

Pengaruh Foreign Ownership dan Nilai Tukar Rupiah terhadap Return Saham dengan Volatilitas Pasar sebagai Variabel Moderasi

Monalia Putri Amanda¹, Jonathan Sitompul², Putra Yuliansyah³

^{1,2,3}Program Studi Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Prof. Dr. Hazairin, SH
idhamlakoni474@gmail.com

Abstrak

Penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh foreign ownership dan nilai tukar rupiah terhadap return saham, serta menguji peran moderasi volatilitas pasar pada kedua hubungan tersebut. Studi ini dimotivasi oleh dominasi kepemilikan asing di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang mencapai 40–55 persen kapitalisasi pasar selama 2018–2022 dan volatilitas nilai tukar rupiah yang meningkat akibat tekanan global serta pandemi COVID-19. Belum adanya model terintegrasi yang menggabungkan kedua variabel tersebut dengan moderasi volatilitas pasar menjadi kesenjangan penelitian yang diisi oleh studi ini. Penelitian menggunakan pendekatan kuantitatif asosiatif-kausal dengan regresi data panel Fixed Effect Model (FEM) dan Moderated Regression Analysis (MRA) pada 120 perusahaan non-keuangan BEI periode 2018–2022 (600 observasi firm-year) yang dipilih melalui purposive sampling. Hasil menunjukkan bahwa foreign ownership berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham ($\beta = 0,412$; $p < 0,010$), mencerminkan efek signaling dan monitoring investor asing. Nilai tukar rupiah berpengaruh negatif dan signifikan ($\beta = -0,683$; $p < 0,010$), di mana depresiasi rupiah menekan profitabilitas dan ekspektasi return investor. Secara simultan keduanya signifikan ($F = 38,720$; $p < 0,010$; $R^2 = 0,412$). Volatilitas pasar memperkuat pengaruh negatif nilai tukar terhadap return saham ($\beta = -0,892$; $p < 0,010$), namun tidak memoderasi hubungan foreign ownership dan return saham ($\beta = 0,041$; $p = 0,516$). Strategi lindung nilai nilai tukar perlu ditingkatkan pada periode volatilitas tinggi, sementara kepemilikan asing dapat dipertahankan sebagai indikator kualitas portofolio yang stabil.

Kata Kunci: Foreign Ownership; Nilai Tukar Rupiah; Return Saham; Volatilitas Pasar; Bursa Efek Indonesia

1. Latar Belakang

Dinamika pasar modal di negara berkembang, termasuk Indonesia, semakin tidak dapat dipisahkan dari pengaruh investor asing. Sejak dibukanya Bursa Efek Indonesia (BEI) bagi kepemilikan asing secara lebih luas pascareformasi 1997, proporsi kepemilikan saham oleh investor non-domestik terus mengalami fluktuasi yang mencerminkan sentimen global terhadap emerging market. Data Otoritas Jasa Keuangan (OJK) menunjukkan bahwa kepemilikan asing di pasar saham Indonesia secara konsisten berada pada rentang 40–55 persen dari total nilai kapitalisasi pasar sepanjang 2018–2022, menjadikan arus modal asing sebagai determinan kritis pergerakan harga saham dan return investor domestik.

Di sisi lain, nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika Serikat mencatat volatilitas yang signifikan pada periode yang sama. Tekanan depresiasi tajam terjadi pada semester kedua 2018, kemudian kembali tertekan pada awal 2020 akibat pandemi COVID-19. Guncangan nilai tukar semacam ini secara langsung memengaruhi profitabilitas perusahaan yang memiliki eksposur valuta asing, baik melalui utang luar negeri, biaya impor bahan baku, maupun pendapatan berbasis ekspor, sehingga pada akhirnya tercermin dalam return saham yang diterima investor.

Penelitian mengenai pengaruh foreign ownership terhadap return saham telah menghasilkan temuan yang beragam. Sebagian studi menemukan hubungan positif, seperti yang dikemukakan oleh Drobetz, El Ghouli, Guedhami, dan Yu [1] yang menekankan peran investor institusional asing sebagai mekanisme monitoring tata kelola perusahaan secara global. Pengaruh positif dan signifikan foreign ownership terhadap profitabilitas perusahaan juga dikonfirmasi oleh Perkasa dan Kurniawan [2] dalam konteks Indonesia pada Indeks LQ45 [15]. Namun, Loang [3] berpendapat bahwa investor asing cenderung bersifat destabilitas karena perilaku herding yang memperburuk overreaction pasar dalam jangka pendek. Berbeda dengan itu, Pham Le dan Ngo [4] menemukan bahwa foreign ownership berhubungan negatif dengan volatilitas return saham pada perusahaan keuangan di Vietnam.

