

PENGARUH *MACROECONOMIC FACTOR* TERHADAP RETURN SAHAM BANK DI BURSA EFEK INDONESIA

Intan Puspita Sari
Wijayanti

Universitas Muhammadiyah Purworejo

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh *macroeconomics factor* dalam *return generating model* pada saham Bank di Bursa Efek Indonesia. *Macroeconomic factor* yang dapat digunakan untuk memprediksi return antara lain harga saham (P), Suku bunga (Y), Inflasi (I), *unemployment* variabel (U), *Default risk* (D) dan Nilai tukar (X).

Untuk menguji pengaruh *macroeconomics factor*, digunakan model *Single-Index Market*, *Macro Models* dan *Multifactor Macro Model*. Dari ketiga model yang digunakan untuk memprediksi perubahan return saham perbankan, model multifactor yang paling relevan dapat digunakan, karena model ini menggunakan variable makro (Harga (P), inflasi (I), nilai tukar (X), dan suku bunga (r) mampu menjelaskan perubahan return saham perbankan

Kata Kunci: *Macroeconomic factors, stock returns, return generating model*

PENDAHULUAN

Pasar modal tidak lepas dari pengaruh lingkungan. Pengaruh perubahan lingkungan ekonomi makro seperti perubahan tingkat

suku bunga, turut berpengaruh pada fluktuasi harga dan volume perdagangan di pasar modal. Pasar modal yang efisien adalah pasar modal yang harga-harga sahamnya

secara cepat menggambarkan sepenuhnya seluruh informasi baru dan relevan yang tersedia. Pasar modal dikatakan efisien bila perubahan harga saham tidak dapat diprediksi atau random. Dengan kata lain, harga saham mengikuti model *random walk*, sehingga tidak mengherankan bila model *random walk* di sini hampir dipersepsikan identik dengan hipotesis pasar efisien.

Banyak penelitian mencoba menunjukkan reliabilitas hubungan antara variabel makroekonomi dan *stock return*. Mereka mengidentifikasi beberapa kunci variabel makroekonomi yang mempengaruhi return saham pasar berdasarkan *Arbitrage Pricing Theory* (APT). APT pada dasarnya menyatakan bahwa dua kesempatan yang investasi yang mempunyai karakteristik yang identik sama tidaklah bisa dijual dengan harga yang berbeda. sejak APT diperkenalkan, banyak

peneliti berusaha menghubungkannya menjadi lebih familiar dengan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).

CAPM dan APT merupakan dua model yang berusaha menjelaskan *return* atau tingkat keuntungan. CAPM lebih tua dan saat ini diaplikasikan lebih banyak. CAPM juga banyak mempengaruhi model akademis. Model APT masih relatif baru, pengujian dan pengembangannya masih dalam tahap awal. Oleh karena itu APT belum dapat menggantikan posisi CAPM (Hanafi, 2005).

Pasar modal Indonesia, dalam hal ini, Bursa Efek Indonesia dikategorikan sebagai pasar modal yang masih tersegmentasi. Pasar modal yang tersegmentasi ditafsirkan bahwa pembentukan harga saham-saham dipasar modal tersebut dipengaruhi oleh kondisi ekonomi dan bisnis negara setempat, belum banyak

dipengaruhi oleh kondisi bursa-bursa diluar negeri. Meskipun demikian, dengan makin banyaknya proporsi saham yang dimiliki oleh pemodal asing, proporsi perubahan IHSG makin banyak yang dijelaskan oleh perubahan indeks di beberapa bursa di Asia Pasifik (Husnan, 1994).

Berdasarkan artikel Chang (1991) *macroeconomic factor* yang dapat digunakan untuk memprediksi return antara lain harga saham (P), Suku bunga (Y), Inflasi (I), *unemployment* variabel (U), *Default risk* (D) dan Nilai tukar (X).

Permasalahan yang dapat dirumuskan adalah apakah *macroeconomics factor* dapat menambah kemampuan penjelasan, dalam *return generating model* pada saham Bank di Bursa Efek Indonesia?

Tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah menguji pengaruh *macroeconomics factor* dalam *return generating model* pada saham Bank di Bursa Efek Indonesia.

