

PREDIKTOR KINERJA IHSG DENGAN PENDEKATAN ERROR CORRECTION MODEL

Arief Surya Lesmana¹, Herma Wiharno², Yasir Maulana³,
Odang Supriatna⁴, Yanneri Elfa Kiswara Rahmantya⁵

^{1,2,3,4,5}Universitas Kuningan, Indonesia

e-mail: arief.surya@uniku.ac.id, herma.wiharno@uniku.ac.id, yasir@uniku.ac.id,
odang.supriatna@uniku.ac.id, yanneri@uniku.ac.id

Abstrak

Pasar modal merupakan salah satu sarana investasi yang dapat memberikan keuntungan dengan risiko tertentu. Untuk memperoleh keuntungan yang optimal, diperlukan informasi mengenai faktor-faktor yang dapat mempengaruhi kinerja pasar modal. Objek dalam penelitian ini adalah Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji secara empiris pengaruh inflasi, tingkat suku bunga, nilai tukar, jumlah uang beredar, harga minyak dunia, dan Indeks Dow Jones terhadap kinerja IHSG dalam jangka panjang dan jangka pendek. Penelitian ini menggunakan teknik *Error Correction Model* (ECM) untuk menganalisis data pada periode Januari 2017 sampai Desember 2021. Hasil analisis menunjukkan bahwa dalam jangka panjang kinerja Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dipengaruhi secara signifikan oleh inflasi, tingkat suku bunga, nilai tukar USD/IDR, harga minyak dunia, dan Indeks Dow Jones. Sedangkan dalam jangka pendek kinerja IHSG hanya dipengaruhi secara signifikan oleh nilai tukar USD/IDR, harga minyak dunia, dan Indeks Dow Jones. Berdasarkan temuan dalam penelitian ini, penting bagi pemerintah untuk fokus dalam menjaga stabilitas perekonomian nasional dan sigap dalam mengantisipasi pengaruh factor eksternal agar kinerja IHSG tetap terjaga.

Kata Kunci: IHSG; Makroekonomi; ECM

Abstract

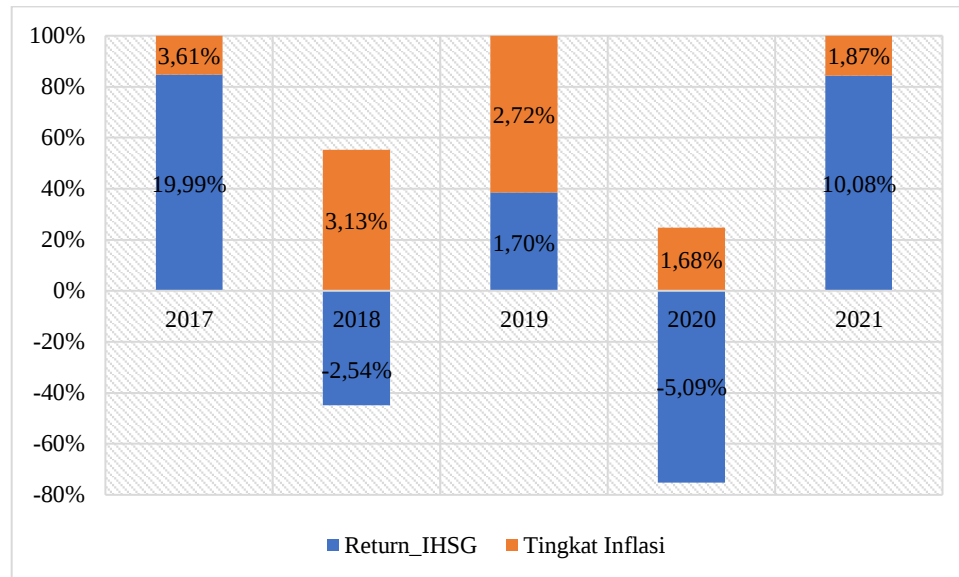
A capital market is an investment place that can provide returns with certain risks. In order to obtain optimal returns, information on the factors that can affect the performance of the capital market is needed. The object of this research is Jakarta Composite Index (JCI). This study empirically examined the effect of inflation, interest rates, exchange rates, money supply, world oil prices, and the Dow Jones Index on JCI performance in the long and short term. This study uses the *Error Correction Model* (ECM) technique to analyze data for the period from January 2017 to December 2021. The results of the analysis show that in the long term, the JCI performance is significantly affected by inflation, interest rates, USD/IDR exchange rates, world oil prices, and the Dow Jones Index. Meanwhile, in the short term, the JCI's performance was only significantly affected by the USD/IDR exchange rates, world oil prices, and the Dow Jones Index. Based on the findings in this study, it is important for the government to focus on maintaining the stability of the national economy and be alert in anticipating the influence of external factors so that the IHSG is maintained.

Keywords: IHSG; Macroeconomics; ECM

PENDAHULUAN

Bursa efek adalah tempat di mana efek dari perusahaan yang terdaftar diperdagangkan. Bursa efek menyediakan sarana untuk menghimpun dana yang dapat digunakan di berbagai sektor sehingga dapat menjadi motor penggerak pertumbuhan ekonomi. Untuk mengukur kinerja bursa, digunakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). IHSG mencerminkan pembentukan harga saham secara umum dan digunakan untuk mengukur kinerja pasar modal. Kinerja saham individu di Bursa Efek Indonesia (BEI) akan mempengaruhi bobot IHSG. Ketika IHSG naik berarti saham tersebut berada dalam tekanan beli yang tinggi, sehingga harga dan volume perdagangan saham juga akan meningkat. Sebaliknya, ketika IHSG turun berarti banyak investor yang bersedia menjual sahamnya, sehingga harga dan

volume perdagangan saham juga akan turun. Stabilitas IHSG dapat mempengaruhi sikap investor dalam mengambil keputusan investasi seperti membeli, menjual, dan menahan saham. Pasar saham merupakan lingkungan dengan gejolak tinggi yang memberikan investor sinyal positif atau negatif tentang *return* pasar (Eldomiaty *et al.*, 2020). Berikut perbandingan kinerja pasar saham yang tercermin dari perolehan (*return*) tahunan IHSG dengan tingkat inflasi pada tahun 2017-2020:



