# PENGARUH INFLASI, NILAI TUKAR RUPIAH TERHADAP DOLAR AMERIKA SERIKAT, DAN BI 7-DAYS (REVERSE) REPO RATE TERHADAP INDEKS HARGA SAHAM GABUNGAN (IHSG) SEBELUM DAN SELAMA PANDEMI COVID-19 DI INDONESIA

**JURNAL ILMIAH**

**Disusun oleh :**

**Rina Ervina**
**165020100111025**

**JURUSAN ILMU EKONOMI**
**FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS**
**UNIVERSITAS BRAWIJAYA**
**MALANG**
**2021**

# PENGARUH INFLASI, NILAI TUKAR RUPIAH TERHADAP DOLAR AMERIKA SERIKAT, DAN BI 7-DAYS (REVERSE) REPO RATE TERHADAP INDEKS HARGA SAHAM GABUNGAN (IHSG) SEBELUM DAN SELAMA PANDEMI COVID-19 DI INDONESIA

**Rina Ervina**
Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya
Email: rinaervina.biz@gmail.com

***ABSTRAK***

*Sejak sejak awal tahun 2020, dunia menjadi resah karena adanya pandemi COVID-19. Pandemi menyebabkan banyak perusahaan kecil, menengah maupun besar yang akhirnya terpaksa menutup usahanya untuk sementara. Perekonomian dunia pun menjadi terguncang. Asian Development Bank (ADB) telah memperingatkan potensi kerugian ekonomi global sebesar US$ 347 miliar atau Rp5.697 triliun akibat pandemi COVID-19. Pasar keuangan domestik pun tak luput dari guncangan yang diakibatkan pandemi COVID-19. Hal ini terlihat dari derasnya arus modal keluar yang tercatat mencapai sebesar Rp.159,6 triliun antara Januari sampai April 2020. Di Indonesia, dampak dari pandemi COVID-19 telah menyebabkan melemahnya IHSG hingga memaksa BEI untuk menghentikan perdagangan saham sementara pada Maret 2020 akibat perilaku risk aversion. Perilaku risk aversion di pasar keuangan membuat situasi yang sangat ketat. Perilaku tersebut menyebabkan terjadinya rekomposisi dan realokasi struktur portofolio pemilik modal, dari asset yang dinilai memiliki risiko tinggi ke asset yang minim risiko. Perilaku tersebut menyulut capital outflow dan melemahnya kurs rupiah.. Disisi lain, pasar modal merupakan salah satu indikator kondisi perekonomian di Indonesia yang dapat dilihat melalui pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Melemahnya kondisi pasar modal di Indonesia ketika pandemi mengharuskan pemerintah lebih berhati-hati dalam pengambilan kebijakan untuk meminimalisir kemungkinan tersjadinya ystem failure. Oleh karena itu, hubungan nilai tukar, harga saham, tingkat suku bunga, dan inflasi selama pandemi COVID-19 menjadi diskursus menarik untuk mengetahui bagaimana hubungan volatilitas pasar modal dan nilai tukar guna memperkecil risiko sistemik dalam mempermudah mengambil keputusan atau tindakan pencegahan. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan metode regresi linier berganda yang dianalisis menggunakan uji linieritas, uji multikolinieritas, uji T, uji F, dan uji beda untuk mengetahui pengaruh variabel independen secara parsial dan simultan. Data yang digunakan merupakan data tingkat suku bunga BI-7days (Reverse) Repo Rate, Inflasi, nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika Serikat, dan IHSG yang berasal dari Bank Indonesia dan IDX sejak Januari 2019-Maret 2021. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa sebelum pandemi inflasi memiliki pengaruh signifikan terhadap IHSG, sedangkan BI-7days (Reverse) Repo Rate dan nilai tukar tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap IHSG. Ketika pandemi, BI-7days (Reverse) Repo Rate dan nilai tukar memiliki pengaruh signifikan terhadap IHSG dan inflasi tidak memiliki pengaruh yang signifikan. Selain itu, seluruh variabel independent memiliki pengaruh secara simultan terhadap IHSG dan memiliki perbedaan yang signifikan saat sebelum dan selama Pandemi COVID-19.*

*Kata kunci: Indeks Harga Saham Gabungan, Pandemi COVID-19, Inflasi, Suku Bunga, Nilai Tukar.*

---

## A. PENDAHULUAN

Pasar modal (*capital market*) memiliki fungsi yang krusial serta merupakan tolak ukur kemajuan perekonomian pada suatu negara. Pasar modal dijadikan sebagai sarana bagi pemilik modal dalam berinvestasi jangka panjang serta melakukan upaya diversifikasi, penyebaran kepemilikan perusahaan, juga mewujudkan iklim usaha yang sehat melalui keterbukaan informasi. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) merupakan gambaran secara umum tentang kegiatan pasar modal di Indonesia. IHSG memberikan informasi historis kepada investor mengenai pergerakan harga saham dalam satu periode tertentu. Harga penutupan di Bursa Efek Indonesia (BEI) menjadi setiap harinya menjadi tolak ukur tentang pergerakan IHSG. Selain itu, IHSG juga merupakan cerminan bagaimana kinerja saham-saham seluruh emiten yang terdaftar di BEI (Manurung, 2016). Disisi lain, sejak awal tahun 2020, dunia menjadi resah karena adanya pandemi COVID-19. Pandemi menyebabkan banyak perusahaan kecil, menengah maupun besar yang akhirnya terpaksa menutup usahanya untuk sementara. Perekonomian dunia pun menjadi terguncang. World Health Organization (WHO) telah menetapkan status gawat darurat global untuk pandemi COVID-19. Dampak perlambatan ekonomi global dan domestik terhadap industri perbankan akan cukup besar. Risiko akan

muncul baik dari kualitas aset, likuiditas, dan juga profitabilitas. Ketiga indikator perbankan tersebut sangat penting untuk dijaga untuk tetap mempertahankan stabilitas kondisi ekonomi makro secara keseluruhan, terutama likuiditas dan kualitas aset. Di saat ketidakpastian tinggi, terutama yang berasal dari global, bank-bank harus mewaspadai pengetatan likuiditas terutama likuiditas valas. Terlebih lagi, terjadi arus modal asing keluar yang cukup besar dari pasar saham dan pasar obligasi pemerintah dalam jumlah relatif besar. Asian Development Bank (ADB) telah memperingatkan potensi kerugian ekonomi global sebesar 347 miliar dolar Amerika Serikat atau 5697 triliun rupiah yang disebabkan oleh pandemi COVID-19. The Organisation for Economic Co-Operation and Development (OECD) melakukan koreksi proyeksi pertumbuhan ekonomi global. OECD memangkas proyeksi pertumbuhan ekonomi tahun ini sebesar 0,5 % menjadi 2,4%.

