

NILAI TUKAR DAN HARGA SAHAM DI INDONESIA

Abstract

The main study of research is to analyze the effect of changes in exchange rates of rupiah against share price in Indonesia. This research employed ARDL model and utilized monthly data for the variables of share price, nominal exchange rate, money supply and GDP. Data is generated from Bank Indonesia and Federal Reserve Economic Data webpage (FRED) from 2008 to 2017. The study results found a negative relationship between the exchange rate and stock price. It found convincing evidence that there is no two-way relationship between both parameters. But there is a positive relationship on other variables such as money supply and GDP during this period. On the basis of the research results obtained its current status, Bank Indonesia is recommended as monetary authority and OJK as capital market regulator must be more prudent in coordinating and cooperating to put together policies and strategies to maintain stable monetary policies to prevent unexpected external shocks which would eventually hit the capital market.

Gedung EKP, Prodi Ekonomi Pembangunan

FEB Unsyiah

Kopelma Darussalam, Banda Aceh, Indonesia - 23111

Telp/Fax: (0651) 7551265

Email: ekapi.ekp@feb.unsyiah.ac.id

Muhammad Ilhamsyah Siregar¹

Fakultas Ekonomi dan Bisnis

Universitas Syiah Kuala

E-mail: ilham@unsyiah.ac.id

Taufiq Carnegie Dawood²

Fakultas Ekonomi dan Bisnis

Universitas Syiah Kuala

E-mail:

Fakhruddin³

Fakultas Ekonomi dan Bisnis

Universitas Syiah Kuala

E-mail:

Cut Zakia Rizki⁴

Fakultas Ekonomi dan Bisnis

Universitas Syiah Kuala

E-mail:

Fitriyani⁵

Fakultas Ekonomi dan Bisnis

Universitas Syiah Kuala

E-mail:

M. Ridha Siregar⁶

Fakultas Ekonomi dan Bisnis

Universitas Syiah Kuala

E-mail:

Wahyu Hidayat⁷

Fakultas Ekonomi dan Bisnis

Universitas Syiah Kuala

E-mail:

Keywords:

Exchange Rates, Stock Prices,

Money Supply, GDP, ARDL

INFORMASI ARTIKEL

Dikirim: 5 Maret 2020

Diterima setelah revisi: 29 Maret 2020

Diterima: 30 Maret 2020

Dipublikasi: November 2019

¹ Muhammad Ilhamsyah Siregar adalah corresponding author

1. Pendahuluan

Nilai tukar dan harga saham merupakan dua indikator ekonomi makro yang sangat penting di dalam sebuah perekonomian. Interaksi di antara kedua variabel ini, menurut Smyth dan Nandha (2003) dianggap relevan saat ini karena hubungan antarvariabel ini sering digunakan untuk memprediksi kecenderungan atau tren nilai tukar dan harga saham di masa yang akan datang. Stabilitas nilai tukar dan harga saham sering pula menjadi faktor penentu dari berkembangnya sebuah perekonomian menjadi perekonomian yang lebih terbuka (*emerging market*). Hal tersebut disebabkan oleh perbaikan nilai tukar dan harga saham menjadi penentu berbagai perusahaan untuk beroperasi di perekonomian tersebut, yang mendorong penguatan sektor riil dan membaiknya investasi, dan memperluas *share* sektor perdagangan (Abdalla dan Murinde, 1997).

Namun, interaksi kedua variabel ini masih diperdebatkan oleh para ekonom. Secara teori, perubahan nilai tukar dalam arti penguatan dan pelemahan nilai tukar matauang domestik memengaruhi perubahan harga saham. Akan tetapi, berbagai temuan empiris belum mengarah kepada satu konsensus hubungan kedua variabel tersebut, terutama bagaimana hubungan kedua variabel dalam jangka panjang. Granger, dkk (2000) menemukan adanya hubungan antara kedua variabel ini di Asia Timur, namun tidak konsisten untuk semua negara, karena ternyata tidak ada hubungan antara kedua variabel di Jepang.

Abdalla dan Murinde (1997) menemukan adanya hubungan antara kedua variabel di Korea Selatan, Pakistan dan India, namun tidak untuk Filipina. Ajayi, dkk (1998) menemukan adanya hubungan dua arah antara kedua variabel di Taiwan.

Hubungan antara kedua variabel ini menjadi semakin menarik untuk dikaji secara lebih mendalam dalam kontekstual perekonomian global saat ini, di mana berbagai negara di dunia mengalami depresiasi matauang domestik dan ketidakpastian finansial secara global meningkat akibat perang dagang internasional yang diinisiasi Pemerintah AS. Menurut Ibrahim (2000), kondisi ekonomi yang tidak menentu akan meningkatkan risiko pelemahan perekonomian akibat guncangan nilai tukar. Depresiasi matauang domestik yang terlalu dalam akan menurunkan nilai perusahaan, meningkatkan biaya input dari komponen produksi yang diimpor dan penurunan nilai aset perusahaan. Karena itu, harga perusahaan yang direfleksikan dari nilai sahamnya juga akan ikut menurun, sehingga secara agregat, indeks harga saham juga akan menurun.