Gambar 1. Perbandingan *Return* IHSG dan Tingkat Inflasi

Berdasarkan Gambar 1 di atas, dalam 5 tahun terakhir, kinerja IHSG mengalami 3 kali penguatan yang ditandai dengan *return* tahunan positif, yaitu pada tahun 2017, 2019, dan 2021. Selain itu, kinerja IHSG juga mengalami 2 kali pelemahan yang ditandai dengan *return* tahunan negatif, yaitu pada tahun 2018 dan 2020. Pada periode pelemahan tersebut, kinerja IHSG lebih rendah dibandingkan dengan tingkat inflasi. Hal ini menunjukkan bahwa dalam jangka pendek, kinerja IHSG cenderung fluktuatif dengan ditemukannya *return* yang belum mampu melampaui tingkat inflasi. Sedangkan dalam jangka panjang, pasar modal relatif lebih aman sebagai sarana investasi yang potensial karena mempunyai kinerja yang lebih baik dengan rata-rata *return* tahunan sebesar 4,83% melampaui rata-rata inflasi tahunan sebesar 2,60%. Volatilitas indeks-indeks sektoral dan IHSG seringkali meningkat lebih cepat ketika muncul *bad news* dibandingkan dengan *good news* (Maulana, 2022). Volatilitas pasar saham lebih banyak dipengaruhi oleh guncangan negatif. Guncangan tersebut menyebabkan perubahan hubungan dinamis yang pengaruhnya hanya dalam jangka pendek (Maulana & Lovita, 2021).

Kinerja IHSG dipengaruhi oleh faktor internal dan eksternal (Prawoto & Putra, 2020). Faktor internal yang mempengaruhi IHSG berasal dari indikator makroekonomi atau moneter seperti inflasi, tingkat suku bunga, nilai tukar, dan jumlah uang beredar. *Arbitrage Pricing Theory* (APT) menjelaskan bahwa indikator makroekonomi merupakan salah satu faktor yang berpengaruh signifikan terhadap harga saham (Chang *et al.*, 2019). Sedangkan faktor eksternal yang mempengaruhi kinerja IHSG berasal dari indeks harga saham asing seperti Indeks Dow Jones dan perubahan harga minyak mentah dunia. *Contagion Effect Theory* menyatakan bahwa perubahan kondisi pasar saham asing dan peristiwa internasional dapat memicu perubahan kinerja IHSG akibat pergerakan simultan antara bursa saham asing dengan bursa saham Indonesia (Endri *et al.*, 2020). Dengan mengetahui faktor-faktor yang

mempengaruhi kinerja IHSG, investor dapat memperkirakan potensi keuntungan dan kerugian dari investasi di pasar saham, baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek.

Fisher (1930) dalam teori bunga menyatakan bahwa *return* nominal yang diharapkan dari suatu aset harus sama dengan *return* riil dan tingkat inflasi yang diharapkan. Inflasi yang tinggi dapat mempengaruhi stabilitas perekonomian dan menurunkan nilai mata uang yang berdampak pada daya beli masyarakat (Mangi & Marseto, 2023). Boudoukh & Richardson (1993) berpendapat bahwa *return* saham berbanding terbalik dengan inflasi riil dan inflasi yang diharapkan dalam jangka pendek, tetapi mungkin berhubungan positif dengan inflasi dalam jangka panjang. Temuan Ogbebor *et al.* (2021) menunjukkan bahwa terdapat hubungan positif dan signifikan dari inflasi terhadap harga saham dalam jangka panjang. Begitupula Kwofie & Ansah (2018) serta Sukmawati & Haryono (2021) yang menunjukkan bahwa inflasi berpengaruh positif terhadap indeks harga saham dalam jangka panjang, tetapi tidak signifikan dalam jangka pendek. Temuan yang berbeda oleh Eldomiaty *et al.* (2020) membuktikan bahwa terdapat kointegrasi dan kausalitas negatif antara inflasi dan harga saham. Fakta ini didukung oleh hasil penelitian Misra (2018) serta Prawoto & Putra (2020) yang menunjukkan bahwa inflasi berpengaruh negatif terhadap IHSG baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek.

Teori *asset pricing* rasional menunjukkan bahwa dengan mempertahankan premi risiko konstan, harga saham bereaksi negatif terhadap kenaikan suku bunga dan bereaksi positif terhadap penurunan suku bunga (J. Hu *et al.*, 2020). Hipotesis Keynesian tradisional tentang kerangka transmisi suku bunga menjelaskan bahwa fluktuasi suku bunga akan berdampak pada biaya modal perusahaan, sehingga mempengaruhi *present value* dari arus kas bersih di masa depan (Isola Lawal *et al.*, 2018). Karena harga saham mencerminkan nilai arus kas masa depan yang didiskontokan, maka suku bunga yang lebih rendah menyebabkan penilaian saham yang lebih tinggi (Celebi & Hönig, 2019). Menurut Ye & Huang (2018), terdapat hubungan negatif antara suku bunga dan harga saham dalam jangka panjang, namun terdapat korelasi positif dalam jangka pendek. Sedangkan menurut Misra (2018), terdapat kausalitas negatif antara tingkat suku bunga dan indeks saham dalam jangka panjang, namun tidak terdapat kausalitas dalam jangka pendeknya. Temuan lain dari Kamran Khan (2019) dan Ogbebor *et al.* (2021) menunjukkan bahwa suku bunga berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *return* saham baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek. Di sisi lain Chang *et al.* (2019) membuktikan bahwa terdapat hubungan negatif antara suku bunga dan indeks harga saham dalam jangka panjang.