Beberapa faktor pokok bagi ekonomi makro yang diduga berpengaruh terhadap IHSG yaitu laju pertumbuhan ekonomi, inflasi, nilai tukar dolar Amerika Serikat terhadap rupiah, dan tingkat suku bunga SBI. Inflasi terjadi ketika kondisi meningkatnya harga-harga secara umum dan terus menerus. Indikator yang sering digunakan untuk mengukur tingkat inflasi adalah Indeks Harga Konsumen (IHK). Perubahan IHK dari waktu ke waktu menunjukkan pergerakan harga dari paket barang dan jasa yang dikonsumsi masyarakat. Dengan semakin tingginya inflasi maka daya beli masyarakat akan berkurang, sehingga akan berpengaruh pada harga saham. Penelitian Kumar & Puja (2012) menunjukkan hasil bahwa inflasi memiliki pengaruh negatif terhadap harga saham. Kurs merupakan nilai tukar mata uang rupiah terhadap mata uang asing. Titik tengah kurs transaksi Bank Indonesia untuk rupiah atau dolar Amerika Serikat menggunakan kurs referensi (Bank Indonesia, 2013). Dolar Amerika Serikat merupakan mata uang internasional yang kuat, sehingga mata uang ini banyak digunakan oleh perusahaan maupun berbagai negara ketika melakukan transaksi. Kurs akan memberikan dampak terhadap pergerakan harga saham. Berdasarkan teori ekonomi makro, nilai tukar dan harga saham secara positif berhubungan satu sama lain jika nilai tukar diekspresikan dalam unit dari mata uang domestik per unit mata uang asing (Setyaningsih, 2012). Perubahan pada tingkat suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI/BI 7-Day Repo Rate) dapat memicu pergerakan di pasar saham. Jika suku bunga SBI meningkat maka harga saham akan bereaksi secara negatif yaitu harga saham menurun, sebab dengan kenaikan tingkat suku bunga SBI akan mendorong masyarakat untuk menanamkan dananya di sektor perbankan, daripada ke sektor produksi atau industri yang memiliki risiko lebih besar. Peningkatan suku bunga membuat nilai imbal hasil dari deposito dan obligasi menjadi lebih menarik, sehingga banyak investor pasar modal yang mengalihkan portofolio sahamnya. Meningkatnya aksi jual dan minimnya permintaan akan menurunkan harga saham dan sebaliknya (Prastowo, 2008).

Disisi lain, ketika krisis finansial pada tahun 2007-2008 yang datang dari Amerika Serikat beberapa ekonom mengutarakan pandangannya mengenai penyebab krisis tersebut. Menurut Stiglitz, peraih Nobel Ekonomi 2001, krisis keuangan yang terjadi di Amerika Serikat diakibatkan oleh kesalahan yang bersumber dari pengambil kebijakan ekonomi yang kurang tepat sehingga menyebabkan *system failure.* Sehingga Hubungan nilai tukar, harga saham, tingkat suku bunga, dan inflasi selama pandemi COVID-19 menjadi diskursus menarik untuk mengetahui bagaimana hubungan volatilitas pasar modal dan nilai tukar guna memperkecil risiko sistemik dalam mempermudah mengambil keputusan atau tindakan pencegahan. Di Indonesia, dampak dari pandemi COVID-19 telah menyebabkan melemahnya IHSG hingga memaksa BEI untuk menghentikan perdagangan saham sementara pada Maret 2020 akibat perilaku *risk aversion*. Perilaku *risk aversion* di pasar keuangan membuat situasi yang sangat ketat. Perilaku tersebut menyebabkan terjadinya rekomposisi dan realokasi struktur portofolio pemilik modal, dari asset yang dinilai memiliki risiko tinggi ke asset yang minim risiko. Perilaku tersebut menyulut *capital outflow* dan melemahnya kurs rupiah.

Sehingga bagi pemegang kebijakan penting untuk waspada terhadap risiko sistemik yang mungkin terjadi dengan mengetahui nilai tukar dan harga saham perusahaan saling berhubungan. Oleh karena itu, penulis tertarik untuk meneliti "Pengaruh inflasi, nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika Serikat, dan BI *7-Day (Reverse) Repo Rate* terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) selama Pandemi COVID-19" yang diharapkan dapat berkontribusi sebagai pertimbangan dalam melakukan investasi juga pengambil kebijakan dalam mendeteksi risiko sistemik yang dapat ditimbulkan oleh adanya *capital outflow.*

## B. TINJAUAN PUSTAKA

### Nilai Tukar

Nilai tukar atau kurs adalah harga mata uang Negara asing dalam satuan mata uang domestik (Samuelson & Nordhaus, 1992). Menurut Paul R. Krugman dan Maurice, nilai tukar adalah harga sebuah mata uang dari suatu negara yang diukur atau dinyatakan dalam mata uang lainnya. Nilai tukar memainkan peran penting dalam keputusan-keputusan pembelanjaan, karena nilai tukar dapat membantu menerjemahkan harga-harga dari berbagai

Negara ke dalam satu bahasa yang sama. Jika seluruh kondisi lainnya dianggap tetap, depresiasi mata uang dari suatu Negara terhadap segenap mata uang lainnya akan berakibat semakin murah ekspor dan impor menjadi lebih mahal. Sehingga depresiasi mata uang Negara A terhadap mata uang Negara B akan berimbas pada apresiasi mata uang Negara B terhadap Negara A (Krugman & Obstfeld, 2005). Sehingga dapat disimpulkan bahwa nilai tukar adalah suatu perbandingan antara nilai mata uang suatu negara dengan negara lain.