Studi cross-country oleh Naufa, Lantara, dan Lau [5] pada enam negara ASEAN memperkuat gambaran bahwa peran foreign ownership terhadap volatilitas dan risiko saham bersifat meredam, khususnya pada periode pascakrisis. Choe, Kho, dan Stulz [6] dalam studi mikrostruktur pasar Korea juga tidak menemukan bukti bahwa perdagangan oleh investor asing bersifat mendestabilisasi pasar saham bahkan pada periode krisis 1997. Studi mengenai pengaruh nilai tukar terhadap return saham juga belum menghasilkan konsensus empiris yang konsisten. Dornbusch dan Fischer (1980, dalam Bonga-Bonga dan Kabwe [7]) dalam kerangka flow-oriented model menjelaskan bahwa perubahan nilai tukar memengaruhi nilai perusahaan melalui dampaknya terhadap arus kas.

Secara empiris, Chancharat dan Suwannapak [8] menemukan hubungan jangka pendek yang signifikan antara nilai tukar dan harga saham di negara-negara ASEAN+6. Untuk konteks Indonesia, Purnomo dan Widianingsih [9] menemukan bahwa depresiasi rupiah berpengaruh negatif dan signifikan terhadap return saham pada periode 2015–2019. Studi mengenai volatilitas pasar sebagai variabel moderasi masih sangat terbatas; Czapkiewicz, Wójtowicz, dan Zaremba [10] menunjukkan bahwa risiko idiosinkratik berkorelasi negatif dengan return saham pada pasar negara berkembang Eropa, sementara Gala, Pagliardi, dan Zenios [11] mengonfirmasi bahwa risiko spesifik-negara yang secara signifikan memengaruhi return saham internasional.

Pada konteks pasar modal Indonesia, Kristian, Adiweni, dan Laksana [12] menemukan bahwa aktivitas perdagangan investor asing memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap volatilitas pasar pada saham-saham Indeks LQ45. Research gap yang diidentifikasi adalah minimnya studi yang mengintegrasikan variabel moderasi volatilitas pasar ke dalam model yang menggabungkan foreign ownership dan nilai tukar secara bersamaan, khususnya dalam konteks Indonesia sebagai emerging market. Mayoritas penelitian terdahulu menganalisis variabel-variabel tersebut secara terpisah, sehingga tidak mampu menangkap efek interaksi yang mungkin terjadi ketika kondisi pasar bergejolak.

Novelty penelitian ini terletak pada operasionalisasi volatilitas pasar domestik—dihitung dari standar deviasi return harian Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)—sebagai variabel moderasi eksplisit dalam model terintegrasi yang menggabungkan foreign ownership dan nilai tukar rupiah secara simultan. Penelitian ini berpijak pada Signaling Theory [13] yang menjelaskan bahwa kehadiran investor asing diinterpretasikan pasar sebagai sinyal positif kualitas perusahaan, Agency Theory [14] yang memberikan fondasi untuk memahami peran monitoring investor asing, serta flow-oriented exchange rate model [7] yang menjelaskan transmisi perubahan nilai tukar terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan latar belakang tersebut, penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh foreign ownership dan nilai tukar rupiah terhadap return saham, baik secara parsial maupun simultan, serta menguji peran moderasi volatilitas pasar pada perusahaan non-keuangan yang terdaftar di BEI periode 2018–2022.

2. Kajian Teori dan Pengembangan Hipotesis

2.1. Signaling Theory dan Foreign Ownership

Signaling Theory yang dikembangkan oleh Spence (1973) menjelaskan bahwa dalam kondisi asimetri informasi, pihak yang memiliki informasi superior akan mengirimkan sinyal yang dapat diamati oleh pihak lain di pasar. Dalam konteks pasar modal, kehadiran investor asing diinterpretasikan sebagai sinyal positif mengenai kualitas fundamental perusahaan [13]. Investor asing, khususnya investor institusional dari negara maju, diasumsikan memiliki kapasitas analisis dan standar due diligence yang lebih ketat dibandingkan rata-rata investor domestik [16]. Ketika investor asing memutuskan untuk masuk atau meningkatkan proporsi kepemilikannya pada suatu perusahaan, tindakan tersebut mengandung pesan implisit bahwa perusahaan tersebut memenuhi kriteria kelayakan investasi berdasarkan standar internasional.

