

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1. Hasil Penelitian

4.1.1 Gambaran Variabel Penelitian

Bagian ini akan menguraikan analisis deskriptif variabel penelitian yang terdiri dari suku bunga, nilai tukar, tingkat inflasi, jumlah uang yang beredar, dan harga saham.

4.1.1.1. Gambaran Tingkat Suku Bunga

Suku bunga ialah persentase nilai harga dari penggunaan uang atau imbalan atas penggunaan uang dalam jangka waktu tertentu. Imbalan sewa ini merupakan bagian dari kompensasi kepada pemberi pinjaman atas manfaat kedepan dari uang pinjaman tersebut apabila diinvestasikan dan atau dilakukannya hal-hal yang produktif terhadap uang tersebut. Didalam penelitian ini suku bunga diukur dari rata-rata tingkat suku bunga yang dikeluarkan oleh bank central masing-masing negara yang dijadikan objek dalam penelitian ini yaitu negara Indonesia, China, Taiwan, Korea Selatan, India, dan Brazil pada tahun 2004-2018. Data suku bunga yang diperoleh dari Bank Indonesia, The Bank for International Settlement (BIS), International Financial Statistics (IFS), Central Bank of the Republic of China (Taiwan), Banco Central do Brazil (Central Bank of Brazil)

Adapun gambaran rata-rata perkembangan suku bunga di negara emerging market disajikan dalam tabel berikut ini.

Tabel 4. 1

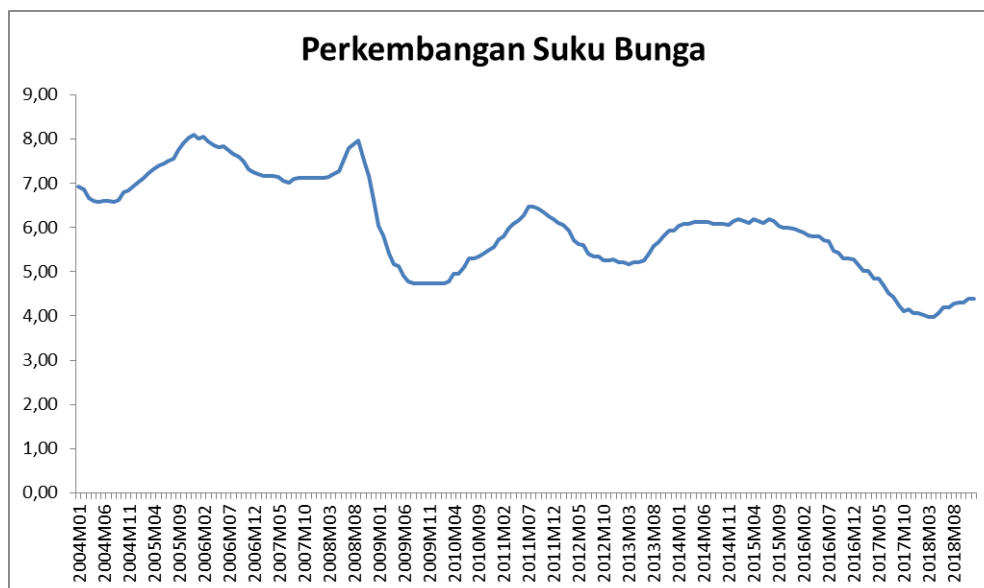
Perkembangan Suku Bunga Emerging Market Tahun 2004-2018

Tahun	Suku Bunga (%)	Perubahan (%)
2004	6,72	-
2005	7,54	12,09
2006	7,72	2,46
2007	7,13	-7,68

2008	7,37	3,34
2009	5,08	-31,02
2010	5,14	1,21
2011	6,19	20,29
2012	5,58	-9,85
2013	5,47	-1,97
2014	6,10	11,61
2015	6,10	0,03
2016	5,62	-7,88
2017	4,59	-18,34
2018	4,18	-8,93
Rata-Rata	6,03	-3,85

Sumber : Hasil Pengolahan Data 2019

Pertumbuhan rata-rata suku bunga emerging market dalam kurun waktu 2004-2018 sebesar 6,03% dengan trend mengalami penurunan sebesar -3,85%. Tingkat suku bunga naik paling tinggi tahun 2011, yaitu sebesar 20,29%. Sedangkan tingkat suku bunga menurun paling rendah pada tahun 2009 dengan penurunan sebesar 31,02%.



Gambar 4. 1 Perkembangan Rata-Rata Suku Bunga Emerging Market Tahun 2004-2018

Sumber : Hasil Pengolahan Data 2019

Tahun 2004, rata-rata suku bunga pada beberapa negara emerging market mengalami trend kenaikan dengan rata-rata suku bunga sebesar 6,72%. Umumnya suku bunga tertinggi berlangsung bulan Desember 2004 sebesar 6,96% dan suku bunga terendah pada bulan Agustus 2004 sebesar 6,58%. Dari tahun 2004 ke 2005 rata-rata suku bunga mengalami trend kenaikan sebesar 12,09% atau menjadi 7,54%. Secara umum, suku bunga tertinggi ada di bulan Desember 2005, yakni sebesar 8,11%. Sementara suku bunga terendah muncul pada bulan Januari 2005, yaitu sebesar 7,04%.

Dua tahun kemudian, tepatnya tahun 2006, umumnya suku bunga di beberapa negara emerging market juga mengalami kenaikan sebesar 2,46% menjadi 7,72%. Sedikit berbeda dengan kondisi di tahun 2005 yang mengalami trend kenaikan setiap bulannya, di tahun 2006 justru trend rata-rata suku bunga mengalami penurunan setiap bulannya. Rata-rata suku bunga mencapai puncaknya bulan Februari 2006, yaitu sebesar 8,06%. Sedangkan kondisi paling menurun terjadi pada Desember 2006, yakni sebesar 7,26%.

Tahun 2007 rata-rata suku bunga kembali mengalami penurunan sebesar (-7,68%) menjadi 7,13%. Rata-rata puncak suku bunga terjadi Januari 2007, yaitu sebesar 7,22%. Sementara rata-rata suku bunga menurun drastis Juli 2007 menjadi 7,03%, mengalami kenaikan lagi di bulan Agustus 2007, dan selanjutnya stabil sampai akhir tahun di angka 7,12%.

Volatilitas rata-rata suku bunga di tahun 2008 tidak begitu tinggi dan cenderung mengalami kenaikan sebesar 3,34% atau menjadi 7,37%. Rata-rata suku bunga tertinggi terjadi Juli 2008, yaitu sebesar 7,80%. Sedangkan suku bunga terendah Desember 2008, yakni sebesar 6,62%. Pada tahun 2009, rata-rata suku bunga kembali mengalami trend penurunan sebesar (-31,02%) atau menjadi 5,08%. Rata-rata puncak suku bunga ada di di Januari 2009, yakni sebesar 6,04%. Dan, suku bunga minimalis di Agustus 2009 sebesar 4,74%, lalu stabil sampai dengan Desember 2009.

Pada 2010, rata-rata trend suku bunga naik 1,21% menjadi 5,14%. Suku bunga tertinggi umumnya di Desember 2010 sebesar 5,56% dan terendah di Januari 2010 sebesar 4,74%. Di tahun 2011, suku bunga meningkat 20,29% atau menjadi

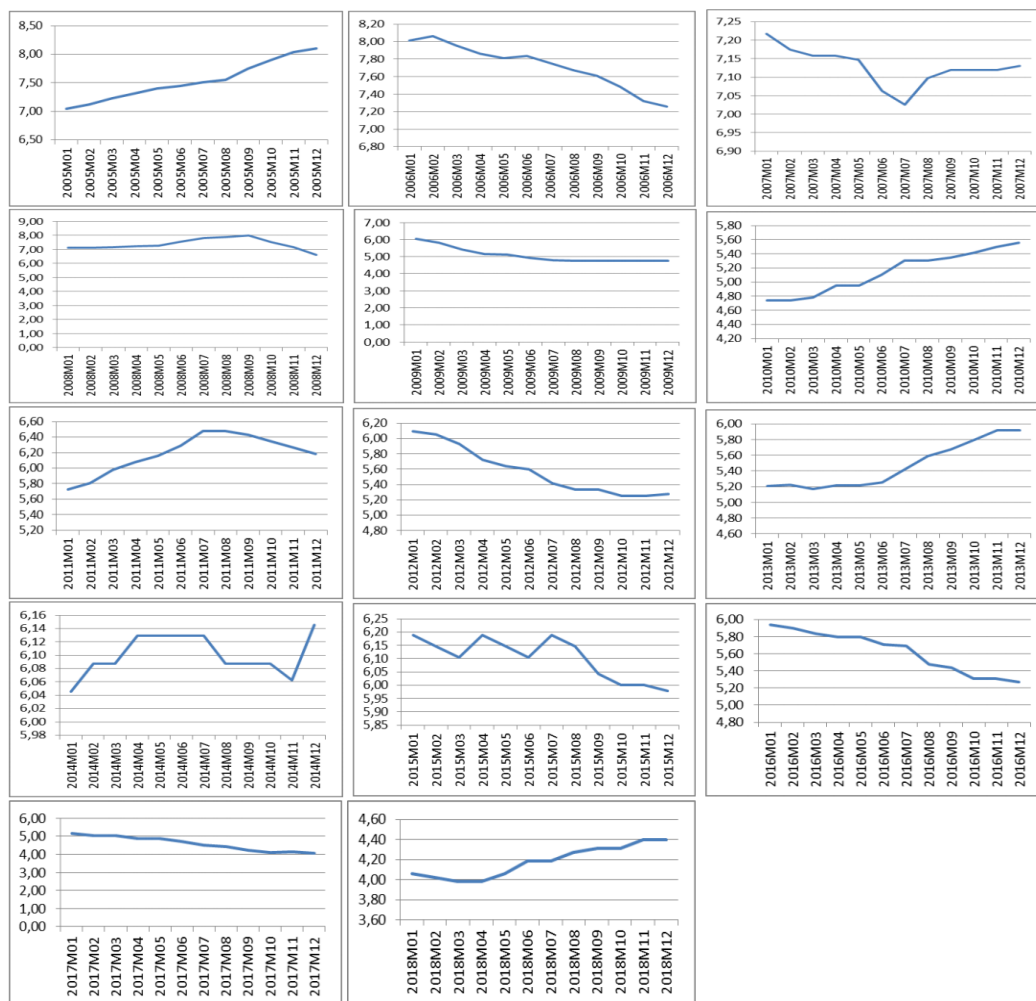
6,19%. Rata-rata suku bunga mencapai puncaknya Juli dan Agustus 2011 sebesar 6,48%, kemudian menurun pada bulan Januari 2011 sebesar 5,73%.

Kecenderungan penurunan suku bunga secara umum terjadi lagi di tahun 2012, yaitu sebesar (-9,85%) menjadi 5,58%. Rata-rata puncak suku bunga ada di bulan Januari 2012, yaitu sebesar 6,10%. Kemudian terus turun sampai terendah di bulan Desember 2012 sebesar 5,28%. Berbeda dengan sebelumnya, setahun kemudian atau di tahun 2013, suku bunga secara umum menurun sebesar (-19,97) atau dari 5,58% menjadi 5,47%. Meskipun demikian, trend rata-rata suku bunga dari Januari-Desember 2013 mengalami kenaikan. Kenaikan tertinggi berlangsung November dan Desember 2013, yakni sebesar 5,92%. Sedangkan penurunan terendah terjadi pada bulan Maret 2013 sebesar 5,17%.

Tahun 2014, rata-rata suku bunga mengalami kenaikan sebesar 11,61%, yaitu menjadi 6,10%. Trendnya mengalami fluktuasi dari bulan Januari - Desember 2014. Secara umum, puncak suku bunga ada di bulan Desember 2014, yaitu sebesar 6,15%. Sedangkan penurunan berlangsung pada Januari 2014, yaitu sebesar 6,05%. Di tahun 2015, rata-rata suku bunga mengalami sedikit kenaikan, yaitu sebesar 0,03% menjadi 6,10%. Trend suku bunga di tahun 2015 mengalami fluktuasi dengan tingkat volatilitas yang cukup tinggi. Rata-rata suku bunga tertinggi terjadi di bulan Januari, April, Mei, dan Juli 2015, yaitu sebesar 6,19%. Sedangkan kondisi sebaliknya terjadi di bulan Desember 2015, yakni sebesar 5,98%.

