, tidak terjadi multikolinieritas, tidak terjadi autokorelasi, dan tidak terjadi heteroskedastisitas. Selanjutnya dapat dilakukan uji estimasi linier berganda. Pengujian koefisien regresi bertujuan untuk menguji signifikansi

hubungan antara variabel independen dengan variabel-variabel independen secara bersama-sama (dengan uji F) maupun secara individual (dengan uji t) serta dengan uji koefisien determinasi (R^2).

Koefisien determinasi digunakan untuk menguji goodness-fit dari model regresi. Nilai koefisien determinasi menunjukkan presentase variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabel independen. Nilai koefisien determinasi dapat diperoleh dari nilai adjusted R^2 yang dapat dilihat dari Tabel 4.10 berikut

Koefisien Determinasi Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.638 ^a	.406	.385	.04857	1.960

a. Predictors: (Constant), Lag_BIRATE, Lag_REUR, Lag_KURS, Lag_RDJIA, Lag_INF

b. Dependent Variable: Lag_RIHSG

Tabel di atas menunjukkan nilai koefisien determinasi (adjusted R^2) sebesar 0,385 atau 38,5%. Hal ini berarti 38,5% variasi return IHSG bisa dijelaskan oleh variasi dari kelima variabel bebas yaitu return DJIA, return EUROSTOXX50, inflasi, BI rate, dan nilai tukar sedangkan sisanya sebesar 61,5% dijelaskan oleh sebab-sebab lain di luar model regresi.

Berdasarkan hasil output SPSS terlihat bahwa pengaruh secara bersama-sama lima variabel independen tersebut (return DJIA, return EUROSTOXX50, inflasi, BI rate, dan nilai tukar) terhadap return IHSG seperti ditunjukkan table sebagai berikut:

Perhitungan Regresi Simultan ANOVA^a

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.221	5	.044	18.767	.000 ^b
	Residual	.323	137	.002		
	Total	.545	142			

a. Dependent Variable: Lag_RIHSG

b. Predictors: (Constant), Lag_BIRATE, Lag_REUR, Lag_KURS, Lag_RDJIA, Lag_INF

Dari hasil perhitungan pada table diperoleh nilai F sebesar 18.767 dan nilai signifikansi sebesar 0.000. Karena F hitung > F table (2.28) dan nilai signifikansi lebih kecil dari 5% atau 0.05 yaitu sebesar 0.000 maka H_0 ditolak dan H_A diterima sehingga terdapat pengaruh yang signifikan variabel return DJIA, return EUROSTOXX50, inflasi, BI rate, dan nilai tukar secara bersama-sama terhadap return IHSG.

Berdasarkan hasil SPSS terlihat bahwa pengaruh secara parsial lima variabel independen tersebut (return DJIA, return EUROSTOXX50, inflasi, BI rate, dan nilai tukar) terhadap return IHSG ditunjukkan pada tabel sebagai berikut:

Perhitungan Regresi Parsial Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.	
	B	Std. Error	Beta			
(Constant)	-.028	.048		-.575	.566	
1	Lag_RDJIA	.543	.141	.329	3.849	.000
	Lag_REUR	.357	.091	.329	3.905	.000
	Lag_KURS	2.662E-007	.000	.004	.056	.955
	Lag_INF	-.006	.002	-.275	-2.433	.016
	Lag_BIRATE	.011	.004	.280	2.503	.014

a. Dependent Variable: Lag_RIHSG

Berdasarkan output regresi linier di atas model analisis regresi berganda yang digunakan dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{RIHSG} = -0.028 + 0.543 \text{ RDJIA} + 0.357 \text{ REUR} + 2.662\text{E-}007 \text{ KURS} - 0.006 \text{ INF} + 0.011 \text{ BIRATE}$$

Uji Chow-test

Chow test dilakukan untuk mengetahui apakah ada perbedaan pengaruh variabel independen terhadap return IHSG.