Dornbusch & Fischer (1980) dalam model *flow-oriented* menyatakan bahwa fluktuasi nilai tukar membuat perusahaan multinasional menghadapi ketidakpastian kinerja keuangan di masa depan. Menurut Kwofie & Ansah (2018), nilai tukar berpengaruh negatif terhadap indeks harga saham baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek. Sedangkan menurut Misra (2018), terdapat kausalitas negatif antara nilai tukar dan indeks saham dalam jangka panjang, namun tidak terdapat kausalitas dalam jangka pendeknya. Temuan Lee & Brahmasrene (2019), menunjukkan bahwa nilai tukar berpengaruh negatif terhadap indeks harga saham dalam jangka panjang, namun berpengaruh positif dalam jangka pendek. Temuan lain dari Prawoto & Putra (2020) menunjukkan bahwa nilai tukar berpengaruh positif terhadap IHSG baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek. Sementara itu Chang *et al.* (2019) membuktikan bahwa terdapat hubungan negatif antara nilai tukar dan indeks harga saham dalam jangka panjang. Sebaliknya, Sukmawati & Haryono (2021) membuktikan bahwa tidak ada kointegrasi antara nilai tukar dan IHSG.

Berdasarkan perspektif monetaris, peningkatan jumlah uang beredar menginduksi surplus keseimbangan uang dan kekayaan yang dapat dibelanjakan untuk saham dan obligasi. Sedangkan dari perspektif Keynesian, perubahan jumlah uang beredar

mempengaruhi kebijakan moneter dan ekspektasi harga saham di masa depan. Kejutan (*shock*) pada jumlah uang beredar akan mendorong masyarakat untuk mengantisipasi pengetatan jumlah uang beredar di masa depan, sehingga akan meningkatkan suku bunga saat ini (Altintas & Yacouba, 2018). Menurut Bissoon *et al.* (2016), jumlah uang beredar berpengaruh positif dan signifikan terhadap pasar saham baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek. Sedangkan menurut Altintas & Yacouba (2018) perubahan jumlah uang beredar mempunyai dampak asimetris pada harga saham baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek. Temuan lain dari Sahu & Pandey (2020) serta Bhattacharjee & Das (2021) menunjukkan adanya kausalitas searah dari jumlah uang beredar dan harga saham dalam jangka panjang, tetapi tidak ditemukan hubungan kausal dalam jangka pendek.

Minyak sebagai bahan baku industri modern merupakan indikator penting dalam sistem perekonomian (Jiang & Liu, 2021). Adanya ketidakseimbangan antara produksi dan permintaan minyak mentah di Indonesia menyebabkan pemerintah harus mengimpor minyak. Pasar minyak mentah membawa risiko ketidakpastian yang tinggi. Risiko ketidakpastian harga minyak mentah akan ditransmisikan dari ekonomi riil ke pasar modal, sehingga menimbulkan risiko terhadap aset keuangan (Gong *et al.*, 2017). Minyak mentah sebagai bahan baku dalam kegiatan produksi dapat mempengaruhi biaya produksi perusahaan, sehingga mempengaruhi profitabilitas dan harga saham (C. Hu *et al.*, 2017). Profitabilitas adalah indikator yang menggambarkan kemampuan suatu unit ekonomi dalam menghasilkan laba (Nurfadilah *et al.*, 2022). Hasil penelitian Prawoto & Putra (2020) serta Januri (2021) menunjukkan bahwa harga minyak berpengaruh positif terhadap IHSG baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek. Temuan lain dari Jiang & Liu (2021) menunjukkan bahwa fluktuasi harga minyak memiliki efek asimetris terhadap indeks harga saham di pasar keuangan. Sementara itu Fuad & Yuliadi (2021) menunjukkan bahwa harga minyak tidak berpengaruh terhadap IHSG baik dalam jangka panjang maupun dalam jangka pendek.

Contagion effect theory menyatakan bahwa dalam sistem pasar keuangan yang terintegrasi, krisis di satu pasar akan berdampak pada pasar lainnya. Jika krisis ekonomi terjadi di negara dominan di dunia, maka dampaknya akan menyebar ke negara-negara berkembang dan terbelakang. Salah satu indeks harga saham asing yang mewakili pergerakan saham global adalah Indeks Dow Jones. Pertumbuhan ekonomi AS dapat mendorong pertumbuhan ekonomi Indonesia melalui kegiatan ekspor dan aliran modal, baik melalui pasar modal maupun melalui investasi langsung (Elfahmi, 2020), sehingga gejolak di pasar saham AS dapat berdampak pada pasar saham Indonesia (Endri, 2020). Hasil penelitian Endri *et al.* (2020) menunjukkan bahwa Indeks Dow Jones berpengaruh positif dan signifikan terhadap IHSG. Sebaliknya, temuan Prawoto & Putra (2020) menunjukkan Indeks Dow Jones berpengaruh negatif dan signifikan terhadap IHSG dalam jangka panjang, namun tidak berpengaruh dalam jangka pendek. Sementara itu temuan Sukmawati & Haryono (2021) menunjukkan bahwa Indeks Dow Jones tidak berpengaruh signifikan terhadap IHSG baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek.

Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- H₁ : Inflasi berpengaruh terhadap IHSG dalam jangka panjang dan jangka pendek
- H₂ : Tingkat suku bunga berpengaruh terhadap IHSG dalam jangka panjang dan jangka pendek
- H₃ : Nilai tukar USD/IDR berpengaruh terhadap IHSG dalam jangka panjang dan jangka pendek
- H₄ : Jumlah uang beredar berpengaruh terhadap IHSG dalam jangka panjang dan jangka pendek

- H₅ : Harga minyak dunia berpengaruh terhadap IHSG dalam jangka panjang dan jangka pendek
H₆ : Indeks Dow Jones berpengaruh terhadap IHSG dalam jangka panjang dan jangka pendek

METODE

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dimana hubungan antar variabel bersifat kausal. Data penelitian merupakan data *time series* bulanan yang diamati selama 5 tahun dari Januari 2017 sampai Desember 2021. Data tersebut diperoleh dari berbagai situs bisnis dan keuangan resmi seperti www.yahoo.finance.com, www.bps.go.id, dan www.investing.com. Teknik analisis data yang digunakan adalah *Error Correction Model* (ECM) dengan bantuan program STATA. ECM adalah model *time series* multivariat yang dapat digunakan untuk mengekspresikan dinamika jangka pendek dan keseimbangan jangka panjang (*equilibrium*) antara variabel respon dan variabel prediktor (Firdaus *et al.*, 2020). Spesifikasi model yang dikembangkan untuk menjelaskan hubungan fungsional antara variabel inflasi (X₁), tingkat suku bunga (X₂), nilai tukar (X₃), jumlah uang beredar (X₄), harga minyak dunia (X₅), dan Indeks Dow Jones (X₆) terhadap IHSG (Y) dapat dinyatakan dalam model jangka panjang sebagai berikut:

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_{1t} + \beta_2 X_{2t} + \beta_3 X_{3t} + \beta_4 X_{4t} + \beta_5 X_{5t} + \beta_6 X_{6t} + e_t \quad (1)$$

Sedangkan model penyesuaian jangka pendek dinyatakan sebagai berikut:

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta X_{1t} + \alpha_2 \Delta X_{2t} + \alpha_3 \Delta X_{3t} + \alpha_4 \Delta X_{4t} + \alpha_5 \Delta X_{5t} + \alpha_6 \Delta X_{6t} + \alpha_7 ECT_{t-1} \quad (2)$$

ECT menyatakan *Error Correction Term (speed of adjustment)*.

HASIL DAN PEMBAHASAN

1. Analisis Deskriptif

Analisis deskriptif digunakan untuk menggambarkan variabel-variabel dalam penelitian. Hasil analisis deskriptif dapat dilihat pada tabel di bawah ini:

Tabel 1. Deskripsi Variabel

Variabel	Minimum	Maksimum	Rata-rata	Simpangan Baku
IHSG (Y)	4.538,93	6.605,63	5.916,96	502,57
Tingkat inflasi (X ₁)	1,32%	4,37%	2,73%	0,89%
Tingkat suku bunga (X ₂)	3,50%	6,00%	4,61%	0,85%
Nilai tukar USD/IDR (X ₃)	Rp13.321	Rp16.300	Rp14.121,58	Rp542,77
Jumlah uang beredar (X ₄)	Rp4.936.882 milyar	Rp7.868.233 milyar	Rp6.057.253 milyar	Rp759.169,60 milyar
Harga minyak dunia (X ₅)	USD 18,84	USD 83,57	USD 56,06	USD 12,72
Indeks Dow Jones (X ₆)	19.864,09	36.338,30	26.832,87	4.297,29

Sumber: hasil pengolahan data (2021)

Berdasarkan Tabel 1 di atas, seluruh variabel mempunyai nilai rata-rata yang lebih tinggi dari nilai simpangan bakunya. Hal ini menunjukkan bahwa data penelitian relatif homogen.

2. Pengujian Asumsi

a. Pengujian Stasioneritas

Uji stasioneritas digunakan untuk melihat kestabilan data *time series*. Dalam penelitian ini pengujian stasioneritas dilakukan dengan menggunakan ADF test. Hasil pengujian stasioneritas dapat dilihat pada tabel di bawah ini:

Tabel 2. Hasil Uji Stasioneritas

Variabel	Level		1 st Difference	
	Z(t)	P-Value	Z(t)	P-Value
IHSG (Y)	-1,855	0,3534	-6,345	0,0000
Tingkat inflasi (X ₁)	-0,933	0,7768	-6,876	0,0000
Tingkat suku bunga (X ₂)	-0,103	0,9491	-4,624	0,0001
Nilai tukar USD/IDR (X ₃)	-3,068	0,0290	-8,695	0,0000
Jumlah uang beredar (X ₄)	0,840	0,9923	-11,565	0,0000
Harga minyak dunia (X ₄)	-2,221	0,1988	-6,697	0,0000
Indeks Dow Jones (X ₅)	-1,020	0,7460	-8,200	0,0000

Sumber: hasil pengolahan data (2021)

Berdasarkan Tabel 2 di atas, terlihat bahwa seluruh variabel, kecuali nilai tukar, tidak stasioner pada level. Hal ini dibuktikan dengan *p-value* yang lebih besar dari taraf signifikansi $\alpha = 0,05$. Sebaliknya, seluruh variabel stasioner pada 1st difference dengan *p-value* yang lebih kecil dari $\alpha = 0,05$. Variabel-variabel yang tidak stasioner pada level namun stasioner pada 1st difference kemungkinan akan mengalami kointegrasi, artinya terdapat hubungan jangka panjang diantara variabel-variabel tersebut (Firdaus *et al.*, 2020).

