

BAB 1 PENDAHULUAN

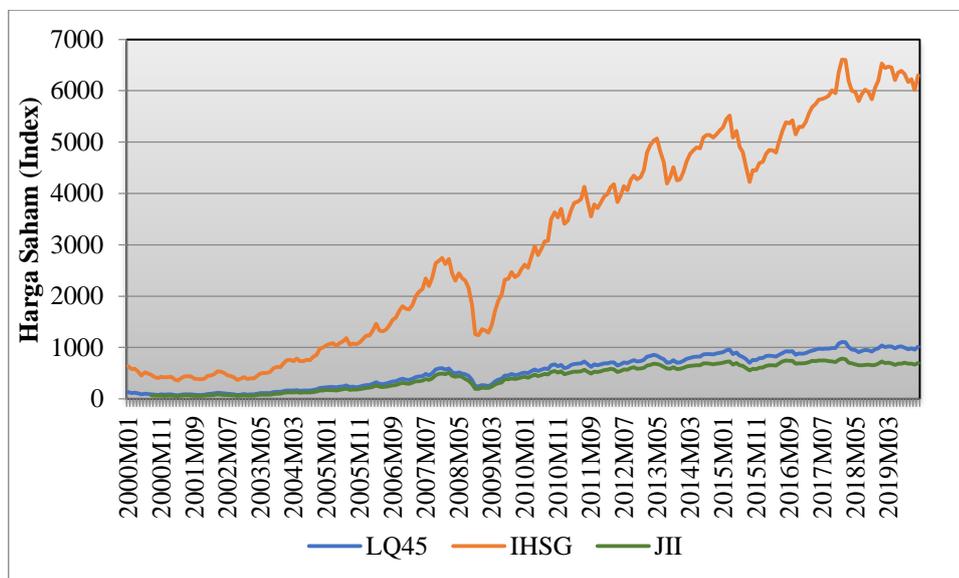
1.1 Latar Belakang

Pasar saham memiliki peran penting bagi perekonomian melalui sejumlah saluran. Pergerakan pasar saham mampu mempengaruhi biaya modal dan kapasitas perusahaan untuk meningkatkan modal baru, ekspansi usaha dan sarana berinvestasi. Pergerakan pasar saham juga menyebabkan terjadinya efek kekayaan dari harga saham sehingga meningkatkan konsumsi dan pertumbuhan ekonomi (Basistha & Kurov, 2008).

Berdasarkan Indonesia Stock Exchange (2019), perdagangan saham di Indonesia memiliki nilai total perdagangan terbesar kedua setelah obligasi pemerintah yakni sebesar 27% atau 8.993,3 Triliun dengan frekuensi perdagangan sebanyak 114,8 kali pertahun, sementara obligasi pemerintah sebesar 69% atau 23.260,5 Triliun dengan frekuensi perdagangan sebanyak 367,6 kali pertahun. Saham menjadi komposisi kedua investasi setelah obligasi, namun demikian Isyuardhana & Dillak (2017) menjelaskan bahwa saham tetap menjadi daya tarik investor untuk melakukan investasi di pasar modal Indonesia. Saham sering dikaitkan dengan keuntungan dividen serta adanya faktor risiko, yaitu semakin tinggi risiko suatu aset, semakin besar tingkat pengembalian suatu aset dibandingkan aset lain.

Berdasarkan Gambar 1.1, kondisi pasar saham di Indonesia tercermin pada beberapa indeks harga saham diantaranya Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), Indeks Saham Syariah Indonesia (JII) dan Indeks saham LQ45.