Langkah melakukan chow test:

- Melakukan regresi dengan observasi total (sebelum dan sesudah krisis) dan mendapatkan nilai restricted residual sum of squares (RSSr) sebesar 0.323 dengan $df = (n_1 + n_2 - k)$
 N_1 = jumlah sampel sebelum krisis
 N_2 = jumlah sampel sesudah krisis
 K = jumlah parameter yang diestimasi (2)
 Hasil nilai restricted residual sum of squares (RSSr) sebesar 0.323 dapat dilihat pada tabel di bawah ini:

Uji Statistik F Seluruh Periode (144 Bulan)

ANOVA^a

Model	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
Regression	.221	5	.044	18.767	.000 ^b
1 Residual	.323	137	.002		
Total	.545	142			

a. Dependent Variable: Lag_RIHSG

b. Predictors: (Constant), Lag_BIRATE, Lag_REUR, Lag_KURS, Lag_RDJIA, Lag_INF

- Melakukan regresi dengan observasi sebelum krisis dan mendapatkan nilai RSS1 sebesar 0.173 dengan $df = (n_1 - k)$ sesuai table di bawah ini:

Uji Statistik F Sebelum Krisis (69 Bulan)

ANOVA^a

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	.087	5	.017	6.383	.000 ^b
1 Residual	.173	63	.003		
Total	.260	68			

a. Dependent Variable: RIHSG

b. Predictors: (Constant), BIRATE, REUR, KURS, RDJIA, INF

- Melakukan regresi dengan observasi sesudah krisis dan mendapatkan nilai RSS2 sebesar 0.115 dengan $df = (n_2 - k)$ sesuai table di bawah ini:

Uji Statistik F Setelah Krisis (75 Bulan)

ANOVA^a

Model	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
Regression	.086	5	.017	10.146	.000 ^b
1 Residual	.115	68	.002		
Total	.200	73			

a. Dependent Variable: Lag_RIHSG

b. Predictors: (Constant), Lag_BIRATE, Lag_REUR, Lag_INF, Lag_KURS, Lag_RDJIA

- Menjumlahkan nilai RSS1 dan RSS2 untuk mendapatkan unrestricted residual sum of square (RSSur).

$$\begin{aligned} \text{RSSur} &= \text{RSS}_1 + \text{RSS}_2 \text{ dengan } df = (n_1 + n_2 - 2k) \\ &= 0.173 + 0.115 = 0.288 \end{aligned}$$

5. Menghitung nilai F test dengan rumus :
$$F = \frac{(RSSr - RSSur)/k}{RSSur/(n_1 + n_2 - 2k)}$$
$$= \frac{(0.323 - 0.288)/5}{(0.288)/134} = 3.25$$
6. Nilai rasio F mengikuti distribusi F dengan k dan $(n_1 + n_2 - 2k)$ sebagai df untuk pembilang maupun penyebut. F tabel = **2.28**
7. Nilai F hitung $3.25 > F$ table 2.28 maka dapat disimpulkan bahwa pernyataan hipotesis 6 yang menyatakan bahwa krisis US Subprime Mortgage dan Krisis Eropa mempengaruhi stabilitas regresi atau dengan kata lain hubungan antara return IHSG dengan return DJIA, return EUROSTOXX, inflasi, bi rate, dan nilai tukar mengalami perubahan struktural selama periode 2003-2014.

Pengujian Hipotesis.

Hipotesis 1

Pengujian hipotesis 1 dilakukan untuk menguji apakah return DJIA berpengaruh positif signifikan terhadap return IHSG. Dari table 4.12 diketahui return DJIA bernilai positif 0.543 dengan probabilitas 0.000. Angka tersebut menyatakan bahwa return DJIA memiliki pengaruh positif terhadap return IHSG. Nilai probabilitasnya kurang dari 0,05 maka dapat disimpulkan pengaruhnya signifikan dengan tingkat kepercayaan 95%.