**Inflasi**

Inflasi merupakan kenaikan harga barang-barang secara general yang diakibatkan oleh menurunnya nilai mata uang pada periode tertentu. Inflasi merupakan proses kenaikan harga-harga yang berlaku dalam suatu perekonomian (Sukirno, 2012) dan terjadi secara terus-menerus (Prasetyo, 2011). Kenaikan harga-harga yang dimaksud tidak berarti memiliki tingkat peningkatan (persentase) yang sama. Jika kenaikan harga yang terjadi hanya satu atau dua kali saja dan bersifat sementara, meskipun dalam persentase yang besar, tidak dikategorikan sebagai inflasi.

Sehingga dapat disimpulkan bahwa inflasi merupakan adanya kecenderungan peningkatan harga barang dan jasa secara umum dan terjadi secara terus-menerus selama waktu tertentu. Jika terjadi kenaikan harga hanya pada satu atau dua barang dan jasa saja tidak dapat disebut sebagai inflasi, kecuali jika kenaikan harga tersebut dapat mengakibatkan kenaikan banyak harga barang dan jasa lainnya. Kenaikan harga barang dan jasa tersebut tidak perlu memiliki persentase atau nilai kenaikan yang sama.

**Suku Bunga**

Biaya yang harus dibayar *borrower* (peminjam) atas pinjaman yang telah diterima dan sebagai imbalan bagi *lender* (pemberi pinjaman) atas investasinya disebut bunga (Glenn & Hubbard, 1997). Berbeda dengan Kern dan Guttman (1992) yang menganggap bunga merupakan sebuah harga seperti harga barang dan jasa lainnya yang nilainya juga ditentukan oleh besar permintaan dan penawaran. Sedangkan pengertian suku bunga menurut Karl dan Fair (2001) adalah pembayaran bunga per tahun dari pinjaman yang berbentuk persentase dari pinjaman yang diperoleh dengan cara jumlah bunga yang diterima per tahun dibagi dengan jumlah pinjaman dikali 100%. Pengertian lainnya menurut Sunariyah (2004), suku bunga merupakan harga dari pinjaman. Persentase uang pokok per unit waktu dinyatakan sebagai suku bunga. Harga sumber daya yang digunakan oleh debitur yang harus dibayarkan kepada kreditur itulah yang disebut bunga.

Suku bunga acuan atau suku bunga kebijakan baru yang diimplementasikan Bank Indonesia untuk melakukan penguatan kerangka operasi moneter yang berlaku efektif mulai 19 Agustus 2016 menggantikan BI *Rate* yaitu BI 7-*Day (Reverse) Repo Rate*. Bank sentral melakukan hal yang lazim dan merupakan *best practice* internasional dalam pelaksanaan operasi moneter guna menguatkan kerangka operasi moneter.

**Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)**

Rangkaian informasi historis mengenai pergerakan harga saham gabungan sampai pada tanggal tertentu digambarkan oleh IHSG. Di bursa efek setiap hari biasanya disajikan pergerakan harga saham berdasarkan harga penutupan pada hari itu. Selama periode tertentu disajikan indeks tersebut. Di bursa efek suatu saham gabungan diukur kinerjanya menggunakan IHSG yang sekaligus mencerminkan fungsi nilai IHSG itu sendiri. Tujuan dari penggabungan adalah menyederhanakan dalam perhitungan kinerja saham karena yang dimasukkan semua saham yang tercatat di bursa efek (Sunariyah, 2011).

## C. METODE PENELITIAN

**Pendekatan Penelitian**

Pendekatan dalam penelitian ini adalah pendekatan kuantitatif, karena penelitian ini disajikan dengan angka-angka. Penelitian kuantitatif adalah penelitian yang menggunakan data berupa angka, mulai dari pengumpulan data, pengolahan data, penafsiran terhadap data tersebut, hingga penyajian hasil (Arikunto, 2006). Metode penelitian kuantitatif merupakan salah satu jenis penelitian yang spesifikasinya adalah sistematis, terencana dan terstruktur dengan jelas sejak awal, digunakan untuk meneliti pada populasi atau sampel tertentu, pengumpulan data menggunakan instrumen penelitian, analisis data bersifat kuantitatif/statistik, dengan tujuan untuk menguji hipotesis yang telah ditetapkan (Sugiyono, 2011).

**Tempat dan Waktu Penelitian**

Penelitian ini akan dilakukan pada IHSG di BEI/IDX. Data IHSG yang digunakan diperoleh melalui data IDX menggunakan rata-rata harga saham penutupan tiap bulan. Sedangkan data nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika Serikat menggunakan acuan kurs referensi JISDOR. Tingkat suku bunga acuan Bank Indonesia menggunakan referensi BI 7-day (Reverse) Repo Rate dan tingkat inflasi menggunakan laporan inflasi IHK Bank Indonesia. Penelitian ini dilakukan mulai bulan Desember tahun 2019 sampai bulan Februari tahun 2021.

**Definisi Operasional Variabel**

Definisi operasional variabel bertujuan untuk memperjelas dalam memahami penggunaan variabel-variabel dalam penelitian untuk menghindari perbedaan penafsiran serta memberikan batasan antar variabel penelitian. Dalam penelitian ini definisi operasional variabel adalah sebagai berikut:

Tabel 1. Definisi Operasional Variabel

| Variabel | Indikator | Definisi | Skala | Periode |
|---|---|---|---|---|
| Nilai Tukar ($X_1$) | Kurs Referensi JISDOR | Mengukur kurs mata uang asing (dolar Amerika Serikat) dalam mata uang rupiah | Rasio (Rp) | Bulan |
| Inflasi ($X_2$) | Laporan Inflasi Bank Indonesia | Kenaikan harga secara umum dalam jangka waktu tertentu | Rasio (%) | Bulan |
| Tingkat Suku Bunga ($X_3$) | BI 7-*day (Reverse) Repo Rate* | Suku bunga acuan yang ditetapkan oleh Bank Indonesia dengan mempertimbangkan kondisi perekonomian nasional dan global | Rasio (%) | Bulan |
| IHSG (Y) | Closing price | IHSG yang diambil pada harga penutupan yang sedang berlangsung | Rasio (Rp) | Bulan |