Pada tahun 2016, rata-rata suku bunga mengalami penurunan sebesar (-7,88%), yaitu menjadi 5,62%. Penurunan suku bunga terjadi sepanjang Januari - Desember 2016. Rata-rata puncak suku bunga di Januari 2016, yaitu sebesar 5,94%. Sedangkan rata-rata terendah terjadi di bulan Desember 2016, yakni sebesar 5,27%. Tidak berbeda dari tahun sebelumnya, pada tahun 2017 suku bunga umumnya menurun lagi, yaitu sebesar (-18,34%) menjadi 4,59%.

Kondisi ini kembali terjadi di tahun berikutnya. Suku bunga di tahun 2018 lagi-lagi mengalami penurunan sebesar (-8,93%), yaitu menjadi 4,18%. Rata-rata puncak suku bunga berada di bulan Desember 2018, yaitu sebesar 4,40%. Sedangkan terendah berlangsung pada Maret dan April 2018, yaitu sebesar 3,98%.



Gambar 4.2 Trend Pergerakan Rata-Rata Suku Bunga Emerging Market Tahun 2004-2018

Sumber : Hasil Pengolahan Data 2019

4.1.1.2. Gambaran Nilai Tukar

Dalam mencari rata-rata pergerakan nilai tukar, maka dalam penelitian ini nilai tukar masing-masing negara seluruhnya dikonversi ke dalam Dollar US sehingga satuannya sama dan dapat dirata-ratakan. Adapun gambaran perkembangan suku bunga di negara emerging market disajikan dalam tabel berikut ini.

Tabel 4. 2
Pergerakan Nilai Tukar Emerging Market Tahun 2004-2018

Tahun	Rata-Rata Nilai Tukar	Perubahan (%)
2004	0,08602	-
2005	0,09839	14,38%
2006	0,10647	8,21%
2007	0,11721	10,09%
2008	0,12585	7,37%
2009	0,11804	-6,21%
2010	0,12816	8,58%
2011	0,13515	5,45%
2012	0,12057	-10,79%
2013	0,11280	-6,45%
2014	0,10665	-5,45%
2015	0,08489	-20,40%
2016	0,08123	-4,32%
2017	0,08511	4,78%
2018	0,07891	-7,28%
Rata-rata	0,15854	-0,23%

Sumber : Hasil Pengolahan Data 2019

Puncak kenaikan nilai tukar berlangsung tahun 2005, yaitu sebesar 14,38%. Sedangkan penurunan terendah nilai tukar terjadi tahun 2015, yakni sebesar (-20,40%).



Gambar 4. 3 Rata-Rata Pergerakan Nilai Tukar Emerging Market Tahun 2004-2018

Sumber : Hasil Pengolahan Data 2019

Tahun 2004, umumnya nilai tukar emerging market mencapai US \$ 0,08602. Angka tertinggi terjadi bulan Desember 2004 sebesar US \$ 0,09212. Sedangkan angka paling rendah ada di Mei 2004, yaitu sebanyak US \$ 0,081826. Pada tahun 2005, pergerakan rata-rata nilai tukar emerging market mengalami kenaikan sebesar 14,38% atau menjadi US \$ 0,09839. Trend pergerakan selama tahun 2005 mengalami kenaikan dengan puncak nilai tukar berlangsung November 2005, yaitu sebesar US \$ 0,102617. Sedangkan paling rendah ada di Maret 2005, yaitu sebesar US \$ 0,091664.

Di tahun 2006, nilai tukar emerging market mengalami kenaikan sebesar 8,21% atau menjadi US \$ 0,10647. Pergerakan nilai tukar tahun 2006 mengalami volatilitas yang cukup tinggi, terutama di bulan Mei 2006. Nilai tukar mencapai puncaknya pada April 2006, yaitu sebesar US \$ 0,108734. Lalu menukik pada Mei 2006, yakni sebesar US \$ 0,101571.

Tahun 2007, nilai tukar mengalami kenaikan sebesar 10,09% atau menjadi US \$ 0,11721. Pada tahun 2007 ini pergerakan nilai tukar mengalami trend kenaikan dengan volatilitas yang cukup tinggi, terutama di bulan Agustus 2007.

Nilai tukar tertinggi terjadi pada bulan Oktober 2007, yaitu sebesar US \$ 0,126874. Sementara penurunan berlangsung Januari 2007.

Secara keseluruhan pada tahun 2008, rata-rata nilai tukar mengalami kenaikan sebesar 7,37% atau menjadi US \$ 0,12585. Berbeda dengan kondisi pada tahun 2006 dan 2007, di tahun 2008 volatilitas nilai tukar tidak begitu tinggi, bahkan cenderung stabil dengan sedikit trend penurunan. Nilai tukar mencapai puncaknya bulan Juli 2008, yaitu sebesar US \$ 0,14057. Sedangkan penurunan ada di bulan Desember 2008, yaitu sebesar US \$ 0,104343.

Di tahun 2009, pergerakan nilai tukar emerging market mengalami penurunan sebesar (-6,21%) atau menjadi US\$ 0,11804. Sebagaimana halnya di tahun 2008, volatilitas pergerakan nilai tukar di tahun 2009 tidak terlalu tinggi dan cenderung stabil dengan trend meningkat. Nilai tukar tertinggi terjadi pada bulan Desember 2009, yaitu sebesar US \$ 0,129066. Dan terendah pada Februari 2009, yaitu sejumlah US \$ 0,102656.

Tahun 2010 nilai tukar mengalami kenaikan sebesar 8,58% atau menjadi US \$ 0,12816. Pada tahun 2010 ini pergerakan nilai tukar mengalami trend kenaikan dengan volatilitas yang cukup tinggi, terutama di bulan Mei 2010. Nilai tukar tertinggi terjadi pada bulan Desember 2010, yaitu sebesar US \$ 0,133362. Sedangkan kondisi sebaliknya berlangsung di bulan Mei 2010, yakni US \$ 0,124334.

Tahun 2011 nilai tukar mengalami kenaikan sebesar 5,45% atau menjadi US \$ 0,13515. Di tahun ini pergerakan nilai tukar mengalami trend penurunan dengan volatilitas yang cukup tinggi, terutama di bulan September 2011. Nilai tukar berada pada puncaknya di bulan Juli 2011, yaitu sebesar US \$ 0,14208. Dan berada di titik terendah pada Desember 2011, yaitu sebesar US \$ 0,124912.

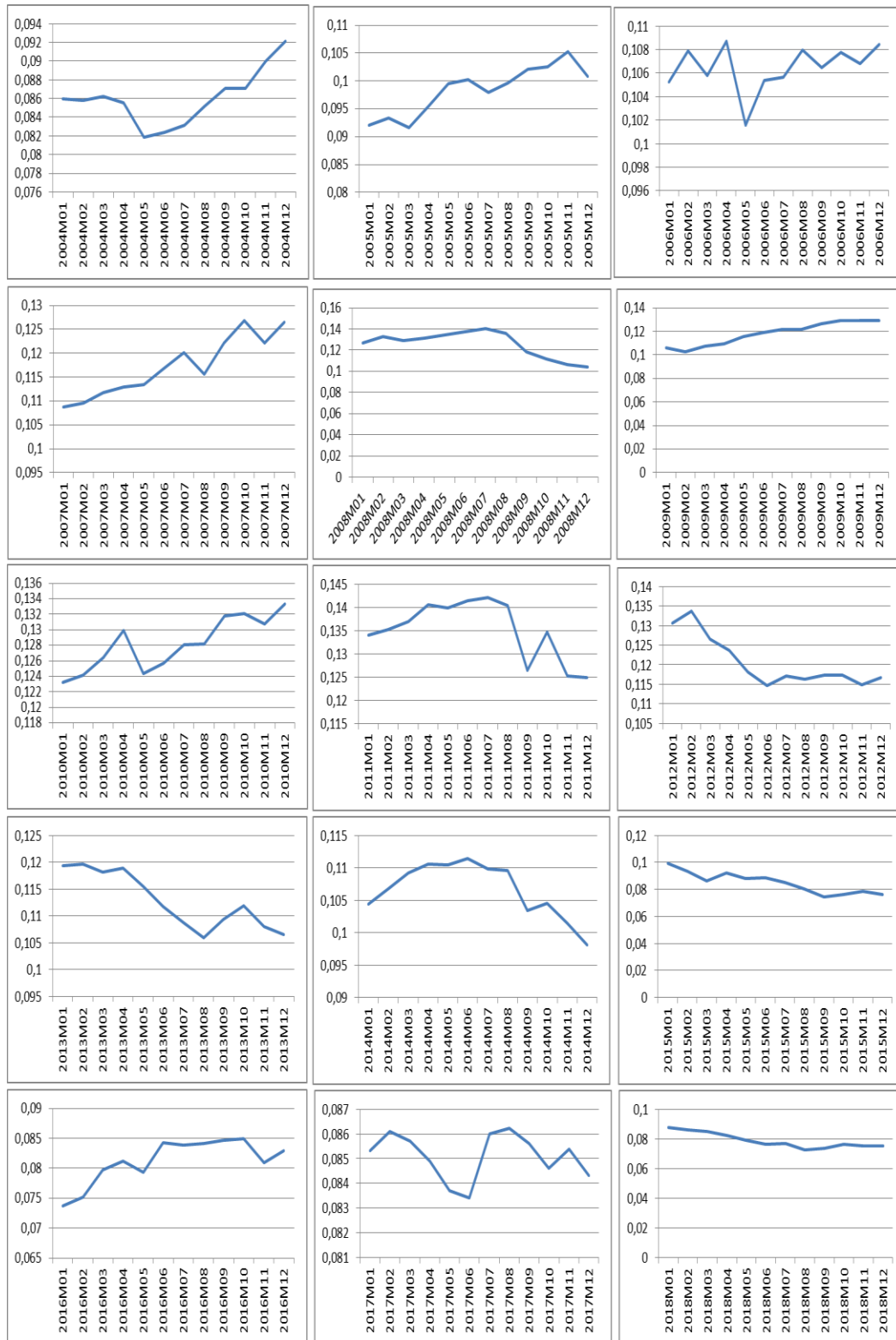
Pada tahun 2012 rata-rata pergerakan nilai tukar mengalami penurunan sebesar (-10,79%) atau menjadi US \$ 0,12057. Puncak tertinggi nilai tukar ada di bulan Februari 2012, yaitu sebesar US \$ 0,1336. Sedangkan keadaan berlawanan berlangsung bulan Juni 2012, yaitu sebesar US \$ 0,114767. Kondisi tidak jauh berbeda dengan tahun 2012 terjadi pada tahun 2013. Rata-rata pergerakan nilai tukar tahun 2013 mengalami penurunan sebesar (-6,45%) atau menjadi US \$ 0,11280. Nilai tukar mencapai puncaknya di Februari 2013, yaitu sebesar US \$

0,119582. Dan berada di titik sebaliknya pada bulan Agustus 2013, yaitu sebesar US \$ 0,105915.

Di tahun 2014, secara umum nilai tukar kembali menurun sebesar (-5,45%) atau menjadi US \$ 0,10665. Puncak tertinggi nilai tukar ada di Juni 2014, yaitu sebesar US \$ 0,111431. Sedangkan keadaan sebaliknya berlangsung di Desember 2014, yakni US \$ 0,09808. Penurunan nilai tukar juga berlangsung pada tahun 2015. Bahkan penurunan nilai tukar pada tahun 2015 merupakan yang terendah sepanjang tahun 2004-2018, yaitu sebesar (-20,40%) atau menjadi US \$ 0,08489. Selama tahun 2015, grafik nilai tukar menunjukkan trend penurunan tanpa ada volatilitas yang tinggi. Puncak nilai tukar berlangsung Januari 2015, yaitu sebesar US \$ 0,099484. Adapun kondisi sebaliknya ada di bulan Desember 2015, yaitu sebesar US \$ 0,076074.

Penurunan nilai tukar masih berlangsung di tahun 2016, yaitu sebesar (-4,32%) atau menjadi US \$ 0,08489. Selama Januari - Desember 2016, pergerakan nilai tukar mengalami kenaikan. Puncak nilai tukar berlangsung pada bulan Oktober 2016, yaitu sebesar US \$ 0,084945. Sementara titik terendah ada di Januari 2016, yaitu sebesar US \$ 0,073714.