Makna strategis dari penelitian ini adalah pergerakan return DJIA memberikan pengaruh terhadap return IHSG. Hal tersebut terjadi karena Amerika Serikat sebagai negara acuan perekonomian dunia sehingga pergerakan indeks sahamnya akan mempengaruhi indeks harga saham negara-negara lainnya termasuk Indonesia. Hal ini menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia telah terintegrasi dengan pasar modal Amerika Serikat. Sesuai dengan teori contagion effect dimana perubahan kejutan yang disebarkan atau menular antara beberapa negara. Perubahan pada return DJIA di Amerika Serikat sejalan dengan perubahan return IHSG. Temuan ini juga menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia terintegrasi dengan pasar modal Amerika Serikat. Hasil penelitian ini sesuai dengan dilakukan Kae Yih Tzeng dan Christina Tay (2014), Harjum Muharam dan Zuraedah Nurafni (2008), Ibnu Khajar (2015), Witjaksono (2011), Naoui (2010). Berdasarkan paparan di atas, maka hipotesis 1 yang menyatakan bahwa return DJIA memiliki pengaruh positif terhadap return IHSG **diterima**.

Hipotesis 2:

Pengujian hipotesis 2 dilakukan untuk menguji apakah return EUROSTOXX berpengaruh positif signifikan terhadap return IHSG. Dari table 4.12 diketahui return EUROSTOXX bernilai positif 0.357 dengan probabilitas 0.000. Angka tersebut menyatakan bahwa return EUROSTOXX memiliki pengaruh positif terhadap return IHSG. Nilai probabilitasnya kurang dari 0,05 maka dapat disimpulkan pengaruhnya signifikan dengan tingkat kepercayaan 95%. Makna strategis dari penelitian ini adalah Saham-saham di EUROSTOXX merupakan saham perusahaan besar yang memiliki pengaruh di seluruh dunia. Hal ini berdampak pada pergerakan bursa saham di Indonesia yang investornya 60% merupakan pemain asing. Perubahan return EUROSTOXX50 sejalan dengan perubahan return IHSG. Sesuai dengan teori contagion effect dimana perubahan kejutan disebarkan dan menular antara beberapa negara. Hal ini juga menunjukkan pasar modal Indonesia terintegrasi dengan pasar modal Eropa. Hasil penelitian tersebut sesuai dengan penelitian yang dilakukan Gjika (2012), Canegrati (2008), Couto (2010). Berdasarkan paparan di atas, maka hipotesis 2 yang menyatakan bahwa return EUROSTOXX memiliki pengaruh positif terhadap return IHSG **diterima**.

Hipotesis 3:

Pengujian hipotesis 3 dilakukan untuk menguji apakah nilai tukar berpengaruh negatif signifikan terhadap return IHSG. Dari table 4.12 diketahui nilai tukar bernilai positif 2.662E-007 dengan probabilitas 0.955. Angka tersebut menyatakan bahwa nilai tukar tidak memiliki pengaruh terhadap return IHSG. Nilai

probabilitasnya lebih dari 0,05 maka dapat disimpulkan pengaruhnya tidak signifikan dengan tingkat kepercayaan 95%.

Makna strategis dari penelitian ini adalah ini adalah penelitian ini mencakup periode krisis. Hal ini terjadi karena pemerintah AS mengeluarkan kebijakan dan otoritas moneter sudah melakukan antisipasi kebijakan sehingga kondisi nilai tukar tetap terjaga meskipun sempat melemah, sehingga tidak mempengaruhi kepercayaan investor terhadap pasar modal. Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan Horng dan Chen (2010), Renny Wijaya (2013), Harjum Muharam dan Zuraedah Nurafni (2008). Namun hasil penelitian tersebut sesuai dengan yang dikemukakan Ozair (2006) dalam bukunya bahwa nilai tukar tidak berpengaruh signifikan terhadap return saham. Dari hasil pengujian statistik nilai tukar tidak berpengaruh signifikan terhadap return IHSG. Dari gambar 4.7 dapat dilihat bahwa ketika return IHSG turun antara tahun 2008-2009, nilai tukar masih tetap konstan. Kemudian ketika return IHSG meningkat pada tahun 2009, nilai tukar justru melemah. Pada periode akhir tahun 2014 return IHSG konstan, nilai tukar melemah. Sehingga data tersebut menunjukkan tidak ada hubungan yang konsisten antara nilai tukar dan return IHSG. Berdasarkan paparan di atas, maka hipotesis 3 yang menyatakan bahwa nilai tukar memiliki pengaruh positif terhadap return IHSG **ditolak**.