**Metode Analisis Data**

Menurut Sugiyono (2014) analisis data merupakan kegiatan setelah data dari seluruh responden terkumpul. Kegiatan dalam analisis data adalah mengelompokkan data berdasarkan variabel dan jenis responden, mantabulasi data berdasarkan variabel dari seluruh responden, menyajikan data dari setiap variabel yang diteliti, melakukan perhitungan untuk menjawab rumusan masalah dan melakukan perhitungan untuk menguji hipotesis yang telah diajukan. Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah model regresi linier berganda. Regresi digunakan untuk mengetahui pengaruh satu variabel bebas terhadap variabel terikat. Pengujian hipotesis dilakukan dengan menguji koefisien regresi dengan uji t. Model regresi sederhana ditunjukkan oleh persamaan berikut ini:

$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3$

Keterangan:

Y = Indeks harga saham gabungan

a = Konstanta

$b_{(1,2,3)}$ = Koefisien regresi

$X_1$ = Nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika Serikat

$X_2$ = Tingkat inflasi

$X_3$ = BI-7days Reverse Repo Rate

Analisis regresi ini bertujuan untuk memperoleh gambaran yang menyeluruh tentang hubungan antara variabel independen dan variabel dependen untuk kinerja perusahaan masing-masing baik secara simultan ataupun secara parsial.

## D. HASIL DAN PEMBAHASAN

**Uji T**

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini terdiri dari empat hubungan antara variabel bebas dan terikat. Ketentuan berpengaruh atau tidaknya mengacu pada nilai t hitung di setiap variabel. Apabila nilai t hitung > t tabel maka bersifat berpengaruh. Jika nilai t hitung < t tabel tidak memberikan pengaruh. Uji hipotesis dari penelitian ini dapat dilihat pada tabel berikut.

Tabel 2. Hasil Regresi Linier Berganda Sebelum Pandemi

**Coefficients[a]**

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | 4,474 | 1,589 | | 2,816 | ,008 |
| | Log_SukuBunga | ,020 | ,097 | ,048 | ,209 | ,836 |
| | Log_Kurs | -,137 | ,389 | -,092 | -,352 | ,727 |
| | Log_Inflasi | -,264 | ,086 | -,594 | -3,074 | ,004 |

a. Dependent Variable: Log_IHSG

Pengujian pada Tabel 2 menunjukkan nilai Sig sebesar 0,008 < 0,05 menghasilkan adanya hubungan signifikan. Nilai t hitungnya adalah 0,209 pada suku bunga, -0,352 pada kurs, dan -3,074 pada inflasi. Nilai t tabel memiliki nilai 1,68. Sehingga dapat disimpulkan inflasi memiliki pengaruh terhadap IHSG karena nilai t hitung > t tabel (-3,074 > 1,68). Jika merujuk pada tingkat signifikansi, maka inflasi memiliki nilai 0,004 < 0,05 sehingga dapat disimpulkan inflasi memiliki pengaruh signifikan terhadap IHSG. Nilai B constanta menunjukkan 4,474 bermakna apabila tiga variabel secara simultan tidak ada maka nilai konsisten pada IHSG sebesar 4,474. Pada angka konstanta sebesar 0,020, -0,137, dan -0,264 mengartikan apabila terjadi peningkatan 1% pada suku bunga, kurs, dan inflasi maka berdampak pada peningkatan pada IHSG sesuai dengan nilai setiap variabel.

Pada penelitian ini inflasi memiliki pengaruh signifikan terhadap IHSG. Peningkatan inflasi secara relatif merupakan sinyal negatif bagi pemodal di pasar modal karena akan meningkatkan pendapatan dan biaya perusahaan merupakan pernyataan yang dikeluarkan oleh teori analisis fundamental (Tandelilin, 2010). Investor berpikir dua kali untuk berinvestasi saham karena adanya penurunan daya beli investor akan saham, ditambah dengan adanya peningkatan biaya produksi perusahaan. Penurunan harga saham terjadi karena daya beli tersebut menyebabkan permintaan saham menurun. Didukung dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Yogaswari (2012), Aurora (2013), dan Sihaloho (2013) bahwa harga saham berpengaruh negatif signifikan oleh tingkat inflasi.

Hubungan nilai tukar rupiah terhadap IHSG tidak signifikan dengan nilai t hitung < t tabel (-0,352 < 1,68). Hal tersebut serupa dengan temuan Gupta dan Newberry (1997) bahwa harga saham memiliki hubungan sebab akibat yang rendah dengan nilai tukar. Pada umumnya, menguatnya kurs rupiah terhadap dolar Amerika Serikat akan menurunkan biaya produksi terutama biaya impor bahan baku dan akan diikuti menurunnya tingkat bunga yang berlaku, hal ini akan memberikan dampak positif pada laba perusahaan yang akhirnya menaikkan permintaan dan harga saham yang berdampak pada meningkatnya IHSG. Namun hasil temuan peneliti bahwa selama periode tahun 2016 sampai tahun 2019 kondisi tersebut tidak lagi sesuai dengan teori yang berlaku.

Hubungan BI-7 Days Reverse Repo Rate terhadap IHSG tidak signifikan dengan nilai t hitung < t tabel (0,209 < 1,68). Hasil ini didukung oleh hasil penelitian Mok (2004) dan Sangkyun (1997) bahwa return saham tidak terpengaruh secara signifikan oleh suku bunga. Variabel BI-7 Days Reverse Repo Rate tidak berpengaruh terhadap IHSG dapat disebabkan karena tipe investor di Indonesia merupakan investor yang senang melakukan transaksi saham dalam jangka pendek (trader/spekulan), sehingga investor cenderung melakukan aksi *profit taking* dengan harapan memperoleh *capital gain* yang cukup tinggi di pasar modal dibandingkan berinvestasi di SBI sehingga berdasarkan kondisi tersebut, suku bunga atau BI-7 Days Reverse Repo Rate tidak lagi menjadi hal penting (Manullang, 2008).