Pada tahun 2017, rata-rata pergerakan nilai tukar emerging market mengalami kenaikan sebesar 4,78% atau menjadi US \$ 0,08511. Selama Januari - Desember 2017, pergerakan nilai tukar mengalami volatilitas yang cukup tinggi, terutama di bulan Juni 2017. Nilai tukar mencapai puncaknya Agustus 2017, yaitu sebesar US \$ 0,08623. Sedangkan posisi sebaliknya nilai tukar berlangsung pada Juni 2017, yaitu sebesar US \$ 0,083403. Di tahun 2018, umumnya nilai tukar kembali menurun sebesar (-7,28%) atau menjadi US \$ 0,07891. Puncak nilai tukar ada di bulan Januari 2018, yakni US \$ 0,087631. Kondisi sebaliknya terjadi Agustus 2018, yaitu sebesar US \$ 0,072641.



Gambar 4. 4 Trend Rata-Rata Pergerakan Nilai Tukar Emerging Market Tahun 2004-2018

Sumber : Hasil Pengolahan Data 2019

4.1.1.3. Gambaran Inflasi

Inflasi merupakan kecenderungan naiknya harga-harga secara umum dan berlangsung terus menerus. Oleh karena itu, kenaikan harga yang hanya terjadi pada satu atau dua barang tidak dapat disebut inflasi. Terkecuali jika kenaikan harga tersebut berlangsung meluas atau menyebabkan kenaikan harga sebagian besar barang lainnya.

Data inflasi di enam negara emerging market yaitu China, India, Taiwan, Brazil, Korea dan Indonesia dalam penelitian ini diperoleh dari Bank Indonesia, Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), National Statistics Republic of Cina (Taiwan) yang memberikan data inflasi yang terkait dengan indeks harga konsumen pertumbuhan CPI, perubahan CPI inti, CPI: perubahan minuman pangan dan non minuman beralkohol dan prakiraan pertumbuhan indeks harga konsumen.

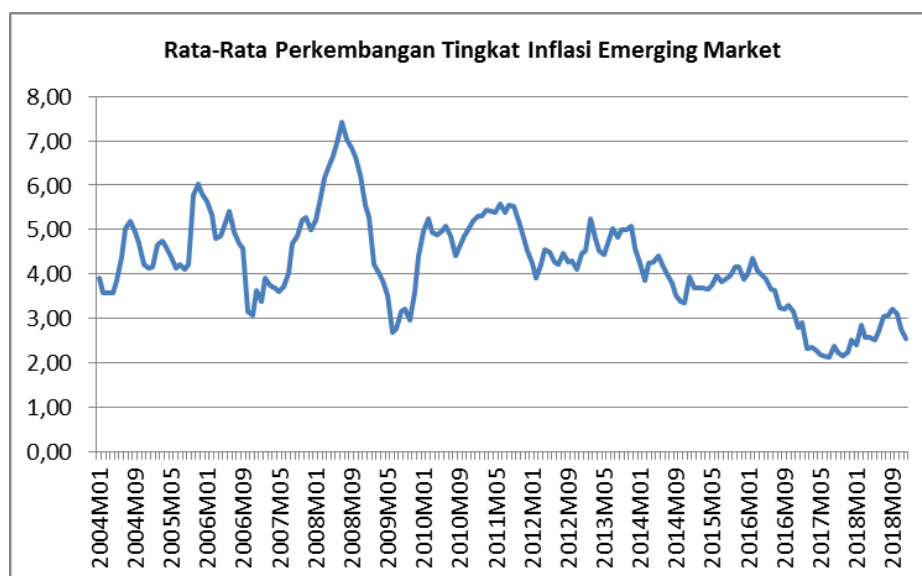
Tabel 4. 3

Pergerakan Tingkat Inflasi Emerging Market Tahun 2004-2018

Tahun	Rata-Rata (%)	Perubahan (%)
2004	4,25	-
2005	4,74	11,34%
2006	4,61	-2,76%
2007	4,25	-7,61%
2008	6,40	50,46%
2009	3,64	-43,14%
2010	4,92	35,11%
2011	5,29	7,57%
2012	4,29	-18,86%
2013	4,81	11,94%
2014	3,93	-18,20%
2015	3,85	-1,97%
2016	3,61	-6,40%
2017	2,31	-35,86%
2018	2,78	20,09%
Rata-Rata	6,37	0,19%

Sumber : Hasil Pengolahan Data 2019

Pertumbuhan rata-rata inflasi di negara-negara emerging market dalam kurun waktu 2004-2018 sebesar 6,37%, dengan trend mengalami kenaikan sebesar 0,19%. Kenaikan tingkat inflasi paling tinggi berlangsung tahun 2008, yakni 50,46%. Sementara kondisi paling rendah dari suku bunga ada di tahun 2017, dengan penurunan sebesar 35,86%.



Gambar 4. 5 Rata-Rata Pergerakan Tingkat Inflasi Emerging Market Tahun 2004-2018

Sumber : Hasil Pengolahan Data 2019

Pada tahun 2004, rata-rata tingkat inflasi di beberapa negara emerging market sebesar 4,25%. Sepanjang tahun 2004, rata-rata inflasi tertinggi ada di Agustus 2004 sebesar 5,18% dan kondisi sebaliknya berlangsung April 2004 sebesar 3,57%. Dari tahun 2004 ke 2005, trend inflasi rata-rata meningkat signifikan sebesar 11,34% atau menjadi 4,74%. Rata-rata inflasi mencapai puncaknya pada November 2005, yakni sebesar 6,04%. Kemudian kondisi berlawanan berlangsung Agustus 2005, yaitu sebesar 4,11%.

Setahun berikutnya pada tahun 2006, secara umum tingkat inflasi menurun (-2,76%) atau menjadi 4,61%. Setiap bulan sepanjang tahun 2006, tingkat inflasi mengalami penurunan dengan volatilitas yang cukup tinggi, terutama di bulan Oktober 2006. Tingkat inflasi tertinggi terjadi bulan Januari 2006, yaitu sebesar 5,65%. Kondisi sebaliknya berlangsung November 2006, yaitu sebesar 3,08%. Pada tahun 2007, tingkat inflasi umumnya juga menurun (-7,61%), yaitu menjadi 4,25%. Selama tahun 2007, pergerakan inflasi per bulan cenderung mengalami kenaikan. Puncak tingkat inflasi ada di November 2007, yaitu sebesar 5,27%. Titik sebaliknya ada di Januari 2007, yaitu sebesar 3,37%.

Tahun 2008, lonjakan terjadi pada tingkat inflasi. Inflasi melonjak signifikan, yaitu sebesar 50,46% atau menjadi 6,40%. Grafik pergerakan inflasi pada tahun 2008 mencapai puncak tertinggi di bulan Juli 2008, dengan tingkat inflasi 7,43%. Sebaliknya, titik terendah tingkat inflasi berlangsung Januari 2008, yaitu sebesar 5,23%. Satu tahun berikutnya, tahun 2009, pergerakan inflasi justru memperlihatkan angka penurunan yang juga cukup signifikan, yaitu sebesar (-43,14%) menjadi 3,64%. Puncak tingkat inflasi ada di Januari 2009, yaitu sebesar 5,28%. Adapun titik terendahnya terjadi di bulan Juni 2009, yaitu sebesar 2,68%.

Pada tahun 2010, tingkat inflasi lagi-lagi meningkat sebesar 35,11% atau menjadi 4,92%. Pergerakan tingkat inflasi per bulan selama tahun 2010 mengalami volatilitas cukup tinggi, terutama di bulan Februari, Juni, dan Agustus 2010. Tingkat inflasi tertinggi terjadi di bulan Februari 2010, yaitu sebesar 5,26%. Sementara keadaan sebaliknya berlangsung Agustus 2010, yaitu sebesar 4,42%. Pada tahun 2011, inflasi juga mengalami peningkatan sebesar 7,57% atau menjadi 5,29%. Berbeda dengan keadaan di tahun 2010, pada tahun 2011 ini tidak terjadi pergerakan inflasi dengan volatilitas tinggi. Tingkat inflasi mencapai puncaknya Juni 2011, yaitu sebesar 5,57%. Sedangkan tingkat inflasi terendah terjadi di bulan Desember 2011, yaitu sebesar 4,51%.

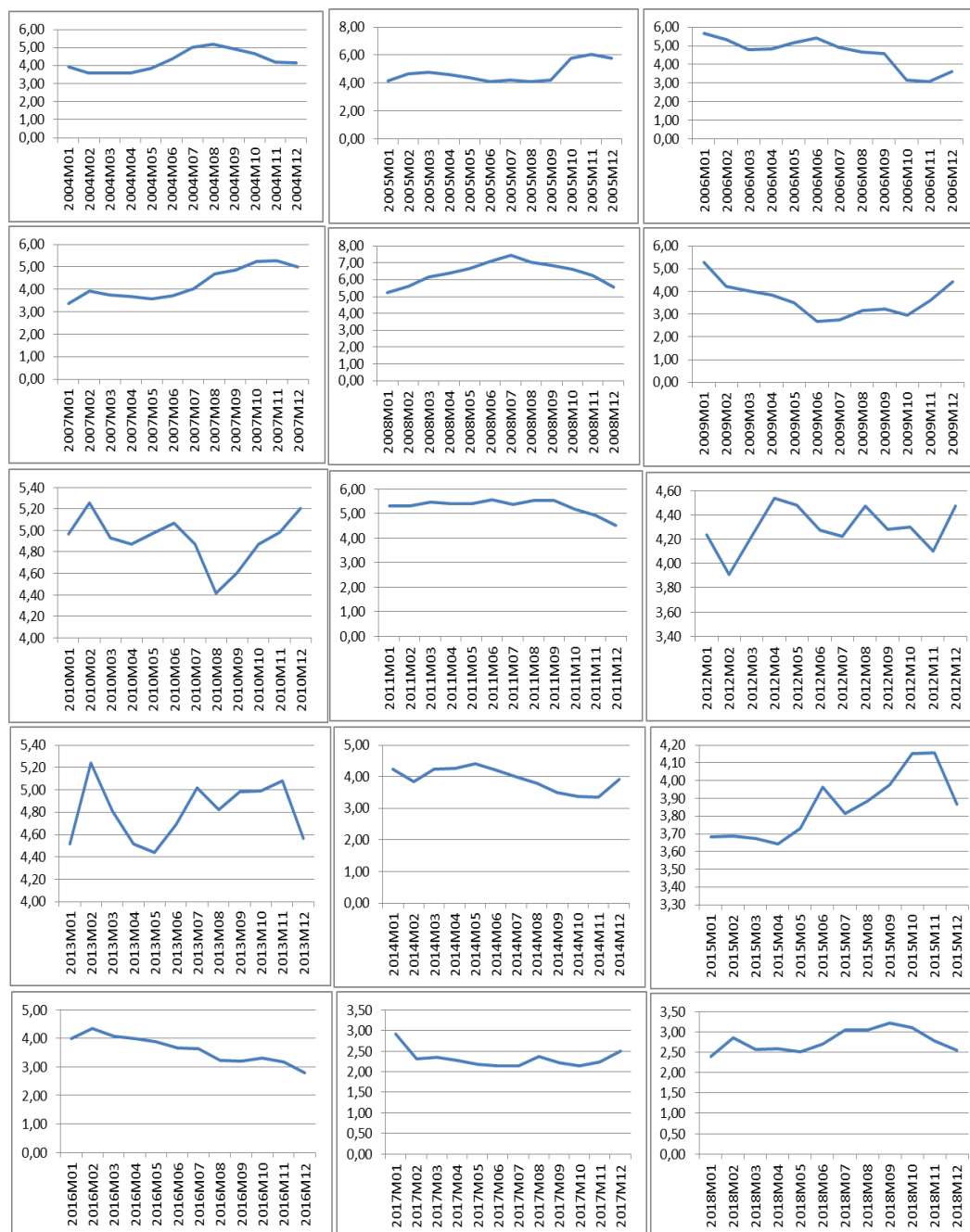
Selanjutnya tahun 2012, inflasi kembali mengalami penurunan sebesar (-18,86%) atau menjadi 4,29%. Pergerakan tingkat inflasi per bulan selama tahun 2012 mengalami volatilitas yang cukup tinggi. Puncak tingkat inflasi berlangsung April 2012, yaitu sebesar 4,54%. Sementara kondisi sebaliknya ada di bulan Februari 2012, yaitu sebesar 3,91%. Pada tahun 2013, tingkat inflasi mengalami

peningkatan sebesar 11,94% atau menjadi 4,81%, dengan ditandai pergerakan per bulan masih dengan volatilitas yang tinggi. Tingkat inflasi tertinggi terjadi di bulan Februari 2013, yaitu sebesar 5,24%. Kondisi berlawanan berlangsung Mei 2013, yaitu sebesar 4,44%.