Hipotesis 4:

Pengujian hipotesis 4 dilakukan untuk menguji apakah inflasi berpengaruh negatif signifikan terhadap return IHSG. Dari table 4.12 diketahui inflasi bernilai negatif 0.006 dengan probabilitas 0.016. Angka tersebut menyatakan bahwa inflasi memiliki pengaruh negatif terhadap return IHSG. Nilai probabilitasnya kurang dari 0,05 maka dapat disimpulkan pengaruhnya signifikan dengan tingkat kepercayaan 95%.

Makna strategis dari penelitian ini adalah semakin tinggi inflasi maka return akan semakin kecil. Hasil tersebut sesuai dengan yang dikemukakan Tandelilin (2001) di mana peningkatan inflasi secara relative merupakan sinyal negatif bagi pemodal di pasar modal. Peningkatan inflasi di Indonesia menyebabkan kenaikan harga barang di masyarakat sehingga menyebabkan penurunan daya beli. Penurunan daya beli tersebut mengakibatkan turunnya keinginan masyarakat untuk berinvestasi sehingga mengakibatkan penurunan return indeks harga saham. Bagi perusahaan peningkatan inflasi akan menurunkan profitabilitas perusahaan sehingga menjadi informasi yang buruk bagi trade di bursa saham. Sesuai APT return IHSG dipengaruhi oleh perubahan inflasi. Hasil pengujian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Abdul Haque dan Sarwar (2012), Utami dan Rahayu (2003), Izzati Amperaningrum (2011). Berdasarkan paparan di atas, maka hipotesis 4 yang menyatakan bahwa inflasi memiliki pengaruh negatif terhadap return IHSG **diterima**.

Hipotesis 5:

Pengujian hipotesis 5 dilakukan untuk menguji apakah BI rate berpengaruh negatif signifikan terhadap return IHSG. Dari table 4.12 diketahui BI Rate bernilai positif 0.011 dengan probabilitas 0.014. Angka tersebut menyatakan bahwa BI rate memiliki pengaruh positif terhadap return IHSG. Nilai probabilitasnya kurang dari 0,05 maka dapat disimpulkan pengaruhnya signifikan dengan tingkat kepercayaan 95%.

Makna strategis dari penelitian ini adalah kenaikan suku bunga mempengaruhi peningkatan return IHSG. Hasil pengujian penelitian ini bertentangan dengan kebanyakan teori yang ada. Menurut Tandelilin (2010) perubahan suku bunga akan mempengaruhi harga saham secara terbalik, ceteris paribus. Jika suku bunga meningkat, maka harga saham akan turun, dan sebaliknya. Penelitian ini melewati periode krisis yang tidak ceteris paribus sehingga menyebabkan perilaku investasi tidak sesuai teori yang ada. Investor ragu pada investasi saham akibat imbas krisis Subprime Mortgage dan krisis Eropa, meskipun suku bunga telah turun. Hal tersebut dapat dilihat pada gambar 4.9 pada bulan September 2008 dan Oktober 2008, menunjukkan apabila suku bunga naik, return IHSG ikut mengalami peningkatan. Kemudian pada bulan Maret 2008 terjadi penurunan suku bunga BI rate dan return IHSG juga ikut menurun. Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian Haque dan Sarwar (2012) dan Utami dan Rahayu (2003). Berdasarkan

paparan di atas, maka hipotesis 5 yang menyatakan bahwa BI rate memiliki pengaruh negatif terhadap return IHSG **ditolak**

