



DUA BURSA, SATU SAHAM: PENGARUH KURS RUPIAH DAN LIKUIDITAS PADA ARBITRASE TELKOM IDX DAN ADR

Yohanes Vianney Ario Nugroho^{1*}, Nawwaf Raihan Ryant Mahendra², Desy Dwi Ariyani³
^{1,2,3} Program Studi Manajemen, Universitas Dian Nuswantoro, Indonesia
*Corresponding Email: 211202308230@mhs.dinus.ac.id

ABSTRACT

This study analyzes the relationship between the Rupiah exchange rate, trading liquidity, and cross-market stock arbitrage, using PT Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) and as American Depositary Receipts (ADR) on the New York Stock Exchange (NYSE). Monthly data from January 2023 to December 2025 are analyzed using multiple linear regression. The results show that the Rupiah exchange rate has a negative and significant effect on arbitrage opportunities, indicating that fluctuations in the exchange rate tend to reduce potential gains from cross-market price differences. Trading liquidity also has a negative and significant effect, suggesting that higher liquidity accelerates price adjustments across markets. Simultaneously, both variables significantly influence cross-market stock arbitrage.

Keywords: Exchange Rate; Trading Liquidity; Stock Arbitrage; ADR

ABSTRAK

Penelitian ini menganalisis hubungan antara nilai tukar Rupiah, likuiditas perdagangan, dan arbitrase saham lintas pasar dengan menggunakan PT Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (IDX) dan sebagai American Depositary Receipts (ADR) di New York Stock Exchange (NYSE). Data bulanan dari Januari 2023 hingga Desember 2025 dianalisis menggunakan regresi linear berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa nilai tukar Rupiah berpengaruh negatif dan signifikan terhadap peluang arbitrase, yang mengindikasikan bahwa fluktuasi nilai tukar cenderung mengurangi potensi keuntungan dari perbedaan harga lintas pasar. Likuiditas perdagangan juga berpengaruh negatif dan signifikan, yang menunjukkan bahwa likuiditas yang lebih tinggi mempercepat penyesuaian harga antar pasar. Secara simultan, kedua variabel tersebut berpengaruh signifikan terhadap arbitrase saham lintas pasar.

Kata Kunci: Nilai Tukar; Likuiditas Perdagangan; Arbitrase Saham; ADR

PENDAHULUAN

Pasar modal global yang semakin terintegrasi membuka peluang arbitrase, yaitu kegiatan memanfaatkan perbedaan harga untuk sebuah aset yang sama di dua bursa berbeda. Salah satu perusahaan publik Indonesia yang menarik untuk dianalisis dalam konteks ini adalah PT Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk, yang bergerak di bidang telekomunikasi, layanan data, dan platform digital. Saham Telkom tercatat di Bursa Efek Indonesia (kode: TLKM) sekaligus melalui ADR (American Depositary Receipt) di New York Stock Exchange (kode: TLK), sehingga memungkinkan investor membandingkan harga sahamnya di pasar domestik dan luar negeri.



Gambar 1. Perbandingan grafik pergerakan saham TLKM dengan TLK.ADR

Sumber: TradingView (2025)

Ketika harga saham Telkom di IDX dibandingkan dengan ADR-nya di NYSE setelah konversi mata uang, grafik perbandingannya terkadang menunjukkan perbedaan yang tidak kecil: misalnya periode ketika kurs Rupiah terhadap Dolar AS melemah tajam, harga TLK.ADR yang dalam USD bila dikonversi ke rupiah menjadi tampak jauh berbeda dibanding harga Telkom di IDX; sebaliknya, pada saat likuiditas perdagangan di salah satu bursa rendah atau spread bid-ask membesar, perbedaan tersebut dapat melebar. Fenomena inilah yang memunculkan pertanyaan apakah kurs valuta asing dan tingkat likuiditas perdagangan di masing-masing bursa benar-benar memiliki pengaruh signifikan terhadap potensi arbitrase antara kedua pasar. Beberapa penelitian lokal telah mempelajari pengaruh kurs dan likuiditas terhadap harga saham secara umum. Pada penelitian terdahulu yang mengevaluasi perusahaan-perusahaan dalam indeks LQ45 menemukan bahwa kurs dan likuiditas mempunyai pengaruh signifikan terhadap harga saham (Oktavia & Khairiyah, 2023). Studi lain menggunakan pendekatan ARDL menunjukkan bahwa perubahan kurs mempunyai hubungan negatif terhadap return saham di Indonesia, terutama di masa ketidakstabilan ekonomi (Syamni, Sawitri, Ansari, Rasyimah, & Husaini, 2022).

Penelitian tentang thin trading di Asia juga mengungkap bahwa perusahaan-perusahaan dengan likuiditas rendah mengalami eksposur yang lebih besar terhadap fluktuasi nilai tukar (Lily, Bujang, & Karia, 2022). Sedangkan di luar negeri, penelitian mengenai dampak kurs terhadap return indeks saham di berbagai negara bebas floating menunjukkan bahwa perubahan nilai tukar mempengaruhi kinerja pasar saham lintas negara (Zarei, Ariff, & Bhatti, 2019). Dalam konteks ini, kurs rupiah terhadap dolar AS dan likuiditas perdagangan menjadi dua variabel utama yang kemungkinan besar memengaruhi besarnya peluang arbitrase bagi Telkom. Kurs yang fluktuatif dapat menyebabkan selisih konversi yang cukup besar antara harga di NYSE dan harga di IDX, sehingga apabila likuiditas tinggi (transaksi cepat, spread kecil, biaya transaksi rendah), peluang arbitrase dapat muncul atau dieksekusi dengan relatif efisien. Sebaliknya, likuiditas yang lemah dapat menjadi hambatan besar, meskipun perbedaan nilai tercatat ada, karena biaya transaksi, slippage, atau waktu konversi akan mengikis potensi keuntungan (Awwaliyah, Viverita, Wibowo, & Husodo, 2017).

Secara nyata, masih sedikit penelitian yang secara khusus mengkaji arbitrase antara saham yang sama tercatat di IDX dan di pasar luar negeri seperti NYSE, terutama dengan Telkom sebagai objek studi. Kondisi pasar saat ini memperlihatkan bahwa pelemahan rupiah, disertai dengan inflasi dan ketidakpastian ekonomi global, telah memperluas volatilitas kurs (Aprilliantoni & Jimale, 2024). Di sisi lain, likuiditas pasar saham domestik menunjukkan fluktuasi baik dalam volume perdagangan maupun kecepatan eksekusi order yang mungkin semakin membedakan keefisienan arbitrase antar bursa. Tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis seberapa besar pengaruh nilai tukar rupiah terhadap dolar AS dan likuiditas perdagangan terhadap peluang arbitrase saham lintas bursa bagi saham Telkom. Penelitian ini juga bertujuan untuk menentukan variabel mana yang memiliki daya pengaruh lebih dominan, serta bagaimana interaksi keduanya dapat memengaruhi keputusan investor dan implikasi kebijakan terkait perdagangan saham multilist di Indonesia.