Tahun 2014, terjadi penurunan tingkat inflasi yang cukup signifikan, yaitu sebesar (-18,20%) atau menjadi 3,93%. Meskipun penurunannya signifikan, namun pergerakan tingkat inflasinya tidak menunjukkan volatilitas yang tinggi. Puncak tingkat inflasi ada di bulan Mei 2014, yaitu sebesar 4,42%. Sedangkan tingkat terendah berlangsung November 2014, yaitu sebesar 3,36%. Pada tahun 2015, tingkat inflasi negara emerging market kembali mengalami penurunan sebesar (-1,97%) atau menjadi 3,85%. Puncak tingkat inflasi berlangsung di bulan November 2015, yaitu sebesar 4,16%. Sedangkan tingkat inflasi terendah terjadi April 2015, yaitu sebesar 3,65%.

Selanjutnya tahun 2016, secara umum tingkat inflasi menurun cukup besar, yaitu (-6,40%) atau menjadi 3,61%. Puncak tingkat inflasi berlangsung di bulan Februari 2016, yaitu sebesar 4,36%. Adapun titik terendahnya ada di bulan Desember 2016, yaitu sebesar 2,78%. Penurunan tingkat inflasi yang cukup signifikan juga terjadi tahun 2017, yaitu sebesar (-35,86%) atau menjadi 2,31%. Titik puncaknya berlangsung Januari 2017, yaitu sebesar 2,91%. Dan, titik terendahnya ada di bulan Juli 2017, yaitu sebesar 2,13%.

Tahun 2018, rata-rata tingkat inflasi kembali mengalami peningkatan, yaitu sebesar 20,09% atau menjadi 2,78%. Tingkat inflasi tertinggi terjadi di bulan September 2018, yaitu sebesar 3,22%. Sedangkan tingkat inflasi terendah terjadi di bulan Januari 2018, yaitu sebesar 2,39%.



Gambar 4. 6 Trend Rata-Rata Pergerakan Tingkat Inflasi Emerging Market Tahun 2004-2018

Sumber : Hasil Pengolahan Data 2019

4.1.1.4. Gambaran Jumlah Uang Yang Beredar

Data mengenai jumlah uang beredar diperoleh dari Bank Indonesia, The Reserve Bank of India, National Bureau of Statistics of China, The Bank of Korea, Central Bank of the Republic of China (Taiwan), Banco Central do Brasil (Central Bank of Brazil) yang secara lengkap memberikan data terkait dengan jumlah uang beredar di enam negara emerging market yaitu China, India, Taiwan, Brazil, Korea dan Indonesia. Dalam penelitian ini agar satuan jumlah uang yang beredar sama maka satuan uang dikonversi ke dalam US\$.

Tabel 4. 4

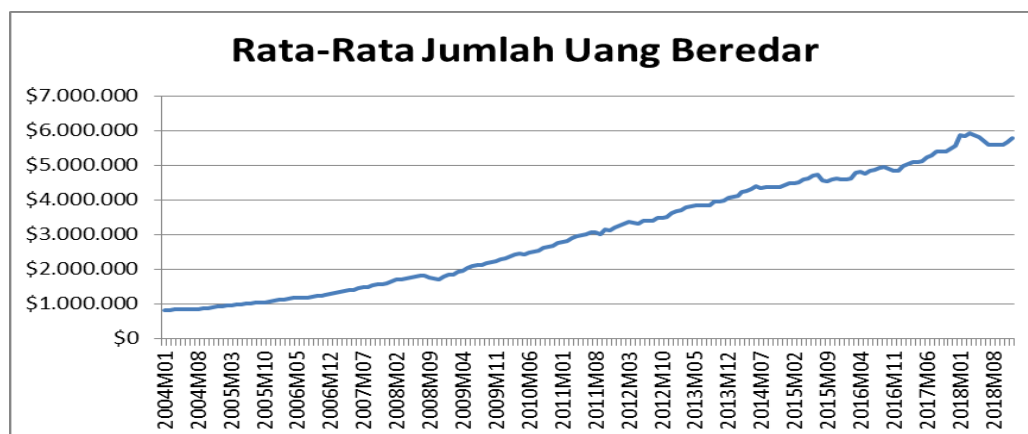
Pergerakan Jumlah Uang Yang Beredar pada Emerging Market Tahun 2004-2018

Tahun	Perkembangan Jumlah Uang Beredar	Perubahan
2004	\$860.533	-
2005	\$1.019.055	18,42%
2006	\$1.202.986	18,05%
2007	\$1.463.990	21,70%
2008	\$1.758.547	20,12%
2009	\$2.077.792	18,15%
2010	\$2.530.247	21,78%
2011	\$3.017.040	19,24%
2012	\$3.419.411	13,34%
2013	\$3.870.347	13,19%
2014	\$4.317.548	11,55%
2015	\$4.593.048	6,38%
2016	\$4.823.315	5,01%
2017	\$5.265.903	9,18%
2018	\$5.745.090	9,10%
Rata-Rata	\$4.596.485	22,80%

Sumber : Hasil Pengolahan Data 2019

Perkembangan jumlah uang yang beredar dalam kurun waktu tahun 2004-2018 rata-rata sebesar \$4.596.485 dengan trend mengalami peningkatan sebesar

22,80%. Rata-rata jumlah uang beredar tertinggi ada di tahun 2010, yakni US \$ 2.530.247. Keadaan sebaliknya berlangsung tahun 2016, yaitu sebesar US \$ 4.823.315.



Gambar 4. 7 Rata-Rata Jumlah Uang Beredar Emerging Market Tahun 2004-2018

Sumber : Hasil Pengolahan Data 2019

Tahun 2004, jumlah uang yang beredar sebanyak US \$ 860.533. Trend pergerakan jumlah uang beredar per bulan selama tahun 2004 mengalami peningkatan. Puncak kenaikan jumlah uang beredar ada di bulan Desember 2004, yakni US \$ 933.325. Sementara titik terendahnya ada di Januari 2004, yaitu US \$ 814.194. Selanjutnya pada tahun 2005 terjadi peningkatan sebesar 18,42% atau menjadi US \$ 1.019.055. Trend pergerakan meningkat dari bulan Januari-Desember 2005. Jumlah uang beredar tertinggi terjadi pada bulan Desember 2005, yaitu sebesar US \$ 1.092.781. Sedangkan penurunannya berlangsung Januari 2004, yakni US \$ 947.327.

Tahun 2006, jumlah uang yang beredar sebanyak US \$ 1.202.986 atau terjadi peningkatan sebesar 18,05%. Pergerakan jumlah uang beredar per bulan selama tahun 2006 mengalami trend peningkatan. Puncak peredaran uang berlangsung Desember 2006, yakni sebesar US \$ 1.126.336. Sedangkan kondisi sebaliknya ada di bulan Januari 2006, yaitu sebesar US \$ 1.305.920. Kemudian pada tahun 2007 terjadi peningkatan jumlah uang yang beredar sebesar 21,70% atau menjadi US \$ 1.463.990. Pergerakannya meningkat dari bulan Januari-Desember

2007. Jumlah uang beredar mencapai puncaknya Desember 2007, yaitu sebesar US \$ 1.608.545. Sedangkan keadaan berlawanan berlangsung bulan Januari 2007, yaitu sebesar US \$.1.322.461.

Jumlah uang beredar pada tahun 2008 mengalami peningkatan sebesar 20,12% atau menjadi US \$1.758.547. Kondisi puncak jumlah uang beredar pada bulan Desember 2008, yaitu sebesar US \$ 1.794.630. Keadaan sebaliknya berlangsung Januari 2008, yakni US \$ 1.667.237. Pada tahun 2009, jumlah uang beredar mengalami peningkatan sebesar 18,15% atau menjadi \$2.077.792. Puncak tertinggi pada bulan Desember 2009, yakni US \$ 2.291.185. Kondisi sebaliknya pada bulan Januari 2009, yaitu US \$ 1.840.160.

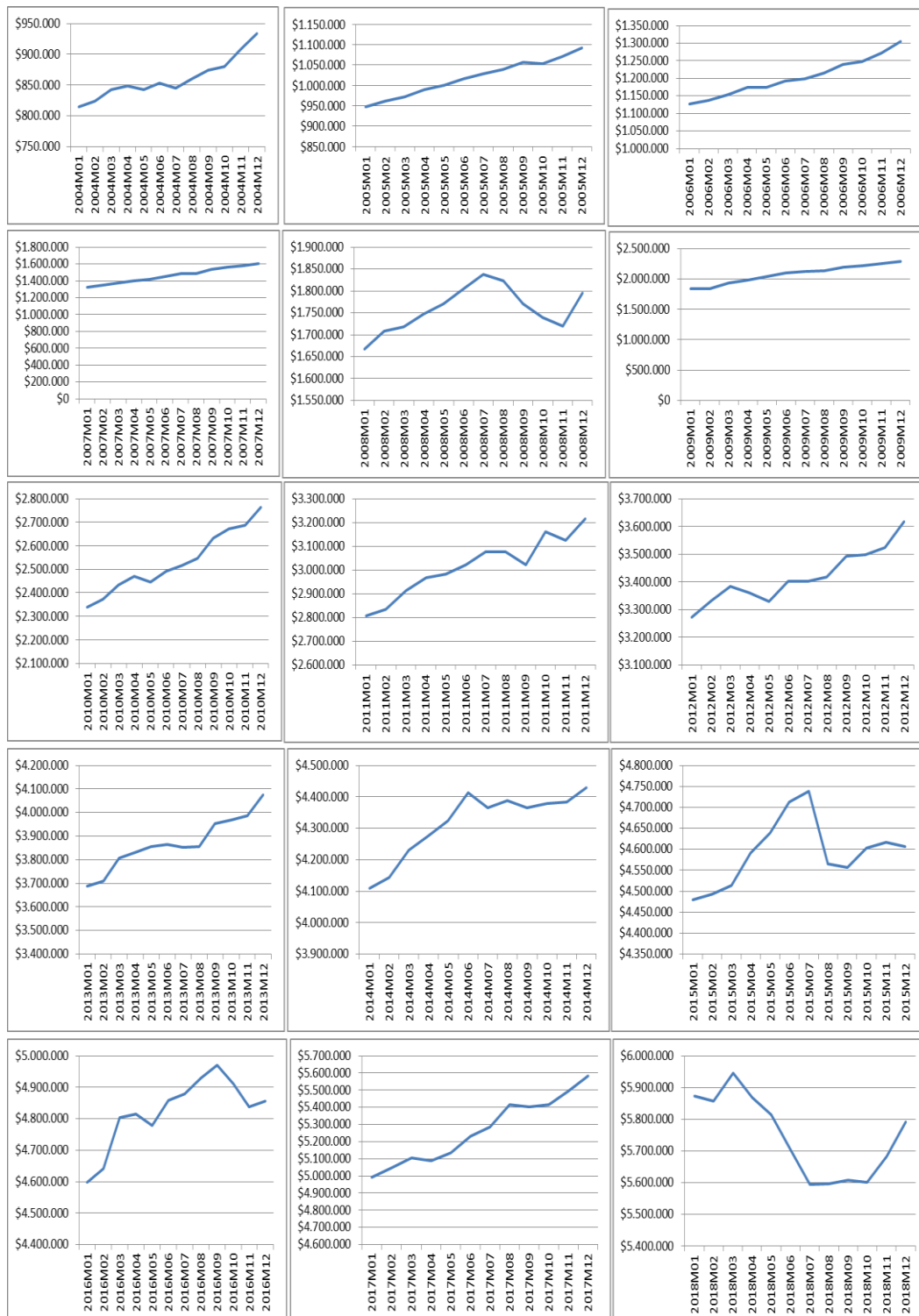
Di tahun 2010, jumlah uang beredar masih mengalami kenaikan sebesar 21,78% atau menjadi US \$ 2.530.247. Puncaknya ada di bulan Desember 2010, yakni sebesar US \$ 2.762.396. Sedangkan kebalikannya berlangsung pada Januari 2010, yaitu US \$ 2.337.374. Tahun 2011, jumlah uang beredar pun mengalami peningkatan sebesar 19,24% atau menjadi US \$ 3.017.040. Kenaikan paling tinggi pada bulan Desember 2011, yakni US \$ 3.217.048. Sedangkan titik terendahnya di Januari 2011, yaitu US \$ 2.807.495.