Tabel 3. Hasil Regresi Linier Berganda Selama Pandemi

**Coefficients[a]**

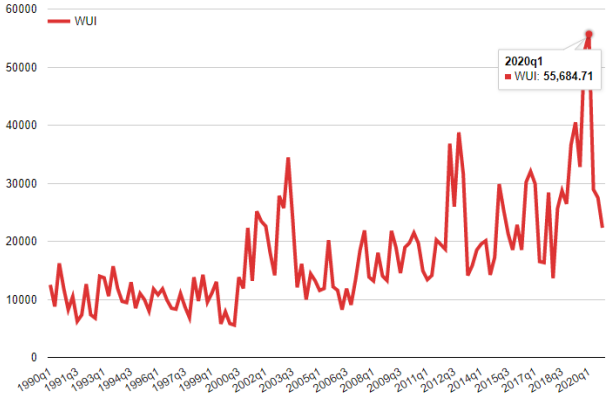
| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | 11,945 | 1,742 | | 6,858 | ,000 |
| | Log_Kurs | -1,886 | ,419 | -,687 | -4,501 | ,001 |
| | Log_Inflasi | ,089 | ,108 | ,251 | ,826 | ,426 |
| | Log_SukuBunga | -,644 | ,299 | -,655 | -2,153 | ,054 |

a. Dependent Variable: Log_IHSG

Pengujian regresi linier berganda pada Tabel 3 menunjukkan nilai Sig sebesar 0,000 < 0,05 menghasilkan adanya hubungan signifikan. Nilai t tabel adalah 1,75, sedangkan nilai t hitung kurs adalah -4,501, inflasi sebesar 0,826, dan suku bunga sebesar -2,153. Sehingga dapat disimuplkan bahwa kurs dan suku bunga memiliki pengaruh terhadap IHSG karena t hitung > t tabel (kurs -4,501 > 1,75 dan suku bunga -2,153 > 1,75). Nilai B menunjukkan 11,945 bermakna apabila tiga variabel secara simultan tidak ada maka nilai konsisten pada IHSG sebesar 11,945. Pada angka konstanta sebesar -1,886, 0,089, dan -0,644 mengartikan apabila terjadi peningkatan 1% pada suku bunga, kurs, dan inflasi maka berdampak pada peningkatan pada IHSG sesuai dengan nilai setiap variabel.

Berdasarkan penelitian yang dilakukan pada penelitian kali ini, dapat disimpulkan bahwa hubungan BI-7 Days Reverse Repo Rate terhadap IHSG signifikan dengan nilai t hitung > t tabel (-2,153 > 1,75). Ketika krisis (pandemi COVID-19), variabel BI-7 Days Reverse Repo Rate menjadi signifikan karena pasar memiliki tingkat *uncertainty* tinggi sehingga investor mencari kepastian dengan menyimpan uang dalam bentuk obligasi dan surat berharga. Tingkat ketidakpastian dunia dapat dilihat pada Gambar 4.4 yang menunjukkan bahwa ketika awal pandemi COVID-19 ketidakpastian melonjak tajam.

Gambar 1. World Uncertainty Index




Sumber: (World Uncertainty Index, 2020)

Selain itu, menurut penelitian Kontonikas, MacDonald, Saggu dan Aman (2013), yang mengkaji tentang dampak suku bunga Federal Funds Rate (FFR) terhadap return saham di Amerika Serikat selama periode tahun 1989 sampai tahun 2009, dengan fokus pada dampak krisis keuangan pada tahun 2008. Penelitian tersebut menemukan bahwa sebelum krisis, harga saham naik sebagai respons atas pemotongan FFR yang tidak terduga. Ketergantungan negara juga diidentifikasikan dengan saham yang menunjukkan kenaikan yang lebih besar ketika pelonggaran suku bunga bertepatan dengan resesi, penurunan indeks harga saham, dan pengetatan kondisi pasar kredit. Namun, pergeseran struktural penting terjadi selama krisis keuangan, yang mengubah respons pasar saham terhadap guncangan FFR, serta sifat ketergantungan negara. Secara khusus, selama periode krisis, pelaku pasar saham tidak bereaksi positif terhadap pemotongan FFR yang tidak terduga. Hasil kami menyoroti parahnya episode gejolak keuangan baru-baru ini dan ketidakefektifan kebijakan moneter konvensional mendekati batas bawah nol untuk suku bunga nominal (Kontonikas, et al., 2013).

Disisi lain, selama pandemi, nilai tukar memiliki dampak signifikan terhadap IHSG karena banyak perusahaan swasta Indonesia yang memiliki hutang luar negeri dalam jumlah besar, yang menyebabkan kesulitan dalam pembayaran karena nilai tukar yang tinggi. Sehingga keuntungan perusahaan menurun, dan menyebabkan menurunnya harga saham karena banyaknya aksi jual oleh pemegang saham. Hasil tersebut juga didukung oleh penelitian Amaefula dan Asare (2013) yang menyatakan bahwa krisis keuangan global berpengaruh signifikan terhadap korelasi antara return pasar saham dan nilai tukar di Nigeria. Kesimpulan dari hasil uji hipotesis dapat dilihat pada Tabel 4.5.

Tabel 4. Uji Hipotesis

| **Variabel** | **Sebelum Pandemi** | **Selama Pandemi** |
|---|---|---|
| Nilai Tukar | Tidak Berpengaruh | Berpengaruh |
| Suku Bunga (BI-7days Reverse Repo Rate) | Tidak Berpengaruh | Berpengaruh |
| Inflasi | Berpengaruh | Tidak Berpengaruh |

**Uji F**

Uji ini digunakan untuk mengetahui variabel independen secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel dependen. Hasil dari Uji F dapat dilihat pada Tabel 5.

Tabel 5. Hasil Uji F

**Sebelum Pandemi**

ANOVA[a]

| Model | | Sum of Squares | df | Mean Square | F | Sig. |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | Regression | ,006 | 3 | ,002 | 4,913 | ,006[b] |
| | Residual | ,013 | 32 | ,000 | | |
| | Total | ,019 | 35 | | | |

a. Dependent Variable: Log_IHSG

b. Predictors: (Constant), Log_Inflasi, Log_SukuBunga, Log_Kurs

**Selama Pandemi**

**ANOVA[a]**

| Model | | Sum of Squares | df | Mean Square | F | Sig. |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | Regression | ,022 | 3 | ,007 | 10,860 | ,001[b] |
| | Residual | ,008 | 11 | ,001 | | |
| | Total | ,030 | 14 | | | |

a. Dependent Variable: Log_IHSG

b. Predictors: (Constant), Log_SukuBunga, Log_Kurs, Log_Inflasi

Pada Tabel 4.6, saat sebelum pandemi memiliki Sig 0,001 < 0,050 dan nilai f hitung sebesar 10,860 > 1,95. Ini menyatakan bahwa suku bunga, kurs, dan inflasi secara bersama-sama memberikan pengaruh signifikan terhadap IHSG. Begitupun pada tabel selama pandemi memiliki Sig 0,006 < 0,050 dan nilai f hitung sebesar 4,913 > 2,40. Ini menyatakan bahwa suku bunga, kurs, dan inflasi secara bersama-sama memberikan pengaruh signifikan terhadap IHSG.