Hipotesis 6: Pengujian perbedaan pengaruh antara dua kelompok data (sebelum dan sesudah krisis) digunakan alat analisis Chow test. Chow test adalah alat untuk menguji test of coefficient atau uji kesamaan koefisien. Jika hasil observasi yang sedang diteliti dapat dikelompokkan menjadi dua atau lebih kelompok, maka pertanyaan yang timbul adalah apakah kedua atau lebih kelompok tersebut merupakan subyek proses ekonomi yang sama.

Nilai F hitung $3.25 > F \text{ table } 2.28$ maka makna strategis dari penelitian ini adalah krisis US Subprime Mortgage dan Krisis Eropa mempengaruhi stabilitas regresi atau dengan kata lain hubungan antara return IHSG dengan return DJIA, return EUROSTOXX, inflasi, BI rate, dan nilai tukar mengalami perubahan struktural selama periode 2003-2014. Hal ini terjadi akibat pengaruh krisis Amerika dan Eropa, indeks harga saham Indonesia ikut mengalami penurunan setelah Lehman Brothers dinyatakan bangkrut oleh pemerintah Amerika, yakni pada Oktober 2008. Adanya krisis memberikan perubahan structural antara pengaruh variabel independen terhadap return IHSG.

Perbedaan ini menunjukkan bahwa terjadi contagion pada pasar modal Indonesia akibat adanya krisis. Menurut Rigobon (2000), contagion dibagi menjadi tiga klasifikasi. Pertama, contagion merupakan terjadinya krisis di suatu negara kemudian krisis tersebut menimbulkan serangan spekulasi ke negara lainnya. Kedua, negara yang mengalami krisis akan mengalami kenaikan volatilitas return, sehingga contagion dapat diartikan sebagai transmisi volatilitas antara satu negara dengan negara lainnya. Ketiga, contagion dapat didefinisikan sebagai perubahan kejutan yang disebarkan atau menular antara beberapa negara. Dalam penelitian Yih Tzeng (2012), Hutchison (2009), Min Wang (2011), Hsien Yi Lee (2011), dan Azzam (2012) contagion effect terjadi dimana negara yang mengalami krisis mengalami volatilitas return sehingga terdapat perbedaan pengaruh sebelum dan sesudah krisis.

Berdasarkan paparan di atas, maka hipotesis 6 yang menyatakan bahwa terdapat perbedaan pengaruh return DJIA, return EUROSTOXX, inflasi, bi rate, dan nilai tukar terhadap return IHSG **diterima**.

SIMPULAN DAN IMPLIKASI

Simpulan

Penelitian ini bertujuan untuk melihat pengaruh return DJIA, return EUROSTOXX50, nilai tukar, inflasi, dan BI rate terhadap return IHSG serta menguji apakah terdapat perbedaan pengaruh sebelum dan sesudah krisis. Penelitian ini menggunakan data bulanan dari Januari 2003 hingga Desember 2014 atau sebanyak 144 data penelitian.

Berdasarkan hasil analisis data yang telah dilakukan pada bab IV, maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

1. Variabel return DJIA memiliki pengaruh positif signifikan terhadap return IHSG. Artinya jika return DJIA meningkat maka return IHSG juga ikut meningkat. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis 1 diterima.
2. Variabel return EUROSTOXX50 memiliki pengaruh positif signifikan terhadap return IHSG. Artinya jika return EUROSTOXX50 meningkat maka return IHSG juga cenderung meningkat. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis 2 diterima.
3. Variabel nilai tukar tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap return IHSG. Artinya seberapa besar nilai tukar rupiah terhadap dolar tidak akan mempengaruhi return IHSG. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis 3 ditolak.
4. Variabel inflasi memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap return IHSG. Artinya semakin tinggi inflasi maka return IHSG akan semakin rendah. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis 4 diterima.
5. Variabel suku bunga memiliki pengaruh positif signifikan terhadap return IHSG. Semakin tinggi suku bunga maka return IHSG semakin tinggi. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis 5 ditolak.