LANDASAN TEORI

Efisien Market Hypothesis (EMH)

Hipotesis Pasar yang Efisien (*the Efficient Market Hypothesis* - EMH) mengatakan bahwa saham (*stocks*) akan selalu berada pada posisi ekuilibrium, dan tidak akan ada seorang investor pun yang secara konsisten mampu mengungguli pasar. Ini disebabkan karena pasar terdiri dari begitu banyak investor dan para analis profesional yang memperebutkan sejumlah saham. Hal ini akan menyebabkan persaingan yang sangat ketat, dan segala bentuk informasi yang sampai di pasar mengenai saham perusahaan tertentu, akan

mengakibatkan terjadinya perubahan yang cepat pada harga saham tersebut. Inilah yang disebut dengan pasar yang efisien.

Menurut Husnan (2005), yang dinamakan dengan pasar modal yang efisien adalah pasar yang harga sekuritas-sekuritasnya telah mencerminkan semua informasi yang relevan. Semakin cepat informasi baru tercermin pada harga sekuritas, maka akan semakin efisien pasar modal tersebut. Dengan demikian akan sangat sulit (atau hampir tidak mungkin) bagi para pemodal untuk memperoleh tingkat keuntungan di atas normal secara konsisten dengan melakukan transaksi perdagangan di bursa efek. Efisiensi dalam artian ini sering juga disebut sebagai efisiensi informasional. Jadi dapat disimpulkan bahwa perubahan harga yang terjadi pada saham di pasar yang efisien mencerminkan semua informasi yang relevan.

Menurut Fama (1970),

jenis informasi diklasifikasikan menjadi tiga, yaitu:

- a. Perubahan harga di waktu yang lalu (*past price changes*), dimana harga saham mencerminkan semua informasi yang ada pada catatan harga di waktu yang lalu. Dalam keadaan seperti ini, pemodal tidak bisa memperoleh tingkat keuntungan di atas normal dengan menggunakan *trading rules* yang berdasarkan atas informasi harga di waktu yang lalu. Keadaan ini disebut sebagai bentuk efisiensi yang lemah (*weak form efficiency*).
- b. Informasi yang tersedia kepada publik (*public information*). Dalam hal ini, harga-harga saham tidak hanya mencerminkan harga-harga di waktu yang lalu, tetapi semua informasi yang dipublikasikan. Jadi para pemodal tidak bisa memperoleh tingkat keuntungan di atas normal

dengan memanfaatkan *public information*. Keadaan ini disebut sebagai bentuk efisiensi setengah kuat (*semi strong*).

- c. Informasi yang tersedia baik kepada publik maupun tidak (*public and private information*). Jenis ini dinamakan bentuk efisiensi yang kuat (*strong forms*), dimana harga tidak hanya mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan, tetapi juga informasi yang bisa diperoleh dari analisa fundamental tentang perusahaan dan perekonomian.

Hipotesis 1: Return pasar berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap Return Saham Bank di Bursa Efek Indonesia.

Faktor Makro Ekonomi

Secara teori, banyak terdapat indikator yang dapat mengukur variabel makro, termasuk

didalamnya indikator politik ekonomi. Namun demikian dari sekian banyak indikator yang cukup lazim digunakan untuk memprediksi fluktuasi saham adalah variabel yang secara langsung dikendalikan melalui kebijakan moneter dengan mekanisme transmisi melalui pasar keuangan (Bank Indonesia, 2004). Variabel-variabel tersebut meliputi tingkat bunga, laju inflasi, dan kurs valuta asing.

Para ekonom seringkali menghubungkan kebijakan moneter melalui peningkatan (penurunan) tingkat bunga dengan peningkatan (penurunan) aktivitas ekonomi. Dalam literatur Financial Economic banyak dibahas mengenai pengaruh perubahan pada tingkat diskonto (biaya modal) pada return saham. Salah satu penyebab perubahan tingkat diskonto (biaya modal) adalah perubahan tingkat bunga.