**Koefisien Determinasi**

Koefisien determinasi adalah indeks untuk mengetahui besarnya pengaruh atau kontribusi variabel bebas terhadap variabel terikat secara simultan. Koefisien determinasi dapat dilihat pada Tabel 6.

Tabel 6. Model Summary

**Sebelum Pandemi**

**Model Summary[b]**

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate |
|---|---|---|---|---|
| 1 | ,562[a] | ,315 | ,251 | ,02024 |

a. Predictors: (Constant), Log_SukuBunga, Log_Inflasi, Log_Kurs

b. Dependent Variable: Log_IHSG

**Selama Pandemi**

**Model Summary[b]**

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate |
|---|---|---|---|---|
| 1 | ,865[a] | ,748 | ,679 | ,02624 |

a. Predictors: (Constant), Log_SukuBunga, Log_Kurs, Log_Inflasi

b. Dependent Variable: Log_IHSG

Dari Tabel 6 dapat disimpulkan bahwa terdapat perbedaan yang cukup signifikan pada model sebelum dan selama pandemi. Pada sebelum pandemi nilai $R^2$ hanya sebesar 0,251 atau 25,1% yang memiliki arti bahwa nilai tukar, inflasi, dan suku bunga hanya memberikan kontribusi nilai 25,1% terhadap IHSG dan sisanya ditentukan oleh faktor lain. Sedangkan pada saat pandemi $R^2$ meningkat hingga sebesar 0,679 atau 67,9% yang berarti bahwa nilai tukar, inflasi, dan suku bunga memiliki kontribusi lebih besar saat pandemi COVID-19 atau ketika terjadi *shock* daripada ketika sebelum pandemi.

**Uji Beda**

Menurut Santoso (2008) uji dua sampel adalah bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan rata-rata (mean) antara dua populasi dengan melihat rata-rata dua sampelnya. Uji beda pada penelitian ini menggunakan independent sample t-test seperti yang dapat dilihat pada Tabel 7.

Tabel 7. Uji Beda

**Independent Samples Test**

| | | Levene's Test for Equality of Variances | | t-test for Equality of Means | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | | | | | 95% Confidence Interval of the Difference | |
| | | F | Sig. | t | df | Sig. (2-tailed) | Mean Difference | Std. Error Difference | Lower | Upper |
| Log_IHSG | Equal variances assumed | 17,985 | ,000 | 5,589 | 49 | ,000 | ,05440 | ,00973 | ,03484 | ,07396 |
| | Equal variances not assumed | | | 4,327 | 17,058 | ,000 | ,05440 | ,01257 | ,02788 | ,08093 |
| Log_Kurs | Equal variances assumed | ,002 | ,963 | -3,593 | 49 | ,001 | -,01766 | ,00491 | -,02753 | -,00778 |
| | Equal variances not assumed | | | -3,480 | 24,547 | ,002 | -,01766 | ,00507 | -,02812 | -,00720 |
| Log_Inflasi | Equal variances assumed | 33,793 | ,000 | 10,237 | 49 | ,000 | ,26063 | ,02546 | ,20947 | ,31179 |
| | Equal variances not assumed | | | 7,468 | 15,917 | ,000 | ,26063 | ,03490 | ,18662 | ,33464 |
| Log_SukuBunga | Equal variances assumed | 1,568 | ,216 | 5,641 | 49 | ,000 | ,09233 | ,01637 | ,05944 | ,12522 |
| | Equal variances not assumed | | | 6,041 | 30,780 | ,000 | ,09233 | ,01528 | ,06115 | ,12351 |

Tabel 7 menunjukkan analisis perbedaan IHSG, kurs, inflasi, dan suku bunga baik sebelum maupun saat Pandemi COVID-19. Ketentuannya pada nilai Sig. < 0,05 yang menghasilkan data homogen atau sama. Mengacu pada analisis di atas terdapat variabel IHSG dan inflasi dengan nilai 0,000 < 0,05 artinya adanya kesamaan pada varians data antara sebelum dan selama Pandemi COVID-19. Sedangkan variabel kurs 0,953 dan suku bunga 0,216 > 0,05 menunjukkan tidak adanya kesamaan varians atau heterogen. Adapun nilai Sig. 2 tailed sebagai indikator untuk menentukan ada atau tidaknya hubungan signifikan. Nilai pada tabel Sig. 2 tailed menunjukkan keseluruhan nilainya adalah 0,000 < 0,050 artinya terdapat signifikan atau bermaknakan adanya perbedaan yang signifikan (nyata) antara sebelum dan selama Pandemi COVID-19.

Kemudian nilai pada mean difference menunjukkan selisih rata-rata dari sebelum dan selama Pandemi COVID-19. Selisih rata-rata pada IHSG sebesar 0,5440, kurs 0,01766, inflasi 0,26063, dan 0,09233. Nilai t negatif pada tabel bukanlah suatu kesalahan melainkan penunjukkan nilai rata-rata yang lebih rendah dari periode sebelumnya. Nilai t menunjukkan sebagian besar bernilai > 1,67 pada 5,589 dan 4,327 (IHSG), 10,237 dan 7,468 (inflasi), serta 5,641 dan 6,041 (suku bunga). Hal tersebut membuat terdapat perbedaan rata-rata pada variabel IHSG, inflasi, dan suku bunga. Sedangkan, -3,593 dan -3,480 (kurs) < 1,67 maka tidak terdapat perbedaan rata-rata. Standar error differences menunjukkan perbedaan nilai pada sebelum dan selama pandemi COVID-19 pada tabel tersebut. Pada nilai f hitung terdiri dari 17,985 (IHSG), 0,002 (kurs), 33,793 (inflasi), dan 1,568 (suku bunga) dengan indikator f tabelnya 2,37. Maka hanya variabel kurs menunjukkan nilai < 1,96 dimana IHSG, inflasi, dan suku bunga berhubungan positif sedangkan variabel kurs bersifat negatif.