Mekanisme sinyal ini kemudian diterjemahkan pasar menjadi peningkatan permintaan terhadap saham yang bersangkutan, yang pada gilirannya mendorong kenaikan harga dan return saham. Efek sertifikasi (certification effect) yang dibawa oleh investor asing menjadi faktor kunci yang membedakan perusahaan berkualitas dari perusahaan dengan tata kelola lemah. Selain itu, Agency Theory [14] melengkapi argumen ini dengan menegaskan bahwa investor asing berperan sebagai agen pengawas (monitoring agent) yang mampu mengurangi biaya keagenan melalui pengawasan aktif terhadap manajemen, sehingga meningkatkan nilai perusahaan secara berkelanjutan. Berdasarkan argumentasi teoretis tersebut, hipotesis pertama dirumuskan sebagai berikut:

H1: Foreign ownership berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham perusahaan non-keuangan yang terdaftar di BEI.

2.2. Flow-Oriented Model dan Nilai Tukar Rupiah

Flow-Oriented Model yang diperkenalkan oleh Dornbusch dan Fischer (1980, dalam Bonga-Bonga dan Kabwe [7]) menjelaskan hubungan antara nilai tukar dan harga saham melalui dampak perubahan kurs terhadap arus kas

perusahaan. Model ini berpendapat bahwa nilai tukar merupakan variabel makroekonomi yang secara langsung mempengaruhi daya saing ekspor, biaya impor bahan baku, dan beban utang berdenominasi asing. Perubahan nilai tukar yang merugikan (depresiasi mata uang domestik) akan menekan profitabilitas perusahaan melalui dua saluran utama: pertama, peningkatan biaya produksi bagi perusahaan yang bergantung pada bahan baku impor; dan kedua, pembengkakan kewajiban finansial bagi perusahaan dengan utang berdenominasi valuta asing.

Dalam konteks Indonesia sebagai negara berkembang dengan struktur industri yang masih bergantung pada impor, depresiasi rupiah memiliki implikasi yang lebih luas dibandingkan negara-negara dengan basis industri yang lebih mandiri. Tekanan pada margin keuntungan akibat melemahnya rupiah akan mengurangi ekspektasi dividen dan arus kas masa depan, yang kemudian ditransmisikan melalui mekanisme harga saham yang lebih rendah dan return yang menurun bagi investor. Chancharat dan Suwannapak [8] mengonfirmasi adanya hubungan dinamis antara nilai tukar dan pasar saham di kawasan ASEAN+6, termasuk Indonesia [17]. Berdasarkan landasan teori tersebut, hipotesis kedua dan ketiga dirumuskan sebagai berikut:

H2: Nilai tukar rupiah berpengaruh negatif dan signifikan terhadap return saham perusahaan non-keuangan yang terdaftar di BEI.

H3: Foreign ownership dan nilai tukar rupiah secara simultan berpengaruh signifikan terhadap return saham perusahaan non-keuangan yang terdaftar di BEI.

2.3. Volatilitas Pasar sebagai Variabel Moderasi

Volatilitas pasar mencerminkan tingkat ketidakpastian dan risiko sistemik yang dihadapi seluruh pelaku pasar modal dalam suatu periode tertentu. Dalam kondisi volatilitas tinggi, investor cenderung mengadopsi strategi risk-off dengan mengurangi eksposur pada aset berisiko dan beralih ke instrumen yang lebih aman (safe haven assets). Perilaku ini memiliki implikasi penting terhadap bagaimana variabel fundamental, seperti foreign ownership dan nilai tukar, ditransmisikan ke dalam harga saham dan return investor. Czapkiewicz, Wójtowicz, dan Zaremba [10] menunjukkan bahwa risiko idiosinkratik memiliki korelasi negatif dengan return saham, terutama pada kondisi pasar bergejolak di negara-negara berkembang.

Dalam konteks hubungan antara foreign ownership dan return saham, volatilitas pasar diperkirakan tidak akan mengubah arah hubungan tersebut secara signifikan karena investor asing institusional cenderung memiliki horizon investasi jangka panjang yang tidak mudah terpengaruh oleh fluktuasi pasar jangka pendek. Sebaliknya, dalam hubungan antara nilai tukar dan return saham, volatilitas pasar diperkirakan bertindak sebagai amplifier: pada saat kondisi pasar bergejolak, dampak negatif depresiasi rupiah terhadap return saham akan semakin besar karena investor merespons ketidakpastian ganda (risiko nilai tukar sekaligus risiko pasar) dengan tekanan jual yang lebih kuat. Gala, Pagliardi, dan Zenios [11] mengonfirmasi bahwa risiko spesifik-negara berpengaruh signifikan terhadap return saham internasional, khususnya di pasar negara berkembang yang lebih rentan terhadap gejolak eksternal. Berdasarkan argumentasi tersebut, hipotesis moderasi dirumuskan sebagai berikut:

H4: Volatilitas pasar tidak memoderasi secara signifikan hubungan antara foreign ownership dan return saham.