Kajian ini menjadi lebih penting untuk dikaji di Indonesia, karena Indonesia merupakan salah satu negara dengan prospek perekonomian yang sangat baik. Indonesia dikategorikan sebagai pasar baru investasi global yang tumbuh pesat (*emerging stock market* atau ESM), sehingga informasi mengenai interaksi antara nilai tukar dan harga saham di Indonesia akan memengaruhi pertumbuhan pasar saham di Indonesia. Indonesia juga menganut rezim nilai tukar bebas (*floating exchange rate*), sehingga nilai tukar akan senantiasa berubah sesuai nilai pasar dari matauang asing dan domestik, dan dengan demikian, volatilitas matauang akan menentukan harga saham, dan harga saham akan menjadi penentu nilai tukar. Selain dari penjelasan tersebut, kajian ini juga menjadi penting untuk dilakukan karena sebagai ESM dengan jumlah pelaku sektor korporat yang meningkat, ESM menjadi lebih rentan terhadap perubahan nilai tukar.

2. Tinjauan Teoritis

Hubungan antara nilai tukar dan harga saham dipelajari secara komprehensif oleh ekonom keuangan dan para praktisi. Hubungan teoretis antara harga saham dan nilai tukar telah berbentuk dua relasi. Pertama, Dornbusch dan Fischer (1980), menyarankan model nilai tukar "berorientasi aliran", yang menyatakan bahwa perubahan nilai tukar mempengaruhi daya saing internasional dan neraca perdagangan, dan dengan demikian mempengaruhi pendapatan dan output riil. Harga saham, umumnya ditafsirkan sebagai nilai sekarang dari arus kas masa depan perusahaan, bereaksi terhadap perubahan nilai tukar dan membentuk hubungan di antara pendapatan masa depan, inovasi tingkat suku bunga, keputusan investasi dan konsumsi saat ini. Gavin (1989) berpendapat bahwa inovasi di pasar saham, di sisi lain, mempengaruhi permintaan agregat melalui kekayaan dan efek likuiditas, dengan demikian mempengaruhi permintaan uang dan nilai tukar.

Kedua, Branson (1983) dan Frankel (1983) menyajikan model nilai tukar "berorientasi saham", yang melihat nilai tukar menyamakan penawaran dan permintaan untuk aset seperti saham. Pendekatan ini menentukan nilai tukar dinamika dengan memberikan akun modal peran penting. Karena nilai aset keuangan adalah ditentukan oleh nilai sekarang dari arus kas masa depan mereka, ekspektasi nilai mata uang relatif memainkan peran yang cukup besar dalam pergerakan harga mereka. Oleh karena itu, inovasi harga saham dapat memengaruhi, atau menjadi dipengaruhi oleh, dinamika nilai tukar.

Secara empiris, Jorion (1990), dan Bartov dan Bodnar (1994) gagal menemukan hubungan kontemporer yang signifikan antara pergerakan dolar AS dan pengembalian saham untuk perusahaan-perusahaan AS. Griffin dan Stulz (2001) menemukan bahwa guncangan nilai tukar mingguan memiliki dampak yang dapat diabaikan pada kinerja industri untuk enam negara industri. Namun, Aggarwal (1981) menemukan bahwa harga saham AS dan dolar perdagangan-tertimbang berkorelasi positif. Sebaliknya, Soenen dan Hennigar (1988) menemukan yang kuat korelasi negatif antara indeks saham A.S dan nilai dolar tertimbang lima belas mata uang.

Donnelly dan Sheehy (1996) mendokumentasikan hubungan kontemporer yang signifikan antara pertukaran nilai dan nilai pasar dari eksportir besar Inggris. Namun, beberapa penelitian telah berfokus pada interaksi atau arah kausalitas antara nilai tukar dan harga saham. Bahmani-Oskooee dan Sohrabian (1992) menunjukkan bahwa ada dua arah kausalitas antara harga saham yang diukur oleh Indeks S&P 500 dan nilai tukar efektif dolar.

Ajayi et al. (1998) memberikan bukti untuk menunjukkan kausalitas searah dari saham ke pasar mata uang untuk negara maju dan tidak ada hubungan kausal yang konsisten di pasar negara berkembang. Chiang dan Yang (2003) menunjukkan bahwa pengembalian saham dan nilai mata uang terkait positif untuk sembilan pasar Asia. Wu (2000) menunjukkan bahwa nilai tukar Singaporedollar Granger menyebabkan harga saham. Ramasamy dan Yeung (2002) meneliti tautannya antara valuta asing dan pasar saham dan implikasinya untuk kontrol modal dalam enam Negara-negara Asia selama periode 1995-2001 dan menemukan bahwa ada hasil yang tidak konsisten untuk kausalitas bivariat antara harga saham dan nilai tukar. Pan et al. (2007) memeriksa hubungan dinamis antara nilai tukar dan harga saham untuk tujuh negara Asia Timur, tidak termasuk Cina. Yau dan Nieh (2009) menyelidiki efek nilai tukar dolar Taiwan Baru terhadap Yen Jepang (NTD / JPY) pada harga

saham di Jepang dan Taiwan dan temukan keseimbangan jangka panjang dan kausal asimetris hubungan.

Peneliti lain mempelajari keterkaitan antara dua variabel untuk kelompok lanjutan negara dan/atau pasar negara berkembang. Smith (1992) menunjukkan bahwa nilai ekuitas memiliki signifikan berpengaruh pada nilai tukar untuk Jerman, Jepang, dan Amerika Serikat. Di sisi lain, Ajayi dan Mougoue (1996) menemukan hubungan dua arah untuk delapan negara maju: peningkatan harga saham memiliki efek positif jangka panjang pada nilai mata uang domestik sementara mata uang depresiasi memiliki efek jangka panjang yang negatif di pasar saham.