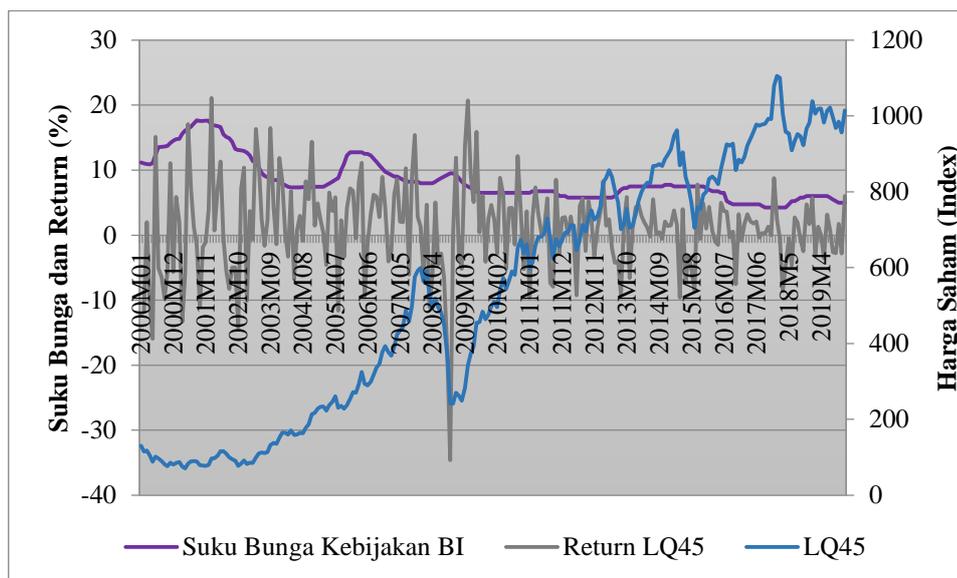
Berdasarkan data pada Januari 2000 sampai Desember 2019, perdagangan saham di Indonesia menunjukkan tren kenaikan yang tercermin dalam masing-masing indeks harga saham.



Sumber: Bank Indonesia (2019) dan Investing.com (2019)

Gambar 1.1 Perkembangan Indeks Harga Saham Gabungan (IHS), Indeks LQ45, JII, dan Suku Bunga Kebijakan Bank Indonesia

Tesis ini lebih berfokus pada indeks harga saham LQ45 untuk mengukur kinerja pasar modal Indonesia, karena saham LQ45 merupakan saham dari 45 emiten saham terpilih (perusahaan *go public*) yang memiliki kriteria saham dengan kapitalisasi besar, merupakan saham aktif di bursa, memiliki likuiditas tinggi, dan memiliki kondisi fundamental perusahaan yang baik (*Blue Chip*). Dengan adanya kriteria tersebut, maka saham LQ45 dapat mengalami perubahan yakni akan terdapat saham yang keluar dan masuk tergantung hasil evaluasi yang dilakukan BEI (Bursa Efek Indonesia) setiap enam bulan sekali pada April dan Oktober.



Sumber: investing.com (2019) diolah

Gambar 1.2 Pergerakan Indeks Harga Saham, Return Saham LQ45, dan Suku Bunga Kebijakan BI

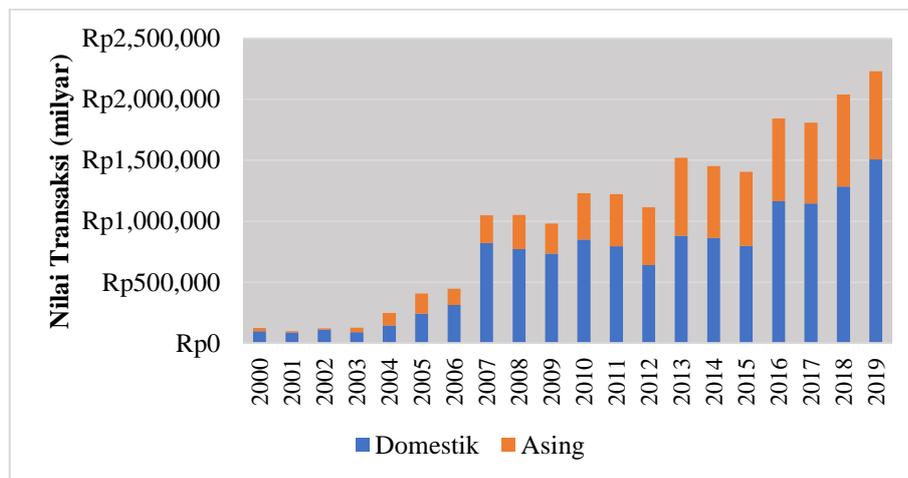
Berdasarkan Gambar 1.2, pergerakan indeks harga saham LQ45 memberikan informasi terkait dengan pergerakan tingkat pengembalian (*return*) atas investasi saham yang dilakukan oleh investor. Putri et al., (2017) menjelaskan bahwa pergerakan indeks harga dan *return* saham dapat dipengaruhi oleh faktor internal dan eksternal. Faktor internal berkaitan dengan kondisi fundamental perusahaan, sementara faktor eksternal berkaitan dengan kebijakan moneter Bank Sentral melalui instrumen suku bunga. Kinerja saham LQ45 di awal tahun 2000 menunjukkan tren yang menurun sampai akhir tahun 2001. Inflasi yang tinggi dan nilai tukar yang melemah membuat Bank Indonesia menaikkan suku bunga kebijakan yang tercermin pada suku bunga SBI satu bulan berada pada level 11,16% di awal tahun 2000 menjadi 17,62% pada akhir tahun 2001. Kenaikan suku bunga ini direspon oleh harga saham LQ45 turun dari level 130,53 pada Januari 2000 menjadi 80,06 pada Desember 2001 (Bank Indonesia, 2000).