H5: Volatilitas pasar memperkuat pengaruh negatif nilai tukar rupiah terhadap return saham.

3. Metode Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain asosiatif-kausal untuk menguji hubungan sebab-akibat antara variabel independen (foreign ownership dan nilai tukar rupiah), variabel moderasi (volatilitas pasar), dan variabel dependen (return saham) berdasarkan data numerik yang dianalisis secara statistik. Unit analisis adalah perusahaan-tahun (firm-year) dengan dimensi waktu longitudinal selama lima tahun, yaitu periode 2018–2022, pada perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Sektor keuangan dikecualikan karena memiliki regulasi kepemilikan asing yang berbeda dan struktur laporan keuangan yang tidak komparabel.

Pemilihan sampel menggunakan metode purposive sampling dengan kriteria: (1) perusahaan terdaftar secara kontinu di BEI selama periode 2018–2022 tanpa delisting; (2) memiliki laporan tahunan yang dipublikasikan secara lengkap; (3) memiliki data kepemilikan saham asing yang teridentifikasi secara eksplisit; (4) tidak mengalami corporate action mayor yang dapat mendistorsi data harga saham; serta (5) tidak memiliki outlier return saham lebih dari tiga standar deviasi. Berdasarkan kriteria tersebut, diperoleh 120 perusahaan sebagai sampel, menghasilkan 600 observasi firm-year.

Data yang digunakan seluruhnya merupakan data sekunder, terdiri atas laporan tahunan dan laporan keuangan perusahaan melalui portal IDX serta sistem pelaporan KSEI untuk data kepemilikan saham asing, data kurs tengah

rupiah terhadap USD dari Bank Indonesia, serta data historis harga saham penutupan dan IHSG. Pengumpulan data dilakukan melalui teknik dokumentasi sistematis.

Variabel dependen adalah Return Saham (RS), dioperasionalkan sebagai return tahunan dengan rumus $RS_{it} = (P_{it} - P_{it-1} + D_{it}) / P_{it-1}$. Variabel independen pertama adalah Foreign Ownership (FO), diukur sebagai proporsi jumlah lembar saham yang dimiliki investor asing terhadap total saham beredar. Variabel independen kedua adalah Nilai Tukar Rupiah (NT), diproksikan dengan persentase perubahan kurs tengah rupiah terhadap USD secara tahunan. Variabel moderasi adalah Volatilitas Pasar (VP), diukur sebagai standar deviasi return harian IHSG selama satu tahun kalender yang dianualisasi. Variabel kontrol meliputi SIZE (logaritma natural total aset), LEV (debt-to-equity ratio), dan ROE sebagai proksi profitabilitas.

Model utama yang diestimasi terdiri atas dua persamaan. Model 1 menguji pengaruh langsung: $RS_{it} = \alpha + \beta_1 FO_{it} + \beta_2 NT_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \epsilon_{it}$. Model 2 menambahkan unsur moderasi melalui Moderated Regression Analysis (MRA): $RS_{it} = \alpha + \beta_1 FO_{it} + \beta_2 NT_{it} + \beta_3 VP_{it} + \beta_4 (FO_{it} \times VP_{it}) + \beta_5 (NT_{it} \times VP_{it}) + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \beta_8 ROE_{it} + \epsilon_{it}$. Pemilihan model terbaik antara CEM, FEM, dan REM dilakukan melalui Chow test, LM test, dan Hausman test. Analisis menggunakan EViews 12 dan STATA 17 pada tingkat signifikansi 5 persen.

4. Hasil dan Diskusi

4.1. Statistik Deskriptif

Tabel 1 menyajikan statistik deskriptif dari 600 observasi firm-year. Rata-rata return saham sebesar 8,470 persen dengan standar deviasi 31,240 persen, mengindikasikan dispersi yang tinggi antarperusahaan dan antarperiode. Rata-rata foreign ownership sebesar 23,600 persen dengan rentang 0,000 hingga 74,300 persen, sementara rata-rata perubahan nilai tukar rupiah sebesar 3,200 persen mencerminkan kecenderungan depresiasi rupiah sepanjang periode pengamatan. Volatilitas pasar rata-rata tercatat sebesar 14,800 persen dengan nilai maksimum 28,300 persen, merefleksikan periode gejolak pasar akibat pandemi COVID-19 pada 2020.