6. Pengujian perbedaan pengaruh variabel independen terhadap return DJIA sebelum dan sesudah krisis dengan chow test menghasilkan $F_{hitung} > F_{tabel}$ sehingga terdapat perubahan struktural. Artinya krisis yang terjadi mempengaruhi kestabilan model regresi. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis 6 diterima.

Implikasi Teoritis

1. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa return DJIA memiliki pengaruh positif signifikan terhadap return IHSG sehingga secara teoritis penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Kae Yih Tzeng dan Christina Tay (2014), Khajar Ibnu (2015), Witjaksono (2011), Naoui (2010), Harjum Muharam dan Zuraedah Nurafni (2008).
2. Return EUROSTOXX50 memiliki pengaruh positif signifikan terhadap return IHSG sehingga secara teoritis penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Gjika (2012), Canegrati (2008), Couto (2010).
3. Nilai tukar tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap return IHSG sehingga bertentangan dengan penelitian yang dilakukan Horng dan Chen (2010), Renny Wijaya (2013), Harjum Muharam dan Zuraedah Nurafni (2008). Hal ini terjadi karena pada saat krisis, otoritas moneter sudah melakukan antisipasi kebijakan sehingga kondisi nilai tukar tetap terjaga meskipun sempat melemah, sehingga tidak mempengaruhi kepercayaan investor terhadap pasar modal.
4. Inflasi memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap return IHSG sehingga secara teoritis penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Abdul Haque dan Sarwar (2012), Utami dan Rahayu (2003), Izzati Amperaningrum (2011).
5. Suku bunga (BI rate) memiliki pengaruh positif signifikan terhadap return IHSG bertentangan dengan penelitian yang dilakukan Abdul Haque dan Sarwar (2012) dan Utami dan Rahayu (2003). Penelitian ini melewati periode krisis yang tidak ceteris paribus sehingga menyebabkan perilaku investasi tidak sesuai teori yang ada.
6. Pengujian perbedaan pengaruh variabel independen terhadap return IHSG sebelum dan sesudah krisis dengan chow test menunjukkan terdapat perubahan struktural sehingga sejalan dengan penelitian yang dilakukan Yih Tzeng (2012), Min Wang (2011), Hsien Yi Lee (2011), Azzam (2012), dan Hutchison (2009). Hal ini menunjukkan bahwa krisis mempengaruhi kestabilan regresi pada periode sebelum dan sesudah krisis. Adanya krisis memberikan dampak perubahan struktural.

Implikasi Manajerial

1. Investor dapat mempertimbangkan perubahan pasar modal asing sebagai pertimbangan investasi. Jika kondisi pasar modal asing terutama di Amerika dan Eropa melemah maka tingkat keuntungan investasi di pasar modal dapat berkurang dan investor dapat mengalihkan investasi mereka.
2. Dalam kondisi pasar modal yang tidak stabil (krisis), investor perlu mewaspadai terjadinya anomaly perilaku pasar dalam merespon dinamika perekonomian yang terjadi. Seringkali indikator makroekonomi tidak sejalan dengan teori yang berlaku karena adanya ekspektasi pasar, antisipasi dari otoritas, serta sentimen psikologis dari pelaku pasar.