TINJAUAN PUSTAKA

Arbitrase dan Prinsip “Law of One Price”

Arbitrase dalam teori keuangan adalah strategi untuk memperoleh keuntungan tanpa risiko (idealnya) dengan memanfaatkan perbedaan harga untuk instrumen identik di dua pasar berbeda. Konsep ini berkaitan erat dengan prinsip *law of one price* yakni bahwa satu aset dengan arus kas identik seharusnya memiliki harga yang sama di semua pasar (setelah disesuaikan biaya transaksi, kurs, dan friksi pasar). Jika ada penyimpangan, maka arbitrase akan mendorong harga kembali ke paritas atau keseimbangan.

Namun dalam praktik nyata, arbitrase tidak selalu “tanpa risiko” karena beberapa kendala: biaya transaksi (brokerage, spread, pajak), keterlambatan informasi (latency), risiko eksekusi, aturan penyelesaian transaksi lintas negara, dan risiko konvergensi (apakah harga benar-benar akan kembali ke paritas). De Jong, Rosenthal & van Dijk (2009) menunjukkan bahwa meski strategi arbitrase pada perusahaan dual-listed secara teori bisa menghasilkan abnormal return, volatilitas penyimpangan dan ketidakpastian jangka konvergensi menjadi hambatan utama (Jong, Rosenthal, & Dijk, 2009). Dalam konteks lintas bursa (cross-listing atau ADR), arbitrase akan melibatkan aspek tambahan seperti nilai tukar, konversi saham/DR, dan hambatan regulasi antar negara.

Saham Cross-Listed dan ADR: Karakteristik dan Dinamika Harga

Saham cross-listed atau dual-listed merujuk kepada perusahaan yang mencatat sahamnya di lebih dari satu bursa (baik melalui pendaftaran langsung maupun melalui instrumen seperti Depositary Receipts). Dalam kasus ADR (American Depositary Receipt), ADR mewakili kepemilikan saham domestik yang diperdagangkan di pasar AS. Hubungan antara harga ADR dan saham domestik di negara asalnya sangat dipengaruhi oleh kurs valuta asing dan mekanisme konversi (bank depositary, hak dividen, biaya depositary). Cheung et al. (2014) mengamati bahwa pergerakan pasar dan likuiditas memengaruhi return ADR dan hubungannya dengan underlying stock.

Beberapa aspek penting yang diperhatikan dalam literatur cross-listed:

- **Penyimpangan harga (price deviations / premiums / discounts):** misalnya perbedaan (%) antara harga ADR (dikonversi ke mata uang lokal) dan harga saham domestik. Multi-market trading studies menemukan bahwa deviasi rata-rata mungkin kecil (beberapa basis poin) tetapi volatil dan kadang ekstrem (Poutré, Dionne, & Yergeau, 2023).
- **Likuiditas sebagai faktor konvergensi harga:** Atanasova et al. (2018) menunjukkan bahwa likuiditas yang lebih tinggi (volume lebih besar, spread lebih sempit) berkaitan dengan premium ADR yang lebih rendah dan konvergensi harga lebih cepat (Atanasova

& Li, 2018).

- **Friksi dan biaya yang menghambat arbitrase:** meliputi faktor-faktor seperti perbedaan harga jual dan beli (spread), pergeseran harga akibat volume transaksi besar atau keterlambatan eksekusi (slippage), biaya kepemilikan aset selama periode tertentu, beban kepatuhan terhadap regulasi lintas yurisdiksi, kewajiban pajak, biaya penyelesaian transaksi antarnegara, serta risiko keterlambatan informasi yang umumnya muncul dalam strategi perdagangan dengan frekuensi tinggi.
- **Arbitrase frekuensi tinggi / latency arbitrage:** Poutré et al. (2023) mengembangkan strategi arbitrase frekuensi tinggi dengan menggabungkan elemen pairs trading dan triangular arbitrage, serta memasukkan faktor latency dan biaya transaksi ke dalam model. Mereka menunjukkan bahwa strategi arbitrase internasional mungkin menguntungkan jika latency dan friksi cukup kecil (Poutré et al., 2023).

Dalam konteks Telkom yang tercatat di IDX dan ADR-nya, saham tersebut secara konseptual adalah instrumen sama yang diperdagangkan di dua pasar berbeda, sehingga peluang arbitrase muncul ketika ada perbedaan harga yang cukup setelah mempertimbangkan kurs dan friksi. Namun hambatan teknis, regulasi, dan likuiditas akan mempengaruhi realisasi peluang tersebut.

Nilai Tukar (Rupiah–Dolar) dan Perannya dalam Arbitrase Lintas Bursa

Karena ADR diperdagangkan dalam dolar AS dan saham domestik di Indonesia dalam rupiah, fluktuasi nilai tukar IDR/USD menjadi faktor yang tak terelakkan dalam analisis arbitrase. Setiap perubahan kurs akan mempengaruhi harga relatif antara ADR (setelah dikonversi ke rupiah) dan saham domestik. Secara teoretis, jika rupiah melemah terhadap dolar, maka harga ADR yang dalam USD bila dikonversi ke rupiah akan naik ini bisa mengubah hubungan deviasi harga antar pasar. Sebaliknya, apresiasi rupiah bisa menurunkan konversi harga ADR ke rupiah. Literatur juga menunjukkan bahwa pasar valuta asing di Indonesia memiliki karakter volatil dan dipengaruhi oleh banyak faktor kebijakan (intervensi bank sentral, aliran modal asing, ekspektasi suku bunga).

IMF (2021) memberikan ikhtisar pasar valuta asing Indonesia dan instrumen kebijakan terkait (IMF, 2021). Di sisi empiris, literatur juga menemukan adanya hubungan signifikan antara nilai tukar dan likuiditas pasar saham domestik. Misalnya, riset “Determinant of Market Liquidity in Indonesia” menemukan bahwa nilai tukar memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap likuiditas pasar saham Indonesia (Manurung, Machdar, Simanjuntak, & Manurung, 2024). Karena itu, dalam riset ini, nilai tukar diharapkan menjadi salah satu determinan penting dalam menjelaskan potensi arbitrase antar pasar.

Likuiditas Perdagangan dan Hubungannya dengan Arbitrase

Likuiditas adalah kemampuan pasar untuk menampung transaksi besar tanpa memicu perubahan harga besar (slippage) atau secara sederhana, bagaimana mudahnya membeli atau menjual saham tanpa “membebani” harga. Semakin tinggi likuiditas, semakin efisien pasar dalam menyesuaikan harga. Dalam konteks arbitrase lintas bursa, likuiditas sangat penting karena arbitraseur membutuhkan kemampuan untuk masuk dan keluar posisi dengan cepat dan dengan biaya minimal agar selisih harga bisa dieksploitasi. Jika pasar kurang likuid, maka biaya slippage dan dampak eksekusi bisa menggerus potensi keuntungan arbitrase.