Nilai tukar atau kurs didefinisikan sebagai harga matauang domestik terhadap matauang asing (Yang dan Zeng, 2014). Dengan demikian, secara paralel, nilai tukar riil didefinisikan sebagai harga matauang dalam pengertian riil, yang lazim didefinisikan sebagai harga relatif antara dua negara, bukan kemampuan matauang untuk membeli dalam pengertian riil.

Kekayaan pemegang saham ditentukan oleh harga saham dimana harga saham merupakan harga jual dari investor satu dengan investor lainnya, harga saham dapat berubah-ubah dengan cepat yang dapat dipengaruhi oleh beberapa faktor, seperti harapan dan perilaku investor, kondisi keuangan, permintaan dan penawaran saham, dan tingkat efisiensi pasar modal (Sartoso dalam Ginting, 2013). Darmaji dan Fakhruddin (2001) mendefinisikan harga saham merupakan harga jual beli yang sedang berlaku di pasar efek yang ditentukan oleh kekuatan pasar dalam arti tergantung pada kekuatan permintaan dan penawaran.

Bernanke dan Gertler (1989) merupakan ekonom yang pertama sekali memperkenalkan konsep *balance sheet effect*, yang menyimpulkan bahwa perubahan substansial pada variabel-variabel makroekonomi menjelaskan volatilitas aset. Krugman (1999) berpendapat bahwa devaluasi memicu kejutan negatif untuk nilai bersih perusahaan yang telah meminjam banyak dalam mata uang asing.

Smyth dan Nandha (2003) menggunakan data bulanan dari periode Januari 1995 hingga November 2001. Hasil empiris yang diamati tidak ada hubungan jangka panjang secara langsung antara nilai tukar dan harga saham di Bangladesh, India, Pakistan dan Sri Lanka.

Di Afrika Selatan dan Nigeria, Fawowe (2015) menggunakan metode konvensional bagi data bulanan dari periode Januari 2003 hingga Desember 2013. Hasil menunjukkan bahwa ada kointegrasi antara nilai tukar dan harga saham di Nigeria, namun tidak ada hubungan kointegrasi di Afrika Selatan antara nilai tukar dan harga saham.

Mekhat dan Mahar (2013) menjelaskan bahwa selain nilai tukar nominal, ada berbagai variabel makroekonomi yang memengaruhi harga saham, yaitu jumlah uang beredar dan PDB. Penelitian tersebut mengkonfirmasi hasil penelitian lainnya, seperti Apergis dan Miller (2009), Kim, 2002; Nidhiprabha, 2010; Omran and Pointon.

3. Metodologi Penelitian

Ruang lingkup penelitian adalah menganalisis pengaruh dan hubungan timbal balik antara nilai tukar rupiah dan harga saham di Indonesia dari tahun 2008-2017. Kajian dibatasi pada pengkajian hubungan tersebut dalam jangka pendek dan panjang.

Data adalah *time series* bulanan dari tahun 2008-2017. Data yang dipakai adalah tukar nominal (nominal *exchange rate*) dan harga saham (*share price*). Data nilai tukar dan jumlah

uang beredar diperoleh dari Bank Indonesia (BI), harga saham dan GDP diperoleh dari OECD yang dilansir oleh laman *Federal Reserve Economic Data (FRED)*.

Alat analisis dalam penelitian ini menggunakan metode time series yaitu dengan menggunakan model ARDL (*Autoregressive Distributed Lag*) yang digunakan untuk melihat pengaruh dan hubungan berbagai variabel yang digunakan.

Model umum ARDL, seperti yang disarankan oleh Pesaran, dkk. (2001) adalah:

$$\Delta SP_t = SP_t + \sum_{i=1}^p \Delta SP_{t-i} + \sum_{j=1}^q \Delta ER_{t-j} + \sum_{k=1}^m \Delta MS_{t-k} + \sum_{l=1}^n \Delta GDP_{t-l} + \epsilon_t \dots \dots \dots (1)$$

Model di atas ditransformasikan menjadi model ARDL yang lebih operasional untuk penelitian ini sebagai berikut:

$$\Delta SP_t = SP_t + \sum_{i=1}^p \Delta SP_{t-i} + \sum_{j=1}^q \Delta ER_{t-j} + \sum_{k=1}^m \Delta MS_{t-k} + \sum_{l=1}^n \Delta GDP_{t-l} + \epsilon_t \dots \dots \dots (2)$$

Untuk melihat hubungan dua arah antara harga saham, nilai tukar nominal, jumlah uang beredar dan PDB di Indonesia, maka digunakan model ARDL kedua sebagai berikut:

$$\Delta SP_t = SP_t + \sum_{i=1}^p \Delta SP_{t-i} + \sum_{j=1}^q \Delta ER_{t-j} + \sum_{k=1}^m \Delta MS_{t-k} + \sum_{l=1}^n \Delta GDP_{t-l} + \epsilon_t \dots \dots \dots (3)$$

$$\Delta ER_t = ER_t + \sum_{i=1}^p \Delta ER_{t-i} + \sum_{j=1}^q \Delta SP_{t-j} + \sum_{k=1}^m \Delta MS_{t-k} + \sum_{l=1}^n \Delta GDP_{t-l} + \epsilon_t \dots \dots \dots (4)$$

$$\Delta MS_t = MS_t + \sum_{i=1}^p \Delta MS_{t-i} + \sum_{j=1}^q \Delta SP_{t-j} + \sum_{k=1}^m \Delta ER_{t-k} + \sum_{l=1}^n \Delta GDP_{t-l} + \epsilon_t \dots \dots \dots (5)$$

Di mana:

- SP = Harga Saham
- ER = Nilai Tukar
- MS = Jumlah Uang Beredar
- GDP = Produk Domestik Bruto

