

BAB IV

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1. Gambaran Umum Objek Penelitian

4.1.1. Sejarah ASEAN

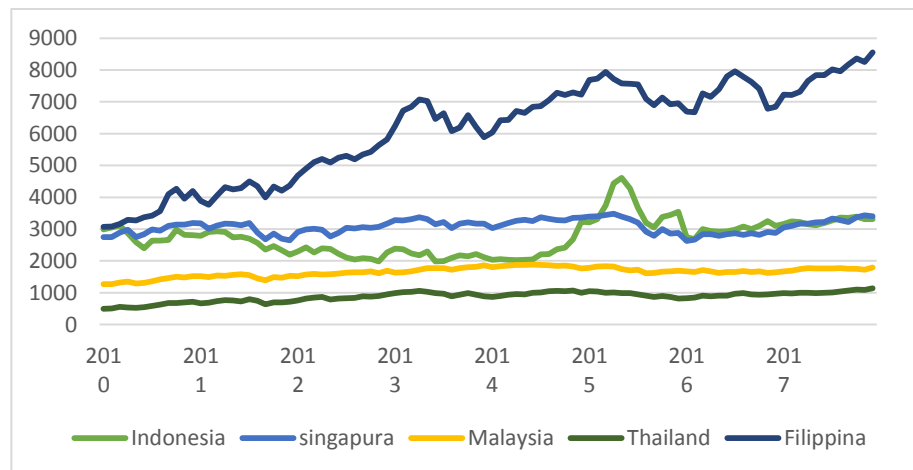
ASEAN (*the Association of Southeast Asian Nation*) didirikan oleh lima negara di Asia Tenggara, Yakni Indonesia, Malaysia, Thailand, Filipina, dan Singapura pada bulan Agustus 1967. Instrument yang mendirikan ASEAN adalah Deklarasi Bangkok 1967 (*the ASEAN Declaration* atau *Bangkok Declaration*) yang ditandatangani pada tanggal 8 Agustus 1967. Pembentukan perhimpunan ini dilatarbelakangi oleh kekhawatiran negara-negara Asia Tenggara terhadap ancaman eksternal dan internal dikawasan ini pada tahun 1960an. Ancaman eksternal adalah semakin kuatnya pengaruh komunisme di kawasan Asia umumnya. Selain itu perang Vietnam pada waktu itu semakin panas. Ancaman internal adalah adanya pertikaian sesama di kawasan ini, misalnya Malaysia dan Indonesia. Terdapat tiga pilar dalam rencana jangka panjang ASEAN yaitu adalah, ASEAN *Economic Community* (AEC atau Masyarakat Ekonomi ASEAN-MEA), ASEAN *Security Community* (ASC), dan ASEAN *SosialCultural Community* (ASCC). Ketiga pilar tersebut slaing berkaitan satu sama lainnya dengan tujuan utama mencapai kesejahteraan dan stabilitas ekonomi. Negara-negara anggota ASEAN

yaitu: Filipina, Indonesia, Malaysia, Thailand, Singapura, Brunei Darussalam, Vietnam, Laos, Myanmar, Kamboja.

Tujuan dari ASEAN sendiri diantaranya yaitu untuk Memelihara dan meningkatkan perdamaian, keamanan, dan stabilitas serta lebih memperkuat nilai-nilai yang berorientasi pada perdamaian dikawasan. Meningkatkan ketahanan kawasan dengan memajukan kerja sama politik, keamanan, ekonomi, dan sosial budaya yang lebih luas. Menjamin bahwa rakyat dan Negara-Negara anggota ASEAN hidup damai dengan dunia secara keseluruhan dilingkungan yang adil, demokratis dan harmonis. Menciptakan pasar tunggal dan basis produksi yang stabil, makmur, sangat kompetitif, dan terintegrasi secara ekonomis melalui fasilitasi yang efektif untuk perdagangan dan investasi, yang di dalamnya terdapat arus lalu lintas barang, jasa-jasa dan investasi yang bebas; terfasilitasinya pergerakan pelaku usaha, pekerja profesional, pekerja berbakat dan buruh; dan arus modal yang lebih bebas. Mengurangi kemiskinan dan mengurangi kesenjangan pembangunan di ASEAN melalui bantuan dan kerjasama timbal balik. Memperkuat demokratis, meningkatkan tata pemerintahan yang baik dan aturan hukum, dan memajukan serta melindungi hak asasi manusia dan kebebasan-kebebasan fundamental dengan memperhatikan hak dan kewajiban dari Negara-Negara anggota ASEAN.

4.1.2. Perkembangan Indeks Harga Saham Gabungan di ASEAN

Pasar modal merupakan tempat dimana bertemunya pihak yang membutuhkan dana dan pihak yang ingin mengembangkan dananya melalui pasar modal dengan berbagai jenis investasi, sehingga pasar modal di berbagai negara mampu meningkatkan pertumbuhan disetiap negara. Investor harus bisa memberi keputusan dalam memilih investasi, memilih investasi yang ada di pasar modal untuk mengembangkan dananya dalam risiko rendah, sedang, maupun risiko tinggi. Salah satu target investasi di pasar modal yaitu saham, dimana saham merupakan salah satu investasi yang sangat fluktuatif harganya, terkadang pergerakannya sulit untuk dipahami. Perlunya analisa investor dalam memilih saham. Menguatnya pasar saham yang ada disuatu negara bisa dilihat dari indeks harga saham gabungan. Dimana indeks harga saham gabungan (IHSG) merupakan indikator utama yang menggambarkan pergerakan harga saham. Berdasarkan data yang diperoleh, terdapat perkembangan Indeks Harga Saham Gabungan di ASEAN-5 2010-2017, dapat dilihat pada grafik IV.1