Jumlah uang beredar masih meningkat di tahun 2012, dengan peningkatan sebesar 13,34% atau menjadi US \$ 3.419.411. Puncak jumlah uang beredar berlangsung Desember 2012, yaitu sebesar US \$ 3.617.098. Sedangkan kondisi sebaliknya terjadi Januari 2012, yaitu US \$ 3.273.419. Pada tahun 2013 masih terjadi kondisi yang sama. Jumlah uang yang beredar masih mengalami peningkatan sebesar 13,19% atau menjadi US \$ 3.870.347. Puncak peningkatan jumlah uang beredar ada di Desember 2013, yaitu sebesar US \$ 4.074.493. Sedangkan titik sebaliknya di Januari 2013, yakni US \$ 3.688.144.

Berikutnya tahun 2014, jumlah uang beredar pun mengalami peningkatan sebesar 11,55% atau menjadi US \$ 3.870.347. Kenaikan paling tinggi terjadi Desember 2014, yakni US \$ 4.428.899. Adapun penurunan terendah berlangsung Januari 2014, yaitu US \$ 4.110.031. Lalu di tahun 2015, peningkatan jumlah uang beredar sebesar 6,38% atau menjadi US \$ 4.593.048. Jumlah uang beredar tertinggi terjadi pada bulan Juli 2015, yaitu sebesar US \$ 4.739.138. Sementara kebalikannya ada di Januari 2015, yaitu US \$ 4.480.044.

Kemudian tahun 2016, jumlah uang beredar mengalami peningkatan sebesar 5,01% atau menjadi US \$ 4.823.315. Puncak kenaikannya berlangsung bulan September 2016, yaitu sebesar US \$ 4.971.091. Sedangkan penurunannya terjadi Januari 2016, yakni US \$ 4.598.539. Pada tahun 2017, jumlah uang beredar juga mengalami peningkatan sebesar 9,18% atau US \$ 5.265.903. Jumlah uang beredar mencapai puncaknya Desember 2017, yakni US \$ 5.581.316. Dan, penurunan paling rendah di bulan Januari 2017, yaitu US \$ 4.990.616.

Tahun 2018, jumlah uang beredar mengalami peningkatan pula sebesar 9,10% atau US \$ 5.745.090. Peningkatan paling tinggi berlangsung Maret 2018, yaitu sebesar US \$ 5.945.995. Penurunan terendah ada di bulan Juli 2018, yakni US \$ 5.593.853.



Gambar 4. 8 Trend Rata-Rata Pergerakan Jumlah Uang yang Beredar pada Emerging Market Tahun 2004-2018

Sumber : Hasil Pengolahan Data 2019

4.1.2. Gambaran Harga Saham Enam Negara Emerging Market

Data Harga saham enam negara emerging market yaitu China, India, Taiwan, Brazil, Korea dan Indonesia dalam penelitian ini diperoleh dari Indeks saham IHSG, S&P BSE SENSEX, SSE Composite Index, KOSPI, Taiwan Stock Exchange, dan Bovespa index, yang bersumber dari Bank Indonesia, Bombay Stock Exchange Ltd., The Shanghai Stock Exchange, The Bank of Korea, Central Bank of the Republic of China (Taiwan), Banco Central do Brasil (Central Bank of Brazil)

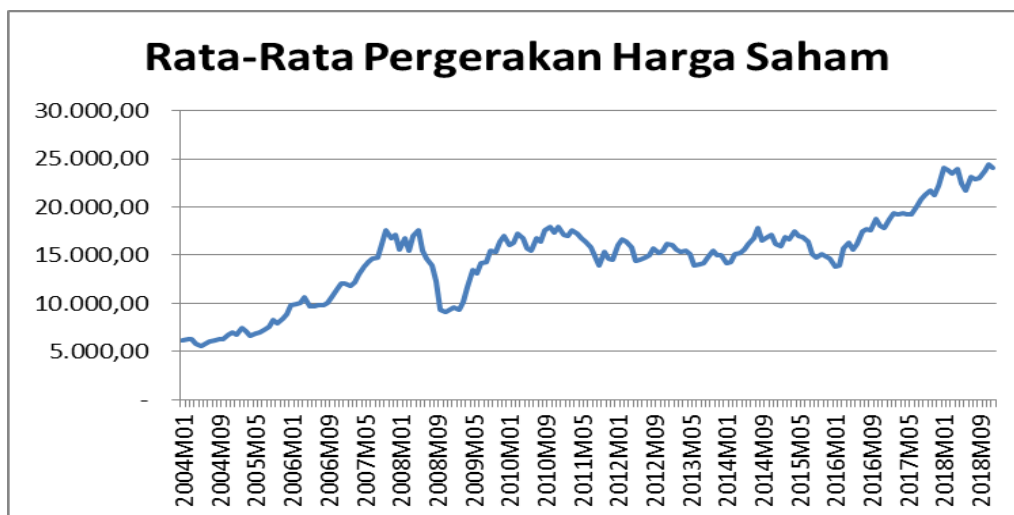
Tabel 4. 5

Pergerakan Harga Saham Emerging Market Tahun 2004-2018

Tahun	Rata-Rata Harga Saham	Perubahan (%)
2004	6.181,27	
2005	7.479,64	21,00%
2006	10.286,44	37,53%
2007	14.507,28	41,03%
2008	13.853,77	-4,50%
2009	13.329,23	-3,79%
2010	16.789,87	25,96%
2011	15.927,66	-5,14%
2012	15.495,36	-2,71%
2013	14.986,43	-3,28%
2014	15.971,66	6,57%
2015	15.992,21	0,13%
2016	16.556,78	3,53%
2017	20.196,17	21,98%
2018	23.379,62	15,76%
Rata-Rata	22.093,34	17,12%

Pertumbuhan rata-rata harga saham emerging market dalam kurun waktu 2004-2018 sebesar 22.093,23 dengan trend mengalami penurunan sebesar (-17,12%). Kenaikan harga saham mencapai puncaknya tahun 2007, yaitu sebesar

41,03%. Sedangkan penurunan terendah harga saham berlangsung tahun 2008, dengan angka penurunan sebesar (-3,79%).



Gambar 4. 9 Rata-Rata Harga Saham Emerging Market Tahun 2004-2018

Sumber : Hasil Pengolahan Data 2019

Tahun 2004, rata-rata harga saham di beberapa negara emerging market sebesar 6.181,27. Secara umum, rata-rata mencapai puncaknya Desember 2004, yakni 7.016,84. Dan titik kebalikannya berlangsung Mei 2004, yaitu 5.562,29. Dari tahun 2004 ke 2005 umumnya harga saham meningkat sebesar 21,00% atau menjadi 7.479,64. Puncak tertinggi ada di bulan Desember 2005, yaitu sebesar 8.850,72. Sedangkan kondisi kebalikannya terjadi pada April 2005, yakni 6.652,60.

Pada tahun 2006, secara umum harga saham di negara-negara emerging market meningkat 37,53% atau menjadi 10.286,44. Puncak kenaikan ada di bulan Desember 2006, yaitu sebesar 11.999,85. Sedangkan penurunan paling rendah terjadi Mei 2006, yakni 9.677,43. Memasuki tahun 2007, umumnya harga saham masih mengalami peningkatan sebesar 41,03% atau menjadi 14.507,28. Rata-rata mencapai puncaknya bulan Oktober 2007, yaitu 17.588,16. Sedangkan penurunannya berlangsung bulan Februari 2007, yakni 11.795,24.

Di tahun 2008, umumnya harga saham emerging market menurun sebesar (-4,50%) atau menjadi 13.853,77. Rata-rata harga saham mencapai puncaknya

bulan Mei 2008, yakni sebesar 17.559,39. Kemudian berada dalam posisi sebaliknya pada November 2008, yaitu 9.056,16. Berikutnya di tahun 2009, rata-rata harga saham emerging market lagi-lagi mengalami penurunan sebesar (-3,79%) atau menjadi 13.329,23. Secara umum puncaknya berada di bulan Desember 2009, yakni sebesar 16.955,81. Sementara kondisi sebaliknya berlangsung di bulan Februari 2009, yaitu 9.343,77.

Tahun 2010, harga saham pada umumnya meningkat signifikan, yaitu sebesar 25,96% atau menjadi 16.789,87. Puncak kenaikan harga saham ada di bulan Oktober 2010, yakni sebesar 17.914,87. Sedangkan titik terendahnya terjadi di bulan Juni 2010, yaitu 15.495,99. Setahun kemudian, tahun 2011, harga saham umumnya kembali menurun sebesar (-5,14%) atau menjadi 15.927,66. Posisi puncak dicapai bulan Maret 2011, yaitu 17.571,39. Sementara kebalikannya berlangsung September 2011, yakni sebesar 15.495,99.

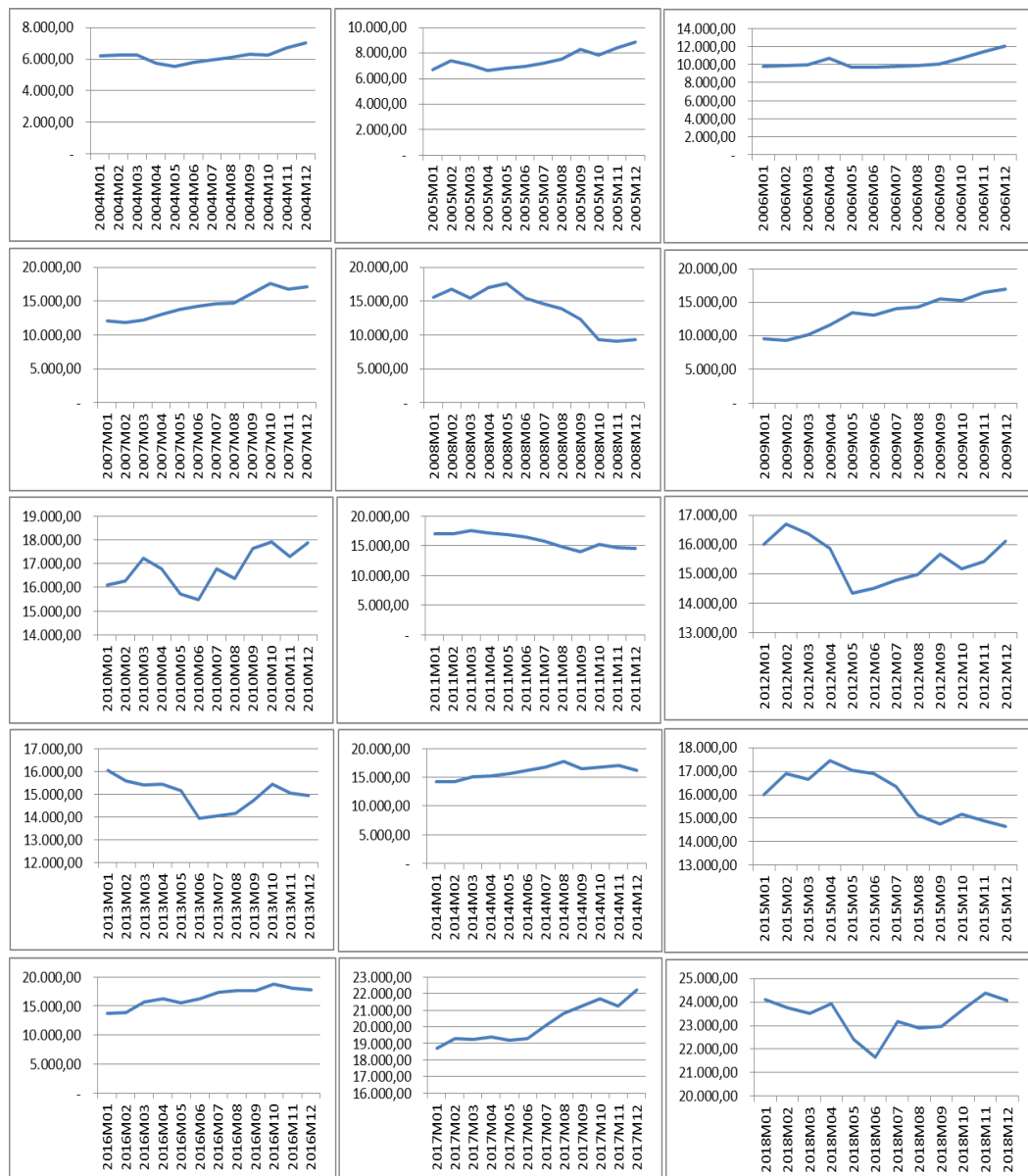
Selanjutnya, tahun 2012, harga saham secara umum menurun sebesar (-2,71%) atau menjadi 15.495,36. Rata-rata kenaikan mencapai puncaknya bulan Februari 2012, yakni sebesar 16.688,18. Sementara titik kebalikannya terjadi pada Mei 2012, yaitu sebesar 14.343,09. Memasuki tahun berikutnya, 2013, umumnya harga saham menurun kembali sebesar (-3,28%) atau menjadi 14.986,43. Puncak kenaikan berlangsung Januari 2013, yaitu 16.051,18. Sementara kondisi berlawanan ada di bulan Juni 2013, yakni sebesar 13.929,41.