$\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \alpha_4, \alpha_5, \alpha_6, \alpha_7, \alpha_8, \alpha_9, \alpha_{10}, \alpha_{11}, \alpha_{12}, \alpha_{13}, \alpha_{14}, \alpha_{15}$ = Koefisien Persamaan Jangka Pendek

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7, \beta_8, \beta_9, \beta_{10}, \beta_{11}, \beta_{12}, \beta_{13}, \beta_{14}, \beta_{15}$ = Koefisien Persamaan Jangka Panjang

$\alpha_0, \alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ = konstanta

$\epsilon_t, \epsilon_{2t}, \epsilon_{3t}$ dan ϵ_{4t} = Error Term

Pengujian Stasioneritas

a. Uji Dickey-Fuller (DF test)

Tes Dickey-Fuller (DF) dikembangkan dan dipopulerkan oleh Dickey dan Fuller (1979). Hipotesis nol uji Dickey-Fuller (DF) dikembangkan dan dipopulerkan oleh Dickey dan Fuller (1979). Hipotesis nol dari tes DF adalah bahwa ada unit root dalam model AR, yang menyiratkan bahwa seri data tidak stasioner. Hipotesis alternatif umumnya stasioner atau stasioneritas tren tetapi dapat berbeda tergantung pada versi tes sedang digunakan.

Model umum pengujian DF adalah sebagai berikut:

$$\Delta SP_{t-1} = SP_{t-1} - 1 \Delta SP_{t-1} + \epsilon_t = \Delta SP_{t-1} + \epsilon_t \dots \dots \dots (6)$$

b. Uji Augmented Dickey-Fuller (ADF)

Proses AR orde pertama juga menangkap autokorelasi orde pertama. Jika ada kemungkinan autokorelasi tingkat tinggi dalam model, maka DF gagal, dan asumsi tidak adanya *white noise* akan dilanggar. Karena itu, Dicky dan Fuller menambah persamaan dengan lag yang lebih tinggi untuk menangkap autokorelasi tingkat tinggi, yang dikenal sebagai Augmented Dickey Fuller (ADF) dengan model umum sebagai berikut:

$$\Delta Y_{t-1} = \alpha + \beta_1 Y_{t-1} + \beta_2 \Delta Y_{t-1} + \beta_3 \Delta Y_{t-2} + \dots + \beta_p \Delta Y_{t-p} + \epsilon_t \dots (7)$$

c. Uji Phillips-Perron

Metodologi nonparametrik untuk menangani masalah autokorelasi, ketika menguji untuk unit root, disajikan oleh Phillips dan Perron (1988). Karena itu dikenal tes Phillips-Perron. Tes Phillips-Perron dibuat koreksi nonparametrik untuk statistik uji-t dan memberikan hasil yang lebih kuat sehubungan dengan yang tidak ditentukan autokorelasi dan heteroskedastisitas dalam proses gangguan pada persamaan uji. Sebagian besar waktu, tes ini digunakan ketika ada serangkaian penurunan derajat kebebasan karena sejumlah kecil pengamatan dengan autokorelasi tingkat tinggi.

4. Hasil dan Pembahasan

UJI STASIONERITAS

Pemeriksaan stasioneritas dilakukan dengan menggunakan dua pengujian, yaitu *Augmented Dickey Fuller* (ADF) dan Phillip-Perron (PP). Penggunaan kedua pengujian tersebut dilakukan untuk mendapatkan kesimpulan stasioneritas yang kukuh. Hasil pengujian stasioneritas disajikan dalam Tabel 1.

Tabel 1.
Hasil Pengujian Stasioneritas Variabel Penelitian

Variabel	Hasil Pengujian		Kesimpulan
	ADF	PP	
Harga Saham (SP)			
t-statistik pada I(1)	-10,02077***	-9,816639***	Stasioner pada I(1)
(prob)	(0,00000)	(0,00000)	
Nilai Tukar Nominal (NER)			
t-statistik pada I(0)	-3,540665***	-3,523131***	Stasioner pada I(0)
(prob)	(0,0077)	(0,0081)	
Jumlah Uang Beredar (M3)			
t-statistik pada I(1)	-16,24827***	-16,24171***	Stasioner pada I(1)
(prob)	(0,00000)	(0,00000)	
Produksi Industrial (IP)			
t-statistik pada I(1)	-5,489725***	-32,4448***	Stasioner pada I(1)
(prob)	(0,00000)	(0,00000)	

Catatan: ***) signifikan pada tingkat keyakinan 99 persen

Sumber: Hasil Penelitian, (2018).

Berdasarkan hasil pengujian, diperoleh kesimpulan yang kuat bahwa variabel harga saham, jumlah uang beredar dan produksi industrial stasioner pada $I(1)$ dan hanya variabel nilai tukar nominal yang stasioner pada $I(0)$. Dengan demikian, telah terpenuhi syarat untuk menggunakan model ARDL sebagai model penelitian, di mana tidak ada satupun variabel penelitian yang stasioner pada $I(2)$, meskipun derajat stasioneritas dari empat variabel yang digunakan berbeda-beda.

Uji *Structural Break*

Tabel 2.
Hasil Pengujian *Structural Break*

Variabel bebas: harga saham

	Sekuensial	Repartisi
1	2004M01	2003M09
2	2008M08	2008M07
3	2015M05	2012M04
4	2012M04	2015M05

Variabel bebas: nilai tukar nominal

	Sekuensial	Repartisi
1	2002M04	2001M12
2	2013M03	2013M03

Variabel bebas: jumlah uang beredar

	Sekuensial	Repartisi
1	2008M09	2000M08
2	2000M08	2005M08
3	2011M10	2008M09
4	2005M08	2011M10

Variabel bebas: indeks produksi industrial

	Sekuensial	Repartisi
1	2012M09	2000M08
2	2000M08	2005M11
3	2005M11	2015M05

Sumber: Hasil Penelitian, (2018).