Periode tahun 2000 digunakan sebagai periode awal penelitian ini untuk melihat transmisi kebijakan moneter melalui *return* saham LQ45 di Indonesia. Secara formal, sejak awal tahun 2000 berbagai langkah perubahan dilakukan oleh Bank Indonesia secara sistematis, menyeluruh, dan terintegrasi sebagai upaya menstabilkan perekonomian setelah adanya krisis 1998/1999. Tujuan bank Indonesia diarahkan kepada sasaran tunggal yaitu mencapai dan memelihara kestabilan nilai rupiah (Bank Indonesia, 2001).

Sementara itu, perkembangan suku bunga kebijakan di Indonesia dibagi kedalam tiga tahap. Tahap pertama yaitu sebelum 1 Juli 2005, Bank Indonesia menggunakan kebijakan moneter yang menerapkan uang primer (*base money*) sebagai sasaran kebijakan moneter melalui instrumen suku bunga SBI. Tahap kedua pada 1 Juli 2005, Bank Indonesia menganut *Inflation Targeting Framework* (ITF) dengan penggunaan suku bunga sebagai sasaran operasional dan mengeluarkan suku bunga acuan yang disebut dengan *BI rate*. Tahap ketiga pada Agustus 2016 Bank Indonesia mengimplementasikan suku bunga kebijakan baru yakni *BI 7-Day Reverse Repo Rate*. Instrumen *BI 7-day Reverse Repo Rate* karena mampu mempengaruhi pasar uang lebih cepat, khususnya transaksi dan pembentukan struktur suku bunga di pasar uang antarbank (PUAB) (Bank Indonesia, 2019).

Kemu & Ika (2016) menjelaskan bahwa suku bunga PUAB mencerminkan sasaran operasional yang ingin dicapai oleh Bank Sentral. Perubahan instrumen SBI (tingkat suku bunga SBI) akan berpengaruh pada tingkat suku bunga PUAB yang pada akhirnya mempengaruhi harga aset. Penelitian lain yang menggunakan

instrumen suku bunga PUAB untuk mengukur pengaruh suku bunga terhadap harga saham dilakukan oleh (Wulandari et al., 2018). Suku bunga pasar uang antarbank (PUAB) digunakan dalam Tesis ini sebagai intrumen kebijakan moneter karena memiliki transmisi yang lebih dekat dengan harga aset seperti saham.