b. Pengujian Kointegrasi

Berdasarkan hasil uji stasioneritas, diketahui bahwa seluruh variabel stasioner pada derajat yang sama, sehingga analisis dapat dilanjutkan dengan uji kointegrasi. Kointegrasi dapat ditunjukkan jika residual dari model regresi stasioner pada level. Hasil pengujian kointegrasi dapat dilihat pada tabel di bawah ini:

Tabel 3. Hasil Uji Kointegrasi

Variabel	Z(t)	P-Value
Residual (ECT)	-4,503	0,0002

Sumber: hasil pengolahan data (2021)

Berdasarkan Tabel 3 di atas, terlihat bahwa residual dari model regresi (*Error Correction Term* / ECT) sudah stasioner pada level. Hal ini dibuktikan dengan *p-value* yang lebih kecil dari $\alpha = 0,05$. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa terdapat kointegrasi antar variabel yang merepresentasikan adanya hubungan jangka panjang atau keseimbangan antara IHSG, inflasi, tingkat suku bunga, nilai tukar, jumlah uang beredar, harga minyak dunia, dan Indeks Dow Jones. Sedangkan dalam jangka pendek ada kemungkinan terjadi ketidakseimbangan (*disequilibrium*), sehingga diperlukan koreksi dengan menggunakan *Error Correction Model* (ECM) (Firdaus *et al.*, 2020).

c. Analisis ECM

ECM dapat memodelkan data *time series* yang tidak stasioner pada level dan terdapat kointegrasi antar variabelnya. Hasil estimasi ECM dapat dilihat pada tabel di bawah ini:

Tabel 4. Hasil Analisis ECM Jangka Panjang

<i>Number of obs</i>	= 60
<i>F</i> (5, 54)	= 39,07
<i>Prob > F</i>	= 0,0000
<i>R-Squared</i>	= 0,8156
<i>Adj R-Squared</i>	= 0,7947

Variabel	Koefisien	Standard Error	t Hitung	P-Value
Konstanta	10,8577	2,2636	4,80	0,000
Tingkat inflasi (X ₁)	0,4408	0,0143	3,09	0,003
Tingkat suku bunga (X ₂)	0,0382	0,0093	4,11	0,000
Nilai tukar USD/IDR (X ₃)	-0,7409	0,2136	-3,47	0,001
Jumlah uang beredar (X ₄)	-0,1076	0,1956	-0,55	0,584
Harga minyak dunia (X ₅)	0,1104	0,0382	2,89	0,006
Indeks Dow Jones (X ₆)	0,5740	0,1531	3,75	0,000

Sumber: hasil pengolahan data (2021)

Tabel 5. Hasil Analisis ECM Jangka Pendek

<i>Number of obs</i>	= 59
<i>F</i> (5, 54)	= 11,44
<i>Prob > F</i>	= 0,0000
<i>R-Squared</i>	= 0,6109
<i>Adj R-Squared</i>	= 0,5575

Variabel	Koefisien	Standard Error	t Hitung	P-Value
Konstanta	0,0004	0,0046	0,08	0,934
D(Tingkat inflasi (X ₁))	0,0089	0,0174	0,52	0,609
D(Tingkat suku bunga (X ₂))	-0,0122	0,0239	-0,51	0,613
D(Nilai tukar USD/IDR (X ₃))	-0,6848	0,2132	-3,21	0,002
D(Jumlah uang beredar (X ₄))	0,0791	0,3211	0,25	0,806
D(Harga minyak dunia (X ₅))	0,0653	0,0298	2,19	0,033
D(Indeks Dow Jones (X ₅))	0,2918	0,1238	2,36	0,022
L1.ECT	-0,3125	0,1055	-2,96	0,005

Sumber: Hasil pengolahan data (2021)

Berdasarkan Tabel 4 dan 5 di atas, persamaan jangka panjang yang terbentuk adalah sebagai berikut:

$$Y_t = 10,8577 + 0,4408 X_{1t} + 0,0382 X_{2t} - 0,7409 X_{3t} - 0,1076 X_{4t} + 0,1104 X_{5t} + 0,5740 X_{6t}$$

Sedangkan persamaan jangka pendeknya adalah sebagai berikut:

$$\Delta Y_t = 0,0004 + 0,0089 \Delta X_{1t} - 0,0122 \Delta X_{2t} - 0,6848 \Delta X_{3t} + 0,0791 \Delta X_{4t} + 0,0653 \Delta X_{5t} + 0,2918 \Delta X_{6t} - 0,3125 ECT_{t-1}$$

d. Pengujian Hipotesis

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa inflasi berpengaruh signifikan terhadap IHSG dalam jangka panjang. Temuan ini konsisten dengan teori bunga dari Fisher (1930) yang menyatakan bahwa *expected return* suatu aset harus sama dengan tingkat inflasi yang diharapkan. Begitupula Boudoukh & Richardson (1993) serta Ogbekor *et al.* (2021) yang menyatakan bahwa dalam jangka panjang terdapat hubungan positif antara inflasi dengan *return* saham. Dalam jangka panjang, inflasi yang terjadi merupakan *demand pull inflation*

yang ditandai dengan peningkatan *aggregate demand*, namun produksi telah mencapai *full employment*. Akibatnya perusahaan akan membebankan biaya yang lebih besar pada konsumen untuk meningkatkan profitabilitas, sehingga penilaian terhadap harga saham akan meningkat. Sebaliknya inflasi tidak berpengaruh signifikan terhadap IHSG dalam jangka pendek. Hal ini dikarenakan inflasi dipicu oleh kenaikan harga barang secara keseluruhan dalam jangka waktu yang relatif panjang, sehingga pengaruhnya terhadap IHSG dalam jangka pendek tidak signifikan. Temuan ini sejalan dengan hasil penelitian Kwofie & Ansah (2018) serta Sukmawati & Haryono (2021) yang menunjukkan bahwa inflasi berpengaruh signifikan terhadap indeks harga saham dalam jangka panjang, namun tidak signifikan dalam jangka pendek.