Hubungan inflasi terhadap IHSG tidak signifikan dengan nilai t hitung < t tabel (0,826 < 1,75). Sama seperti hasil penelitian yang dilakukan Sangkyun (1997) dan Mok (2004) yang menemukan bahwa return saham tidak terpengaruh secara signifikan oleh inflasi. Rata-rata tingkat inflasi selama periode penelitian sebesar 0,68 menurut data inflasi pada statistik deskriptif. Jika tingkat inflasi di bawah 10% masih bisa diterima oleh pasar. Namun jika terjadi inflasi lebih dari 10% maka pasar modal akan terganggu. Bank Indonesia akan meningkatkan BI *rate* jika terjadi inflasi di atas 10% yang mengakibatkan investor cenderung melakukan aksi jual portofolio sahamnya karena dirasa kurang menjanjikan.

Hasil penelitian ini bisa disebabkan karena inflasi yang terjadi selama periode penelitian tidak begitu tinggi. Nilai rata-rata inflasi pada hasil statistik deskriptif menyatakan bahwa selama periode penelitian mulai tahun 2011 sampai tahun 2014 adalah sebesar 5,75 pesen. Jika tingkat inflasi masih di bawah 10% masih bisa diterima oleh pasar, tapi apabila inflasi sudah di atas 10% maka pasar modal juga akan terganggu (Kewal, 2012). Sama seperti hasil penelitian yang dilakukan oleh Nugroho (2008), Tobing (2009), Meinina (2009) serta Aurora dan Riyadi (2013) bahwa harga saham tidak terpengaruh signifikan oleh inflasi. Selain itu, hal tersebut didukung oleh penelitian yang dilakukan di Thailand Stock Market yang menunjukkan hasil bahwa investor cenderung tidak mempertimbangkan inflasi karena bukan merupakan *direct variabel*. Investor lebih mementingkan tingkat *return* ketika akan mengambil keputusan untuk berinvestasi. Selain itu, investor jangka panjang lebih mementingkan value perusahaan sehingga inflasi tidak menjadi penting dalam pengambilan keputusan (Limpanithiwat & Rungsombudpornkul, 2010).

Pada penelitian ini proporsi atau keadaan krisis lebih besar sehingga menutupi pengaruh variabel inflasi terhadap IHSG. Dampak dari inflasi ke pasar saham cenderung menjadi lebih kecil karena adanya kejadian eksternal seperti krisis finansial tahun 2008 (Amaefula & Asare, 2013; Kganyago & Gumbo, 2015). Hal tersebut dikarenakan goncangan dari kejadian tersebut dapat menyebabkan efek depresi ke seluruh variabel ekonomi, termasuk pasar saham (Birmingham, 2012; Eltom, 2011). Selain itu, evolusi dari *return* di pasar saham dan tingkat inflasi bisa jadi merespon dengan cara yang berbeda ketika sebelum, selama, dan setelah krisis finansial tergantung bagaimana investor menyikapi fenomena tersebut (Copeland, 2005).

## E. KESIMPULAN DAN SARAN

### Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan penelitian dapat disimpulkan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan sebelum dan selama pandemi COVID-19 di pasar saham. Selain itu, berdasarkan penelitian ini juga dapat dilihat bahwa variabel inflasi berpengaruh signifikan terhadap IHSG sebelum pandemi dan menjadi tidak signifikan selama pandemi. Hal tersebut dikarenakan perilaku investor yang cenderung tidak mempertimbangkan inflasi dalam pengambilan keputusan untuk berinvestasi ketika pandemi. Inflasi dinilai sebagai *undirect variabel*. Disisi lain, keadaan krisis memiliki dampak yang besar sehingga menekan pengaruh variabel inflasi terhadap IHSG. Dampak dari inflasi ke pasar saham cenderung menjadi lebih kecil karena adanya kejadian eksternal seperti krisis. Hal serupa

terjadi pada krisis finansial tahun 2008 yang menyebabkan efek depresi ke seluruh variabel ekonomi, termasuk pasar saham.

Sebelum pandemi diketahui bahwa suku bunga (BI 7-*Days Reverse Repo Ra*te) dan nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika Serikat tidak berpengaruh signifikan sebelum pandemi COVID-19 (2016-2019) dan berpengaruh signifikan selama pandemi COVID-19. Harga saham memiliki hubungan sebab akibat yang rendah dengan nilai tukar. Indeks pasar saham dapat dipengaruhi oleh variabel lain, seperti volume perdagangan dan volatilitas. Variabel BI-7 Days Reverse Repo Rate tidak berpengaruh terhadap IHSG karena tipe investor di Indonesia lebih memilih untuk melakukan transaksi saham dalam jangka pendek, sehingga investor berharap memperoleh *capital gain* yang cukup tinggi di pasar modal dengan melakukan aksi *profit taking* dibandingkan melakukan investasi di SBI sehingga berdasarkan kondisi tersebut, suku bunga atau BI-7 Days Reverse Repo Rate tidak lagi menjadi hal penting dalam keputusan untuk berinvestasi.

Ketika krisis pandemi COVID-19, variabel BI-7 Days Reverse Repo Rate menjadi signifikan karena pasar memiliki tingkat *uncertainty* tinggi sehingga investor mencari kepastian dengan menyimpan uang dalam bentuk obligasi dan surat berharga. Selain itu, rendahnya tingkat suku bunga The Fed (suku bunga acuan mendekati 0%) menyebabkan terjadinya subtitusi antara permintaan di pasar uang dengan pasar modal. Ketika suku bunga The Fed menurun, maka investasi beralih dari pasar uang ke pasar modal. Hal tersebut dapat menyebabkan adanya *capital inflow* atau aliran dana masuk dari investor asing yang membeli saham di Indonesia sehingga IHSG meningkat pasca penurunan suku bunga. Pergerakan IHSG mengalami kondisi serupa dengan suku bunga The Fed. Pasar modal mengalami *bearish* atau trend menurun selama pandemi dengan penurunan paling dalam pada bulan April tahun 2020. Dengan adanya penurunan suku bunga The Fed pada periode yang sama, IHSG perlahan mulai mengalami *bullish* atau trend meningkat. Ketidakpastian ditengah pandemi global, terutama pada pada pasar modal membuat investor cenderung lebih memilih instrumen yang lebih aman. Sehingga menyebabkan portofolio investasi di SBN meningkat tajam hingga 54,6% pada bulan September tahun 2020 dibandingkan periode yang sama (yoy).