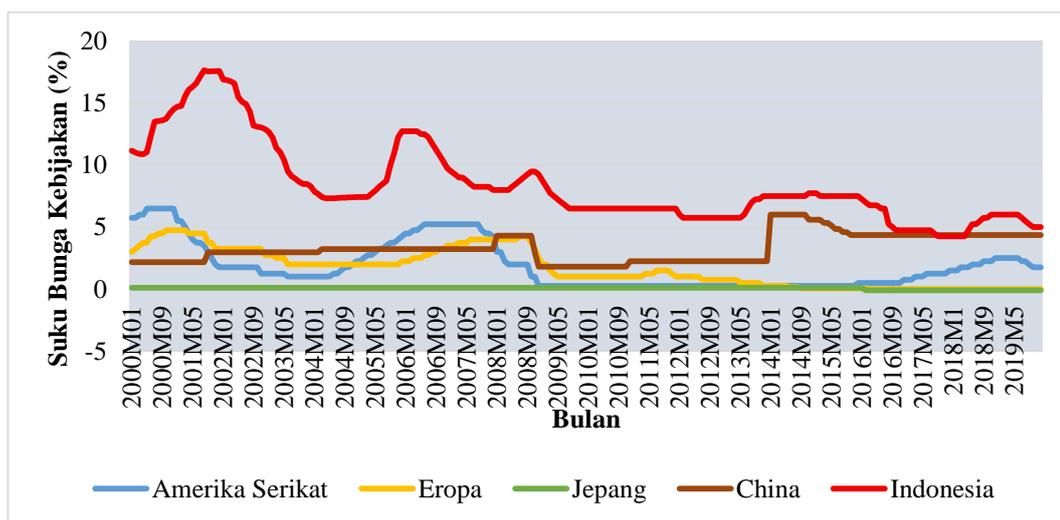


Sumber: Otoritas Jasa Keuangan (2019) (diolah)

Gambar 1.3 Nilai Rata-Rata Transaksi Saham dan Persentase terhadap Total Perdagangan Saham

Sementara itu, Adam et al., (2017) menjelaskan bahwa pasar saham mengalami kondisi integrasi seiring dengan keterbukaan ekonomi yang dianut oleh suatu negara. Integrasi di pasar saham didefinisikan sebagai situasi di mana investor suatu negara dapat membeli dan menjual saham di negara lain tanpa hambatan. Berdasarkan Gambar 1.3, integrasi di pasar saham dapat dilihat pada pasar saham Indonesia yang sebagian besar investornya berasal dari negara lain (asing). Proporsi perdagangan secara keseluruhan selama kurun waktu 2000-2019 terjadi peningkatan pembelian saham oleh pemodal asing. Pada akhir tahun 2019 pemodal asing mencapai 32,4 persen lebih tinggi daripada tahun 2000 yang hanya sebesar 20,1 persen.

Pasar saham yang terintegrasi dapat dipengaruhi oleh kebijakan moneter baik dari dalam negeri maupun luar negeri terutama terkait dengan perubahan suku bunga (Adam et al., 2017). Gambar 1.4 menunjukkan pergerakan perubahan suku bunga dalam negeri dan suku bunga kebijakan luar negeri negara maju seperti Bank Sentral Amerika Serikat, Eropa, China dan Jepang. Empat negara maju yaitu Amerika Serikat, Kawasan Eropa, China, dan Jepang merupakan negara yang memiliki pendapatan tertinggi di dunia yang diindikasikan memiliki pengaruh besar terhadap pasar modal negara lain seperti Indonesia. Berdasarkan data World Bank (2019), GDP (*Gross Domestic Product*) tertinggi di dunia pada tahun 2018 dimiliki oleh Amerika Serikat (US\$ 20.544 Triliun), Eropa (18.768 Triliun), China (US\$ 13.608 Triliun) dan Japan (US\$ 4.971 Triliun).



Sumber: Bank Indonesia (2019) dan Ceicdata.com (2019)

Gambar 1.4 Suku Bunga Kebijakan Bank Sentral

Berdasarkan Gambar 1.4, perubahan pergerakan suku bunga dalam negeri dan luar negeri memiliki hubungan erat selama periode penelitian bulan Januari 2000 sampai dengan Desember 2019. Pada akhir 2001, ekonomi Amerika