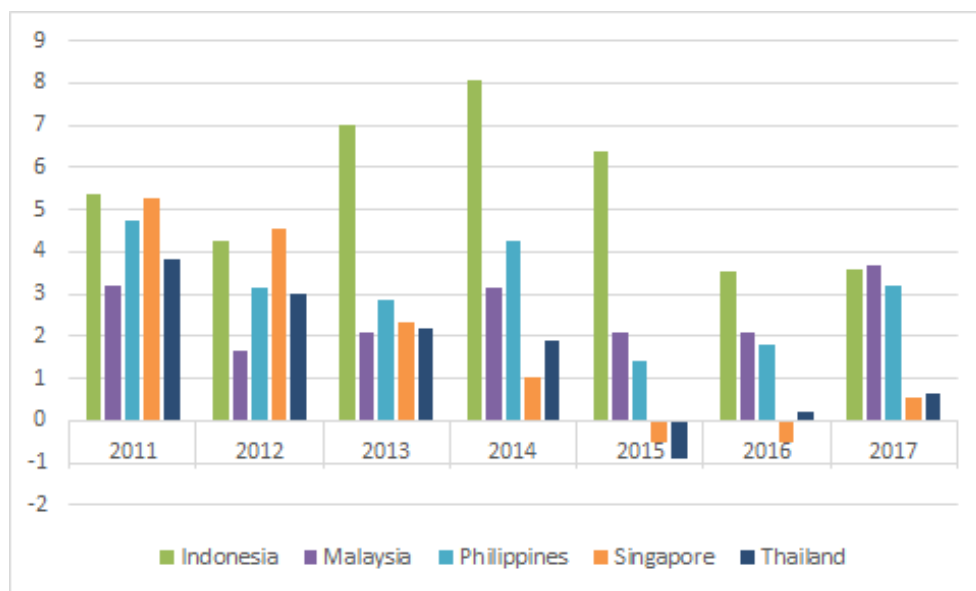


Gambar IV.1. Perkembangan Indeks Harga Saham Gabungan

Berdasarkan grafik diatas, indeks harga saham sangat berfluktuatif pada saham Indonesia Singapura, Malaysia, Thailand dan Filipina. IHSG paling tinggi yaitu Filipina karena pasar saham yang utama dan yang pertama dalam membentuk pasar modal, sehingga pasar saham bertumbuh pesat. Adanya fluktuasi indeks harga saham dikarenakan beberapa faktor tergantung informasi domestik ataupun global yang ditangkap sebagai sinyal positif maupun sinyal negatif. Pasca krisis 2008/2009 yaitu tahun 2010 harga saham menunjukkan trend yang meningkat dari tahun ke tahun.

4.1.3. Perkembangan tingkat inflasi di ASEAN

Berdasarkan data yang diperoleh data inflasi ASEAN-5 tahun 2011-2017, bisa dilihat pada grafik IV.2.



Gambar IV.2 Perkembangan tingkat inflasi

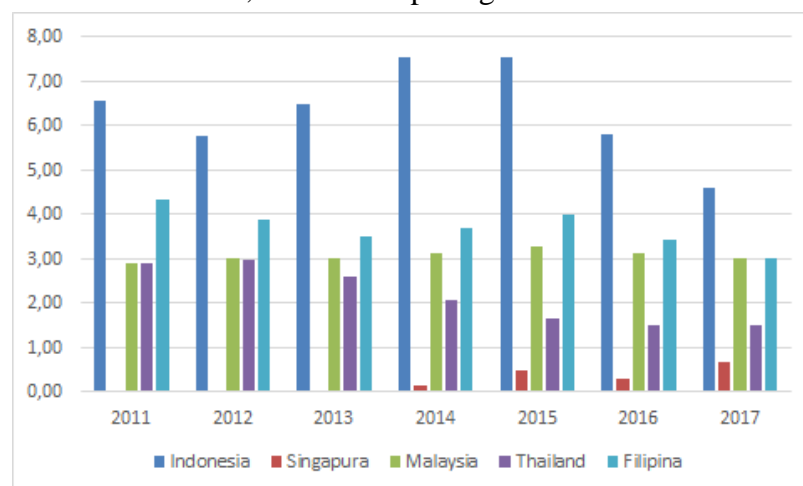
Dari grafik diatas, dapat kita lihat perkembangan inflasi di setiap negara anggota ASEAN dimulai tahun 2011, setelah melewati masa-masa krisis tahun 2008-2009, sudah mulai stabil kembali pada tahun 2011. Tingkat inflasi negara Indonesia, Singapura, Malaysia, Thailand, Filipina menunjukkan inflasi yang berfluktuatif, Indonesia berada di urutan pertama disetiap tahun namun urutan yang sangat terlihat yaitu tingkat inflasi tahun 2013-2015. Inflasi Malaysia dan Filipina juga berfluktuatif, untuk inflasi negara Singapura dan Thailand tingkat inflasi yang terus menurun pada setiap tahun.

Tingkat inflasi merupakan suatu kondisi dimana meningkatnya harga secara terus menerus tidak hanya satu atau dua barang namun

kenaikannya meluas pada barang lainnya pada suatu wilayah dan pada periode tertentu. Inflasi merupakan indikator yang menentukan perekonomian makro suatu negara, jika tidak secara langsung dikendalikan oleh pemerintah, maka akan menyebabkan ketidakstabilan dan memperburuk kinerja perekonomian yang selanjutnya akan mempengaruhi pertumbuhan negara termasuk pasar modal.

4.1.4. Perkembangan Suku Bunga di ASEAN

Berdasarkan data yang diperoleh data suku bunga ASEAN-5 tahun 2011-2017, bisa dilihat pada grafik IV.3.



Gambar IV.3 Perkembangan suku bunga

Berdasarkan grafik diatas, tingkat suku bunga di ASEAN-5 passca krisis berfluktuasi relatif stabil, tingkat suku bunga di Indonesia berada di urutan pertama disetiap tahun. Negara Malaysia, Thailand dan Filipina memiliki tingkat bunga fluktuatif cenderung stabil. Namun untuk negara Singapura memiliki tingkat inflasi paling

rendah pada tahun 2011-2017 diantara negara lainnya di ASEAN-5. Tinggi rendahnya tingkat suku bunga digunakan para investor ataupun masyarakat untuk menentukan minat investasinya. Semakin tinggi tingkat suku bunga, maka investor lebih memilih keuntungan yang besar yaitu menanamkan dananya pada deposito. Dengan demikian, suku bunga berlawanan arah dengan harga saham. semakin tinggi tingkat bunga, harga saham menurun.

4.1.5. Perkembangan kurs

Berdasarkan data yang diperoleh data suku bunga ASEAN-5 tahun 2011-2017, bisa dilihat pada tabel IV.1.