Tingkat suku bunga berpengaruh signifikan terhadap IHSG dalam jangka panjang. Temuan ini konsisten dengan teori *asset pricing* rasional yang menyatakan bahwa dengan mempertahankan premi risiko konstan, harga saham bereaksi positif terhadap penurunan suku bunga (J. Hu *et al.*, 2020). Data dari Badan Pusat Statistik (BPS) menunjukkan bahwa sejak Juli 2019 hingga Desember 2021 tingkat suku bunga cenderung menurun. Penurunan suku bunga dapat mengurangi biaya modal perusahaan, sehingga berdampak positif terhadap *present value* dari dividen dan arus kas di masa depan yang berakibat pada kenaikan harga saham (Celebi & Hönig, 2019; Isola Lawal *et al.*, 2018). Sementara itu tingkat suku bunga tidak berpengaruh signifikan terhadap IHSG dalam jangka pendek. Artinya investor tidak mempertimbangkan tingkat suku bunga sebagai alternatif investasi jangka pendek. Hal ini dikarenakan dalam jangka pendek, investor cenderung melakukan *trading* dibandingkan dengan *investing*. Investor lebih memilih menjual belikan sahamnya dalam jangka pendek untuk memperoleh *capital gain* dibandingkan dengan menahannya dalam jangka panjang untuk memperoleh dividen. Temuan ini sejalan dengan hasil penelitian Misra (2018) yang menunjukkan bahwa tidak ada kausalitas jangka pendek antara tingkat suku bunga dengan indeks saham.

Nilai tukar berpengaruh signifikan terhadap IHSG baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek. Temuan ini konsisten dengan teori pendekatan keseimbangan portofolio yang menyatakan bahwa hubungan antara nilai tukar dan harga saham adalah negatif. Apresiasi nilai tukar USD/IDR dapat meningkatkan biaya produksi, khususnya biaya bahan baku impor, sehingga berdampak negatif terhadap profitabilitas perusahaan. Selain itu, penguatan nilai tukar USD/IDR juga dapat mendorong investor untuk menjual sahamnya dan mengalihkan modal investasinya ke pasar valuta asing untuk menghindari kerugian. Temuan ini juga sejalan dengan hasil penelitian Kwofie & Ansah (2018) yang menunjukkan bahwa nilai tukar berpengaruh negatif terhadap indeks harga saham baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek.

Jumlah uang beredar tidak berpengaruh signifikan terhadap IHSG baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek. Peningkatan jumlah uang beredar menunjukkan bahwa pemegang saham memiliki lebih banyak uang untuk membeli lebih banyak saham. Peningkatan jumlah uang beredar juga menyebabkan penurunan tingkat suku bunga, sehingga permintaan saham akan meningkat dan harga saham semakin tinggi.

Harga minyak dunia berpengaruh positif dan signifikan terhadap IHSG baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek. Temuan ini konsisten dengan *dividend discounted model* yang menyatakan bahwa minyak mentah sebagai faktor produksi penting dalam aktivitas ekonomi riil dapat mempengaruhi biaya produksi perusahaan, sehingga mengubah margin keuntungan perusahaan yang akan tercermin dalam harga saham di pasar modal (C. Hu *et al.*, 2017; Novianti & Perwati, 2020). Temuan ini juga sejalan dengan hasil penelitian Prawoto & Putra (2020) serta Januri (2021) yang menunjukkan bahwa harga minyak dunia berpengaruh positif dan signifikan terhadap IHSG dalam jangka panjang dan jangka pendek.

Indeks Dow Jones berpengaruh positif dan signifikan terhadap IHSG baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek. Hal ini menandakan bahwa investor tidak hanya bereaksi terhadap sentimen domestik, tetapi juga responsif terhadap kondisi bursa saham global. Hasil ini konsisten dengan *contagion effect theory* yang menyatakan bahwa terdapat *co-movement* antara pasar modal Indonesia dengan pasar modal asing. Hubungan bilateral antara Indonesia dan AS membuat AS menjadi salah satu negara penyumbang Penanaman Modal Asing (PMA) terbesar bagi Indonesia. Akibatnya pertumbuhan ekonomi AS dapat mempengaruhi aktivitas penanaman modal dan investasi di Indonesia. Temuan ini juga sejalan dengan hasil penelitian Handayani & Oktavia (2018), Endri *et al.* (2020), serta Yuliani (2022) yang menunjukkan bahwa Indeks Dow Jones berpengaruh positif dan signifikan terhadap IHSG.

Error Correction Term pada lag ke-1 (L1.ECT) dalam persamaan jangka pendek menunjukkan nilai yang signifikan dengan *p-value* lebih kecil dari $\alpha = 0,05$. Hal ini menunjukkan bahwa spesifikasi model ECM yang digunakan dalam penelitian ini sudah valid. Kesignifikanan L1.ECT menunjukkan adanya penyesuaian terhadap *error* dalam jangka pendek yang mempengaruhi proses menuju keseimbangan jangka panjang. Jika terdapat perbedaan antara nilai aktual IHSG dengan nilai harapannya, sehingga *error* meningkat 1% dalam jangka pendek, maka akan langsung dilakukan penyesuaian terhadap *error* tersebut untuk dikembalikan pada jalur keseimbangan jangka panjangnya. Koefisien L1.ECT sebesar -0,311 menunjukkan bahwa perbedaan antara nilai aktual IHSG dengan nilai harapannya adalah 0,311 dengan proses penyesuaian (*adjustment mechanism process*) dalam waktu 1 bulan. Tanda negatif pada koefisien L1.ECT menunjukkan arah yang mendekati keseimbangan IHSG jangka panjang.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis data dengan menggunakan *Error Correction Model* (ECM) dapat disimpulkan bahwa sepanjang tahun 2017-2021