DAFTAR PUSTAKA

Amperaningrum, Izzati dan Robby Suryawan Agung, 2011, "Pengaruh Tingkat Suku Bunga SBI, Nilai Tukar Mata Uang dan Tingkat Inflasi terhadap Perubahan Harga Saham Sub Sektor Perbankan di Bursa Efek Indonesia", **Proceeding PESAT, Vol 4 ISSN: 1858-2559**, pp 1-5

Ang, Robert, 1997, **Buku Pintar Pasar Moda Indonesia**, Jakarta: Mediasoft Indonesia

Azzam, Al-Rjoub, S, 2012, "Financial Crises, Stock Returns and Volatility in An Emerging Stock Market: The Case of Jordan", **Journal of Economic Studies**, Vol 39 ISS 2, pp 178-211

Bailey W & RM Stulz, 1990, "Benefits of International Diversifications: The Case of Pacific Basin Stock Markets", **The Journal of Portfolio Management** 16 (4), pp 57-61

Canegrati, Emanuele, 2008, "In Search of Market Index Leaders: Evidence from World Financial Markets"

Chang, Hsiao-fen, 2012, "An International Comparison of Volatility in Stock Market Returns Prior and Post Global Financial Crisis", **International Conference on Economic, Business and Marketing Management IPEDR**, Vol 29, pp 1-6

Classens, S, M.A. Kose and M.E. Terrones, 2010, "The Global Financial Crisis: How Similar? How Different? How Costly?" **Journal of Asian Economics**, pp. 247-264

Couto, Gualter and Ricardo Faria, 2010, "PSI-20 Fluctuation: Correlation of the Portuguese Stock Market with Major Global Capital Markets", **CEEApIA Working Paper no 06/10**, pp 1-21

Dooley, M dan Michael Hutchison, 2009, "Transmission of the US Subprime Crisis to Emerging Markets: Evidence on the Decoupling –Recouplin Hypothesis", University of California, pp 1-28

Eitman, DK, Arthur I Stonehill, Michael H Moffet, 2007, **Multinational Business Finance**, 11th, Pearson Education, Inc

Floros C, 2004, "Stock Return and Inflation in Greece", **University of Portsmouth**, pp1-14

Frank J Fabozzi, 1999, **Manajemen Investasi**, Jakarta: Salemba Empat

Gjika Dritan, 2012, "CEE Stock Market Comovements: An Asymmtric DCC Analysis". **Master Thesis Faculty of Social Sciences Institute of Economic Studies**, pp 1-60

Ghozali, Imam, 2013, **Analisis Mulivariate dengan Program SPSS**, Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang

Gujarati, Damodar, 2009, **Basic Econometrics Fifth edition**, Mc Graw-Hill Irwin Publishing, New York

Haque Abdul and Suleman Sarwar, 2012, "Macro Determinants of Shock Return in Pakistan", **Middle-East Journal of Scientific Research**, Nol 12 no 4, pp 504-510

Hong, W., & Chen, C, 2010, "DCC and Analysis of the Exchange Rate and the Stock Market Returns' Volatility: An Evidence Study of Thailand Country". **IBusiness Scientific Research**, 2(3), pp. 218-222.

Husnan, Suad, 1996, **Dasar-DasarTeori Portofolio**. UPP AMP YKPN, Yogyakarta

Kamel Naoui, 2010, "Crises and Financial Contagion: The Subprime Crisis," **Journal of Business Studies Quarterly**, Vol 2 No 1, pp 15-28

Khajar, Ibnu, 2015, "The Global Stock Exchange and Its Influence Toward The Indonesia Stock Exchange After The Global Financial Crisis in 2008", **International Journal of Organizational Innovation**, pp 133-154

Lestari, Murti, 2005, "Pengaruh Variabel Makro Terhadap Return Saham di Bursa Efek Jakarta: Pendekatan Beberapa Model", **SNA VIII**, pp 1-10

Liu and Bruce Morley, 2009, "Volatility Forecasting in the Hang Seng Index Using GARCH Approach". **Springer Science Business Media LLC 16**, pp 51-63