Tabel 1. Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Variabel	N	Mean	Std.Dev	Min	Max
Return Saham (%)	600	8,470	31,240	-68,120	96,840
Foreign Ownership (%)	600	23,600	18,730	0,000	74,300
Perubahan Nilai Tukar (%)	600	3,200	4,810	-2,100	10,700
Volatilitas Pasar (%)	600	14,800	6,350	8,100	28,300
SIZE (Ln Total Aset)	600	29,870	1,420	26,120	33,610
LEV (DER)	600	0,870	0,720	0,040	4,120
ROE (%)	600	11,300	13,450	-28,600	52,100

Sumber: Data diolah peneliti (2026)

4.2. Hasil Uji Asumsi Klasik

Seluruh uji asumsi klasik telah dipenuhi sebelum estimasi model dilakukan. Uji normalitas residual menggunakan Jarque-Bera test menghasilkan nilai statistik sebesar 2,847 ($p = 0,241$), sehingga residual model dinyatakan berdistribusi normal pada tingkat signifikansi 5 persen. Uji multikolinearitas menggunakan VIF menunjukkan nilai tertinggi sebesar 3,120 pada variabel ROE, di bawah batas 10, sehingga tidak terdapat masalah multikolinearitas. Uji heteroskedastisitas menggunakan White test menghasilkan chi-square sebesar 14,230 ($p = 0,115$), sehingga model bebas heteroskedastisitas. Uji autokorelasi menggunakan Durbin-Watson test menghasilkan nilai DW sebesar 1,984 yang berada dalam rentang tidak terdapat autokorelasi ($dU = 1,812 < DW < 2,188$). Seluruh asumsi klasik terpenuhi.

4.3. Pemilihan Model Data Panel

Chow test menghasilkan F-statistic sebesar 24,310 ($p < 0,010$), sehingga Common Effect Model (CEM) ditolak. LM test menghasilkan chi-square sebesar 312,470 ($p < 0,010$), mengonfirmasi bahwa Random Effect Model (REM) lebih baik daripada CEM. Hausman test menghasilkan chi-square sebesar 18,420 ($p = 0,005$), sehingga Fixed Effect Model (FEM) ditetapkan sebagai model estimasi yang paling sesuai. Penggunaan FEM konsisten dengan kebutuhan untuk mengontrol karakteristik tidak terobservasi yang bersifat tetap antarperusahaan.

4.4. Pengujian Hipotesis

Tabel 2 menyajikan hasil estimasi regresi data panel dengan Fixed Effect Model untuk Model 1 (pengaruh langsung) dan Model 2 (moderasi).

Tabel 2. Hasil Regresi Data Panel – Fixed Effect Model

Variabel	Model 1 Coef.	Std.Error	Model 2 Coef.	Std.Error
Foreign Ownership (FO)	0,412	(0,089)	0,387	(0,093)
Nilai Tukar Rupiah (NT)	-0,683	(0,241)	-0,601	(0,258)
Volatilitas Pasar (VP)	–	–	-0,189	(0,174)
FO × VP	–	–	0,041	(0,063)
NT × VP	–	–	-0,892	(0,213)
SIZE (Kontrol)	0,187	(0,072)	0,191	(0,074)
LEV (Kontrol)	-0,062	(0,051)	-0,058	(0,052)
ROE (Kontrol)	0,301	(0,044)	0,298	(0,045)
Konstanta	-3,241	(1,721)	-3,105	(1,748)
R-squared (Within)	0,412	–	0,451	–
F-statistic	38,720	–	31,140	–
Observasi	600	–	600	–

Catatan: Standard error dalam tanda kurung. *** $p < 0,010$; ** $p < 0,050$; * $p < 0,100$

4.4.1. Pengaruh Foreign Ownership terhadap Return Saham (H1)

Hasil estimasi Model 1 menunjukkan koefisien foreign ownership sebesar 0,412 dengan tingkat signifikansi 1 persen ($p < 0,010$), sehingga H1 diterima. Setiap kenaikan satu poin persentase dalam proporsi kepemilikan asing dikaitkan dengan peningkatan return saham sebesar 0,412 poin persentase, ceteris paribus. Temuan ini konsisten dengan argumen signaling theory dan monitoring hypothesis: investor asing yang masuk atau meningkatkan porsi kepemilikannya menyampaikan sinyal kepercayaan terhadap fundamental perusahaan, yang direspons pasar dengan peningkatan permintaan saham. Hasil ini sejalan dengan Drobetz et al. [1] di tingkat internasional serta Perkasa dan Kurniawan [2] untuk konteks Indonesia. Dalam konteks BEI, kehadiran investor asing dengan kapasitas due diligence yang lebih kuat memberikan certification effect yang mendorong kenaikan harga saham, sekaligus berfungsi sebagai agen tata kelola yang efektif sebagaimana diteorikan dalam agency theory [14]. Temuan ini juga konsisten dengan studi Naufa, Lantara, dan Lau [5] yang menunjukkan bahwa foreign ownership cenderung memiliki efek stabilisasi pada pasar saham di kawasan ASEAN, sekaligus menjadi indikator kualitas portofolio yang dapat diandalkan oleh investor domestik. Besaran koefisien 0,412 juga mengindikasikan bahwa efek ekonomis dari kepemilikan asing cukup substansial: perusahaan dengan proporsi kepemilikan asing 10 persen lebih tinggi rata-rata menghasilkan return tambahan sebesar 4,12 poin persentase per tahun, angka yang tidak dapat diabaikan dalam pengelolaan portofolio jangka menengah.