Berdasarkan hasil pengujian di atas, diperoleh kesimpulan bahwa selama periode penelitian terdapat berbagai titik perubahan substansial dalam perekonomian di wilayah studi. Misalnya, untuk variabel harga saham, perubahan substansial yang diprediksi oleh model yaitu pada bulan Januari 2004, Agustus 2008, April 2012 dan Mei 2015. Ekonomi dunia mengalami perlambatan yang signifikan pada tahun 2004, mengalami krisis keuangan parah pada tahun 2008, harga

minyak dunia melambung tinggi pada tahun 2012, dan perlambatan ekonomi dunia pada tahun 2015.

UJI ARDL

Berdasarkan hasil estimasi dengan model ARDL, koefisien-koefisien jangka panjang ditunjukkan dalam Tabel 4. Temuan-temuan kunci dari estimasi model ARDL yang dipakai adalah sebagai berikut:

Pertama, estimasi model ARDL dilakukan terhadap variabel harga saham di Indonesia. Dalam jangka panjang, seluruh regressor, yaitu nilai tukar nominal, jumlah uang beredar dan PDB memiliki hubungan yang secara statistik signifikan dengan harga saham. Jika nilai tukar nominal terdepresiasi, maka harga saham akan turun. Koefisien yang diestimasi sebesar -34,55124, menunjukkan jika mata uang terdepresiasi sebesar satu satuan, harga saham akan turun sebesar 34,55124 satuan.

Hal ini konsisten dengan teori *Balance Sheet Effect*, di mana saat terjadi depresiasi mata uang, perusahaan domestik akan mengalami perubahan neraca, di mana liabilitas (kewajiban perusahaan) meningkat akibat depresiasi mata uang. Karena peningkatan liabilitas tersebut, *expected return* dari perusahaan akan turun, dan proses ini akan menurunkan harga saham perusahaan secara individual, dan pada akhirnya akan menurunkan harga saham secara keseluruhan. Secara statistik, variabel ini signifikan pada tingkat keyakinan 10 persen.

Variabel jumlah uang beredar memiliki hubungan positif dan signifikan pada tingkat keyakinan lima persen. Koefisien diestimasi sebesar 34,75597 yang berarti jika jumlah uang beredar bertambah satu satuan, maka harga saham akan naik sebesar 34,75597, *ceteris paribus*. Hal ini dapat dijelaskan dengan penjelasan bahwa semakin banyak jumlah uang beredar, masyarakat akan memiliki jumlah uang yang lebih banyak untuk keperluan spekulasi, termasuk membeli saham. Akibatnya, harga saham akan meningkat, akibat meningkatnya permintaan saham.

Hal yang sama dapat diobservasi pada variabel PDB. Variabel PDB memiliki koefisien positif dan secara statistik signifikan pada tingkat keyakinan lima persen. Nilai koefisien yang diestimasi adalah 0,988392 yang berarti jika PDB bertambah satu satuan, maka harga saham akan naik sebesar 0,988392, *ceteris paribus*. Hal ini dapat dijelaskan bahwa semakin meningkatnya output Indonesia, maka masyarakat memiliki tingkat pendapatan yang lebih tinggi. Dengan demikian, masyarakat akan memiliki kemampuan untuk berinvestasi dan salah satu pilihan investasi adalah membeli saham. Peningkatan permintaan saham tersebut meningkatkan harga saham.

Dalam jangka panjang, harga saham, nilai tukar nominal, jumlah uang beredar dan PDB terkointegrasi. Hal tersebut ditandai dengan nilai koefisien ECT yang negatif. Nilai koefisien diestimasi sebesar -0,052185, yang berarti bahwa kecepatan kembali ke titik keseimbangan adalah sebesar 5,2185 persen perbulannya. Secara statistik, kointegrasi jangka panjang signifikan pada tingkat keyakinan satu persen.

Tabel 3.
Hasil Estimasi Koefisien ARDL Jangka Panjang

Variabel Dependent	Regressor Jangka Panjang				ECT	Stabilitas pada parameter
	Harga Saham (SP)	Nilai Tukar Nominal (NER)	Jumlah Uang Beredar (JUB)	PDB		
Harga Saham (SP)		-34.55124 ^{*)} (17.64293) [-1.958362]	34.75597 ^{**)} (13.39674) [2.594360]	0.988392 ^{**)} (0.446966) [2.211334]	-0.052185 ^{***)} (0.013601) [-3.836844]	SP, NER, JUB dan PDB stabil pada parameter
Nilai Tukar Nominal (NER)	-0.011735 ^{***)} (0.001773) [-6.617515]		0.575557 ^{***)} (0.092580) [6.216885]	0.008004 ^{**)} (0.003520) [2.273992]	-0.156664 ^{***)} (0.018472) [-8.481291]	SP, NER, JUB dan PDB tidak stabil pada parameter
Jumlah uang beredar	0.021266 ^{*)} (0.010773) [1.974137]	1.804673 ^{*)} (1.017676) [1.773327]		-0.040747 (0.035359) [-1.152365]	-0.007881 ^{***)} (0.002423) [-3.253084]	SP, NER, JUB dan PDB tidak stabil pada parameter
PDB	0.215802 (0.133303) [1.618882]	15.23979 (9.784223) [1.557588]	9.741277 (8.866038) [1.098718]		-0.212467 ^{***)} (0.051264) [-4.144540]	SP, NER, JUB dan PDB tidak stabil pada parameter

Catatan: *) signifikan pada tingkat keyakinan 10 persen; **) signifikan pada tingkat keyakinan lima persen; ***) signifikan pada tingkat keyakinan satu persen.