Berlanjut setahun kemudian, tahun 2014, secara umum harga saham meningkat sebesar 6,57% atau menjadi 15.971,66. Puncak kenaikan dialami Agustus 2014, yaitu sebesar 17.797,50. Adapun rata-rata harga saham terendah terjadi pada bulan Januari 2014, yakni sebesar 14.167,90. Sementara tahun 2015, rata-rata harga saham mengalami peningkatan sebesar 0,13%. Rata-rata puncak kenaikannya ada di bulan April 2015, yaitu sebesar 17.452,60. Sedangkan rata-rata penurunannya berlangsung pada Desember 2015, yakni 14.649,68.

Tahun 2016 umumnya harga saham emerging market meningkat 3,53%. Rata-rata mencapai puncaknya Oktober 2016, yakni 18.779,26. Sedangkan kebalikannya berlangsung Januari 2016, yaitu 13.780,95. Sebangun dengan tahun sebelumnya, pada tahun 2017 secara umum harga saham pun meningkat, tepatnya sebesar 21,98% menjadi 20.196,17. Rata-rata puncaknya berada di bulan Desember

2017, yaitu sebesar 22.205,33. Sedangkan keadaan yang berlawanan berlangsung pada bulan Januari 2017, yakni 18.715,79.

Tahun 2018, umumnya harga saham masih meningkat, yaitu sebesar 15,76% menjadi 23.379,62. Rata-rata puncak kenaikannya pada bulan November 2018, yaitu sebesar 24.387,92. Sementara kebalikannya berlangsung Juni 2018, yakni 21.665,86.



Gambar 4. 10 Trend Rata-Rata Pergerakan Harga Saham Emerging Market Tahun 2004-2018

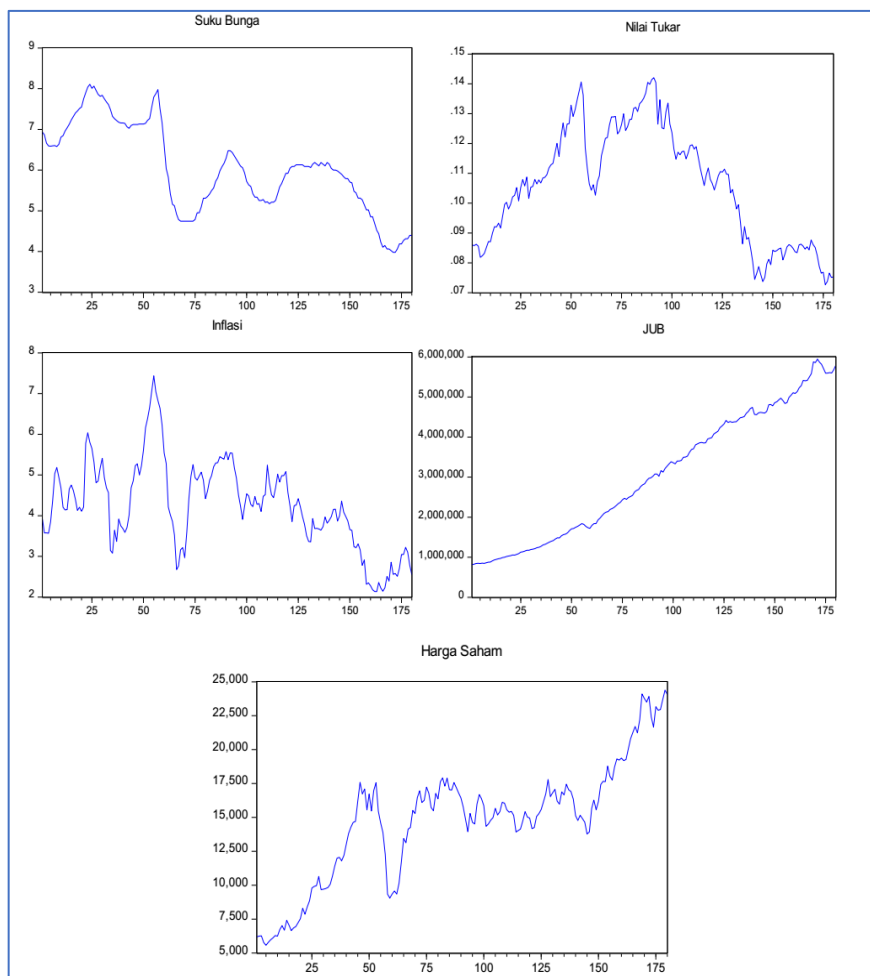
Sumber : Hasil Pengolahan Data 2019

4.1.3. Analisis Statistik dan Uji Hipotesis

1. Uji Stationeritas Data

Dalam uji stationeritas data terdapat tahap awal yang harus dilalui untuk memperoleh estimasi VECM adalah pengujian stasioneritas data masing-masing variabel. Data yang stationer adalah data yang memiliki kecenderungan untuk mendekati nilai rata-ratanya dan berfluktuasi di sekitar rata-ratanya. Jika estimasi dilakukan menggunakan data yang tidak stasioner maka akan memberikan hasil regresi yang palsu (*spurious regression*) (Gujarati, 2003). Dan jika *spurious regression* tersebut diinterpretasikan maka hasil analisisnya akan salah dan dapat berakibat salahnya keputusan yang diambil sehingga kebijakan yang dibuat pun akan menjadi kurang tepat.

Pengujian stationeritas data dapat dilihat dari grafik sebaran data sebagai berikut.



Gambar 4. 11 Pengujian Stasioneritas Data

Sumber : Hasil Pengolahan Data 2019

Berdasarkan gambar di atas dapat dilihat sebaran data masing-masing variabel, secara eksploratif terlihat bahwa sebaran data tidak mendekati nilai rata-ratanya dan tidak berfluktuasi di sekitar rata-ratanya. Untuk memastikan selanjutnya akan digunakan metode Augmented Dickey Fuller (ADF).

Hipotesis :

H0 : $\beta = 1$ (data panel tidak stationer)

H1 : $\beta < 1$ (data panel stationer)

Dimana kriteria ujinya:

H0 diterima jika nilai $|ADF| < |t_{(\alpha,v)}|$ atau nilai $\text{Prob} > \alpha$, artinya bahwa data panel tidak stationer. Sebaliknya tolak H0 jika $|ADF| \geq |t_{(\alpha,v)}|$ atau nilai $\text{Prob} < \alpha$, artinya bahwa data panel stationer.

Hasil pengujian stationeritas data terhadap setiap faktor ditampilkan dalam tabel berikut :

Tabel 4. 6
Uji Stationeritas Pada Data Level

Variabel	Uji Akar Unit		Keputusan
	ADF t- Statistics	Prob	
Suku Bunga	-1,445244	0,5590	Tidak Stationer
Nilai Tukar	-0,933601	0,7757	Tidak Stationer
Inflasi	-2,551925	0,1051	Tidak Stationer
Jumlah Uang Beredar	0,965195	0,9962	Tidak Stationer
Harga Saham	-0,989946	0,7566	Tidak Stationer

Tabel 4.6 memperlihatkan bahwa semua faktor (suku bunga, nilai tukar, inflasi, jumlah uang beredar, dan harga saham) memiliki nilai prob lebih besar dari $> 0,05$. Artinya, seluruh faktor tidak stationer pada tahap level (data awal). Lebih jauh berarti H_0 diterima dan H_1 ditolak. Kesimpulannya data tidak stationer.

Karena pada tahap level (data awal) seluruh faktor tidak stationer, maka perlu dilakukan diferensiasi data pada tingkat *first difference*. Hasil uji ADF tahap *first difference* disajikan dalam tabel berikut :

Tabel 4. 7
Uji Stationeritas Pada Tingkat *First Difference*

Variabel	Uji Akar Unit		Keputusan
	ADF t- Statistics	Prob	
Suku Bunga	-4.938057	0,0000	Stationer
Nilai Tukar	-12,98952	0,0000	Stationer
Inflasi	-10,34711	0,0000	Stationer
Jumlah Uang Beredar	-11,36060	0,0000	Stationer
Harga Saham	-12,17071	0,0000	Stationer

Berdasarkan tabel 4.7 semua variabel yang digunakan dalam penelitian ini sudah stationer pada tingkat first difference, sehingga datanya sudah valid. Hal tersebut dapat diketahui pada masing-masing variabel, yaitu :

- a. Faktor suku bunga mempunyai nilai ADF t-statistik sebesar -4,938057 dengan tingkat prob sebesar $0,0000 < 0,05$. Ini berarti H_0 ditolak dan H_1 diterima. Kesimpulannya data telah stationer.
- b. Variabel nilai tukar memiliki nilai ADF t-statistik sebesar -12,98952 dengan tingkat prob sebesar $0,0000 < 0,05$. Ini berarti H_0 ditolak dan H_1 diterima. Kesimpulannya data telah stationer.
- c. Variabel inflasi memiliki nilai ADF t-statistik sebesar -10,34711 dengan tingkat prob sebesar $0,0000 < 0,05$. Ini berarti H_0 ditolak dan H_1 diterima. Kesimpulannya data telah stationer.
- d. Faktor jumlah uang beredar mempunyai nilai ADF t-statistik sebesar -11,36060 dengan tingkat prob sebesar $0,0000 < 0,05$. Ini berarti H_0 ditolak dan H_1 diterima. Kesimpulannya data telah stationer.
- e. Variabel harga saham memiliki nilai ADF t-statistik sebesar -12,17071 dengan tingkat prob sebesar $0,0000 < 0,05$. Ini berarti H_0 ditolak dan H_1 diterima. Kesimpulannya data telah stationer.

Berdasarkan pengujian data tersebut dapat disimpulkan bahwa semua faktor sudah memenuhi persyaratan stationeritas data pada tahap *first difference*, sehingga dapat dilakukan langkah berikutnya dalam estimasi VECM, yakni penentuan panjang *lag* optimal.

2. Penentuan Panjang Lag

Estimasi VECM memiliki tingkat sensitifitas terhadap panjang lag dari data yang digunakan. Panjang lag digunakan untuk mengetahui waktu yang dibutuhkan dari pengaruh dari masing-masing variabel terhadap variabel masa lalunya. Dalam memilih panjang *lag* variabel-variabel yang masuk ke dalam model VECM, diinginkan panjang *lag* yang cukup. Jika pemasukan *lag* maksimal terlalu pendek, maka disangsikan tidak mampu menjelaskan kedinamisan keseluruhan model. Tapi pada sisi lain, *lag* maksimal yang kepanjangan akan menghasilkan estimasi tidak

efisien akibat berkurangnya *degree of freedom* (terutama model dengan sampel kecil).

Oleh karena itu, Gujarati (2004) menyarankan, sebelum menentukan *lag* maksimal tetapkan lebih dulu pada *lag* ke berapa model akan stabil. Jika sebuah model mempunyai stabilitas yang baik, maka estimasinya diperkirakan tetap dan tidak berubah akibat besarnya bias atau penyimpangan (deviasi), walaupun periodenya diperpanjang. Dengan demikian, hasil estimasinya dapat dipertanggungjawabkan. Dalam penelitian ini, pengujian stabilitas model dilakukan dengan menggunakan inverse roots of AR. Jika modulus berada dalam lingkaran (unit circle) maka besar kemungkinan model tersebut stabil. Hasil pengujian stabilitas model disajikan pada tabel berikut.