Tabel IV.1
Perkembangan nilai tukar (kurs)

Tahun	Indonesia Rupiah (Rp)	Malaysia Ringgit (RM)	Philippine Peso (PhP)	Singapore Dollar (\$)	Thailand Baht
2011	9.069,0	3,2	43,9	1,3	31,7
2012	9.793,0	3,1	41,2	1,2	30,6
2013	12.173,0	3,3	44,4	1,3	32,3
2014	12.440,0	3,5	44,6	1,3	32,7
2015	13.788,0	4,3	47,2	1,4	36,0
2016	13.473,0	4,5	49,8	1,4	35,8
2017	13.555,0	4,1	49,9	1,3	32,7

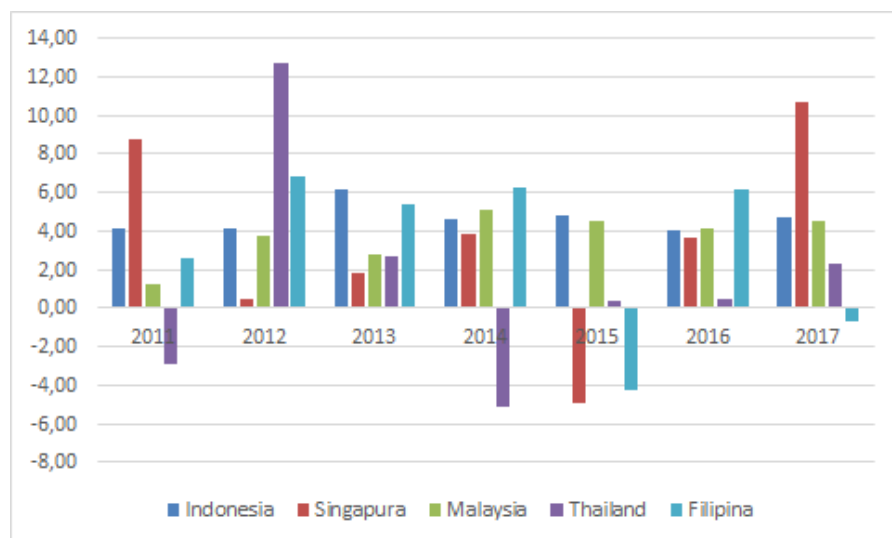
Kurs mata uang asing merupakan perbandingan mata uang suatu negara dengan mata uang lainnya. Dari tabel diatas mata uang domestik dibandingkan dengan dollar Amerika. Berdasarkan data tersebut, semakin besar nilainya maka mata uang domestik terjadi

pelemahan atau depresiasi dan sebaliknya dollar semakin menguat atau apresiasi.

Nilai Rupiah, Dollar Singapura, Baht, Peso dan Ringgit mengalami fluktuasi sedikit banyaknya fluktuasi akan mempengaruhi tingkat investasi termasuk di pasar modal masing-masing negara.

4.1.6. Perkembangan Produksi Industri

Berdasarkan data yang diperoleh data suku bunga ASEAN-5 tahun 2011-2017, bisa dilihat pada gambar IV.3.



Gambar IV.4. Produksi Industri

Berdasarkan grafik diatas, pertumbuhan produksi industri digunakan untuk menginterpretasikan *produk domestik bruto* (PDB). Produksi industri menghitung tingkat output yang dihasilkan, dengan demikian produksi industri berpengaruh pada sektor riil, peningkatan dan penurunannya menunjukkan kondisi perekonomian suatu negara. Tingkat produksi industri negara ASEAN-5 Indonesia, Singapura,

Malayssia, Thailand dan Filipina menunjukkan pertumbuhan produksi industri yang sangat fluktuatif, terjadinya kenaikan dan penurunannya merepresentasikan keadaan negara tersebut dalam sektor riil. Sehingga pertumbuhan ini bisa mempengaruhi tingkat investasi termasuk di pasar modalnya.

4.2. Hasil Analisis Data

Analisis data bertujuan untuk mengetahui pengaruh jangka panjang dan jangka pendek variabel inflasi, suku bunga, kurs, produksi industri *dowjones islamic market China* dan *Dowjones industrial Average* terhadap indeks harga saham gabungan. Model analisis yang digunakan adalah panel *Vector Error Correction Model* atau VECM.

4.2.1. Uji stasioneritas

Langkah awal dari penelitian ini adalah dengan menguji stasioneritas dari masing-masing variabel. Uji stasioneritas dilakukan untuk mengetahui apakah rata-rata varian data konstan sepanjang waktu dan kovarian antara dua atau lebih data runtun waktu hanya tergantung pada kelambanan antara dua atau lebih periode waktu tersebut.

Pengujian masing-masing variabel diuji dengan menggunakan Pilliphs-Perron Fisher (PP-fisher). Jika probabilitas lebih kecil dari $\alpha = 5\%$, maka tidak ada stasioneritas atau data stasioner pada variabel dengan derajat yang sama yaitu pada level atau difference, begitupun sebaliknya jika probabilitas berada lebih dari $\alpha = 5\%$, maka data tidak

stasioner. Adapun hasil uji stasioneritas untuk indeks harga saham gabungan, inflasi, suku bunga, kurs, produksi industri, *DowJones islamic market China* dan *DowJones Industrial Average* adalah sebagai berikut :

Tabel IV.2
Hasil Uji Stasioneritas pada level

Variabel	Method	Statistic	Prob.	Keterangan
IHSG	PP - Fisher Chi-square	932.919	0.5012	tidak stasioner
	PP - Choi Z-stat	-0.51792	0.3023	tidak stasioner
I	PP - Fisher Chi-square	9.90975	0.4484	tidak stasioner
	PP - Choi Z-stat	-0.59903	0.2746	tidak stasioner
SB	PP - Fisher Chi-square	13.9768	0.1741	tidak stasioner
	PP - Choi Z-stat	-0.25870	0.3979	tidak stasioner
PPI	PP - Fisher Chi-square	128.971	0.0000	stasioner
	PP - Choi Z-stat	-100.364	0.0000	stasioner
KURS	PP - Fisher Chi-square	3.40599	0.9702	tidak stasioner
	PP - Choi Z-stat	1.50626	0.9340	tidak stasioner
DJIMC	PP - Fisher Chi-square	210.969	0.9954	tidak stasioner
	PP - Choi Z-stat	1.96138	0.9751	tidak stasioner
DJIA	PP - Fisher Chi-square	0.00392	1.0000	tidak stasioner
	PP - Choi Z-stat	750.932	1.0000	tidak stasioner

Sumber: Eviews 9 (data diolah)

Dari hasil uji stasioneritas diatas pada tingkat level dapat diketahui bahwa setidaknya 1 variabel stasioner pada tingkat level atau $I(0)$. Karena masih ada beberapa variabel yang belum stasioner

maka pengujian stasioneritas harus dilanjutkan dengan menggunakan derajat kointegrasi pada *first difference*.