- Inflasi berpengaruh signifikan terhadap IHSG dalam jangka panjang, namun tidak berpengaruh signifikan dalam jangka pendek.
- Tingkat suku bunga berpengaruh signifikan terhadap IHSG dalam jangka panjang, namun tidak berpengaruh signifikan dalam jangka pendek.
- Nilai tukar USD/IDR berpengaruh signifikan terhadap IHSG baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek.
- Harga minyak dunia berpengaruh signifikan terhadap IHSG baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek.
- Indeks Dow Jones berpengaruh signifikan terhadap IHSG baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek.
- Jumlah uang beredar luas (M2) tidak berpengaruh signifikan terhadap IHSG baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek.

Berdasarkan temuan dalam penelitian ini, penting bagi pemerintah Indonesia untuk fokus dalam menjaga stabilitas perekonomian nasional dan sigap dalam mengantisipasi pengaruh faktor eksternal agar kinerja IHSG optimal dan stabilitas pasar modal tetap terjaga. Sedangkan bagi para pemegang saham, disarankan agar berhati-hati dalam membuat keputusan investasi dan mempertimbangkan faktor-faktor penentu kinerja IHSG karena dalam jangka panjang dapat mempengaruhi aktivitas investasi untuk memperoleh *dividen*, dan dalam jangka pendek dapat mempengaruhi aktivitas *trading* untuk memperoleh *capital gain*. Selain itu, untuk penelitian selanjutnya disarankan agar mengeksplorasi pengaruh variabel lain seperti pertumbuhan ekonomi atau indeks harga saham asing lainnya dengan

menggunakan model ekonometrika nonlinear seperti *Nonlinear Autoregressive Distributed Lag*, mengingat IHSG dan variabel-variabel prediktornya mempunyai volatilitas yang tinggi, sehingga memungkinkan terjadi perubahan struktur dan pola hubungan yang nonlinear.

DAFTAR PUSTAKA

- Altintas, H., & Yacouba, K. (2018). Asymmetric Responses of Stock Prices to Money Supply and Oil Prices Shocks in Turkey: New Evidence from a Nonlinear ARDL Approach. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 8(4), 45–53. <https://ideas.repec.org/a/eco/journ1/2018-04-7.html>
- Bhattacharjee, A., & Das, J. (2021). Investigating the Effect of Board Money Supply on Stock Market Index and Market Capitalization: Evidence from Liberalized India. *Jindal Journal of Business Research*, 10(2), 185–198.
- Bissoon, R., Seetanah, B., Bhattu-Babajee, R., Gopy-Ramdhany, N., & Seetah, K. (2016). Monetary Policy Impact on Stock Return: Evidence from Growing Stock Markets. *Theoretical Economics Letters*, 06(05), 1186–1195. <https://doi.org/10.4236/tel.2016.65112>
- Boudoukh, J., & Richardson, M. (1993). Stock Returns and Inflation: A Long-Horizon Perspective. *American Economic Review*, 83(5), 1346–1355.
- Celebi, K., & Hönig, M. (2019). The impact of macroeconomic factors on the german stock market: Evidence for the crisis, pre-and post-crisis periods. *International Journal of Financial Studies*, 7(2). <https://doi.org/10.3390/ijfs7020018>
- Chang, B. H., Meo, M. S., Syed, Q. R., & Abro, Z. (2019). Dynamic analysis of the relationship between stock prices and macroeconomic variables: An empirical study of Pakistan stock exchange. *South Asian Journal of Business Studies*, 8(3), 229–245. <https://doi.org/10.1108/SAJBS-06-2018-0062>
- Dornbusch, R., & Fischer, S. (1980). Exchange Rates and Current Account. *American Economic Review*, 70(5), 960–971.
- Eldomiatty, T., Saeed, Y., Hammam, R., & AboulSoud, S. (2020). The associations between stock prices, inflation rates, interest rates are still persistent: Empirical evidence from stock duration model. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 25(49), 149–161. <https://doi.org/10.1108/JEFAS-10-2018-0105>
- Elfahmi, R. (2020). The Effect of Foreign Buy and the Dow Jones Index on Stocks Prices of Animal Feed Industry at Kompas 100. *Journal of Research in Business, Economics, and Education*, 2(6), 1442–1455.
- Endri, Abidin, Z., Simanjuntak, P. T., & Nurhayati, I. (2020). Indonesian Stock Market Volatility: GARCH Model. *Montenegrin Journal of Economics*, 16(2), 7–17.
- Endri, E. (2020). Dynamic Movement of Indonesian Stock Exchanges: Analysis of Global Stock Exchanges and Macroeconomic Variables. *SSRN Electronic Journal*, 83(March-April 2020), 10874–10884. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3669773>
- Firdaus, M., Irawan, T., Ahmad, F. S., Siregar, H., Siswara, D., & Jakariya, R. (2020). *Aplikasi Model Ekonometrika dengan RStudio (Model Time-Series, Panel, Spatial)* (1st ed.). IPB Press.
- Fisher, I. (1930). *The Theory of Interest*. McMillan.
- Fuad, F., & Yuliadi, I. (2021). Determinants of the Composite Stock Price Index (IHSG) on the Indonesia Stock Exchange. *Journal of Economics Research and Social Sciences*, 5(1), 27–41. <https://doi.org/10.18196/jerss.v5i1.11002>
- Gong, X., Wen, F., Xia, X. H., Huang, J., & Pan, B. (2017). Investigating the risk-return trade-off for crude oil futures using high-frequency data. *Applied Energy*, 196, 152–