Beberapa penelitian terdahulu mendokumentasikan adanya

pengaruh perubahan tingkat bunga jangka pendek pada return saham [Asprem (1989), Cecchetti et al. (2000), Conover (1999a, b) dalam Durham (2000)]. Perubahan kebijakan moneter akan mempengaruhi pasar modal melalui perubahan yang terjadi pada pengeluaran konsumsi dan investasi. Penurunan pada tingkat bunga akan mendorong pengeluaran konsumsi dan investasi yang selanjutnya akan meningkatkan harga saham [Modigliani (1971) dalam Durham (2000)].

Factor-faktor yang bisa diambil dari teori ekonomi atau pengamatan empiris dapat dilihat pada Chen, Roll dan Ross (1986) dalam Hanafi (2004), bahwa ada empat factor yang mempengaruhi risiko saham, yaitu: Inflasi, yield curve, premi risiko dan produksi industry.

a. Inflasi mempengaruhi aliran kas masa datang dan juga *discount rate*,

b. *Term structure* atau *yield curve* adalah perbedaan antara *yield obligasi* jangka panjang dan *yield obligasi* jangka pendek. *yield curve* tersebut mempengaruhi *discount rate* (risiko),

c. Premi risiko (perbedaan antara tingkat bunga obligasi risiko tinggi (Aaa) tingkat bunga obligasi risiko rendah (Baa). Premi risiko mempengaruhi *discount rate*), produksi Industri yang mempengaruhi aliran kas masa datang.

d. Nilai tukar (*kurs*)

Dalam keuangan adalah *sebuah perjanjian* yang dikenal sebagai *nilai tukar mata uang* terhadap pembayaran saat kini atau di kemudian hari, antara dua mata uang masing-masing negara atau wilayah. Nilai tukar dimasukkan dalam variable makroekonomi karena ketidakstabilan nilai tukar

Rupiah terhadap Dollar dari waktu ke waktu menyebabkan ketidakstabilan harga saham. Kondisi ini cenderung menimbulkan keragu-raguan bagi investor, sehingga kinerja bursa efek menjadi menurun. Hal ini dapat dilihat dari harga sekuritas atau harga saham yang sedang terjadi, baik indeks harga saham sektoral maupun Indeks Harga Saham Gabungan.

e. Bunga

Persentase dari pokok utang yang dibayarkan sebagai imbal jasa (bunga) dalam suatu periode tertentu disebut "suku bunga". Secara umum, jika suku bunga meningkat, harga obligasi berbunga tetap akan turun, demikian juga sebaliknya. Risiko suku bunga umumnya diukur dengan jangka waktu obligasi, teknik paling tua yang sekarang

digunakan untuk mengelola risiko suku bunga.

Hipotesis 2: Macroeconomic factor mempunyai kemampuan menjelaskan lebih besar terhadap return saham dibandingkan Return pasar di Bursa Efek Indonesia.

METODE PENELITIAN

Data dan Sampel

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah harga saham individual yang diperoleh dari BEI. Sample yang digunakan adalah harga penutupan saham Bank per bulan selama 30 bulan dari bulan Mei 2007 sampai dengan Oktober 2009 yang terdiri dari harga saham (P), Suku Bunga (Y), Inflasi (I), nilai tukar (X), dan return pasar (MKT).

Alat Analisis

Untuk mencapai tujuan penelitian seperti yang telah

dikemukakan di depan, yaitu menguji pengaruh faktor dan variabel makro terhadap return saham, maka digunakan model dasar sebagai acuan model empiris, yaitu:

1. Model Indeks

Tunggal/Single-Index Market Model

Kalau kita melakukan pengamatan maka akan tampak bahwa pada saat "pasar" membaik (yang ditunjukkan oleh indeks pasar yang tersedia) harga saham-saham individual juga meningkat. Demikian pula sebaliknya pada saat pasar memburuk maka harga saham-saham akan turun harganya. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat keuntungan suatu saham berkorelasi dengan perubahan pasar. Kalau perubahan pasar bisa dinyatakan sebagai tingkat keuntungan indeks pasar, maka tingkat keuntungan suatu saham dapat dinyatakan sebagai (Husnan, 2005: 103):

$$R_i = a_i + \beta_i R_m$$

Dalam hal ini:

a_i adalah bagian dari tingkat keuntungan saham i yang tidak dipengaruhi oleh perubahan pasar. Variabel ini merupakan variabel acak

R_m adalah tingkat keuntungan indeks pasar. Variabel ini merupakan variabel acak

β_i adalah beta, yaitu parameter yang mengukur perubahan yang diharapkan pada R_i kalau terjadi perubahan pada R_m .