4.2.2. Uji Derajat Integrasi

Uji derajat integrasi dilakukan untuk mendapatkan data stasioner, pada tahapan ini merupakan tahapan lanjutan dari uji stasioneritas pada tingkat level, atau disebut dengan uji derajat *first difference*. Dalam uji derajat integrasi variabel yang stasioner adalah variabel yang memiliki probabilitas kurang dari $\alpha = 5\%$, jika probabilitas berada lebih dari $\alpha = 5\%$, maka data tidak stasioner. Adapun hasil uji stasioneritas untuk indeks harga saham gabungan, inflasi, suku bunga, nilai tukar, pertumbuhan produksi industri, *DowJones islamic market China* dan *DowJones Industrial Average* adalah sebagai berikut :

Tabel IV.3.
Hasil Uji Derajat Integrasi (Stasioneritas pada *first difference*)

Variabel	Method	Statistic	Prob.	Keterangan
IHSG	PP - Fisher Chi-square	146.091	0.0000	stasioner
	PP - Choi Z-stat	-109.396	0.0000	stasioner
I	PP - Fisher Chi-square	138.957	0.0000	stasioner
	PP - Choi Z-stat	-106.016	0.0000	stasioner
SB	PP - Fisher Chi-square	142.185	0.0000	stasioner
	PP - Choi Z-stat	-107.452	0.0000	stasioner
PPI	PP - Fisher Chi-square	92.1034	0.0000	stasioner
	PP - Choi Z-stat	-831.597	0.0000	stasioner
KURS	PP - Fisher Chi-square	139.605	0.0000	stasioner

	PP - Choi Z-stat	-106.125	0.0000	stasioner
DJIMC	PP - Fisher Chi-square	169.806	0.0000	stasioner
	PP - Choi Z-stat	-119.795	0.0000	stasioner
DJIA	PP - Fisher Chi-square	107.759	0.0000	stasioner
	PP - Choi Z-stat	-916.189	0.0000	stasioner

Sumber: Eviews 9 (data diolah)

Dari hasil uji derajat integrasi first difference pada tabel diatas diketahui bahwa variabel telah stasioner untuk harga saham gabungan, inflasi, suku bunga, kurs, pertumbuhan produksi industri, *DowJones islamic market China* dan *DowJones Industrial Average*. Hal ini dapat dilihat dari masing-masing probabilitas variabel lebih kecil dari $\alpha = 5\%$.

4.2.3. Uji Lag Length

Penentuan lag dalam penelitian ini menggunakan pendekatan AIC (*Akaike Information Criterion*), FPE (*Final prediction error*), berdasarkan hasil penentuan lag menunjukkan panjang lag yaitu 3.

4.2.4. Uji Kointegrasi

Uji kointegrasi merupakan uji yang dilakukan setelah uji stasioneritas dan telah berintegrasi dengan derajat yang sama. Uji kointegrasi dilakukan dengan cara menguji stasioneritas dari residual agar terjadi suatu penyesuaian menuju keseimbangan jangka panjang antar variabel. Dalam penelitian ini uji kointegrasi menggunakan *Kao Residual Cointegration Test*.

Adanya kointegrasi akan mengkoreksi fluktuasi variabel pada jangka pendek menuju kestabilan pada keseimbangan jangka panjang. Variabel-variabel ekonomi dalam jangka pendek dimungkinkan pengaruhnya tidak sesuai dengan keinginan pelaku ekonomi. Berdasarkan hasil uji ini diketahui bahwa nilai probabilitas kurang dari $\alpha = 5\%$.

Tabel IV.4. 4
Hasil Uji *Kao Residual Cointegration*

Kao Residual Cointegration Test				
Series: IHSG I SB KURS PPI DJIMC DJIA				
Date: 07/26/18 Time: 12:39				
Sample: 2011M01 2017M12				
Included observations: 420				
Null Hypothesis: No cointegration				
Trend assumption: No deterministic trend				
User-specified lag length: 1				
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel				
			t-Statistic	Prob.
	ADF		-1.932830	0.0266
	Residual variance		18702.30	
	HAC variance		21945.19	

Hasil Uji *Kao Residual Cointegration* dapat diketahui bahwa terdapat kointegrasi pada model penelitian sehingga panel VECM dipilih sebagai alat estimasi untuk menjawab penelitian.

4.2.5. Estimasi VECM

Estimasi VECM dapat menjelaskan pengaruh jangka panjang maupun jangka pendek antara variabel-variabel. Hasil estimasi VECM

terhadap indeks harga saham gabungan menggunakan lag 3 sebagai lag optimal. Sedangkan untuk menganalisis pengaruh variabel-variabel di dalam model dilakukan dengan menggunakan uji signifikansi secara parsial dengan t-statistik atau uji signifikansi secara bersama-sama dengan f-statistik. Uji t dilakukan pada *level of significant* (α) = 5% dan (α) = 10% dengan nilai t tabel masing-masing sebesar 1.967405, dan 1.649629. Adapun hasil estimasi VECM pada persamaan harga saham dengan lag 3 dapat dilihat pada tabel berikut ini :

Tabel IV.5.
Hasil Uji VECM

Variabel	Koefisien	t-statistik	Keterangan
Jangka Panjang			
IHSG(-1)	1.000000		
I(-1)	5.571.260	[-2.36729]	signifikan
SB(-1)	-2108.667	[0.91712]	tidak signifikan
KURS(-1)	- 2.091819	[1.92471]	signifikan
PPI(-1)	1.340.738	[-2.35869]	signifikan
DJIMC(-1)	203.5236	[7.34087]	signifikan
DJIA(-1)	-1.380.965	[-7.83173]	signifikan
Jangka Pendek			
CointEq	-0.001006	[-3.37404]	signifikan
D(IHSG(-1))	0.165479	[3.00284]	signifikan
D(IHSG(-2))	-0.075893	[-1.34964]	tidak signifikan
D(IHSG(-3))	0.079457	[1.42782]	tidak signifikan
D(I(-1))	-3.553.212	[-0.23412]	tidak signifikan
D(I(-2))	-2.342.207	[-0.15417]	tidak signifikan
D(I(-3))	-1.250.908	[-0.82465]	tidak signifikan
D(SB(-1))	-3.201.763	[-0.63629]	tidak signifikan
D(SB(-2))	-7.674.668	[-1.53144]	tidak signifikan

D(SB(-3))	10.97963	[0.21258]	tidak signifikan
D(KURS(-1))	-0.018663	[-0.28402]	tidak signifikan
D(KURS(-2))	0.050638	[0.77940]	tidak signifikan
D(KURS(-3))	0.289198	[4.51438]	signifikan
D(PPI(-1))	-1.634.419	[-1.38463]	tidak signifikan
D(PPI(-2))	-2.231.047	[-1.73782]	signifikan
D(PPI(-3))	-2.173.766	[-1.90885]	signifikan
D(DJIMC(-1))	0.159700	[1.35943]	tidak signifikan
D(DJIMC(-2))	0.204915	[1.76718]	signifikan
D(DJIMC(-3))	0.124329	[1.06276]	tidak signifikan
D(DJIA(-1))	-0.051295	[-2.80968]	signifikan
D(DJIA(-2))	-0.012451	[-0.65041]	tidak signifikan
D(DJIA(-3))	-0.017764	[-0.93950]	tidak signifikan

Analisis persamaan jangka panjang:

Berdasarkan estimasi jangka panjang dapat kita ketahui bahwa dalam jangka panjang Inflasi memiliki hubungan yang positif dan signifikan terhadap variabel indeks harga saham gabungan pada taraf 5% dan 10%. Signifikansi membandingkan t statistik dengan t tabel sebesar 1.967405, dengan nilai koefisien untuk variabel inflasi sebesar 5571,260. Koefisien yang positif menunjukkan bahwa ketika terjadi kenaikan inflasi sebesar 1% maka akan menyebabkan peningkatan indeks harga saham gabungan sebesar 5571 satuan poin IHSG.