4.4.2. Pengaruh Nilai Tukar Rupiah terhadap Return Saham (H2)

Koefisien nilai tukar rupiah sebesar -0,683 pada Model 1 menunjukkan pengaruh negatif dan signifikan pada $\alpha = 1$ persen ($p < 0,010$), sehingga H2 diterima. Depresiasi rupiah sebesar satu poin persentase berkaitan dengan penurunan return saham sebesar 0,683 poin persentase. Hasil ini konsisten dengan flow-oriented model [7] dan temuan Purnomo dan Widianingsih [9]. Mekanisme transmisi yang dominan adalah melalui saluran biaya produksi: mayoritas perusahaan dalam sampel memiliki ketergantungan pada bahan baku impor, sehingga depresiasi rupiah langsung meningkatkan beban pokok penjualan dan menekan margin laba. Selain itu, perusahaan dengan utang berdenominasi USD menghadapi peningkatan beban bunga dalam ekuivalen rupiah, yang memperburuk posisi neraca dan mengurangi ekspektasi dividen investor sehingga mendorong tekanan jual. Besaran koefisien yang lebih besar dibandingkan koefisien foreign ownership (0,683 vs 0,412) mengindikasikan bahwa risiko nilai tukar memiliki daya rusak yang lebih kuat terhadap return saham dibandingkan manfaat yang diberikan oleh kepemilikan asing. Hal ini menggarisbawahi urgensi manajemen risiko nilai tukar di tingkat perusahaan, terutama bagi emiten yang memiliki eksposur valuta asing signifikan. Chancharat dan Suwannapak [8] juga mengonfirmasi sensitivitas pasar saham ASEAN terhadap pergerakan nilai tukar, di mana Indonesia menunjukkan respons yang lebih kuat dibandingkan negara ASEAN lainnya akibat struktur impor bahan baku yang lebih besar [17], [18].

4.4.3. Pengaruh Simultan (H3)

F-statistic Model 1 sebesar 38,720 ($p < 0,010$) mengonfirmasi bahwa foreign ownership dan nilai tukar rupiah secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap return saham, sehingga H3 diterima. Koefisien determinasi within sebesar 0,412 menunjukkan bahwa kedua variabel independen bersama variabel kontrol mampu menjelaskan lebih dari 41,200 persen variasi return saham dalam perusahaan sepanjang waktu. Kontribusi variabel

kontrol juga signifikan: SIZE berpengaruh positif ($\beta = 0,187$; $p < 0,010$) dan ROE berpengaruh positif ($\beta = 0,301$; $p < 0,010$), konsisten dengan literatur bahwa profitabilitas merupakan prediktor kuat return saham.

4.4.4. Moderasi Volatilitas Pasar pada Hubungan Foreign Ownership–Return Saham (H4)

Pada Model 2, koefisien interaksi $FO \times VP$ sebesar 0,041 tidak signifikan secara statistik ($p = 0,516$), sehingga H4 ditolak. Volatilitas pasar tidak terbukti memoderasi hubungan antara foreign ownership dan return saham. Hal ini mengindikasikan bahwa efek signaling dan monitoring dari kepemilikan asing bersifat relatif stabil dan tidak berbeda secara signifikan antara periode pasar yang tenang dan bergejolak. Investor asing di BEI dalam sampel ini cenderung merupakan investor institusi jangka panjang, bukan spekulan jangka pendek, sehingga pengaruh positifnya terhadap return saham tidak berubah secara berarti ketika volatilitas meningkat. Temuan ini lebih konsisten dengan Choe, Kho, dan Stulz [6] serta Naufa, Lantara, dan Lau [5] yang menunjukkan bahwa foreign ownership cenderung meredam, bukan memperbesar, risiko saham.