terdampak Serangan 9/11 yang membuat Bank Sentral Amerika Serikat (*The FED*) menurunkan suku bunga acuan dari posisi 5,5 persen pada Maret 2001 menjadi 1,75 persen di akhir tahun. Sementara itu, Bank Sentral Eropa (ECB) menurunkan suku bunga acuan secara bertahap dari 4,5 persen pada pertengahan 2001 menjadi 3,25 persen di akhir tahun (Bank Indonesia, 2013). Berdasarkan Bank Indonesia (2008), pada tahun 2007, perekonomian Amerika terkena krisis *subprime mortgage* yang mengakibatkan penurunan suku bunga acuan 0,25 persen di akhir 2008 sampai tahun 2013. Bank Indonesia menurunkan suku bunga seiring dengan kebijakan yang dilakukan oleh Bank Sentral Amerika, Bank Sentral Eropa (ECB), Bank Sentral Jepang (BOJ) dan Bank Sentral China (*People Bank of China*) untuk menstimulus ekonomi yang lesu berkepanjangan.

Sementara itu, transmisi kebijakan moneter dalam mempengaruhi *return* saham bisa bersifat simetris atau asimetris. Secara simetris, penelitian dilakukan oleh Honda & Kuroki (2006) dan Suhaibu et al., (2017) yang menyatakan bahwa kebijakan moneter memiliki pengaruh linier terhadap harga dan return saham. Honda & Kuroki (2006) menjelaskan bahwa penurunan suku bunga sebesar satu persen akan menaikkan harga saham sebesar 3 persen, demikian halnya dengan proporsi yang sama bahwa kenaikan suku bunga sebesar satu persen akan menurunkan harga saham sebesar 3 persen. Hal ini sejalan dengan Suhaibu et al., (2017) bahwa terdapat hubungan linier antara instrumen kebijakan moneter melalui suku bunga dan jumlah uang beredar memiliki dampak negatif dalam mempengaruhi pasar saham.

Lobo (2000) dan Chuliá et al., (2010) menjelaskan bahwa konsep asimetris kebijakan moneter terhadap return saham muncul ketika siklus *return* saham dianggap penting dalam memahami mekanisme transmisi kebijakan moneter. Berdasarkan Zare, et al., (2013) dan Bui (2015) kebijakan moneter ternyata memiliki dampak yang tidak konsisten pada siklus *return* saham bergantung pada suatu rezim atau keadaan (*circumstances*) yakni *bull* (*return* saham mengalami kenaikan) dan *bear* (*return* saham mengalami penurunan). Kurov (2010) menjelaskan asimetris kebijakan moneter terjadi ketika dampak suku bunga kebijakan the Fed direspon secara berbeda oleh *return* saham berdasarkan rezim atau *state* pasar saham (*bull market* atau *bear market*) secara asimeteris. Lebih lanjut, Chen (2007) menunjukkan bahwa perusahaan akan menghadapi kendala biaya keuangan ketika pasar dalam kondisi *bear* (*return* rendah). Oleh karena itu, kebijakan moneter memiliki dampak yang lebih besar ketika pasar dalam kondisi *bear*.

Zare, et al., (2013) dan Bui (2015) menjelaskan bahwa kebijakan moneter memiliki dampak yang tidak konsisten bahkan di negara berkembang pada ASEAN-5 (Vietnam, Thailand, Filipina, Malaysia dan Indonesia). Kebijakan moneter di ASEAN-5 ternyata memiliki dampak yang lebih besar ketika *return* saham berada pada rezim *bear*. Secara umum, bank sentral akan menaikkan suku bunga pada saat inflasi tinggi (ekonomi dalam keadaan *booming*), kenaikan suku bunga menyebabkan investor mengalokasikan dana mereka untuk investasi alternatif ketika pasar saham dianggap lebih berisiko. Investor akan melepas saham perusahaan dan mengakibatkan pengurangan modal pada perusahaan.

Modal perusahaan turun akan meningkatkan kemungkinan pergerakan pasar saham dari kondisi *bullish* ke kondisi *bearish*. Sifat asimetri kebijakan moneter juga menjelaskan bahwa respon pembuat kebijakan tidak boleh konstan tetapi bervariasi tergantung pada kondisi pasar saham yakni *bull* atau *bear*.