Selama pandemi COVID-19 nilai riil dari rupiah cenderung terdepresiasi, sehingga dinilai tidak menguntungkan untuk menyimpan uang dalam jumlah besar. Hal tersebut menyebabkan meningkatnya permintaan yang berimbas pada meningkatnya harga emas. Nilai tukar memiliki dampak signifikan terhadap IHSG karena banyak perusahaan swasta Indonesia yang memiliki hutang luar negeri dalam jumlah besar, yang menyebabkan kesulitan dalam pembayaran karena nilai tukar yang tinggi. Sehingga keuntungan perusahaan menurun, dan menyebabkan menurunnya harga saham karena banyaknya aksi jual oleh pemegang saham. Hasil tersebut juga didukung oleh penelitian Amaefula dan Asare (2013) yang menyatakan bahwa krisis keuangan global berpengaruh signifikan terhadap korelasi antara return pasar saham dan nilai tukar di Nigeria.

**Saran**

Keterhubungan dan kompleksitas berbagai dimensi dalam pemulihan ekonomi nasional dan penanganan COVID-19 tidak bisa hanya mengandalkan pemerintah. Kolaborasi dan koordinasi yang solid diperlukan antara dunia usaha, kelompok masyarakat, tenaga medis dan pemerintah. Berikut ini adalah beberapa kebijakan yang direkomendasikan oleh penulis:

1. Dukungan pemerintah untuk perusahaan melalui subsidi upah, melanjutkan kebijakan perpajakan yang mendukung menurunnya biaya kepatuhan (*compliance cost*) baik dalam bentuk berkurangnya beban pajak melalui skema relaksasi perpajakan yang saat ini sudah digulirkan, maupun penyederhanaan administrasi perpajakan yang dapat menurunkan biaya dalam bentuk waktu dan beban psikologis wajib pajak.
2. Pengambilan kebijakan *extraordinary* yang dilancarkan oleh pemerintah untuk menahan efek domino COVID-19 serta mempercepat realisasi anggaran program penanganan COVID-19 dan Pemulihan Ekonomi Nasional (PEN) harus dilakukan oleh Kementerian Koordinator Bidang Perekonomian. Dimulai dengan memperbaiki data penerima bantuan dan menyederhanakan alur birokrasi guna mempercepat penyerapan anggaran nantinya.
3. Memastikan bahwa informasi yang relevan terus mengalir ke ruang pasar melalui media yang transparan seperti situs web resmi, *platform* media elektronik dan media sosial untuk memungkinkan investor membuat keputusan investasi yang tepat dan mengurangi kemungkinan adanya fenomena *pom-pom* di pasar saham.
4. Meningkatkan kegiatan ekonomi dengan melakukan relaksasi Pembatasan Sosial Berskala Besar (PSBB) memang akan berpengaruh positif tapi tidak berkelanjutan. Pemerintah daerah memiliki peran lebih penting dalam melindungi dan mengawal warganya dari ancaman COVID-19, serta mengukur tingkat penyebaran COVID-19. Perbaikan dari sisi kesehatan secara bertahap dan protokol kesehatan yang ketat harus membersamai saat dilakukannya relaksasi PSBB. Jangan sampai kasus infeksi COVID-19 terus meningkat karena kebijakan pembukaan ekonomi.

5. Pengelolaan utang pemerintah harus dilakukan secara bijaksana dan hati-hati. Rasio utang terhadap PDB pada April 2021 meningkat menjadi 41,18% (Kemenkeu, 2021). Berbagai program produktif yang menggunakan dana dari utang perintah harus mampu menggerakan roda perekonomian.

Kementerian Keuangan harus melakukan perhitungan yang matang untuk penambahan utang agar menjaga disiplin fiskal. Kemampuan pemerintah untuk membayar utang dalam jangka waktu tertentu dengan mempertimbangkan sumber pendapatan negara harus diperhitungkan saat akan melakukan penambahan utang negara.

## UCAPAN TERIMA KASIH

Kami mengucapkan terima kasih kepada berbagai pihak yang telah membantu sehingga panduan ini dapat terselesaikan.Ucapan terima kasih khusus kami sampaikan kepada Asosiasi Dosen Ilmu Ekonomi Universitas Brawijaya dan Jurusan Ekonomi Pembangunan Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya yang memungkinkan jurnal ini bisa diterbitkan.

## DAFTAR PUSTAKA

Arikunto, 2006. *Prosedur Penelitian Suatu Pendekatan Praktek.* Jakarta: PT Rineka Cipta.

Glenn, R. & Hubbard, M., 1997. *The Financial System and The Economy.* s.l.:Addison Wasley Longman Inc.

Krugman, P. R. & Obstfeld, M., 2005. *Ekonomi Internasional Jilid 2.* Jakarta: Penerbit Indeks.

Manurung, R., 2016. Pengaruh Inflasi, Suku Bunga, dan Kurs Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan Pada Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ekonomi Vol. 19 No. 4.*

Prasetyo, E., 2011. *Fundamental Makroekonomi.* Yogyakarta: Beta Offset.

Prastowo, N. J., 2008. *Dampak BI Rate terhadap Pasar Keuangan: Mengukur Signifikansi Respon Instrumen Pasar Keuangan terhadap Kebijakan Moneter.* Jakarta: Bank Indonesia.

Samuelson, P. A. & Nordhaus, W. D., 1992. *Makroekonomi Edisi Ke-14.* Jakarta : Penerbit Erlangga.

Setyaningsih, S., 2012. *Analisis Pengaruh Kurs Valas USD, EUR, CNY dan JPY terhadap Indeks LQ45 padacPeriode 2011 di Bursa Efek Indonesia.* [Online] Available at: http://repository.gunadarma.ac.id/bitstream/123456789/4465/1/SRI%20NOVITA%20SARI_slide.pdf [Accessed 26 May 2020].

Sugiyono, 2011. *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan R&D.* Bandung: Afabeta.

Sukirno, S., 2012. *Makro Ekonomi Teori Pengantar.* Jakarta: PT Raja Grafindo Persada.