4.4.5. Moderasi Volatilitas Pasar pada Hubungan Nilai Tukar–Return Saham (H5)

Koefisien interaksi $NT \times VP$ sebesar $-0,892$ signifikan pada $\alpha = 1$ persen ($p < 0,010$), mengonfirmasi H5. Volatilitas pasar terbukti memperkuat pengaruh negatif depresiasi rupiah terhadap return saham. Ketika volatilitas pasar tinggi, dampak negatif dari depresiasi rupiah menjadi jauh lebih besar dibandingkan ketika kondisi pasar relatif stabil. Secara ekonomis, hal ini dapat dijelaskan melalui mekanisme amplifikasi risiko: pada periode volatilitas tinggi, investor mengadopsi strategi risk-off secara agresif, menjual aset berisiko termasuk saham emerging market, dan beralih ke aset safe haven. Depresiasi rupiah pada periode seperti ini tidak hanya merefleksikan pelemahan fundamental, tetapi juga memicu capital outflow yang semakin menekan harga saham. Temuan ini mengimplikasikan bahwa intensitas lindung nilai nilai tukar perlu ditingkatkan secara proporsional seiring meningkatnya volatilitas pasar [19].

4.5. Implikasi Temuan

Secara teoritis, hasil penelitian ini memperkuat relevansi signaling theory [13] dan agency theory [14] dalam menjelaskan peran foreign ownership pada pasar modal negara berkembang, sekaligus mengonfirmasi bahwa flow-oriented exchange rate model [7] tetap relevan untuk menjelaskan transmisi nilai tukar terhadap return saham di BEI. Pola moderasi yang asimetris antara H4 dan H5 menunjukkan bahwa sensitivitas hubungan terhadap kondisi volatilitas pasar bergantung pada karakter struktural variabel: foreign ownership yang merefleksikan keputusan investasi jangka panjang berbasis fundamental relatif imun terhadap gejolak pasar jangka pendek, sementara nilai tukar yang sangat responsif terhadap sentimen global menjadi semakin destruktif ketika volatilitas meningkat.

Secara praktis, bagi manajer investasi, strategi portofolio yang mengandalkan saham dengan proporsi foreign ownership tinggi sebagai indikator kualitas dapat dipertahankan tanpa penyesuaian khusus berdasarkan rezim volatilitas. Sebaliknya, eksposur terhadap risiko nilai tukar memerlukan pendekatan hedging yang bersifat dinamis. Bagi regulator, temuan ini mendukung kebijakan stabilisasi nilai tukar rupiah dan pendalaman pasar derivatif sebagai instrumen manajemen risiko bagi pelaku pasar modal Indonesia.

5. Kesimpulan

Penelitian ini menghasilkan beberapa kesimpulan utama. Foreign ownership terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham perusahaan non-keuangan di BEI periode 2018–2022, mendukung argumen bahwa kehadiran investor asing membawa efek sinyal kepercayaan sekaligus mekanisme pengawasan yang meningkatkan nilai perusahaan. Nilai tukar rupiah terbukti berpengaruh negatif dan signifikan terhadap return saham, sejalan dengan flow-oriented model yang menekankan saluran transmisi melalui biaya produksi dan beban utang berdenominasi asing. Secara simultan, kedua variabel independen tersebut memberikan penjelasan yang signifikan terhadap variasi return saham dengan koefisien determinasi sebesar 0,412. Volatilitas pasar tidak terbukti memoderasi hubungan antara foreign ownership dan return saham, mengindikasikan bahwa efek positif kepemilikan asing bersifat stabil terlepas dari kondisi pasar. Sebaliknya, volatilitas pasar terbukti memperkuat pengaruh negatif nilai tukar rupiah terhadap return saham melalui mekanisme amplifikasi risiko. Implikasi penelitian ini mencakup pentingnya strategi hedging nilai tukar yang dinamis pada periode volatilitas tinggi, serta pemantapan kebijakan stabilisasi nilai tukar rupiah oleh otoritas moneter. Penelitian lanjutan disarankan membedakan tipe investor asing, mengaplikasikan threshold regression untuk mendeteksi titik kritis volatilitas, serta memperluas analisis ke level sektoral.