Penelitian Atanasova et al. (2018) menunjukkan bahwa likuiditas yang tinggi pada ADR dan saham domestik mempercepat konvergensi harga dan mengurangi penyimpangan harga (premium ADR) (Atanasova & Li, 2018). Selain itu, literatur mikrostruktur pasar sering menggunakan proksi likuiditas seperti volume perdagangan, turnover, bid-ask spread, dan ukuran illiquidity seperti Amihud ratio (return/volume). Dalam penelitian pasar Indonesia,

indikator-indikator ini sering dipakai untuk mengukur dampak likuiditas terhadap return dan efisiensi pasar.

Lebih jauh, beberapa penelitian dalam konteks pasar berkembang menyebut bahwa arbitrase lebih mudah dijalankan pada saham besar dan likuid dibanding saham kecil atau illiquid (karena biaya lebih rendah, risiko lebih terkendali). Yeyati (2009) misalnya menyebut bahwa arbitrase lebih efektif untuk perusahaan-perusahaan besar dari negara emerging yang likuid dan terintegrasi pasar modalnya (Yeyati, Schmukler, & Van Horen, 2009). Selain itu, aktivitas arbitrase memiliki peran penting terhadap tingkat likuiditas pasar. Kehadiran pelaku arbitrase dapat mendorong peningkatan frekuensi dan volume transaksi, memperkecil spread harga, serta menambah kedalaman pasar melalui penciptaan keseimbangan permintaan dan penawaran. Dampak ini umumnya terlihat pada perdagangan saham yang tercatat di lebih dari satu bursa, seperti American Depositary Receipts yang memperlihatkan hubungan dinamis antara efisiensi harga dan likuiditas lintas pasar (Rösch, 2020).

Kajian Empiris sejenis dan Relevansi dengan Kasus Telkom

Beberapa studi empiris terdahulu memberikan landasan penting bagi analisis arbitrase lintas bursa, khususnya dalam konteks saham yang tercatat di lebih dari satu pasar. Penelitian berjudul “Stock Price Behavior in Dual Listing Stock on Indonesia” menyoroti adanya peluang arbitrase antara Bursa Efek Indonesia (IDX) dan pasar Amerika Serikat melalui instrumen American Depositary Receipts (ADR). Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa terdapat penyimpangan harga yang dapat dimanfaatkan oleh pelaku pasar, tergantung pada selisih waktu perdagangan antar bursa serta arus informasi yang mengalir di antara keduanya. Temuan ini memperkuat pandangan bahwa efisiensi harga lintas pasar masih bergantung pada tingkat keterpaduan informasi global dan kecepatan reaksi investor terhadap perubahan nilai tukar maupun perbedaan waktu operasional (Aziz & Yetty, 2016).

Penelitian lain bertajuk “Multi-Market Trading and Arbitrage” memberikan kontribusi dengan mengukur sejauh mana deviasi harga ADR dibandingkan dengan saham domestik serta menghubungkannya dengan aspek likuiditas dan mikrostruktur pasar. Studi ini menjelaskan bahwa semakin tinggi likuiditas suatu saham, semakin kecil potensi deviasi harga yang muncul di antara bursa yang berbeda. Faktor mikrostruktur, seperti biaya transaksi dan kedalaman pasar, juga terbukti berperan penting dalam menentukan efisiensi arbitrase. Hasil penelitian tersebut menegaskan bahwa arbitrase bukan hanya fenomena perbedaan harga semata, melainkan juga hasil dari dinamika kompleks yang melibatkan perilaku pelaku pasar dan karakteristik sistem perdagangan di masing-masing bursa (Gagnon & Karolyi, 2010).

Sementara itu, riset oleh Poutré et al. (2022) yang berfokus pada arbitrase frekuensi tinggi lintas pasar menunjukkan bahwa strategi arbitrase dapat memberikan keuntungan signifikan apabila faktor latency, biaya transaksi, serta risiko pasar diperhitungkan secara hati-hati. Studi ini menyoroti pentingnya efisiensi teknologi dan kecepatan informasi dalam meminimalkan risiko latensi yang sering kali menjadi hambatan utama dalam perdagangan berfrekuensi tinggi (Poutré et al., 2023). Dalam konteks pasar domestik, penelitian “Determinant of Market Liquidity in Indonesia” menegaskan bahwa nilai tukar dan faktor eksternal lainnya memiliki pengaruh yang cukup besar terhadap likuiditas saham di Indonesia. Hasil ini memberikan relevansi langsung terhadap penelitian mengenai pengaruh kurs dan likuiditas terhadap peluang arbitrase lintas bursa, karena menunjukkan keterkaitan antara variabel makroekonomi dan efisiensi pasar keuangan domestik (Manurung et al., 2024).

Kerangka Pemikiran (Model Analitik)

Berdasarkan teori dan kajian empiris yang telah dibahas, hubungan antara variabel dalam penelitian ini dapat dijelaskan melalui suatu model konseptual yang menggambarkan pengaruh nilai tukar dan likuiditas terhadap potensi arbitrase saham lintas bursa. Potensi arbitrase

diartikan sebagai peluang untuk memperoleh keuntungan dari perbedaan harga saham yang tercatat di dua bursa berbeda, dalam hal ini antara saham Telkom di Bursa Efek Indonesia (IDX) dan American Depositary Receipts (ADR) di New York Stock Exchange (NYSE). Nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika berperan penting karena menentukan nilai konversi harga ADR ke dalam rupiah. Perubahan nilai tukar dapat mengubah selisih harga antara kedua pasar, sehingga memunculkan atau menghilangkan peluang arbitrase. Di sisi lain, likuiditas perdagangan menjadi faktor utama yang menentukan seberapa mudah pelaku arbitrase dapat membuka dan menutup posisi tanpa menimbulkan biaya transaksi yang tinggi atau risiko harga yang besar.

Dalam kondisi likuiditas tinggi, pelaku arbitrase memiliki peluang lebih besar untuk mengeksekusi strategi secara efisien karena pasar menyediakan kedalaman yang cukup serta biaya transaksi yang relatif rendah. Sebaliknya, pada kondisi likuiditas rendah, meskipun terdapat selisih harga antar pasar, proses eksekusi arbitrase sering kali tidak optimal bahkan tidak layak dilakukan karena risiko harga yang tinggi dan keterbatasan volume transaksi. Selain itu, terdapat kemungkinan interaksi antara kedua variabel tersebut, di mana pengaruh nilai tukar terhadap potensi arbitrase menjadi lebih signifikan ketika likuiditas pasar meningkat. Dalam konteks penelitian ini, faktor-faktor kontrol tambahan seperti volatilitas harga saham, perbedaan jam operasional antar bursa, serta kondisi makroekonomi seperti suku bunga dan arus modal asing dapat turut dipertimbangkan untuk memperkaya analisis dan memperjelas dinamika arbitrase lintas pasar. Secara matematis, model regresi empiris bisa berkisar pada bentuk:

$$Arbitrase_t = \alpha + \beta_1 Kurs_t + \beta_2 Likuiditas_t + \varepsilon_t$$

Hipotesis Penelitian

Berdasarkan kajian teori dan empiris tersebut, hipotesis yang dapat diajukan adalah sebagai berikut:

- **H₁**: Nilai tukar rupiah–dolar dan likuiditas perdagangan berpengaruh signifikan terhadap potensi arbitrase saham lintas bursa (Telkom IDX vs ADR).
- **H₀**: Nilai tukar rupiah–dolar dan likuiditas perdagangan tidak berpengaruh signifikan terhadap potensi arbitrase saham lintas bursa (Telkom IDX vs ADR).