Angka-angka dalam tanda kurung adalah nilai standar error; Angka-angka dalam kurung siku adalah nilai t-hitung;

Nilai tukar nominal dan jumlah uang beredar adalah dalam logaritma;

Sumber: Hasil Penelitian, (2018).

Kedua, estimasi model ARDL dilakukan terhadap variabel nilai tukar nominal di Indonesia. Dalam jangka panjang, seluruh regressor, yaitu harga saham, jumlah uang beredar dan PDB memiliki hubungan yang secara statistik signifikan dengan nilai tukar nominal. Jika harga saham naik, maka nilai tukar nominal akan terapresiasi. Koefisien yang diestimasi sebesar -0.011735, menunjukkan jika harga saham naik sebesar satu satuan, nilai tukar nominal akan terapresiasi sebesar -0,011735 satuan.

Variabel jumlah uang beredar memiliki hubungan positif dan signifikan dengan nilai tukar nominal pada tingkat keyakinan satu persen. Koefisien diestimasi sebesar 0.575557 yang berarti jika jumlah uang beredar bertambah satu satuan, maka nilai tukar nominal akan naik sebesar 0.575557 ceteris paribus. Hal ini dapat dijelaskan dengan penjelasan bahwa semakin banyak jumlah uang beredar, maka semakin banyak rupiah di pasar uang. Akibatnya, jika jumlah uang beredar semakin banyak maka nilai tukar nominal rupiah semakin terapresiasi.

Hal yang sama dapat diobservasi pada variabel PDB. Variabel PDB memiliki koefisien positif dan secara statistik signifikan dengan nilai tukar nominal pada tingkat keyakinan lima

persen. Nilai koefisien yang diestimasi adalah 0.008004 yang berarti jika PDB bertambah satu satuan, maka nilai tukar nominal akan naik sebesar 0.008004, *ceteris paribus*. Hal ini dapat dijelaskan bahwa semakin meningkatnya output Indonesia, maka semakin banyak ekspor, permintaan ekspor yang meningkat diikuti dengan meningkatnya permintaan mata uang domestik yang mengakibatkan nilai tukar nominal menguat atau terdepresiasi.

Dalam jangka panjang, harga saham, nilai tukar nominal, jumlah uang beredar dan PDB terkointegrasi. Hal tersebut ditandai dengan nilai koefisien ECT yang negatif. Nilai koefisien diestimasi sebesar -0.156664, yang berarti bahwa kecepatan kembali ke titik keseimbangan adalah sebesar 15,6664 persen perbulannya. Secara statistik, kointegrasi jangka panjang signifikan pada tingkat keyakinan satu persen.

Ketiga, estimasi model ARDL dilakukan terhadap variabel jumlah uang beredar di Indonesia. Dalam jangka panjang, kecuali PDB, seluruh regressor lainnya, yaitu harga saham dan nilai tukar nominal memiliki hubungan yang secara statistik signifikan dengan jumlah uang beredar. Jika harga saham naik, maka jumlah uang beredar akan terekspansi. Koefisien yang diestimasi sebesar 0.021266, menunjukkan jika harga saham naik sebesar satu satuan, jumlah uang beredar akan terekspansi sebesar 0.021266 satuan.

Variabel nilai tukar nominal memiliki hubungan positif dan signifikan dengan jumlah uang beredar pada tingkat keyakinan sepuluh persen. Koefisien diestimasi sebesar 1.804673 yang berarti jika nilai tukar nominal bertambah satu satuan, maka jumlah uang beredar akan naik sebesar 1.804673 *ceteris paribus*. Hal ini dapat dijelaskan dengan penjelasan bahwa semakin rupiah terapresiasi atau menguat maka semakin banyak rupiah yang beredar di pasar uang. Akibatnya, jika nilai tukar rupiah terapresiasi atau menguat maka semakin banyak jumlah uang rupiah yang beredar di pasar uang.

Hal yang sama dapat diobservasi pada variabel PDB. Variabel PDB memiliki koefisien negatif namun secara statistik tidak signifikan dengan jumlah uang beredar. Nilai koefisien yang diestimasi adalah -0.040747 yang berarti jika PDB bertambah satu satuan, maka jumlah uang beredar akan turun sebesar -0.040747, *ceteris paribus*.

Dalam jangka panjang, harga saham, nilai tukar nominal, jumlah uang beredar dan PDB terkointegrasi. Hal tersebut ditandai dengan nilai koefisien ECT yang negatif. Nilai koefisien diestimasi sebesar -0.007881, yang berarti bahwa kecepatan kembali ke titik keseimbangan adalah sebesar 0,7881 persen perbulannya. Secara statistik, kointegrasi jangka panjang signifikan pada tingkat keyakinan satu persen.

Keempat, estimasi model ARDL dilakukan terhadap variabel jumlah PDB di Indonesia. Dalam jangka panjang, seluruh regressor, yaitu harga saham, nilai tukar nominal dan Jumlah uang beredar, tidak ada satupun yang memiliki hubungan yang secara statistik signifikan dengan PDB.