Tabel 4. 8
Pengujian Stabilitas Model

Root	Modulus
0.851081 + 0.479858i	0.977037
0.851081 - 0.479858i	0.977037
0.657774 - 0.697881i	0.959012
0.657774 + 0.697881i	0.959012
-0.490234 + 0.816252i	0.952153
-0.490234 - 0.816252i	0.952153
-0.641700 + 0.697976i	0.948130
-0.641700 - 0.697976i	0.948130
-0.837422 + 0.441998i	0.946910
-0.837422 - 0.441998i	0.946910
0.917650 + 0.232642i	0.946680
0.917650 - 0.232642i	0.946680
0.210869 - 0.920755i	0.944592
0.210869 + 0.920755i	0.944592
-0.231182 + 0.913564i	0.942361
-0.231182 - 0.913564i	0.942361
-0.901217 + 0.266668i	0.939843
-0.901217 - 0.266668i	0.939843
0.929917	0.929917
-0.780893 + 0.492372i	0.923160
-0.780893 - 0.492372i	0.923160
0.277416 + 0.876663i	0.919510
0.277416 - 0.876663i	0.919510
-0.273608 - 0.877072i	0.918758
-0.273608 + 0.877072i	0.918758
0.457146 - 0.793722i	0.915957
0.457146 + 0.793722i	0.915957
-0.586584 + 0.689887i	0.905552
-0.586584 - 0.689887i	0.905552
0.720375 + 0.546490i	0.904208
0.720375 - 0.546490i	0.904208
-0.025857 + 0.897917i	0.898289
-0.025857 - 0.897917i	0.898289
-0.684614 - 0.573648i	0.893178
-0.684614 + 0.573648i	0.893178
0.862050 + 0.232781i	0.892926
0.862050 - 0.232781i	0.892926
-0.426097 - 0.780149i	0.888927
-0.426097 + 0.780149i	0.888927
0.384804 - 0.799880i	0.887627
0.384804 + 0.799880i	0.887627
-0.885153 + 0.062509i	0.887358
-0.885153 - 0.062509i	0.887358
-0.861676 - 0.166016i	0.877524
-0.861676 + 0.166016i	0.877524
-0.151412 + 0.861155i	0.874365
-0.151412 - 0.861155i	0.874365
0.033443 - 0.864086i	0.864733
0.033443 + 0.864086i	0.864733
0.777753 - 0.376082i	0.863908
0.777753 + 0.376082i	0.863908
0.858672 + 0.071532i	0.861647
0.858672 - 0.071532i	0.861647
-0.859862	0.859862
0.508606 - 0.662263i	0.835028
0.508606 + 0.662263i	0.835028
0.622752 + 0.418634i	0.750383
0.622752 - 0.418634i	0.750383
-0.564702	0.564702
0.150568	0.150568

No root lies outside the unit circle.
VAR satisfies the stability condition.

Tabel 4.8 memperlihatkan fakta bahwa model yang dipakai telah konstan. Fakta itu terlihat dari kisaran modulus dengan nilai rata-rata kurang dari satu.. Selanjutnya berdasarkan hasil pengujian stabilitas model ditentukanlah panjang *lag* maksimal. Dalam penelitian ini, panjang *lag* ditetapkan dengan melihat angka *Akaike Information Criterion (AIC)* dan *Schwarz Information Criterion (SC)* yang paling kecil, atau jika menggunakan *eviews* maka dapat dilihat beberapa nilai seperti *Likelihood Ration (LR)*, *Final Prediction Error (FPE)*, *Akaike Information Criterion (AIC)*, *Schwarz Information Criterion (SC)*, dan *Hannan-Quin Criterion*

(*HQ*) dimana lag optimal dapat ditunjukkan oleh tanda bintang yang paling banyak pada masing-masing lag. Panjang lag yang diikutsertakan 0 sampai dengan 12 sesuai dengan hasil pengujian stabilitas model. Penulis menampilkan hasil pengujian panjang *lag* dalam tabel berikut.

Tabel 4. 9
Pengujian Panjang *lag*

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-2560.851	NA	15239023	30.72875	30.82211	30.76664
1	-2491.592	133.5406	8970757.	30.19871	30.75883*	30.42605*
2	-2464.441	50.72667	8749536.*	30.17294*	31.19983	30.58973
3	-2445.746	33.80668	9454675.	30.24846	31.74211	30.85470
4	-2421.616	42.19139	9589534.	30.25888	32.21929	31.05457
5	-2408.244	22.58055	11089529	30.39813	32.82531	31.38327
6	-2387.070	34.48783	11714456	30.44395	33.33789	31.61854
7	-2377.814	14.52100	14324321	30.63250	33.99321	31.99654
8	-2353.443	36.77432	14677808	30.64004	34.46752	32.19353
9	-2334.873	26.91052	16202458	30.71704	35.01128	32.45998
10	-2318.119	23.27505	18384947	30.81580	35.57680	32.74818
11	-2296.712	28.45706	19862743	30.85883	36.08660	32.98067
12	-2257.312	50.01722*	17432042	30.68637	36.38091	32.99766

Tabel 4.9 menunjukkan panjang *lag* optimal berada di *lag 3*. *Lag 3* dipilih menjadi *lag* optimal karena nilai AIC dan SC-nya paling kecil. Selain itu, hasil *eviews* menunjukkan bahwa *lag optimal 2* dan *lag 3* memiliki jumlah bintang terbanyak. Hal ini mengandung arti segala variabel di dalam model ini saling mempengaruhi dan berkorelasi satu sama lain baik pada periode sekarang maupun dua dan tiga periode sebelumnya. Setelah panjang *lag* optimal ditemukan, maka pengujian selanjutnya, yaitu uji kointegrasi dapat dilakukan.

3. Uji Kointegrasi

VECM menjadi tahap ketiga uji estimasi. Inilah yang dinamakan pengujian kointegrasi. Pengujian ini bertujuan untuk mengetahui korelasi jangka panjang setiap variabel. Apakah dalam jangka panjang akan terjadi atau tidak sebuah keseimbangan? Keseimbangan yang dimaksud di sini adalah adanya kesamaan pergerakan dan stabilitas korelasi di antara berbagai variabel di dalam penelitian ini. Estimasi VECM mensyaratkan adanya korelasi kointegrasi. Jika tidak terjalin

korelasi kointegrasi, maka estimasi VECM tidak jadi dipergunakan, sehingga mesti memakai model VAR (Vector Autoregression). Penelitian ini sendiri menggunakan pengujian kointegrasi dengan metode *Johansen Cointegration Test*. Hasil uji kointegrasi disajikan dalam tabel berikut :

Tabel 4. 10
Uji Kointegrasi

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.385926	251.5157	88.80380	0.0000
At most 1 *	0.267310	165.6912	63.87610	0.0000
At most 2 *	0.265193	110.9495	42.91525	0.0000
At most 3 *	0.194180	56.71547	25.87211	0.0000
At most 4 *	0.100892	18.71790	12.51798	0.0041

Trace test indicates 5 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.287664	219.3749	88.80380	0.0000
At most 1 *	0.266459	160.0139	63.87610	0.0000
At most 2 *	0.227582	105.7864	42.91525	0.0000
At most 3 *	0.173662	60.59626	25.87211	0.0000
At most 4 *	0.144024	27.21472	12.51798	0.0001

Trace test indicates 5 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Berdasarkan tabel di atas dapat dilihat bahwa dalam taraf uji 5% terdapat empat rank variabel yang berhubungan kointegrasi pada lag 2 maupun lag 3. Buktinya tergambar dari nilai *trace statistic* yang angkanya lebih besar daripada Critical Value 0,05. Artinya bahwa berdasarkan hasil uji *Johansen Cointegration* terdapat kointegrasi pada model penelitian, sehingga estimasi VECM dalam data

penelitian ini dapat dimanfaatkan. Tahap berikutnya melakukan pengujian Kausalitas Granger.

4. Uji Kausalitas Granger (Granger Causality Test)

Analisis data ekonomi memakai metode ekonometri acapkali menemukan kondisi tergantungnya satu variabel dengan satu atau beberapa variabel lain dalam satu model persamaan yang digunakan, sehingga terbuka kemungkinan adanya hubungan kausalitas di antara variabel dalam model tersebut. Oleh karena itu, diperlukan pengujian korelasi kausalitas antar-variabel di dalam model tersebut. Pengujian ini dinamakan Granger Causality Test. Gujarati (2003) menyebutkan, penggunaan tes ini akan memperlihatkan kemungkinan-kemungkinan lain hasil estimasi, yakni:

- a. Korelasi kausalitas searah dari variabel dependen ke variabel independen. Namanya unidirectional causality from Y to X.
- b. Korelasi kausalitas searah dari variabel independen ke variabel dependen. Namanya unidirectional causality from X to Y.
- c. Kausalitas dua arah atau saling mempengaruhi (bidirectional causality)
- d. Tiada korelasi saling ketergantungan (no causality).

Hipotesis pada uji kausalitas adalah sebagai berikut :

H_0 : Tidak terdapat hubungan kausalitas di antara variabel

H_1 : Terdapat hubungan kausalitas diantara variabel

Jika H_0 diterima berarti semua koefisien regresi bernilai 0, sehingga hipotesis dapat ditulis sebagai berikut:

$$H_0 = \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_n = 0$$

H_1 = paling sedikit terdapat satu tanda tidak berlaku (\neq)

Penentuan jika nilai probabilitas dari kedua hipotesis di atas lebih kecil dari nilai kesalahan yang dtolerir yaitu 0,05 (prob<0,05) maka keduanya diputuskan untuk menolak H_0 . Hal ini diinterpretasikan bahwa antara satu variabel dengan satu variabel lainnya saling mempengaruhi secara timbal balik. Namun jika

hanya satu hipotesis H0 yang ditolak, berarti hubungan antara kedua variabel tersebut hanya menggunakan kausalitas satu arah.

Untuk menguji kausalitas Granger data panel, dalam penelitian ini digunakan metode Dumitrescu-Hurlin yang disajikan dalam tabel dibawah ini.

Tabel 4. 11
Hasil Uji Kausalitas Granger Data Panel

Pairwise Granger Causality Tests
Date: 04/23/19 Time: 01:23
Sample: 1 180
Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
INFLASI does not Granger Cause HARGA_SAHAM	178	8.35733	0.0003
HARGA_SAHAM does not Granger Cause INFLASI		0.18526	0.8311
JUB does not Granger Cause HARGA_SAHAM	178	2.13490	0.1214
HARGA_SAHAM does not Granger Cause JUB		0.27486	0.7600
NILAI_TUKAR does not Granger Cause HARGA_SAHAM	178	5.56373	0.0399
HARGA_SAHAM does not Granger Cause NILAI_TUKAR		1.67945	0.1895
SUKU_BUNGA does not Granger Cause HARGA_SAHAM	178	5.74940	0.0038
HARGA_SAHAM does not Granger Cause SUKU_BUNGA		0.79891	0.4515

Terdapat beberapa kesimpulan bila merujuk pada tabel Uji Kausalitas Granger tersebut, yaitu :

1. INFLASI dengan HARGA SAHAM berkorelasi searah. Hanya INFLASI yang mempengaruhi atau memberi dampak pada HARGA SAHAM. Bukan sebaliknya
2. JUMLAH UANG BEREDAR dan HARGA SAHAM tidak berkorelasi. KUANTITAS UANG BEREDAR tidak mempengaruhi atau tidak memberi dampak pada HARGA SAHAM. Begitu pula sebaliknya
3. NILAI TUKAR dengan HARGA SAHAM berkorelasi searah. NILAI TUKAR-lah yang mempengaruhi atau memberi dampak pada HARGA SAHAM. Bukan sebaliknya

4. SUKU BUNGA dengan HARGA SAHAM berkorelasi searah. Hanya SUKU BUNGA yang mempengaruhi atau memberi dampak pada HARGA SAHAM. Bukan sebaliknya.

4.1.4. Estimasi VECM

Setelah melakukan serangkaian tahap praestimasi berupa stationeritas fakta / informasi, penetapan panjang lag, uji kointegrasi, dan stabilitas VECM, maka penulis memutuskan bahwa estimasi dapat menggunakan model VECM. Penggunaan estimasi VECM bertujuan untuk mengenali dampak korelasi jangka pendek maupun jangka panjang dari variabel independen terhadap variabel dependen.

1. Estimasi Model Jangka Pendek

Hasil estimasi VECM dalam jangka pendek dapat dilihat pada tabel di bawah :

Tabel 4. 12
Hasil Estimasi VECM Jangka Pendek

	Koefisien	t_{hitung}	Keputusan (tolak H_0 jika $t_{hitung} > t_{tabel}$, dengan t_{tabel} 1,96)
D(Inflasi (-1))	-52.61029	-2,30552	Ho ditolak
D(JUB (-1))	0,000361	0,25824	Ho diterima
D(nilai_tukar(-1))	-27588,07	-2.75487	Ho ditolak
D(suku_bunga(-1))	-1337,605	-1.99387	Ho ditolak

Tabel di atas mendeskripsikan pengaruh setiap variabel dalam jangka pendek satu bulan. Ini sesuai dengan jenis data yang dipakai dalam kurun waktu bulanan.