Beberapa penelitian empiris menunjukkan bahwa faktor likuiditas dan nilai tukar memiliki peran penting dalam mekanisme arbitrase lintas bursa. Sebagai contoh, Arbitrage opportunities and liquidity: An intraday event study on cross-listed stocks oleh Ghadhab (2018) menunjukkan bahwa ketika peluang arbitrase terjadi, likuiditas pasar meningkat dan terdapat hubungan kausalitas timbal-balik antara pergerakan harga dan ukuran likuiditas (Ghadhab, 2018). Studi-studi tersebut memberikan landasan bahwa likuiditas memang berpengaruh terhadap potensi arbitrase. Sementara itu, dalam penelitian International High-Frequency Arbitrage for Cross-Listed Stocks oleh Poutré, Dionne & Yergeau (2022) terbukti bahwa arbitrase lintas negara pada saham tercatat ganda juga tidak dapat dilepaskan dari faktor nilai tukar (kurs mata uang) dan berbagai friksi pasar seperti latency dan spread (Poutré, Dionne, & Yergeau, 2022). Dengan demikian, pengajuan hipotesis bahwa nilai tukar rupiah-dolar dan likuiditas perdagangan berpengaruh signifikan terhadap potensi arbitrase saham lintas bursa (kasus Telkom Indonesia di IDX vs ADR) menjadi sangat layak untuk diuji secara empiris.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif untuk menganalisis hubungan antara variabel-variabel ekonomi dalam konteks arbitrase saham lintas bursa, khususnya saham

Telkom antara Bursa Efek Indonesia (IDX) dan New York Stock Exchange (NYSE). Metodologi ini dirancang untuk menguji hipotesis melalui analisis regresi empiris, yang melibatkan pengumpulan data sekunder dan analisis statistik untuk mengidentifikasi pola dan korelasi. Pendekatan ini dipilih karena memungkinkan pengukuran objektif terhadap variabel seperti kurs mata uang, likuiditas pasar, dan aktivitas arbitrase, dengan tujuan menghasilkan temuan yang dapat digeneralisasi. Penelitian ini dilakukan dalam periode waktu tertentu untuk meminimalkan bias temporal dan memastikan relevansi data dengan kondisi pasar terkini.

Populasi ini dipilih karena Telkom merupakan salah satu emiten terbesar di Indonesia dengan aktivitas arbitrase lintas bursa yang signifikan, sehingga mewakili dinamika pasar saham internasional (Tandelilin, 2017). Populasi dalam penelitian ini mencakup seluruh data transaksi saham Telkom yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (IDX) dan American Depositary Receipts (ADR) Telkom di New York Stock Exchange (NYSE). Data populasi diambil dari sumber resmi seperti situs resmi BEI dan NYSE, yang menyediakan informasi historis tentang harga saham, volume perdagangan, dan indikator likuiditas. Penggunaan populasi ini memungkinkan analisis komprehensif terhadap fenomena arbitrase, di mana perbedaan harga antara IDX dan NYSE dapat memicu aktivitas perdagangan untuk mencapai efisiensi pasar.

Sampel penelitian terdiri dari data bulanan saham Telkom IDX dan ADR NYSE selama periode 1 Januari 2024 hingga 31 Oktober 2025. Kriteria sampel meliputi data yang tersedia secara lengkap, akurat, dan bebas dari anomali seperti hari libur bursa atau peristiwa luar biasa yang dapat memengaruhi harga saham. Periode bulanan dipilih untuk mengurangi volatilitas harian dan fokus pada tren jangka menengah, dengan total sampel diperkirakan mencapai 24 observasi (12 bulan per tahun untuk dua tahun). Teknik sampling menggunakan purposive sampling, di mana data dipilih berdasarkan ketersediaan dan relevansi dengan variabel penelitian, seperti kurs rupiah terhadap dolar AS, indikator likuiditas (misalnya volume perdagangan dan spread harga), serta indikator arbitrase (misalnya perbedaan harga saham lintas bursa) (Arikunto, 1998). Pendekatan ini memastikan sampel representatif dan meminimalkan bias seleksi.

Teknik utama analisis data dalam penelitian ini adalah model regresi empiris, yang diterapkan untuk mengevaluasi hubungan kausal antara variabel independen (kurs valuta dan likuiditas) dengan variabel dependen (arbitrase saham lintas bursa Telkom IDX dan ADR). Model regresi yang digunakan adalah regresi linier berganda. Analisis ini dilakukan menggunakan perangkat statistik seperti SPSS atau EVIEWS untuk menghitung koefisien determinasi (R^2), uji F untuk signifikansi model, dan uji t untuk signifikansi masing-masing variabel. Teknik ini memungkinkan identifikasi kontribusi setiap variabel terhadap arbitrase, serta pemeriksaan asumsi standar seperti normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi untuk menjamin validitas hasil.

Selain model regresi, penelitian ini melibatkan uji korelasi antar variabel untuk mengukur kekuatan dan arah hubungan antara kurs, likuiditas, dan arbitrase saham lintas bursa Telkom IDX dan ADR. Uji korelasi Pearson digunakan untuk variabel kontinyu, dengan koefisien korelasi (r) yang diinterpretasikan sebagai indikator kekuatan hubungan (misalnya, $r > 0,7$ menunjukkan korelasi kuat). Analisis ini penting untuk mendeteksi multikolinearitas antara kurs dan likuiditas, yang dapat memengaruhi akurasi model regresi. Hasil uji korelasi akan diintegrasikan dengan analisis regresi untuk memberikan wawasan mendalam tentang bagaimana fluktuasi kurs memengaruhi likuiditas dan pada akhirnya arbitrase, dengan referensi pada teori efisiensi pasar. Pendekatan ini memastikan bahwa temuan penelitian didasarkan pada bukti empiris yang kuat dan dapat diandalkan untuk rekomendasi kebijakan.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif memberikan gambaran umum mengenai karakteristik data penelitian yang mencakup nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika Serikat, likuiditas perdagangan saham, dan potensi arbitrase saham lintas bursa pada PT Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk antara Bursa Efek Indonesia (IDX) dan American Depositary Receipt (ADR) di New York Stock Exchange (NYSE). Data yang digunakan merupakan data bulanan selama periode Januari 2023 hingga Desember 2025 dengan total 36 observasi.