Dalam jangka panjang, harga saham, nilai tukar nominal, jumlah uang beredar dan PDB terkointegrasi. Hal tersebut ditandai dengan nilai koefisien ECT yang negatif. Nilai koefisien diestimasi sebesar -0.212467, yang berarti bahwa kecepatan kembali ke titik keseimbangan adalah sebesar 21.2467 persen perbulannya. Secara statistik, kointegrasi jangka panjang signifikan pada tingkat keyakinan satu persen.

5. Kesimpulan dan Saran

Kesimpulan

Berdasarkan analisis telah dilakukan mengenai hubungan nilai tukar terhadap harga saham di Indonesia dalam penelitian ini, dapat disimpulkan bahwa:

1. Uji Estimasi Model ARDL yang dilakukan dalam penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat hubungan dua arah antar variabel nilai tukar dan harga saham, variabel MS dan SP, namun hanya terdapat hubungan satu arah yang diperoleh dari hasil penelitian antara variabel PDB dan SP.
2. Variabel nilai tukar terhadap variabel harga saham berpengaruh negatif namun signifikan. Hal ini konsisten dengan teori *Balance Sheet Effect*, di mana saat terjadi depresiasi mata uang, perusahaan domestik akan mengalami perubahan neraca, di mana liabilitas (kewajiban perusahaan) meningkat akibat depresiasi mata uang. Karena peningkatan liabilitas tersebut, *expected return* dari perusahaan akan turun, dan proses ini akan menurunkan harga saham perusahaan secara individual, dan pada akhirnya akan menurunkan harga saham secara keseluruhan.
3. Variabel jumlah uang beredar terhadap variabel harga saham berpengaruh positif dan signifikan. Hal ini dapat dijelaskan dengan penjelasan bahwa semakin banyak jumlah uang beredar, masyarakat akan memiliki jumlah uang yang lebih banyak untuk keperluan spekulasi, termasuk membeli saham. Akibatnya, harga saham akan meningkat, akibat meningkatnya permintaan saham.
4. Variabel PDB terhadap harga saham berpengaruh positif dan signifikan. Hal ini dapat dijelaskan bahwa semakin meningkatnya output Indonesia, maka masyarakat memiliki tingkat pendapatan yang lebih tinggi. Dengan demikian, masyarakat akan memiliki kemampuan untuk berinvestasi dan salah satu pilihan investasi adalah membeli saham. Peningkatan permintaan saham tersebut meningkatkan harga saham.

Saran

Penelitian yang dilakukan oleh penulis masih jauh dari kata sempurna, berdasarkan kesimpulan yang dijelaskan di atas, maka saran yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Diharapkan Bank Indonesia sebagai otoritas moneter dan OJK sebagai badan pengatur pasar modal mampu berkoordinasi dan bekerjasama dalam menentukan strategi dan mengevaluasi penetapan kebijakan saat terjadi guncangan ekonomi dari faktor luar negeri agar perekonomian Indonesia tidak semakin terpuruk.
2. Untuk penelitian selanjutnya di harapkan agar menambahkan variabel lainnya yang mempengaruhi harga saham.

Daftar Pustaka

- Abdalla, I.S., & Murinde, V. (1997). Exchange rate and stock price interaction in emerging financial markets: evidence on India, Korea, Pakistan and the Philippines. *Applied financial economics*, 7(1), 25-35.
- Aggarwal, R., 1981. Exchange rates and stock prices: a study of the US capital markets under floating exchange rates. *Akron Business Econ. Rev.* 12, 7-12.
- Ajayi, Richard A. Et Al. "On The Relationship Between Stock Returns And Exchange Rates: Tests Of Granger Causality". *Global Finance Jurnal* 9 (1998): 241-51.
- Arifin, Immamul, dan Gina Hadi W. 2009. *Membuka Cakrawala Ekonomi*. Grafindo. Bandung.

- Babajide, Fowowe (2014). "The Relationship Between Stock Prices And Exchange Rates In South Africa And Nigeria: Structural Breaks Analysis" *International Review Of Applied Economics*. University Of Ibadan, Ibadan, Nigeria.
- Bahmani-Oskooee, M., & Sohrabian, A. (1992). Stock prices and the effective exchange rate of the dollar. *Applied economics*, 24(4), 459-464.
- Bartov, E., Bodnar, G.M., 1994. Firm valuation, earnings expectations, and the exchange-rate exposure effect. *J. Finance* 49, 1755-1785.
- Bekhet, H.A. dan Matar, A. (2013). Co-integration and Causality analysis Between Stock Market Prices And Determinates in Jordan, *Economic Modelling*.
- Bonomo, M., Martins, B., & Pinto, R. (2003). Debt composition and exchange rate balance sheet effect in Brazil: a firm level analysis. *Emerging Markets Review*, 4(4), 368-396.
- Branson, W.H., 1983. Macroeconomic determinants of real exchange risk. In: Herring, R.J. (Ed.), *Managing Foreign Exchange Risk*. Cambridge University, Cambridge.
- Brigham, E.F dan Weston, J.F. (2001). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Céspedes, L. F., Chang, R., & Velasco, A. (2004). Balance sheets and exchange rate policy. *American Economic Review*, 94(4), 1183-1193.
- Chiang, T.C., Yang, S.-Y., 2003. Foreign exchange risk premiums and time-varying equity market risks. *Int. J. Risk Assess. Manage.* 4 (4), 310-331.
- Dahlan, Siamat, (2017), "Manajemen Lembaga Keuangan" (Jakarta: LP FEUI, 2001), h.
- Darmadji T. dan Hendy M. Fakhruddin. 2001. *Pasar Modal Di Indonesia*. Jakarta: Salemba Empat.
- Dornbusch, R., Fischer, S., 1980. Exchange rates and the current account. *Am. Econ. Rev.* 70 (5), 960-971.
- Donnelly, R., Sheehy, E., 1996. The share price reaction of U.K. exporters to exchange rate movements: an empirical study. *J. Int. Business Stud.* 27, 157-165.
- Frankel, J.A., 1983. Monetary and portfolio-balance models of exchange rate determination. In: Bhandari, J.S., Putnam, B.H. (Eds.), *Economic Interdependence and Flexible Exchange Rates*. MIT, Cambridge.
- Ginting, Suriani, dan Sartoso, R. A. (2013). "Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Harga Saham Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia". *Jurnal Wira Ekonomi*