2. Multifactor Macro Model

Model ini menghitung return dari setiap variabel makro untuk mengetahui pengaruhnya terhadap return saham dapat disestimasi dengan rumus berikut:

$$R_{it} = \alpha + \beta_1 P_{it} + \beta_2 Y_{it} + \beta_3 I_{it} + \beta_4 X_{it} + e_{it}$$

3. Unified Macro - Market Model

Model ini menghitung return dari setiap variabel makro di tambah dengan return pasar, untuk mengetahui pengaruhnya terhadap return saham dapat disestimasi dengan rumus berikut:

$$R_{it} = \alpha + \beta_1 P_{it} + \beta_2 Y_{it} + \beta_3 I_{it} + \beta_4 X_{it} + \beta_5 MKT_{it} + e_{it}$$

HASIL PENELITIAN

Pengujian hipotesis ini berdasarkan *return generation model* yang di estimasi dengan menggunakan software eviews 4.1, sehingga diperoleh hasil sebagai berikut:

a. *Single-Index Market Model*

$$R_{it} = \alpha + \beta_{iM} RM_t + e_{it}$$

Berdasarkan hasil analisis diperoleh persamaan sebagai berikut:

$$R_{it} = 40800,52 - 0,9709 RM_t + (0,0321)** + (0,0434)**$$

$$R^2 = 0,018007$$

$$F \text{ statistic} = 4,125795$$

Perubahan RM (return pasar) akan mempengaruhi perubahan return saham bank di BEI, yang dapat dijelaskan berdasarkan besarnya nilai probabilitas return pasar yaitu 0,043410. Dimana nilai probabilitas tersebut lebih kecil daripada nilai alfa ($\alpha = 5\%$).

Nilai koefisien RM (return pasar) sebesar -0,9709 berarti bahwa perubahan return pasar berpengaruh secara negative terhadap return saham, yaitu jika return pasar mengalami kenaikan sebesar 1% maka akan menurunkan return saham sebesar 9,709%.

Jika dilihat besarnya nilai R^2 yaitu 0,018007 hal ini berarti bahwa return pasar mampu menjelaskan variabilitas return saham sebesar 1.8% sedangkan sisanya dipengaruhi oleh variable lain. Sehingga kemampuan menjelaskan

return pasar terhadap return saham adalah sangat kecil.

b. *Multifactor Macro Model*

$$R_{it} = \alpha + \beta_1 P_{it} + \beta_2 Y_{it} + \beta_3 I_{it} + \beta_4 X_{it} + e_{it}$$

Berdasarkan hasil analisis diperoleh persamaan sebagai berikut:

$$R_{it} = -3,85E-08 + 1,50E-11 P - 8,15E-12 Y + 2,01E-15 I + 2,15E-09 X$$

(0,01) (0,3462) (0,1996) (0,9839) (0,2728)

$$R^2 = 1,00000$$

$$F \text{ statistic} = 6,11E+24$$

Perubahan variable makroekonomi (industrial produk, suku bunga, inflasi dan nilai tukar) tidak berpengaruh terhadap perubahan return saham bank di Bursa Efek Indonesia, hal ini berarti bahwa satu-satunya variable yang dapat mempengaruhi perubahan return saham adalah return pasar.

Nilai R^2 dari model multifactor makro adalah 1.0000, hal ini

berarti bahwa variable makroekonomi dapat digunakan untuk memprediksi perubahan return saham, dan kemampuan prediksi dari variable makro ekonomi ini adalah sangat besar, bahkan sempurna untuk kasus saham bank di Bursa Efek Indonesia pada periode waktu Mei 2007 sampai dengan Oktober 2009.

c. *Unified Macro - Market Model*

$$R_{it} = \alpha + \beta_1 P_{it} + \beta_2 Y_{it} + \beta_3 I_{it} + \beta_4 X_{it} + \beta_5 MKT_{it} + e_{it}$$