Referensi

- [1] W. Drobetz, S. El Ghouli, O. Guedhami, and X. Yu, "Beyond ownership: The role of institutional investors in international corporate governance," *Corporate Governance: An International Review*, vol. 33, no. 5, pp. 1024–1038, 2025. <https://doi.org/10.1111/corg.12635>
- [2] F. M. Perkasa and M. Kurniawan, "Pengaruh Foreign Ownership terhadap Return on Asset pada Perusahaan yang Terdaftar di Indeks LQ45," *AKUA: Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 2025.
- [3] O. K. Loang, "Financial stability at risk: Evidence from market overreaction and herding behaviour in developed and emerging markets," *China Finance Review International*, vol. 15, no. 1, pp. 67–92, 2025.
- [4] T. V. Pham Le and H. T. Ngo, "Impact of foreign ownership on stock return volatility of financial firms in Vietnam," *Frontiers of Finance*, vol. 2, no. 1, 2024. <https://doi.org/10.59429/ff.v2i1.6312>
- [5] A. M. Naufa, I. W. N. Lantara, and W.-Y. Lau, "The impact of foreign ownership on return volatility, volume, and stock risks: Evidence from ASEAN countries," *Economic Analysis and Policy*, vol. 64, pp. 221–235, 2019. <https://doi.org/10.1016/j.eap.2019.09.002>
- [6] H. Choe, B.-C. Kho, and R. M. Stulz, "Do foreign investors destabilize stock markets? The Korean experience in 1997," *Journal of Financial Economics*, vol. 54, no. 2, pp. 227–264, 1999. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00037-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00037-9)
- [7] L. Bonga-Bonga and M. Kabwe, "The role of key factors in the relationship between exchange rate and stock market," *Risk and Decision Analysis*, 2026. <https://doi.org/10.1177/15697371251415112>
- [8] S. Chancharat and S. Suwannapak, "The dynamic relationship between ASEAN+6 exchange rates and stock markets: Application of the ARDL model," *Journal of Asian Business and Economic Studies*, vol. 31, no. 5, pp. 365–377, 2024. <https://doi.org/10.1108/JABES-01-2024-0026>
- [9] T. H. Purnomo and L. P. Widianingsih, "Pengaruh nilai tukar rupiah, inflasi, dan suku bunga terhadap return saham di Bursa Efek Indonesia," *Jurnal Riset Manajemen dan Bisnis*, vol. 16, no. 1, pp. 47–58, 2021. <https://doi.org/10.21460/jrmb.2021.161.371>
- [10] A. Czapkiewicz, T. Wójtowicz, and A. Zaremba, "Idiosyncratic risk and cross-section of stock returns in emerging European markets," *Economic Modelling*, vol. 124, p. 106322, 2023. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2023.106322>
- [11] V. D. Gala, G. Pagliardi, and S. A. Zenios, "Global political risk and international stock returns," *Journal of Empirical Finance*, vol. 72, pp. 78–102, 2023. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2023.03.004>
- [12] M. Kristian, S. Adiwena, and Y. B. Laksana, "Foreign investor and market volatility: Evidence on Indonesia stock market," *International Journal of Application on Economics and Business*, vol. 1, no. 2, pp. 410–418, 2023. <https://doi.org/10.24912/ijaeb.v1.i2.410-418>
- [13] M. Spence, "Job market signaling," *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 87, no. 3, pp. 355–374, 1973. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- [14] R. Hendrastuti and R. F. Harahap, "Agency theory: Review of the theory and current research," *Jurnal Akuntansi Aktual*, vol. 10, no. 1, pp. 85–100, 2023. <https://doi.org/10.17977/um004v10i12023p085>
- [15] F. A. Rudiawami, D. Sulistiawan, and B. S. Sergi, "The role of the net purchase of stocks by foreign investors in boosting stock returns: Evidence from the Indonesian stock market," *Economic Modelling*, vol. 135, p. 106730, 2024. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2024.106730>
- [16] R. Z. F. Arsyah and E. D. Arfinto, "Relationship of companies' characteristics to foreign ownership: Studies on emerging market stock exchange in seven countries from ASEAN and Middle East," *Diponegoro International Journal of Business*, vol. 7, no. 1, pp. 58–69, 2024. <https://doi.org/10.14710/dijb.7.1.2024.58-69>
- [17] X. He, K. K. Gokmenoglu, D. Kirikkaleli, and S. K. A. Rizvi, "Co-movement of foreign exchange rate returns and stock market returns in an emerging market: Evidence from the wavelet coherence approach," *International Journal of Finance & Economics*, vol. 28, no. 2, pp. 1994–2005, 2023. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2522>
- [18] N. Sreenu, "Effect of exchange rate volatility and inflation on stock market returns dynamics—Evidence from India," *International Journal of System Assurance Engineering and Management*, vol. 14, no. 3, pp. 836–843, 2023. <https://doi.org/10.1007/s13198-023-01914-3>
- [19] B. Rakshit and Y. Neog, "Effects of the COVID-19 pandemic on stock market returns and volatilities: Evidence from selected emerging economies," *Studies in Economics and Finance*, vol. 39, no. 4, pp. 549–571, 2022. <https://doi.org/10.1108/SEF-09-2020-0389>