Mikroskil. Yogyakarta.

Gavin, M., 1989. The stock market and exchange rate dynamics. *J. Int. Money Finance* 8 (2), 181-200.

Granger, C.W.J., Bwo-Nung, H., Yang, C.W., 2000, "A Bivariate Causality Between Stock Prices and Exchange Rates: Evidence from Recent Asia Flu" *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 40, 337-54.

Griffin, J.M., Stulz, R., 2001. International competition and exchange rate shocks: a cross-country industry analysis of stock returns. *Rev. Financial Stud.* 14, 215-241.

Issam S.A. Abdalla & Victor Murinde (2013). "Exchange Rate And Stock Price Interactions In Emerging Financial Markets: Evidence On India, Korea, Pakistan And The Philippines", *Financial Economics*. East Carolina University.

Jorion, P., 1990. The exchange rate exposure of U.S. multinationals. *J. Business* 63, 331-345.

Kewal, S. S. (2012). Pengaruh inflasi, suku bunga, kurs, dan pertumbuhan PDB terhadap indeks harga saham gabungan. *Jurnal Economia*, 8(1), 53-64.

Krugman (1999). "Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises", *International Finance and Financial Crises*, MIT, Department of Economics, Cambridge, MA 02139

Mansor H. Ibrahim (2000). "cointegration and granger causality tests of stock price and exchange rate interactions in Malaysia", *ASEAN Economic Bulletin*. PP. 36-47.

Muhammad Yafiz (2008). "Saham dan Pasar Modal Syariah: Konsep, Sejarah dan perkembangannya". *MIQOT*. Fakultas Syariah IAIN, Sumatera Utara.

Pan, M., Fok, R.C., Liu, Y.A., 2007. Dynamic linkages between exchange rates and stock prices: evidence from east Asian markets. *Int. Rev. Econ. Finance* 16, 503-520.

Qiao, Y. (1996). Stock prices and exchange rates: experiences in leading East Asian financial centres-Tokyo, Hong Kong and Singapore.

Ramasamy, B., Yeung, M., 2002. The relationship between exchange rates and stock price: implications for capital controls. *Asia Pacific J. Econ. Business* 6 (2), 46-60.

R. Smyth & M. Nandha (2014). "Bivariate Causality Between Exchange rates and Stock Prices In South Asia", *Department of Economics, Monash University*, 3800, Victoria, Australia.

Sangeeta, Pratapa, Lobotoa, Ignacio, dan Somuanob Alejandro (2003). "Debt composition and balance sheet effects of exchange rate volatility in Mexico: a firm level analysis". *Mexico Sociedad Hipotecaria Federal, Mexico S. Pratap et al. / Emerging Markets. a Department of Economics and Centro de Investigaci3n Econ3mica, ITAM, Av. Camino Sta.*

Teresa 930, Mexico, D.F 10700.

Soenen, L., Hennigar, E., 1988. An analysis of exchange rates and stock prices: the US experience between 1980 and 1986. *Akron Business Econ. Rev.* 19, 7ñ16.

Tsai, I.C. (2012). "The relationship Between Stock Price Index and Exchange rate in Asia Markets: A Quantile regression approach" *Journal of international financial markets, institutions & Money*. National University of Koohsiung, Taiwan, ROC.

Widayanti, R, Fredella Colline. "Pengaruh Rasio Keuangan Terhadap Harga Saham Perusahaan LQ 45 Periode 2011-2015", *Program Studi Manajemen, Fakultas Ekonomi*, Universitas Kristen Krida Wacana.

William Theo, Ratna Juwita (2008-2012). "Pengaruh Suku Bunga, Inflasi, Dan Pendapatan Nasional Terhadap Nilai Tukar Rupiah Tahun", *Jurnal Manajemen*. STIE MDP.

Wu, Y., 2000. Stock prices and exchange rates in a VEC model: the case of Singapore in the 1990s. *J. Econ. Finance* 24, 260ñ274

Yau, H.Y., Nieh, C.C., 2009. Testing for cointegration with threshold effect between stock prices and exchange rates in Japan and Taiwan. *Jpn. World Econ.* 21, 292ñ300.

Yulfita, U., (2009-201). "Penilaian Harga Saham Sektor Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia", *Fakultas Ekonomi Dan Bisnis, Jurusan Manajemen Universitas Sam Ratulangi*

Zainal, A, Stevanus, A. (2012). "Balance Sheet Effect Sebagai Penentu Determinan Struktur Modal Enam Bursa Efek Pada Negara-Negara Asean. *Media Riset Akuntansi, Auditing & Informasi*.

Zheng, Yang, dan Yong, Zeng (2014). "Dynamic Linkages Between Asian Stock Prices And exchange rates: New Evidence From Causality in Quantil