Dalam persamaan jangka panjang hubungan antara suku bunga dengan indeks harga saham gabungan dilihat dari tingkat signifikansi pada t statistik suku bunga lebih kecil dari t tabel, maka dalam hubungan jangka panjang suku bunga tidak berpengaruh secara signifikan terhadap indeks harga saham gabungan.

Pada variabel kurs atau nilai tukar dalam jangka panjang berdasarkan hasil analisis diketahui bahwa kurs memiliki hubungan yang negatif signifikan terhadap indeks harga saham gabungan di lima negara ASEAN. Dapat dilihat dengan membandingkan t statistik dan t tabel sebesar 1.649629. dengan koefisien kurs sebesar -2.0918, artinya ketika terjadi kenaikan pada satuan nilai kurs maka akan terjadi penurunan indeks harga saham gabungan sebesar 2.0918 satuan poin IHSG.

Berdasarkan hasil analisis hubungan antara pertumbuhan produksi industri adalah negatif signifikan pada taraf nyata 5% dan 10%, dengan nilai koefisien 1340.73. artinya ketika terjadi kenaikan pada produksi industri sebesar 1%, maka akan menyebabkan peningkatan harga saham sebesar 1340.71.

Selanjutnya variabel *Dowjones Islamic Market China* memiliki hubungan positif signifikan terhadap indeks harga saham ASEAN-5 pada taraf nyata 5% dan 10% dengan nilai koefisien sebesar 203.5236. artinya ketika terjadi kenaikan DJIMC sebesar 1 poin maka akan menyebabkan kenaikan IHSG sebesar 203 satuan poin IHSG ASEAN-5.

Sementara variabel lain dalam penelitian ini yaitu *DowJones Industrial Average* memiliki hubungan negatif signifikan terhadap panel saham gabungan pada taraf nyata 5% dan 10% dengan nilai koefisien -13.8096. artinya ketika terjadi kenaikan DJIA maka akan

menyebabkan penurunan harga saham gabungan ASEAN-5 sebesar 13.80.

Analisis Persamaan Jangka Pendek:

Pada analisis persamaan IHSG pada lag pertama memiliki hubungan positif dan signifikan terhadap IHSG dengan taraf nyata 5% dan 10% dan nilai koefisien sebesar 0.1654. artinya apabila terjadi kenaikan pada lag pertama sebesar 1 poin maka harga saham gabungan pada periode berjalan meningkat sebesar 0.16 satuan poin IHSG. Sedangkan IHSG pada lag kedua negatif tidak signifikan dan lag ketiga positif tidak signifikan, dengan nilai t statistik pada masing masing sebesar -1.34964 (lag kedua) dan 1.42782 (lag ketiga) lebih kecil dari t tabel 1.967.

Pada analisis persamaan inflasi pada lag pertama, lag kedua dan lag ketiga dengan nilai t statistik pada masing masing sebesar -0.23412 (lag pertama), -0.15417 (lag kedua), dan -0.82465 (lag ketiga) lebih kecil dari t tabel 1.967. pada jangka pendek inflasi pada lag pertama negatif, lag kedua negatif dan lag ketiga negatif tidak signifikan.

Pada analisis persamaan suku bunga pada lag pertama, lag kedua dan lag ketiga dengan nilai t statistik pada masing masing sebesar -0.63629 (lag pertama), -1.53144 (lag kedua), dan 0.21258 (lag ketiga) lebih kecil dari t tabel 1.967. pada jangka pendek

koefisien suku bunga pada lag pertama negatif, lag kedua negatif dan lag ketiga positif tidak signifikan.

Pada analisis persamaan kurs atau nilai tukar pada lag pertama, lag kedua dengan nilai t statistik pada masing masing sebesar -0.28402 (lag pertama), 0.77940 (lag kedua) lebih kecil dari t tabel 1.967. pada jangka pendek koefisien kurs pada lag pertama negatif, lag kedua positif tidak signifikan. Sedangkan untuk kurs lag ketiga memiliki hubungan positif signifikan pada taraf nyata 5% dan 10% dengan nilai koefisien 0.289198, artinya ketika terjadi kenaikan kurs maka indeks harga saham naik 0.289 satuan poin IHSG.

Pada analisis persamaan produksi industri pada lag pertama dengan nilai t statistik sebesar -0.138463 (lag pertama), lebih kecil dari t tabel 1.967 dan koefisien negatif tidak signifikan. Sedangkan untuk PPI lag kedua memiliki hubungan negatif signifikan pada taraf nyata 5% dan 10% dengan nilai koefisien -2.231047, artinya ketika terjadi kenaikan produksi industri maka indeks harga saham turun 2.231 satuan poin IHSG. Begitupun dengan PPI lag ketiga memiliki hubungan negatif signifikan pada taraf nyata 5% dan 10% dengan nilai koefisien -2.173766, artinya ketika terjadi kenaikan produksi industri maka indeks harga saham turun 2.1737 satuan poin IHSG.

Pada analisis persamaan DJIMC pada lag pertama, lag ketiga dengan nilai t statistik pada masing masing sebesar -1.35943 (lag pertama), 1.06276 (lag ketiga) lebih kecil dari t tabel 1.967. pada

jangka pendek koefisien DJIMC pada lag pertama positif, lag kedua positif tidak signifikan. Sedangkan untuk DJIMC lag kedua memiliki hubungan positif signifikan pada taraf nyata 5% dan 10% dengan nilai koefisien 0.204915, artinya ketika terjadi kenaikan DJIMC maka indeks harga saham naik 0.2049 satuan poin IHSG.

Pada analisis persamaan DJIA pada lag pertama memiliki hubungan negatif dan signifikan terhadap IHSG dengan taraf nyata 5% dan 10% dan nilai koefisien sebesar -0.05129. artinya apabila terjadi kenaikan pada lag pertama sebesar 1 poin maka harga saham gabungan pada periode berjalan menurun sebesar 0.05129 satuan poin IHSG. Sedangkan DJIA pada lag kedua negatif tidak signifikan dan lag ketiga negatif tidak signifikan, dengan nilai t statistik pada masing masing sebesar -0.65041 (lag kedua) dan -0.93950 (lag ketiga) lebih kecil dari t tabel 1.967.