161. <https://doi.org/10.1016/j.apenergy.2016.11.112>
- Handayani, W., & Oktavia, S. (2018). Effect of Rupiah Exchange Rate, GDP Growth, and Dow Jones Index on Composite Stock Price Index in Indonesia Stock Exchange. *Journal of Accounting and Strategic Finance*, 1(01), 23–32. <https://doi.org/10.33005/jasf.v1i01.24>
- Hu, C., Liu, X., Pan, B., Chen, B., & Xia, X. (2017). Asymmetric Impact of Oil Price Shock on Stock Market in China: A Combination Analysis Based on SVAR Model and NARDL Model. *Emerging Markets Finance and Trade*, 54(8), 1693–1705. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2017.1412303>
- Hu, J., Jiang, G. J., & Pan, G. (2020). Market Reactions to Central Bank Interest Rate Changes: Evidence from the Chinese Stock Market*. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 49(5), 803–831. <https://doi.org/10.1111/ajfs.12316>
- Isola Lawal, A., Olukayode Somoye, R., Ayopo Babajide, A., & Ikechukwu Nwanji, T. (2018). The effect of fiscal and monetary policies interaction on stock market performance: Evidence from Nigeria. *Future Business Journal*, 4(1), 16–33. <https://doi.org/10.1016/j.fbj.2017.11.004>
- Januri. (2021). Global Prices of Crude Oil and the Stock Market Nexus in Indonesia. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 11(1), 551–557.
- Jiang, W., & Liu, Y. (2021). The asymmetric effect of crude oil prices on stock prices in major international financial markets. *North American Journal of Economics and Finance*, 56(January), 101357. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2020.101357>
- Kamran Khan, M. (2019). Impact of Exchange Rate on Stock Returns in Shenzhen Stock Exchange: Analysis Through ARDL Approach. *International Journal of Economics and Management*, 1(2), 15–26.
- Kwofie, C., & Ansah, R. K. (2018). A Study of the Effect of Inflation and Exchange Rate on Stock Market Returns in Ghana. *International Journal of Mathematics and Mathematical Sciences*, 2018. <https://doi.org/10.1155/2018/7016792>
- Lee, J. W., & Brahmasrene, T. (2019). Long-run and short-run causality from exchange rates to the Korea composite stock price index. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 6(2), 257–267. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2019.vol6.no2.257>
- Mangi, A. U. D. M., & Marseto. (2023). Pengaruh tingkat pengangguran, inflasi, dan pertumbuhan ekonomi terhadap kemiskinan di ntt. 20(02), 257–265.
- Maulana, Y. (2022). Pemodelan Volatilitas Indeks Harga Saham Sektoral di Indonesia. *Logika: Jurnal Penelitian Universitas Kuningan*, 13(01), 53–72.
- Maulana, Y., & Lovita, N. (2021). Analisis Volatilitas pada Hubungan Dinamis antara Nilai Tukar, Tingkat Suku Bunga dan IHSG. *Indonesian Journal of Strategic Management*, 4(2). <https://doi.org/10.25134/ijsm.v4i2.5745>
- Misra, P. (2018). An investigation of the macroeconomic factors affecting the Indian stock market. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 12(2), 71–86. <https://doi.org/10.14453/aabfj.v12i2.5>
- Novianti, W., & Perwati, A. (2020). Inflation Effects and World Crude Oil Prices on Combined Stock Price Index (CSPI) in Indonesia Stock Exchange (IDX) of 2015–2018 Period. *Proceedings of the International Conference on Business, Economic, Social Science, and Humanities – Economics, Business and Management Track (ICOBEST-EBM 2019)*, 112, 81–84. <https://doi.org/10.2991/aebmr.k.200108.020>
- Nurfadilah, D., Nurfadilah, R., & Mubarakah, I. (2022). Pengaruh Pendapatan Ijarah Terhadap Profitabilitas Pada Pt Bank Bri Syariah Tahun 2015-2020. *Equilibrium: Jurnal Penelitian Pendidikan Dan Ekonomi*, 19(02), 172–176. <https://doi.org/10.25134/equi.v19i02.5527>

- Ogbebor, P. I., Awonuga, A., Oyamendan, N., & Oamen, G. (2021). Stock returns, inflation and interest rate In Nigeria. *Journal of Economics and International Finance*, 13(3), 106–116. <https://doi.org/10.5897/jeif2020.1107>
- Prawoto, N., & Putra, B. A. (2020). The Factors Affecting the Composite Stock Price Index (CSPI) of Indonesia Stock Exchange. *Jurnal Ekonomi & Studi Pembangunan*, 21(1). <https://doi.org/10.18196/jesp.21.1.5032>
- Sahu, T. N., & Pandey, K. D. (2020). Money Supply and Equity Price Movements During the Liberalized Period in India. *Global Business Review*, 21(1), 108–123. <https://doi.org/10.1177/0972150918761084>
- Sukmawati, F. N., & Haryono, N. A. (2021). Cointegration of Macroeconomics Variables and Dow Jones Industrial Average Index on the Composite Stock Price Index In 2015-2019. *Journal of Business Management Review*, 2(3), 178–191. <https://doi.org/10.47153/jbmr23.1102021>
- Ye, X., & Huang, Z. (2018). An Empirical Study on the Relationship between Chinese Interest Rate and Stock Price. *Advances in Economics, Business and Management Research*, 58(Isbcd), 66–71. <https://doi.org/10.2991/isbcd-18.2018.14>
- Yuliani, R., & Yuliani, R. (2022). Analysis of the Effect of Foreign Stock Price Index on IDX Composite in Indonesia. *Central Asia and The Caucasus*, 23(1), 1006–1012.