Tabel 1. Hasil Statistik Deskriptif

Date: 01/06/26 Time: 18:00
Sample: 2023 2025

	KURS_RUPL...	LIKUIDITAS	ARBITRASE
Mean	15856.69	2.11E+09	2130.778
Median	15802.50	1.97E+09	2065.500
Maximum	16820.00	4.16E+09	2941.000
Minimum	14811.00	1.26E+09	1513.000
Std. Dev.	576.1204	6.22E+08	422.2407
Skewness	-0.141898	1.234129	0.212827
Kurtosis	1.873332	4.764517	1.742333
Jarque-Bera	2.024882	13.80873	2.644363
Probability	0.363331	0.001003	0.266553
Sum	570841.0	7.58E+10	76708.00
Sum Sq. Dev.	11617016	1.35E+19	6240052.
Observations	36	36	36

Sumber: Olah Data Peneliti (2026)

Nilai Tukar (Kurs Rupiah terhadap Dolar AS): Rata-rata nilai tukar Rupiah terhadap Dolar Amerika Serikat selama periode Januari 2023 hingga Desember 2025 sebesar Rp 15.856,69 dengan standar deviasi Rp 576,12, yang menunjukkan adanya fluktuasi nilai tukar yang relatif moderat. Nilai minimum kurs tercatat sebesar Rp 14.811,00, sedangkan nilai maksimum mencapai Rp 16.820,00, mencerminkan dinamika pergerakan nilai tukar sepanjang periode pengamatan.

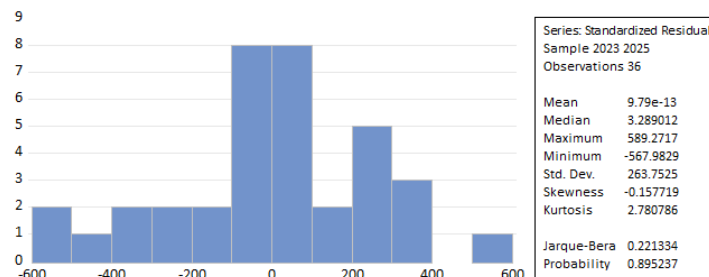
Likuiditas Perdagangan Saham: Likuiditas perdagangan saham yang diukur melalui volume transaksi memiliki nilai rata-rata sebesar sekitar 2,11 miliar saham dengan standar deviasi sekitar 622 juta saham, yang menunjukkan variasi likuiditas yang cukup tinggi. Volume perdagangan terendah tercatat sebesar sekitar 1,26 miliar saham, sementara volume tertinggi mencapai sekitar 4,16 miliar saham, yang mengindikasikan perbedaan intensitas aktivitas perdagangan saham pada waktu tertentu.

Arbitrase Saham Lintas Bursa: Variabel arbitrase menunjukkan nilai rata-rata sebesar 2.130,78 dengan standar deviasi 422,24, yang menandakan adanya variasi potensi arbitrase selama periode penelitian. Nilai arbitrase minimum tercatat sebesar 1.513,00, sedangkan nilai maksimum mencapai 2.941,00, menunjukkan bahwa peluang arbitrase saham lintas bursa mengalami perubahan yang cukup signifikan sepanjang periode pengamatan.

Uji Normalitas

Uji normalitas dilakukan untuk mengetahui apakah residual model regresi terdistribusi normal. Pengujian menggunakan metode Jarque-Bera dengan hasil sebagai berikut:

Tabel 2. Hasil Uji Normalitas



Sumber: Olah Data Peneliti (2026)

Berdasarkan hasil uji normalitas menggunakan metode Jarque-Bera menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0,8952 ($> 0,05$), yang berarti residual data terdistribusi normal. Nilai skewness sebesar 0,158 (mendekati 0) dan kurtosis sebesar 2,781 (mendekati 3) juga mengkonfirmasi distribusi normal. Dengan demikian, asumsi normalitas terpenuhi dan model regresi layak digunakan untuk analisis selanjutnya.

Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan mendeteksi ada tidaknya korelasi yang tinggi antara variabel independen dalam model regresi. Pengujian menggunakan *Variance Inflation Factor* (VIF) dengan kriteria $VIF < 10$.

Tabel 3. Hasil Uji Multikolinearitas

Variance Inflation Factors
Date: 01/06/26 Time: 22:59
Sample: 2023M01 2025M12
Included observations: 36

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	1601373.	781.3537	NA
KURS_RUPIAH	0.006521	801.0611	1.026775
LIKUIDITAS	5.60E-15	13.13996	1.026775

Sumber: Olah Data Peneliti (2026)

Berdasarkan hasil uji multikolinearitas, nilai Centered VIF pada variabel kurs rupiah dan likuiditas berada di angka 1,027 (< 10), yang masih jauh di bawah batas yang ditentukan. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat hubungan yang kuat antar variabel independen dalam penelitian ini. Dengan demikian, variabel kurs rupiah dan likuiditas dapat digunakan secara bersamaan dalam model regresi tanpa menimbulkan masalah multikolinearitas, sehingga analisis yang dilakukan tetap dapat memberikan hasil yang akurat..

Uji Autokorelasi

Pengujian ini menggunakan Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test dengan tujuan memastikan bahwa model yang digunakan dalam analisis pengaruh kurs rupiah dan likuiditas terhadap arbitrase saham lintas bursa Telkom tidak mengandung masalah korelasi residual yang dapat mengganggu keakuratan hasil estimasi.

Tabel 4. Hasil Uji Autokorelasi

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	8.687564	Prob. F(2,31)	0.0010
Obs*R-squared	12.93029	Prob. Chi-Square(2)	0.0016

Sumber: Olah Data Peneliti (2026)

Berdasarkan hasil uji autokorelasi dengan Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test, diperoleh nilai probabilitas F-statistic sebesar 0,0010 dan nilai Obs*R-squared sebesar 0,0016. Kedua nilai tersebut lebih kecil dari 0,05, yang menandakan bahwa masih terdapat hubungan antar residual dalam model regresi. Dengan demikian, model penelitian ini masih mengandung gejala autokorelasi, sehingga hasil analisis regresi perlu diinterpretasikan dengan lebih hati-hati atau memerlukan penyesuaian lebih lanjut.

Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas dilakukan untuk melihat apakah variasi error dalam model regresi sama atau berbeda antar data yang digunakan. Pengujian ini menggunakan White Test untuk memastikan bahwa tidak terjadi perbedaan varians residual yang dapat memengaruhi hasil analisis regresi.

Tabel 5. Hasil Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedasticity Test: White
Null hypothesis: Homoskedasticity

F-statistic	0.752119	Prob. F(5,30)	0.5911
Obs*R-squared	4.010043	Prob. Chi-Square(5)	0.5480
Scaled explained SS	3.000223	Prob. Chi-Square(5)	0.7000

Sumber: Olah Data Peneliti (2026)

Berdasarkan hasil uji heteroskedastisitas menggunakan White Test, nilai probabilitas F-statistic, Obs*R-squared, dan Scaled explained SS masing-masing sebesar 0,5911, 0,5480, dan 0,7000. Seluruh nilai tersebut berada di atas 0,05, sehingga dapat dikatakan bahwa model regresi tidak mengalami masalah heteroskedastisitas. Artinya, variasi residual dalam model cenderung stabil, sehingga hasil analisis regresi yang diperoleh dapat dipercaya.