Tesis ini menjelaskan bahwa adanya indikasi *siklus bear* dan *bull* pada *return* saham LQ45 di Indonesia selama periode penelitian yakni Januari 2000 sampai Desember 2019. Kondisi krisis pada tahun 2008 kemungkinan merupakan gambaran periode pasar saham berada pada kondisi *bear market* di Indonesia yakni kondisi dimana kenaikan suku bunga menyebabkan indeks harga saham LQ45 dari level 564,32 di awal tahun 2008 turun menjadi 241,35 pada bulan Oktober 2008. Sementara itu, gambaran periode *bull market return* saham dalam merespon terjadinya kebijakan moneter melalui penurunan suku bunga kebijakan terjadi pada awal tahun 2017. Bank Indonesia (2017) mencatat bahwa penurunan suku bunga kebijakan BI *7-Day Repo Rate* (BI-7DRR) pada awal tahun 2017 yang diikuti oleh penurunan suku bunga pasar uang antarbank dan suku bunga perbankan mampu mendorong kenaikan harga aset pada pasar saham LQ45 tercatat pada level 877,35 di awal tahun 2017 menjadi 1079,38 poin di akhir tahun 2017, dan fluktuasi *return* pada periode ini cenderung rendah.

Penelitian lain di Indonesia juga dilakukan oleh Wulandari et al., (2018) yang menjelaskan kebijakan moneter terhadap *return* saham di Indonesia bersifat asimetris. Hasil penelitian menunjukkan bahwa guncangan (*shock*) suku bunga negatif memiliki dampak yang lebih besar terhadap *return* saham di Indonesia. Sementara itu, penelitian Zare, et al., (2013) menunjukkan terdampak dampak

positif antara kebijakan moneter terhadap return saham di ASEAN-5 termasuk Indonesia. Penelitian Wulandari et al., (2018) dan Zare, et al., (2013) tidak menunjukkan pengaruh yang jelas antara kebijakan moneter terhadap *return* saham, hal ini memunculkan adanya *research gap* di dalam Tesis ini. Berdasarkan *research gap* tersebut, maka Tesis ini diharapkan mampu menggambarkan kebijakan yang tepat yang dapat diterapkan pada pasar saham di Indonesia.

Sementara itu, penelitian Bui (2015) menganalisis dampak asimetris kebijakan moneter terhadap return saham periode *bull market* dan *bear market* di ASEAN-5 menggunakan metode GLS (*Generalized Least Square*) dan Zare, et al., (2013) menggunakan metode PMG (*Pooled Mean Group*). Berbeda dengan metode yang digunakan oleh Bui (2015) dan Zare, et al., (2013), Tesis ini menggunakan metode *Markov Switching* untuk menganalisis dampak kebijakan moneter terhadap *return* saham periode *bull* dan *bear* di Indonesia. Metode *Markov Switching* mampu menganalisis pola perubahan rezim *return* saham sebagai akibat dari asimetris kebijakan moneter seperti yang dilakukan oleh Chen (2007).

Sebagai kontribusi penelitian, Tesis ini menggunakan instrumen kebijakan moneter luar negeri untuk mengetahui analisis lebih lanjut dampak kebijakan moneter luar negeri terhadap *return* saham LQ45 di Indonesia.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan pemaparan latar belakang di atas, maka rumusan masalah dalam penelitian ini antara lain:

1. Apakah terdapat karakteristik nonlinieritas dalam *return* harga saham LQ45?

2. Apakah dampak kebijakan moneter melalui pertumbuhan jumlah uang beredar (M2G) dan suku bunga PUAB di Indonesia terhadap *return* saham LQ45 bersifat simetris atau asimetris?
3. Apakah dampak kebijakan moneter melalui suku bunga PUAB di Amerika Serikat, Eropa, China dan Jepang terhadap *return* saham LQ45 di Indonesia bersifat simetris atau asimetris?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah tersebut, maka tujuan dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Menganalisis karakteristik nonlinieritas dalam *return* harga saham LQ45.
2. Menganalisis dampak kebijakan moneter melalui pertumbuhan jumlah uang beredar (M2G) dan suku bunga PUAB di Indonesia terhadap *return* saham LQ45 bersifat simetris atau asimetris.
3. Menganalisis dampak kebijakan moneter melalui suku bunga PUAB di Amerika Serikat, Eropa, China dan Jepang terhadap *return* saham LQ45 di Indonesia bersifat simetris atau asimetris.