Berdasarkan hasil analisis diperoleh persamaan sebagai berikut:

$$R_{it} = 3967,39 - 16,2659 P + 8,4630 Y - 0,0106 I - 2648,533 X + 0,225 RM$$

(0,0000) (0,3051)

$$(0,1739) (0,9170)$$

$$(0,1953) (0,4176)$$

$$R^2 = 0,0225$$

$$F \text{ statistic} = 1,1333$$

Ketika Perubahan return saham di prediksi dengan memasukkan variable

makroekonomi dan return pasar, diperoleh hasil bahwa variable-variabel independen tersebut tidak dapat mempengaruhi variable dependennya (return saham), dibuktikan dengan besar besarnya nilai probabilitas semua variable (P, Y, I, X dan RM) tidak ada yang signifikan pada derajat kepercayaan 95% atau $\alpha = 5\%$.

Nilai R^2 dari model unified adalah 0.0225, hal ini berarti bahwa kemampuan variable makroekonomi dan return pasar dalam memprediksi variabilitas return saham adalah sebesar 2,25% dan sisanya dipengaruhi oleh variable lain yang tidak dijelaskan dalam model.

Hal ini berarti bahwa terdapat variable lain baik variable makroekonomi maupun non makro yang mempunyai pengaruh terhadap perubahan return saham

PEMBAHASAN

Dengan menggunakan model *Single-Index Market*, return pasar dalam hal ini berdasarkan IHSG, mampu menjelaskan variabilitas return saham untuk saham perbankan. Namun, kemampuan menjelaskan return pasar terhadap return saham adalah sangat kecil.

Perubahan variable makroekonomi (industrial produk, suku bunga, inflasi dan nilai tukar) tidak berpengaruh terhadap perubahan perubahan return saham bank di Bursa Efek Indonesia, hal ini berarti bahwa satu-satunya variable yang dapat mempengaruhi perubahan return saham adalah return pasar.

Ketika Perubahan return saham di prediksi dengan memasukkan variable makroekonomi (P, Y, I, X dan RM) dan return pasar, diperoleh hasil bahwa variable-variabel independen tersebut tidak dapat mempengaruhi

variable dependennya (return saham).

SIMPULAN

Berdasarkan pembahasan pada bab sebelumnya, dapat diambil kesimpulan sebagai berikut:

1. Return pasar (IHSG) mempunyai pengaruh yang besar terhadap return saham perbankan. Sehingga meskipun ada variable lain, dalam hal ini variable makroekonomi, return pasar tetap mempunyai pengaruh yang besar terhadap perubahan return saham perbankan.
2. Dari ketiga model yang digunakan untuk memprediksi perubahan return saham perbankan, model multifactor yang paling relevan dapat digunakan, karena model ini menggunakan variable makro (Harga (P), inflasi (I), nilai tukar (X), dan suku bunga (r)

mampu menjelaskan perubahan return saham perbankan.

3. Perubahan RM (return pasar) akan mempengaruhi perubahan return saham bank pada model *Single-Index Market*.

SARAN

1. Satu-satunya variabel yang mempengaruhi perubahan return saham adalah return pasar yang merupakan risiko pasar yang akan selalu dihadapi oleh perusahaan.
2. Model *Return generating* yang paling tepat digunakan untuk memprediksi return saham adalah *Multifactor Macro Model*.

REFERENSI

- Agus Harjito, Martono, 2001, *Manajemen Keuangan*, Ekonosia, Yogyakarta

- Heri Siswanto, 2003, *Dampak Kepemilikan Saham-Saham Oleh Asing Terhadap Pengaruh Faktor Internasional Di Pt. Bursa Efek Jakarta*
- Mamduh Hanafi, 2004, *Manajemen Keuangan*, Edisi 2004/2005, BPFE, Yogyakarta.
- S J Chang, 1991, *A Study Of Empirical Return Generating Models: A Market Model, A Multifactor Model, and A Unified Model*, Journal of Business and Accounting, 18(3), April
- Suad Husnan, 2005, *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Edisi Keempat, UPP AMP YKPN, Yogyakarta.
- [http://www.pahotan.com/Laws&Regulations/DB/UU No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal.pdf](http://www.pahotan.com/Laws&Regulations/DB/UU%20No.%208%20Tahun%201995%20tentang%20Pasar%20Modal.pdf)