4.3. Analisis Ekonomi

Naik turunnya harga saham gabungan dapat dipengaruhi oleh berbagai kondisi dan beberapa faktor seperti pengaruh domestik suatu negara yaitu inflasi, suku bunga, kurs, pertumbuhan produksi industri, dan pengaruh global yaitu DJIMC dan DJIA.

Berdasarkan hasil estimasi Kao Residual Cointegration Test, dapat diketahui bahwa diantara ke enam variable dalam penelitian ini terdapat kointegrasi yang diketahui melalui nilai probabilitas 0.0266 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi $\alpha=5\%$. Dengan demikian, dari hasil uji kointegrasi

mengindikasikan bahwa di antara harga saham, inflasi, suku bunga, kurs, pertumbuhan produksi industri, DJIMC, DJIA memiliki keseimbangan jangka panjang.

Nilai koefisien ECT menunjukkan hasil negatif signifikan, dapat dikatakan bahwa secara simultan terdapat korelasi jangka panjang. demikian juga pada hasil *wald test* yang signifikan, dapat dikatakan bahwa secara simultan terdapat korelasi jangka pendek.

Berdasarkan uji VECM yang dilakukan didapatkan hasil bahwa dalam hubungan jangka panjang variabel inflasi, kurs, pertumbuhan produksi industri, DJIMC dan DJIA memiliki pengaruh yang signifikan, sedangkan Suku bunga tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap IHSG. Dimana inflasi, produksi industri dan DJIA memiliki pengaruh negatif dan untuk kurs dan DJIMC memiliki pengaruh positif. Adapaun rincian pengaruh dan analisis ekonomi untuk masing-masing variabel adalah sebagai berikut:

1. Inflasi

Dalam jangka panjang, berdasarkan hasil uji VECM, untuk inflasi memiliki pengaruh positif signifikan terhadap indeks harga saham ASEAN-5. Sehingga setiap peningkatan inflasi akan menyebabkan peningkatan pada indeks harga saham gabungan. Artinya, inflasi memiliki dampak langsung terhadap keputusan investor untuk berinvestasi di ekuitas atau saham, investor menilai bahwa inflasi merupakan sinyal positif dalam berinvestasi di saham, dalam keadaan inflasi naik yang ditandai dengan harga yang meningkat secara terus menerus maka

masyarakat lebih memilih untuk berinvestasi daripada digunakan untuk membeli barang-barang karena harganya yang terus meningkat apabila tidak ditindak lanjuti oleh pemerintah, sehingga keinginan berinvestasi pada masyarakat akan meningkat, maka inflasi berbanding lurus dengan saham, ditandai dengan meningkatnya investasi. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Murni (2015), Suwandi (2014) yang menunjukkan hasil bahwa variabel tingkat inflasi memiliki pengaruh positif signifikan terhadap pasar saham. dengan adanya sinyal positif dari inflasi maka investor mempertimbangkan aktivitas riil yang terjadi serta kemungkinan adanya keterkaitan antara kebijakan moneter dengan kebijakan sektor riil. Selain itu, inflasi dianggap kabar yang menggembirakan karena besar kemungkinan akan mendapatkan *profit* yang meningkat yang akan diterimanya. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Desfandi dkk. (2017) dengan hasil inflasi tidak berpengaruh disebabkan investor masih menganggap inflasi masih rendah sehingga indeks harga saham akan berlanjut tumbuh tanpa adanya pengaruh inflasi.

Dalam jangka pendek, berdasarkan hasil uji VECM inflasi tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap indeks harga saham gabungan. Hal ini investor menganggap bahwa kenaikan inflasi masih berada pada titik wajar, sehingga harga ssaham akan terus berjalan tanpa adanya pengaruh inflasi. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Desfandi (2017) mengatakan bahwa inflasi tidak memiliki pengaruh

terhadap IHSG, penelitian lain yaitu oleh Rista dkk (2015), dalam jangka pendek inflasi tidak memiliki hubungan yang signifikan, selama pertumbuhan inflasi belum mencapai 10% atau lebih, maka IHSG tidak dipengaruhi oleh inflasi.

2. Suku Bunga

Dalam jangka panjang, berdasarkan hasil uji VECM ditemukan bahwa tingkat suku bunga tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap indeks harga saham gabungan di ASEAN-5. Naik turunnya suku bunga akan meningkatkan pertimbangan masyarakat untuk memanfaatkan dananya pada instrumen yang memiliki keuntungan yang tinggi dan risiko yang rendah. Jika masyarakat telah memiliki investasi saham maka masyarakat akan mempertimbangkan untuk melepas sahamnya, namun jika masyarakat baru akan memulai investasi, maka masyarakat akan berfikir untuk berinvestasi pada keuntungan yang tinggi. Secara teoritis suku bunga bergerak berlawanan arah dengan harga saham, suku bunga meningkat maka IHSG turun. Dalam penelitian ini tidak sejalan dengan teori, hasil menunjukkan bahwa tingkat suku bunga tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap indeks harga saham, begitupun hasil yang ditunjukkan dalam jangka pendek bahwa tingkat suku bunga tidak memiliki pengaruh yang signifikan. penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Syauqi dan Wulan (2014), Christine (2016), Hariati dkk. (2016), Silim (2013), penelitian tersebut menunjukkan bahwa tingkat suku bunga tidak memiliki pengaruh yang

signifikan terhadap harga saham. Campur tangan pemerintah dalam penentuan tingkat suku bunga, dimungkinkan pemerintah masih memberikan *self confidence* kepada investor sehingga hasilnya tidak signifikan. Argumen lainnya, dimana tingkat suku bunga merupakan kebijakan yang ditentukan pemerintah untuk mengatur stabilitas ekonomi, tidak hanya untuk mengatur investor dalam mempertimbangkan investasi dengan *profit* tinggi, karena tingkat suku bunga merupakan besaran yang harus dikembalikan oleh debitur kepada kreditur sehingga suku bunga ditetapkan untuk mengatur jumlah uang yang beredar di masyarakat, selain itu adanya campur tangan pemerintah ataupun bank central dalam menentukan tingkat suku bunga maka keputusan yang diambil untuk menentukan tingkat suku bunga berdasarkan banyak hal, termasuk berdasarkan pertimbangan untuk pertumbuhan disuatu negara. Dengan demikian, investor menganggap bahwa naik turunnya suku bunga masih berada di titik wajar, keputusan dari pemerintah direspon investor untuk tidak mengkhawatirkan tingkat suku bunga. Sehingga suku bunga tidak memiliki pengaruh yang signifikan.