Analisis Regresi Linear Berganda

Analisis regresi linear berganda digunakan untuk menguji pengaruh nilai tukar rupiah (X_1) dan likuiditas perdagangan (X_2) terhadap arbitrase saham lintas bursa (Y) pada saham Telkom yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (IDX) dan American Depositary Receipt (ADR) di New York Stock Exchange (NYSE). Model Persamaan Regresi:

$$Y = 10714,27 - 0,520639 X_1 - 1,56E-07 X_2 + \epsilon$$

Konstanta (α): Nilai konstanta sebesar 10.714,27 menunjukkan bahwa apabila kurs rupiah dan likuiditas bernilai nol, maka nilai arbitrase diperkirakan sebesar 10.714,27 satuan, dengan asumsi variabel lain dianggap konstan.

Koefisien Kurs Rupiah (β_1): Koefisien kurs rupiah bernilai $-0,520639$ dan signifikan pada tingkat signifikansi 5% (probabilitas 0,0000). Nilai ini menunjukkan bahwa setiap kenaikan kurs rupiah sebesar satu satuan akan menurunkan nilai arbitrase sebesar 0,520639

satuan, dengan asumsi variabel lain konstan. Hubungan negatif ini mengindikasikan bahwa pelemahan nilai tukar rupiah cenderung menekan peluang arbitrase.

Koefisien Likuiditas (β_2): Koefisien LIKUIDITAS bernilai $-1,56E-07$ dan signifikan secara statistik (probabilitas 0,0453). Hal ini berarti bahwa setiap peningkatan likuiditas sebesar satu satuan akan menurunkan nilai arbitrase sebesar $1,56 \times 10^{-7}$ satuan, dengan asumsi variabel lain tetap. Hubungan negatif ini menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat likuiditas, peluang arbitrase cenderung menurun, kemungkinan akibat meningkatnya efisiensi pasar.

Tabel 6. Hasil Regresi Linear Berganda

Dependent Variable: ARBITRASE
 Method: Least Squares
 Date: 01/06/26 Time: 23:39
 Sample: 2023M01 2025M12
 Included observations: 36

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	10714.27	1265.454	8.466741	0.0000
KURS_RUPIAH	-0.520639	0.080754	-6.447226	0.0000
LIKUIDITAS	-1.56E-07	7.48E-08	-2.080910	0.0453
R-squared	0.609813	Mean dependent var		2130.778
Adjusted R-squared	0.586165	S.D. dependent var		422.2407
S.E. of regression	271.6274	Akaike info criterion		14.12640
Sum squared resid	2434789.	Schwarz criterion		14.25836
Log likelihood	-251.2751	Hannan-Quinn criter.		14.17245
F-statistic	25.78739	Durbin-Watson stat		0.740498
Prob(F-statistic)	0.000000			

Sumber: Olah Data Peneliti (2026)

Uji Parsial (Uji T)

Uji t dilakukan untuk mengetahui pengaruh masing-masing variabel independen, yaitu nilai tukar rupiah dan likuiditas perdagangan, secara parsial terhadap arbitrase saham lintas bursa pada saham Telkom yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (IDX) dan ADR di New York Stock Exchange (NYSE). Pengujian dilakukan dengan menggunakan tingkat signifikansi sebesar 5% (0,05).

Tabel 7. Hasil Uji Parsial (Uji T)

Variabel	t-Statistic	t-tabel	Prob.
Kurs Rupiah	-6,447226	2,032	0,0000
Likuiditas	-2,080910	2,032	0,0453

Sumber: Olah Data Peneliti (2026)

H₁: Nilai Tukar Rupiah dan Likuiditas Perdagangan berpengaruh signifikan terhadap Arbitrase Saham Lintas Bursa Telkom.

Berdasarkan hasil uji parsial (uji t), variabel kurs rupiah memiliki nilai t-hitung sebesar -6,447226 dengan tingkat probabilitas 0,0000, yang lebih kecil dari tingkat signifikansi 0,05. Selain itu, variabel likuiditas perdagangan menunjukkan nilai t-hitung sebesar -2,080910 dengan probabilitas 0,0453, yang juga berada di bawah 0,05. Nilai absolut t-hitung kedua variabel tersebut lebih besar dibandingkan nilai t-tabel sebesar 2,032, sehingga secara statistik keduanya berpengaruh signifikan. Hasil ini menunjukkan bahwa nilai tukar rupiah dan likuiditas perdagangan berpengaruh signifikan terhadap potensi arbitrase saham lintas bursa Telkom (IDX vs ADR). Arah koefisien yang bernilai negatif pada kedua variabel mengindikasikan bahwa perubahan nilai tukar rupiah serta kondisi likuiditas perdagangan turut memengaruhi besar kecilnya selisih harga antara saham Telkom di Bursa Efek Indonesia dan ADR-nya di New York Stock Exchange.

H₀: Nilai Tukar Rupiah dan Likuiditas Perdagangan tidak berpengaruh signifikan terhadap Arbitrase Saham Lintas Bursa Telkom.

Berdasarkan hasil pengujian statistik yang telah dilakukan, hipotesis nol (H₀) yang menyatakan bahwa nilai tukar rupiah dan likuiditas perdagangan tidak berpengaruh signifikan terhadap arbitrase saham lintas bursa Telkom ditolak. Hal ini ditunjukkan oleh nilai probabilitas kedua variabel yang lebih kecil dari tingkat signifikansi 0,05, sehingga model yang digunakan mampu menjelaskan pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.

Uji Simultan (Uji F)

Uji F dilakukan untuk mengetahui pengaruh nilai tukar rupiah dan likuiditas perdagangan secara bersama-sama (simultan) terhadap arbitrase saham lintas bursa Telkom yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (IDX) dan American Depositary Receipt (ADR) di New York Stock Exchange (NYSE). Pengujian dilakukan dengan menggunakan tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$ (0,05).

Tabel 8. Hasil Uji Simultan (Uji F)

Indikator	Nilai
F-statistic	25,7874
F-tabel	3,28
Prob(F-statistic)	0,000000

Sumber: Olah Data Peneliti (2026)

Berdasarkan hasil uji simultan (uji F), diperoleh nilai F-hitung sebesar 25,7874 yang lebih besar dibandingkan nilai F-tabel sebesar 3,28, dengan nilai probabilitas 0,000000 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi 0,05. Hasil ini menunjukkan bahwa nilai tukar rupiah dan likuiditas perdagangan secara bersama-sama memiliki pengaruh yang signifikan terhadap arbitrase saham lintas bursa Telkom (IDX vs ADR). Nilai F-hitung yang lebih besar dari F-tabel mengindikasikan bahwa kombinasi variabel nilai tukar rupiah dan likuiditas perdagangan mampu menjelaskan variasi yang terjadi pada potensi arbitrase saham lintas bursa secara signifikan. Dengan demikian, ketika kedua variabel tersebut dianalisis secara simultan, model regresi yang digunakan memiliki kemampuan yang baik dalam menggambarkan perubahan peluang arbitrase antara saham Telkom di Bursa Efek Indonesia dan ADR-nya di New York Stock Exchange.

Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi digunakan untuk mengetahui seberapa besar kemampuan nilai tukar rupiah dan likuiditas perdagangan dalam menjelaskan variasi arbitrase saham lintas bursa Telkom. Nilai R Square berada pada kisaran antara 0 hingga 1, di mana nilai yang semakin mendekati 1 menunjukkan bahwa model regresi semakin baik dalam menjelaskan perubahan potensi arbitrase saham lintas bursa.

Tabel 9. Hasil Koefisien Determinasi

R-squared	0.609813
Adjusted R-squared	0.586165

Sumber: Olah Data Peneliti (2026)

Berdasarkan hasil pengujian koefisien determinasi, diperoleh nilai R Square sebesar 0,609813 atau 60,98%. Hasil ini menunjukkan bahwa variabel nilai tukar rupiah dan likuiditas perdagangan mampu menjelaskan sekitar 60,98% variasi potensi arbitrase saham lintas bursa Telkom (IDX vs ADR). Sementara itu, sisanya sebesar 39,02% dipengaruhi oleh faktor lain di luar model penelitian ini, seperti perbedaan jam perdagangan antar bursa, biaya transaksi lintas

negara, risiko nilai tukar, kondisi pasar global, serta faktor mikrostruktur pasar lainnya. Nilai Adjusted R Square sebesar 0,586165 atau 58,62% yang tidak berbeda jauh dari nilai R Square menunjukkan bahwa model regresi yang digunakan cukup stabil dan tidak mengalami bias yang signifikan akibat jumlah variabel independen dalam model. Hal ini mengindikasikan bahwa nilai tukar rupiah dan likuiditas perdagangan merupakan faktor yang cukup kuat dalam menjelaskan terbentuknya peluang arbitrase saham lintas bursa Telkom, meskipun masih terdapat variabel lain di luar model yang turut memengaruhi dinamika arbitrase tersebut.

Pengaruh Nilai Tukar Rupiah terhadap Arbitrase Saham Lintas Bursa Telkom

Hasil penelitian menunjukkan bahwa nilai tukar rupiah berpengaruh negatif dan signifikan terhadap arbitrase saham lintas bursa Telkom (IDX vs ADR). Koefisien regresi yang bernilai negatif mengindikasikan bahwa pelemahan rupiah terhadap dolar AS justru cenderung menekan peluang arbitrase. Hal ini menunjukkan bahwa fluktuasi kurs tidak selalu menciptakan keuntungan arbitrase, tetapi dapat meningkatkan risiko konversi mata uang dan ketidakpastian bagi investor yang melakukan transaksi lintas negara. Temuan ini sejalan dengan penelitian Syamni *et al.* (2022) yang menyatakan bahwa volatilitas nilai tukar memiliki dampak signifikan terhadap kinerja saham lintas pasar (Syamni, Sawitri, Ansari, Rasyimah, & Husaini, 2022). Dalam konteks saham dual-listed seperti Telkom, perubahan kurs dapat memperbesar risiko eksekusi dan biaya transaksi, sehingga pelaku pasar menjadi lebih berhati-hati dalam memanfaatkan perbedaan harga yang muncul. Dengan demikian, pengaruh kurs terhadap arbitrase tidak hanya bersifat mekanis melalui konversi harga, tetapi juga melalui peningkatan friksi pasar.

Pengaruh Likuiditas Perdagangan terhadap Arbitrase Saham Lintas Bursa Telkom

Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa likuiditas perdagangan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap arbitrase saham lintas bursa Telkom. Koefisien negatif menandakan bahwa semakin tinggi tingkat likuiditas perdagangan, maka selisih harga antara saham Telkom di IDX dan ADR di NYSE cenderung semakin kecil. Kondisi ini mencerminkan bahwa pasar yang likuid mendorong harga menyesuaikan diri dengan lebih cepat antar bursa. Hasil ini konsisten dengan temuan Atanasova *et al.* (2018) yang menyatakan bahwa likuiditas yang tinggi mempercepat konvergensi harga dan meningkatkan efisiensi pasar (Atanasova & Li, 2018). Ketika volume perdagangan besar dan spread semakin sempit, peluang arbitrase menjadi terbatas karena mekanisme pasar bekerja lebih optimal dalam menyamakan harga lintas bursa. Oleh karena itu, likuiditas yang tinggi berperan sebagai faktor pengurang peluang arbitrase.

Pengaruh Nilai Tukar Rupiah dan Likuiditas Perdagangan secara Simultan terhadap Arbitrase Saham Lintas Bursa Telkom

Berdasarkan hasil uji simultan, nilai tukar rupiah dan likuiditas perdagangan secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap arbitrase saham lintas bursa Telkom. Nilai koefisien determinasi menunjukkan bahwa kedua variabel tersebut mampu menjelaskan sebagian besar variasi peluang arbitrase antara saham Telkom di IDX dan ADR di NYSE. Hal ini menegaskan bahwa faktor makroekonomi dan kondisi pasar berperan penting dalam membentuk dinamika arbitrase lintas bursa. Temuan ini sejalan dengan penelitian Poutré *et al.* (2023) yang menekankan bahwa arbitrase lintas bursa dipengaruhi oleh kombinasi nilai tukar, likuiditas, dan kondisi perdagangan antar pasar (Poutré et al., 2023). Meskipun demikian, masih terdapat faktor lain di luar model yang turut memengaruhi arbitrase, seperti perbedaan jam perdagangan, biaya transaksi lintas negara, dan risiko informasi. Hal ini menunjukkan bahwa arbitrase saham lintas bursa merupakan fenomena yang kompleks dan dipengaruhi oleh berbagai faktor secara simultan.

SIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN PENELITIAN

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh nilai tukar Rupiah dan likuiditas perdagangan terhadap arbitrase saham lintas bursa pada saham PT Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (IDX) dan sebagai American Depositary Receipts (ADR) di New York Stock Exchange (NYSE). Hasil penelitian menunjukkan bahwa nilai tukar Rupiah berpengaruh negatif dan signifikan terhadap peluang arbitrase, yang mengindikasikan bahwa fluktuasi kurs justru cenderung menekan potensi keuntungan arbitrase akibat meningkatnya risiko konversi dan friksi pasar. Likuiditas perdagangan juga terbukti berpengaruh negatif dan signifikan, yang mencerminkan bahwa pasar yang semakin likuid mendorong penyesuaian harga yang lebih cepat antar bursa sehingga peluang arbitrase menjadi semakin terbatas. Secara simultan, kedua variabel tersebut berperan penting dalam menjelaskan dinamika arbitrase saham lintas bursa Telkom.

Meskipun demikian, penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang perlu diperhatikan. Pertama, periode pengamatan terbatas pada data bulanan sehingga belum sepenuhnya mampu menangkap dinamika arbitrase jangka pendek atau intraday yang berpotensi memberikan gambaran lebih rinci mengenai proses konvergensi harga. Kedua, penelitian ini hanya menggunakan dua variabel utama, yaitu nilai tukar dan likuiditas, sehingga masih terdapat faktor lain di luar model yang dapat memengaruhi arbitrase, seperti biaya transaksi lintas negara, perbedaan jam perdagangan, volatilitas pasar global, serta risiko regulasi dan penyelesaian transaksi. Selain itu, hasil pengujian menunjukkan adanya gejala autokorelasi yang mengindikasikan perlunya kehati-hatian dalam menginterpretasikan hasil estimasi.