1.4 Manfaat Penelitian

Manfaat penelitian yang diharapkan dalam studi ini adalah:

1. Dapat memberikan informasi terkait dengan karakteristik nonlinieritas dalam *return* harga saham LQ45, pengaruh simetris atau asimetris kebijakan moneter dalam negeri terhadap *return* saham LQ45, serta pengaruh simetris atau asimetris kebijakan moneter luar negeri terhadap *return* saham LQ45 di Indonesia.

2. Dapat digunakan sebagai referensi dalam melakukan penelitian lanjutan.
3. Dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan bank sentral dalam melakukan transmisi kebijakan moneter yang akan mempengaruhi *return* saham.

1.5 Lingkup Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis dampak kebijakan moneter terhadap return saham LQ45. Peneliti melihat adanya keterkaitan antara kebijakan moneter yang direpresentasikan oleh suku bunga yang ditetapkan Bank Sentral terhadap tingkat pengembalian (*return*) saham di Indonesia. Data yang digunakan dalam penelitian ini periode bulanan dari Januari 2000-Desember 2019. Penelitian ini menggunakan metode *Analisis Markov Switching Autoregressive* untuk menguji ada tidaknya dampak asimetris dari kebijakan moneter terhadap return saham ketika pasar dalam rezim *bullish* dan *bearish* serta probabilitas perubahan antar rezim di pasar saham. Pertumbuhan jumlah uang beredar dan suku bunga antar bank di Indonesia digunakan sebagai variabel kebijakan moneter di dalam negeri. Sementara itu, suku bunga antar bank di Amerika Serikat, Eropa, Jepang, dan Cina digunakan sebagai variabel kebijakan moneter di luar negeri.

Terdapat keunggulan dan kebaruan dalam penelitian ini. Pertama, penelitian ini menganalisis karakteristik nonlinieritas dalam *return* harga saham LQ45. Analisis mengenai nonlinieritas pada *return* saham berguna untuk menentukan kebijakan moneter yang efektif ketika pasar dalam rezim *bull* dan kondisi *bear*. Analisis nonlinieritas atau asimetris mengasumsikan bahwa return saham akan merespon secara berbeda terhadap kebijakan moneter ketika pasar

dalam rezim *bull* dan *bear*. Kedua, penelitian ini juga akan melihat kebijakan moneter yang efektif yang bisa diterapkan ketika return saham dalam rezim *bull* dan *bear*. Ketiga, lebih lanjut penelitian ini akan menganalisis pengaruh kebijakan moneter negara maju yang diukur berdasarkan suku bunga perbankan Amerika Serikat, Uni-Eropa, Jepang dan Cina terhadap return saham di Indonesia.

1.6 Sistematika Tesis

Sistematika dalam penelitian ini terbagi dalam lima bab yang saling berkaitan dan sesuai dengan judul penelitian.

BAB 1: PENDAHULUAN

Pendahuluan memuat latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian dan sistematika skripsi.

BAB 2: TINJAUAN PUSTAKA

Tinjauan pustaka menjelaskan teori dan penelitian sebelumnya sebagai dasar penelitian. Disamping itu, pada bagian ini dijelaskan pula hipotesis serta model yang akan digunakan dalam kerangka pemikiran.

BAB 3: METODE PENELITIAN

Metode penelitian memuat pendekatan penelitian, identifikasi variabel definisi operasional variabel, jenis dan sumber data, prosedur pengumpulan data serta teknik analisis.

BAB 4: HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil dan pembahasan menjelaskan gambaran umum mengenai subjek dan objek penelitian, deskripsi hasil penelitian, menganalisis model serta membuktikan

kebenaran hipotesis. Pada bab ini juga akan dijelaskan mengenai pembahasan yang telah diperoleh dari model yang diestimasi.

BAB 5: SIMPULAN DAN SARAN

Bab ini memuat simpulan hasil penelitian dan saran kebijakan yang dapat diberikan berdasarkan hasil penelitian yang diperoleh.