3. Kurs

Dalam jangka panjang, berdasarkan hasil uji VECM ditemukan bahwa kurs mata uang berpengaruh negatif signifikan terhadap indeks harga saham gabungan di ASEAN-5. Peningkatan kurs akan berdampak pada investasi dan berpengaruh positif terhadap indeks harga saham gabungan. Variabel kurs atau nilai tukar domestik/US dollar. Jika kurs

mata uang meningkat (mata uang domestik terdepresiasi) maka harga saham akan mengalami penurunan (*bearish*), begitu juga sebaliknya, jika kurs mata uang menurun (mata uang domestik terapresiasi) maka harga saham akan mengalami peningkatan (*bullish*). Hal demikian variabel penelitian kurs sejalan dengan teori dan hipotesis, dimana dalam penelitian ini nilai tukar berpengaruh negatif signifikan terhadap indeks harga saham, artinya mata uang domestik terapresiasi diikuti dengan indeks harga saham gabungan di ASEAN-5 yang meningkat. Sebaliknya ketika nilai tukar terdepresiasi maka indeks harga saham gabungan menurun. Ada beberapa hal dari hasil tersebut, penguatan mata uang suatu negara akan meningkatkan investasi dari domestik maupun asing, karena mereka menganggap menguatnya kurs merupakan sinyal yang positif atau kabar baik bagi investor untuk berinvestasi di kawasan ASEAN, dengan penguatan kurs atau nilai tukar suatu negara yang menandakan bahwa kondisi perekonomian suatu negara sedang membaik, sehingga akan berdampak pada harga saham yang positif yang akan meningkatkan keuntungan yang diterima oleh pemegang saham. Sedangkan apabila terjadi pelemahan kurs juga berakibat pada jumlah ekspor atau jasa yang berkurang, sehingga terjadi penurunan pada dividen yang akan diterima pemegang saham, akan berdampak pada keputusan investor untuk melepas sahamnya. Kurs melemah dianggap sinyal positif oleh investor asing, karena bisa membeli saham dengan harga rendah. Selain itu, *exchange rate* tergantung pada tingkat perdagangan internasional dan transaksi

perdagangan suatu negara atau hubungan nilai tukar dengan IHSG tergantung pada dominasi relatif ekspor dan tingkat impor suatu negara. Jika perusahaan yang ada di Indonesia, Singapura, Thailand, Malaysia dan Filipina melakukan produksi dengan bahan baku bukan berasal dari impor maka biaya yang dikeluarkan perusahaan tidak akan mengurangi dividen yang diterima pemegang saham.

Selanjutnya dalam hubungan jangka pendek, hasil yang berbeda dengan hubungan jangka panjang yaitu nilai tukar memiliki pengaruh yang positif signifikan terhadap IHSG ASEAN-5. Diindikasikan bahwa nilai tukar atau kurs direspon negatif oleh investor, karena keadaan ekonomi suatu negara sedang melemah yang ditandai dengan terdepresiasinya nilai mata uang domestik terhadap dollar. Hasil penelitian ini, sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Desfiandi (2017), Nordin (2014), Saeed (2012), Husnul dkk. (2017), Fahmi (2017), Kowanda (2015), dari beberapa peneliti tersebut hasil yang didapatkan bahwa nilai tukar berpengaruh negatif signifikan terhadap harga saham. Murni, melakukan penelitian tentang analisis faktor ekonomi makro terhadap pasar saham beberapa negara di Asia yaitu di Indonesia, Malaysia, Singapura dan Jepang. Dalam hasil penelitiannya nilai tukar tidak berpengaruh terhadap pasar saham di Indonesia, sedangkan nilai tukar berpengaruh negatif signifikan terhadap pasar saham di Singapura dan Malaysia. Dan di Jepang nilai tukar berpengaruh positif signifikan.

4. Pertumbuhan produksi industri

Dalam hubungan jangka panjang, berdasarkan hasil uji VECM ditemukan bahwa pertumbuhan produksi industri berpengaruh positif signifikan terhadap indeks harga saham gabungan ASEAN-5. Produksi industri diproxikan sebagai pengganti pertumbuhan ekonomi, maka meningkatnya produksi industri merepresentasikan kondisi ekonomi suatu negara dalam keadaan baik atau tumbuh meningkat, sehingga hipotesis dalam penelitian variabel produksi industri berpengaruh positif terhadap indeks harga saham, ketika pertumbuhan produksi industri naik, maka indeks saham akan meningkat. Sesuai dengan teori dan hipotesis yang digunakan, dalam hasil penelitian yang dilakukan terdapat hasil yang sesuai dengan hipotesis, dimana pertumbuhan produksi industri meningkat dan diikuti oleh harga saham meningkat. Dengan demikian terdapat beberapa hal, dimana dalam penelitian ini variabel yang digunakan yaitu produksi industri mengukur total produksi dari seluruh pabrik, pertambangan dan industri lainnya yang merupakan *proxy* dari pertumbuhan ekonomi. Dalam hal ini, tingkat produksi industri berkembang pesat disetiap negara, dengan produksi industri yang meningkat, maka pertumbuhan ekonomi suatu negara dalam keadaan baik dan tumbuh meningkat. kemudian diikuti oleh pendapatan masyarakat yang meningkat banyak masyarakat mengeluarkan uang untuk menanamkan modalnya atau menyimpan dana dalam bentuk investasi, sehingga berpengaruh pada saham yang meningkat. Selain itu, dengan

meningkatnya produksi industri yang berarti bahwa terjadi peningkatan tingkat *output* produksi pada perusahaan pada sektor riil dan juga perusahaan yang terdaftar dipasar modal, sehingga dapat meningkatkan laba dan peningkatan pembagian dividen. Dengan demikian Pertumbuhan produksi industri merupakan sinyal positif bagi investor juga masyarakat untuk berinvestasi, maka produksi industri berpengaruh positif signifikan terhadap indeks harga saham gabungan ASEAN-5. Hasil tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Iyan dan Hermanto (2018), Irfan dan Wulan (2014).

Selanjutnya hasil temuan pada jangka pendek, pertumbuhan produksi industri berpengaruh negatif signifikan terhadap indeks harga saham gabungan ASEAN-5. yang menunjukkan hasil bahwa aktivitas riil produksi industri yang meningkat berpengaruh pada indeks harga saham yang ikut meningkat. Namun hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Firdausi dkk. (2016) bahwa pada hubungan jangka pendek Indeks Produksi industri berpengaruh negatif signifikan. Karena hal tersebut di indikasikan bahwa banyak industri yang bergerak pada sektor riil belum melakukan listing di pasar modal. Sehingga produksi industri meningkat, namun indeks harga saham menurun.