Implikasi praktis dari penelitian ini relevan bagi pelaku industri pasar modal dan investor. Bagi investor dan pelaku arbitrase, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa peluang arbitrase pada saham dual-listed seperti Telkom tidak hanya ditentukan oleh perbedaan harga semata, tetapi juga sangat dipengaruhi oleh stabilitas nilai tukar dan tingkat likuiditas pasar. Oleh karena itu, strategi perdagangan lintas bursa perlu mempertimbangkan risiko nilai tukar dan efisiensi pasar agar keputusan investasi lebih optimal. Sementara itu, bagi otoritas pasar modal dan pengelola bursa, temuan ini menegaskan pentingnya menjaga likuiditas pasar dan meningkatkan integrasi serta efisiensi perdagangan lintas bursa guna meminimalkan distorsi harga dan meningkatkan kepercayaan investor.

Untuk penelitian selanjutnya, disarankan agar cakupan analisis diperluas dengan menggunakan data frekuensi yang lebih tinggi, seperti data harian atau intraday, guna menangkap dinamika arbitrase secara lebih detail. Penelitian berikutnya juga dapat memasukkan variabel tambahan, seperti bid-ask spread, biaya transaksi, volatilitas pasar, serta perbedaan jam perdagangan antar bursa. Selain itu, objek penelitian dapat diperluas ke emiten lain yang tercatat ganda di pasar internasional agar hasil penelitian memiliki daya generalisasi yang lebih kuat dalam menjelaskan fenomena arbitrase saham lintas bursa di pasar berkembang seperti Indonesia.

ACKNOWLEDGMENT

Penulis mengucapkan terima kasih kepada Ibu Dr. Maria Safitri, S.E., M.M., CFP selaku dosen pengampu mata kuliah Manajemen Keuangan Internasional atas bimbingan, masukan, serta evaluasi yang diberikan selama penyusunan artikel ini sebagai bagian dari tugas akademik, sehingga artikel ilmiah ini dapat diselesaikan dengan baik.

DAFTAR PUSTAKA

- Aprilliantoni, A., & Jimale, F. A. (2024). The Exchange Rate Of The Rupiah In Indonesia: Volatility And Economic Stability. *Jurnal Ilmu Ekonomi Dan Pembangunan*, 24(2), 125–130. <https://doi.org/10.20961/JIEP.V24I2.94511>
- Arikunto, S. (1998). Prosedur penelitian suatu pendekatan praktek. In *(No Title)*. Retrieved from <https://cir.nii.ac.jp/crid/1970304959961419959>
- Atanasova, C., & Li, M. (2018). Multi-market trading and liquidity: Evidence from cross-listed companies. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 53, 117–138. <https://doi.org/10.1016/J.INTFIN.2017.09.015>
- Awwaliyah, I. N., Viverita, V., Wibowo, B., & Husodo, Z. A. (2017). Here and There: Cross-border Evidence of Commonality in Liquidity of ADR in Asia Pacific. *Pertanika J. Soc. Sci. & Hum*, 25, 99–116.
- Aziz, A., & Yetty, F. (2016). Stock Price Behavior in Dual Listing Stock on the Indonesia Stock Exchange and Newyork Stock Exchange. *IOSR Journal of Business and Management*, 18(2), 130–136. <https://doi.org/10.9790/487X-1821130136>
- Gagnon, L., & Karolyi, G. A. (2010). Multi-Market Trading and Arbitrage. *Journal of Financial Economics*, 97(1). Retrieved from https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=577004
- Ghadhab, I. (2018). Arbitrage opportunities and liquidity: An intraday event study on cross-listed stocks. *Journal of Multinational Financial Management*, 46, 1–10. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2018.07.002>
- IMF. (2021). Indonesia: Selected Issues. *IMF Staff Country Reports*, 2021(047). <https://doi.org/10.5089/9781513570860.002.A005>
- Jong, A. de, Rosenthal, L., & Dijk, M. A. van. (2009). The Risk and Return of Arbitrage in Dual-Listed Companies. *Review of Financial Studies*, 13(1), 37. <https://doi.org/10.1093/RFS/HHN027>
- Lily, J., Bujang, I., & Karia, A. A. (2022). The Impact Of Thin Trading Adjustments On Exchange Rate Exposure. *Gadjah Mada International Journal of Business*, 24(2), 127–150. <https://doi.org/10.22146/GAMAJB.36806>
- Manurung, A. H., Machdar, N. M., Simanjuntak, J. M., & Manurung, A. (2024). Determinant of Market Liquidity in Indonesia. *Account and Financial Management Journal*, 9(5), 3322–3327. <https://doi.org/10.47191/AFMJ/V9I5.01>
- Oktavia, F. eka widi, & Khairiyah, D. (2023). Pengaruh Inflasi, Nilai Tukar Rupiah, Dan Likuiditas Terhadap Harga Saham Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (Studi Kasus Pada Perusahaan Yang Termasuk Dalam Indeks Lq45 Periode 2018 – 2020). *Jurnal Akuntansi, Keuangan Dan Teknologi Informasi Akuntansi*, 4(1), 84–96. <https://doi.org/10.36085/JAKTA.V4I1.4849>
- Poutré, C., Dionne, G., & Yergeau, G. (2022). *International High-Frequency Arbitrage for Cross-Listed Stocks*.
- Poutré, C., Dionne, G., & Yergeau, G. (2023). International high-frequency arbitrage for cross-listed stocks. *International Review of Financial Analysis*, 89, 102777. <https://doi.org/10.1016/J.IRFA.2023.102777>
- Rösch, D. (2020). The Impact of Arbitrage on Market Liquidity. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/SSRN.2295437>
- Syamni, G., Sawitri, S., Ansari, R., Rasyimah, R., & Husaini, H. (2022). Exchange Rate, Stock Return, and Bond Return in Indonesia: An ARDL Approach. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 26(4), 874–891. <https://doi.org/10.26905/JKDP.V26I4.8398>
- Tandelilin, E. (2017). *Pasar Modal: Manajemen Portofolio dan Investasi*. Retrieved from <https://books.google.co.id/books?hl=en&lr=&id=EcjnEAAAQBAJ&oi=fnd&pg=PR5&d>

q=Tandelilin+2017+Portofolio+dan+Investasi&ots=gbvcgNzXQz&sig=4-
Qu9vJPF8TFjDqltmi1pbqYk&redir_esc=y#v=onepage&q=Tandelilin 2017 Portofolio
dan Investasi&f=false

- Yeyati, E. L., Schmukler, S. L., & Van Horen, N. (2009). International financial integration through the law of one price: The role of liquidity and capital controls. *Journal of Financial Intermediation*, 18(3), 432–463. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2008.09.004>
- Zarei, A., Ariff, M., & Bhatti, M. I. (2019). The impact of exchange rates on stock market returns: new evidence from seven free-floating currencies. *The European Journal of Finance*. <https://doi.org/10.1080/1351847X.2019.1589550>