Min Wang, Kuan. 2011. "Did Vietnam Stock Market Avoid the "Contagion Risk" from China and The U.S.? The Contagion Effect Test with Dynamic Correlation Coefficients", **Springer Science Business Media BV**, pp 2143-2161

Mudji Utami dan Mudjilah Rahayu, 2003, "Peranan Profitabilitas, Suku Bunga, Inflasi, dan Nilai Tukar dalam Mempengaruhi Pasar Modal Indonesia Selama Krisis Ekonomi", **Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan**, Vol 5 No 2

Mulyadi, Martin Surya dan Yunita Anwar, 2012, "Return and Volatility Spillover Across USA and Europe (Study of American and EU Crisis Period)", **African Journal of Business Management**, Vol 6(19), pp 5916-5926

Mouna, Aloui and M Jarboui Anis, 2013, "The Impact of Interest Rate and Exchange Rate Volatility on Bank's Returns and Volatility: Evidence from Tunisian", **The Journal of Commerce**, Vol 5 no. 3, pp 1-19

Muharam, Harjum dan Zuraedah Nurafni MS, 2008, "Analisis Pengaruh Nilai Tukar Rupiah dan Indeks Saham Dow Jones Industrial Average terhadap Indeks Harga Saham Gabungan di BEJ", **Jurnal Maksi**, Vol. 8 No.1, pp 24-42

Naoui, Kamel et al, 2010, "Crises and Financial Contagion: The Subprime Crisis" **Journal of Business Studies Quarterly**, Vol 2 No 1, pp 15-28

Ozair, Amber. 2006, **Causality Between Stock Prices and Exchange Rates: A Case of United States**, Florida Atlantic University, Florida

Pieper, P & Vogel, R, 1997, "The Stock Market Integration in Latin America" **CAER II Discussion Paper**

Prayitno BB, 2013, "Pengaruh Indeks Bursa Saham Global, Harga Komoditas, dan Nilai Tukar Mata Uang Asing terhadap Indeks Harga Saham Gabungan", **Jurnal Manajemen**, pp 1-20

Ross, Stephen A, 1976, "The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing" **Journal of Economic Theory** 13, pp 341-360

Samsul, M. 2008, **Pasar Modal dan Manajemen Portofolio**, Erlangga, Jakarta

Sartono, 2001, **Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi**, BPEF Yogyakarta, Yogyakarta

Tan, Jose Antonio, 1998, "Contagion Effects During the Asian Financial Crisis: Some Evidence from Stock Price Data", **Center for Pacific Basin Monetary and Economic Studies**, pp 1-43

Utama, I Wayan Agus Budi, 2015, "Pengaruh Indeks Bursa Dunia Pada Indeks Harga Saham Gabungan Bursa Efek Indonesia", **Jurnal Manajemen, Strategi Bisnis, dan Kewirausahaan**, Vol 9 No 1, pp 1-9

Valadkhani, Surachai Chancharat and Charles Harvie, 2006, "The Interplay Between the Thai and Several Other International Stock Markets" **Economic Working Paper Series**. Wp 06-18, pp1-20

Wijaya, Renny, 2013, "Pengaruh Fundamental Ekonomi Makro Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan Pada Bursa Efek Indonesia Periode 2002-2011", **Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya**, Vol 2 No.1, pp 1-15

Witjaksono, Ardian Agung dan H.M. Chabachib, 2011, "Analisis Pengaruh Fundamental Makro dan Indeks Harga Global terhadap IHSG", **Karisma Journal**, Vol 5 (2), pp 63-72

Yi Lee, Hsien. 2012, "Contagion in International Stock Markets during the Sub Prime Mortgage Crisis", **International Journal of Economics and Financial Issues**, Vol 2 No.1, pp 41-53

Yih Tzeng, K and Christina Tay. 2014, "Transmission of the U.S. Subprime Crisis and the European Sovereign Debt Crisis to Emerging Markets", **Journal of Applied Finance and Banking**, Vol 4 no 3, pp 217-235