5. *DowJones Islamic Market China*

Dalam jangka panjang, berdasarkan hasil uji VECM ditemukan bahwa DJIMC berpengaruh positif signifikan terhadap indeks harga saham gabungan di ASEAN-5. Sesuai dengan teori *contagion effect* apabila

terjadi *crash* terjadi *crash* disuatu negara akan mempengaruhi atau semacam efek menular pada negara lainnya. Seperti halnya pergerakan indeks syariah dowjones China berpengaruh terhadap IHSG ASEAN-5, meskipun variabel yang digunakan adalah indeks syariah tetapi tidak menutup kemungkinan untuk mempengaruhi Indeks harga saham gabungan di ASEAN, semakin terintegrasinya pasar modal, maka adanya efek yang dirasakan pada pasar modal negara lain. Dalam penelitian ini, menggunakan variabel indeks China untuk mengetahui integrasi yang terjadi pada ASEAN dan China, maka terbukti adanya *contagion effect* pergerakan saham China diikuti oleh saham ASEAN. Diperkuat dengan adanya kawasan perdagangan bebas ASEAN – Cina, ASEAN-China *Free Trade Area* (ACFTA) yang berlangsung sudah sangat lama sekitar tahun 2000, memutuskan untuk mengeksplorasi langkah-langkah yang ditujukan untuk integrasi ekonomi antara China dan ASEAN, penurunan tarif barang yang dijual ke China maupun tarif barang yang dijual ke ASEAN.

Dengan demikian hasil yang ditunjukkan pada jangka pendek, bahwa DJIMC berpengaruh positif signifikan terhadap indeks harga saham gabungan ASEAN-5. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Santosa (2013) melakukan penelitian tentang Integrasi Pasar Modal Kawasan Cina-ASEAN, ditemukan bahwa indeks China berpengaruh positif terhadap pasar modal Indonesia, dan pasar modal Singapura berpengaruh terhadap pasar modal China. Peneliti lainnya dilakukan oleh Novianti (2016), berdasarkan analisis yang dilakukan bahwa terdapat

contagion effect antara indeks syariah China terhadap indeks harga saham syariah dan saham konvensional. Diperkuat dengan adanya perdagangan bebas kawasan China-ASEAN sehingga memperkuat pasar modal yang terintegrasi, tujuan dari ACFTA sendiri yaitu untuk mempercepat pertumbuhan investasi langsung dari China dan kerjasama komersil (Vasundhara Rastogi, 2017). Investor asing menjadikan Indeks China sebagai indikator pergerakan pasar modal di ASEAN, ketika DJIMC meningkat maka IHSG ASEAN-5 ikut meningkat. Berbeda dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Artini dkk (2017), Kowanda dkk. (2015), menunjukkan hasil bahwa SSE (Indeks Shanghai) tidak memiliki pengaruh yang signifikan, dikarenakan dengan sampel yang digunakan dari kedua peneliti tersebut yaitu data *time series* pasar modal Indonesia, sementara dalam penelitian ini, menggunakan gabungan data atau data panel ASEAN-5.

6. *DowJones Industrial Average*

Dalam jangka panjang, berdasarkan hasil uji VECM ditemukan bahwa DJIA berpengaruh negatif signifikan terhadap indeks harga saham gabungan di ASEAN-5. Demikian juga hasil penelitian jangka pendek, ditemukan bahwa DJIA berpengaruh negatif signifikan. DJIA ini merupakan indeks yang sangat berkembang pesat dan sudah berkembang cukup lama serta terbesar di dunia. Sehingga indeks harga saham Amerika memiliki indeks saham yang tinggi dibandingkan dengan ASEAN, namun dengan hasil bahwa terdapat pengaruh, maka sesuai dengan teori

contagion effect, crash yang terjadi mempengaruhi *crash* pada pasar modal di ASEAN sehingga adanya integrasi antara Amerika dan ASEAN, namun dengan hubungan yang negatif. Sehingga tidak sesuai dengan hipotesis bahwa DJIA naik maka IHSG ASEAN-5 ikut naik, namun hasil disini menunjukkan kenaikan yang terjadi pada indeks Amerika berpengaruh terhadap penurunan harga saham di ASEAN. Diindikasikan bahwa investor asing melihat DJIA yang meningkat merupakan sinyal positif untuk berinvestasi di kawasan Amerika dibanding di kawasan ASEAN, pertumbuhan ekonomi di AS memang bergerak lebih cepat dibanding dengan asean. Maka dari itu, DJIA berpengaruh negatif signifikan terhadap indeks harga saham gabungan di ASEAN. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Fuji (2017), Syauqi dan Wulan (2014), dengan menggunakan *islamic dowjones* Amerika ditemukan bahwa DJIM Amerika berpengaruh negatif signifikan terhadap Jakarta Islamic Indeks. Terdapat beberapa peneliti yang memiliki pengaruh positif signifikan antara DJIA dan harga saham, hal itu dikarenakan perbedaan data penelitian dan perbedaan antara time series dan panel sampel yang digunakan. Peneliti diantaranya Artini dkk. (2017).

Dari hasil regresi ditemukan bahwa terdapat kointegrasi yang signifikan, artinya dalam penelitian ini memiliki hubungan jangka panjang antar variabel dependen dan variabel independen. Sehingga hasil ditemukan bahwa terdapat integrasi pasar keuangan di ASEAN, diperkuat dengan variabel Islamic Dowjones China dan Dowjones Amerika yang

memberikan pengaruh signifikan terhadap indeks harga saham gabungan di ASEAN. Artinya, apabila terdapat *crash* ataupun pergerakan lainnya maka akan berpengaruh dan diikuti oleh bursa saham lain, dalam penelitian ini, adanya pergerakan pada dowjones China dan Amerika maka diikuti oleh pergerakan bursa saham lain diantaranya yaitu Indonesia, Singapura, Malaysia, Thailand dan Filipina. Hasil tersebut terbukti adanya *contagion effect* atau efek domino, semakin pesatnya globalisasi ekonomi maupun teknologi maka semakin terintegrasi antara pasar saham satu dengan pasar saham lainnya. Semakin berkembangnya suatu negara, maka akan saling mempengaruhi satu sama lain. Dengan demikian dalam penelitian ini, terbukti adanya integrasi pasar keuangan di ASEAN-5.

7. Indeks Harga Saham Gabungan

Dalam jangka pendek Indeks Harga Saham Gabungan berpengaruh positif signifikan, artinya ketika IHSG naik maka IHSG saat ini menjadi meningkat. Dalam jangka pendek, harga historical sebelumnya akan mempengaruhi IHSG saat ini. Diindikasikan bahwa investor menilai atau melihat pergerakan saham dilihat dari teknikal atau data historis H-1 bulan.