Hipotesis 1: Inflasi berpengaruh terhadap harga saham

Variabel inflasi berpengaruh negatif dan substansial terhadap harga saham dengan koefisien sekitar -52,61029. Artinya apabila terjadi kenaikan inflasi sebanyak 1%, maka akan menurunkan harga saham sebesar 52,61 poin.

Hipotesis 2: Jumlah uang beredar tidak berpengaruh terhadap harga saham

Jumlah uang yang beredar tidak memiliki dampak signifikan terhadap harga saham emerging market.

Hipotesis 3: Nilai tukar berpengaruh terhadap harga saham

Nilai tukar mempunyai dampak negatif dan substansial terhadap harga saham dengan koefisien sebesar -27588,07. Artinya kenaikan nilai tukar sebesar US \$ 1 akan menurunkan harga saham sebesar 27588,07 poin.

Hipotesis 4: Suku bunga berpengaruh terhadap harga saham

Suku bunga berpengaruh negatif dan signifikan terhadap harga saham emerging market dengan koefisien 1337,605. Artinya kenaikan suku bunga 1% akan menurunkan harga saham sebesar 1337,6 poin.

Jika melihat uraian di atas, maka bentuk persamaan analisis estimasi VECM yang dapat dibuat adalah inflasi, suku bunga, dan nilai tukar memiliki pengaruh buruk terhadap harga saham. Sedangkan jumlah uang beredar tidak berdampak pada harga saham.

2. Estimasi Model Jangka Panjang

Tabel 4. 13

Hasil Estimasi VECM Jangka Panjang

	Koefisien	t_{hitung}	Keputusan (tolak H_0 jika $t_{hitung} > t_{tabel}$, dengan t_{tabel} 1,96)
D (Inflasi (-1))	-491,8811	-1,99932	Ho ditolak
D (JUB (-1))	0,000256	0,12445	Ho diterima
D (nilai_tukar (-1))	-389111,2	-11,9885	Ho ditolak
D (suku_bunga (-1))	-1517,1643	-2,52199	Ho ditolak

Tabel di atas menjelaskan bahwa faktor inflasi memberikan dampak negatif dan substansial dalam jangka panjang pada harga saham dengan koefisien sebesar -491,8811. Artinya apabila terjadi kenaikan inflasi sebesar 1%, maka harga saham akan turun sebesar 491,8811 poin.

Jumlah uang yang beredar tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham emerging market. Hal itu dapat dilihat dari nilai t hitung sebesar 0,12445 yang angkanya lebih kecil dari t tabel, yaitu 1,96. Nilai tukar memberikan dampak negatif dan substansial kepada harga saham dengan koefisien sebesar -389111,2. Artinya kenaikan nilai tukar sebesar US \$ 1 akan menurunkan harga saham sebesar 389111,2 poin.

Suku bunga memberikan dampak negatif dan substansial kepada harga saham emerging market dengan koefisien -1517,1643. Artinya apabila suku bunga naik 1%, maka harga saham akan turun sebesar 1517,1643 poin.

Tabel 4.14

Uji Fit Model

Dependent Variable: Y

Method: Panel Least Squares

Date: 28/10/19 Time: 21:55

Sample: 2004 2018

Periods included: 15

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.477335	0.072116	6.619.027	0.0000
X1	0.316520	0.079131	3.999.948	0.0001
X2	0.236362	0.078697	3.003.424	0.0031
X3	-0.312843	0.072805	-4.297.007	0.0000
X4	0.050341	0.038120	3.320.578	0,080556
F-statistic	9.070.867			
Prob(F-statistic)	0.000179			

Uji fit model atau uji kelayakan model dan lebih populer disebut sebagai uji F merupakan tahapan awal mengidentifikasi model regresi yang diestimasi layak atau tidak. Layak dalam model yang diestimasi ini dijelaskan melalui pengaruh variabel-variabel bebas terhadap variabel terikat. Nama uji ini disebut sebagai uji F, karena mengikuti distribusi F yang kriteria pengujiannya seperti One Way Anova. Penggunaan *eviews* memudahkan penarikan kesimpulan dalam uji ini, sehingga data yang diuji perlu menggunakan *eviews* agar lebih terukur. Nilai prob. F hitung lebih kecil dari tingkat kesalahan/error (α) 0,05, maka dapat dikatakan bahwa model regresi yang diestimasi layak, sedangkan apabila nilai prob. F hitung lebih besar dari tingkat kesalahan 0,05 maka dapat dikatakan bahwa model regresi yang diestimasi tidak layak.

Tabel di atas menunjukkan hasil uji F. Nilai prob. F (Statistic) sebesar 0,000179 ternyata lebih kecil daripada tingkat signifikansi 0,05. Berdasarkan hasil itu dapat ditarik kesimpulan bahwa model regresi yang diestimasi bisa dipakai untuk menerangkan kaitan dampak inflasi, kurs, suku bunga, dan jumlah uang beredar dengan harga saham.

Tabel 4.15

Hasil Estimasi VECM Jangka Pendek dan Jangka Panjang

Vector Error Correction Estimates
 Date: 04/23/19 Time: 01:48
 Sample (adjusted): 5 180
 Included observations: 176 after adjustments
 Standard errors in () & t-statistics in []

Cointegrating Eq:	CointEq1				
DHARGA_SAHAM(-1)	1.000000				
DINFLASI(-1)	-491.8811 (268.888) [-1.99932]				
DJUB(-1)	0.000256 (0.00206) [0.12445]				
DNILAI_TUKAR(-1)	-389111.2 (32457.1) [-11.9885]				
DSUKU_BUNGA(-1)	-1517.1643 (601.573) [-2.52199]				
@TREND(1)	-3.804652 (1.10830) [-3.43286]				
C	230.8828				
Error Correction:	D(DHARGA...	D(DINFLASI)	D(DJUB)	D(DNILAI_T...	D(DSUKU_...
CointEq1	0.143880 (0.11900) [1.20913]	2.53E-05 (5.4E-05) [0.46702]	21.13405 (7.58119) [2.78769]	3.72E-06 (4.8E-07) [7.66924]	-2.81E-05 (1.2E-05) [-2.29730]
D(DHARGA_SAHAM(-1))	-0.772779 (0.11502) [-6.71862]	-3.69E-05 (5.2E-05) [-0.70570]	-8.956372 (7.32797) [-1.22222]	-2.84E-06 (4.7E-07) [-6.06615]	9.82E-06 (1.2E-05) [0.82941]
D(DHARGA_SAHAM(-2))	-0.561905 (0.09542) [-5.88861]	1.37E-06 (4.3E-05) [0.03164]	-10.48976 (6.07936) [-1.72547]	-1.58E-06 (3.9E-07) [-4.06220]	1.71E-05 (9.8E-06) [1.74278]
D(DINFLASI(-1))	-52.61029 (0.019680) [-2.30552]	-0.454130 (0.07831) [-5.79943]	15519.40 (10970.7) [1.41463]	0.001453 (0.00070) [2.07289]	0.033517 (0.01772) [1.89127]
D(DINFLASI(-2))	153.8675 (167.898) [0.91643]	-0.250572 (0.07635) [-3.28184]	11625.53 (10696.8) [1.08682]	0.000882 (0.00068) [1.29059]	0.052448 (0.01728) [3.03523]
D(DJUB(-1))	0.002813 (0.00136) [1.07205]	3.33E-07 (6.2E-07) [0.53966]	-0.547652 (0.08649) [-6.33173]	1.70E-08 (5.5E-09) [3.07803]	-2.51E-07 (1.4E-07) [-1.79763]
D(DJUB(-2))	0.000361 (0.00140) [0.25824]	-5.65E-07 (6.4E-07) [-0.88935]	-0.279988 (0.08899) [-3.14628]	5.73E-09 (5.7E-09) [1.00700]	-2.21E-07 (1.4E-07) [-1.53866]
D(DNILAI_TUKAR(-1))	-27588.07 (36546.6) [-2.75487]	9.657853 (16.6194) [0.58112]	4067351. (2328386) [1.74685]	0.192617 (0.14880) [1.29447]	0.422821 (3.76128) [0.11241]
D(DNILAI_TUKAR(-2))	45809.07 (24933.2) [1.83727]	8.761056 (11.3383) [0.77270]	4003458. (1588497) [2.52028]	0.162010 (0.10152) [1.59591]	0.468751 (2.56606) [0.18267]
D(DSUKU_BUNGA(-1))	-1337.605 (702.572) [-1.99387]	-0.094020 (0.31949) [-0.29428]	-53295.09 (44760.9) [-1.19066]	0.001791 (0.00286) [0.62613]	-0.489361 (0.07231) [-6.76783]
D(DSUKU_BUNGA(-2))	15.06501 (707.751) [0.02129]	0.238494 (0.32185) [0.74102]	-906.1271 (45090.9) [-0.02010]	0.004547 (0.00288) [1.57797]	-0.219076 (0.07284) [-3.00764]
C	6.788552 (63.3325) [0.10719]	-0.001811 (0.02880) [-0.06287]	907.2080 (4034.92) [0.22484]	1.23E-05 (0.00026) [0.04771]	0.001226 (0.00652) [0.18807]
R-squared	0.382932	0.217661	0.329896	0.556899	0.314143
Adj. R-squared	0.341544	0.165187	0.284950	0.527179	0.268141
Sum sq. resids	1.16E+08	23.92698	4.70E+11	0.001918	1.225540
S.E. equation	839.9487	0.381964	53513.22	0.003420	0.086445
F-statistic	9.252102	4.147984	7.339845	18.73805	6.828818
Log likelihood	-1428.587	-74.13118	-2159.751	755.8365	187.3718
Akaike AIC	16.37030	0.978763	24.67899	-8.452687	-1.992862
Schwarz SC	16.58647	1.194933	24.89516	-8.236518	-1.776692
Mean dependent	1.018492	-0.001271	582.4910	4.63E-06	0.000379
S.D. dependent	1035.117	0.418049	63283.87	0.004973	0.101048
Determinant resid covariance (dof adj.)	10979712				
Determinant resid covariance	7713418.				
Log likelihood	-2644.211				
Akaike information criterion	30.79786				
Schwarz criterion	31.98679				
Number of coefficients	66				

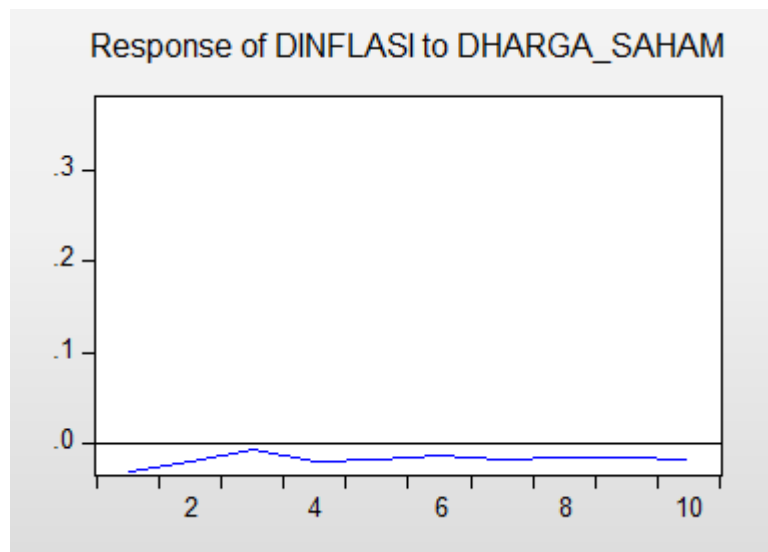
Berdasarkan table 4.15 di atas maka dapat diketahui model persamaan harga saham adalah sebagai berikut:

$$\text{HARGA_SAHAM} = 491,8811 \text{ INFLASI} - 0,000256 \text{ JUB} + 389111,2 \text{ NILAI_TUKAR} + 1517,1643 \text{ SUKU_BUNGA} - 3,804652 \text{ TREND} - 230,8828$$

Berdasarkan perhitungan di atas hasil estimasi VECM dalam jangka pendek maupun jangka panjang dapat dikatakan valid, sebab nilai koefisien determinasi R^2 yang diperoleh sebesar 0,3829 atau 38,29%. Perubahan variabel harga saham dapat diterangkan oleh faktor suku bunga, nilai tukar, dan inflasi sebesar 38,29%. Sementara sisanya dipengaruhi oleh variabel lain. Estimasi VECM dapat menghitung Impulse Response Function (IRF) dan Variance Decomposition (VDC). Hal itu berguna untuk melihat respons dan waktu yang diperlukan variabel mencapai titik keseimbangannya serta untuk melihat besarnya komposisi pengaruh setiap variabel bebas terhadap variabel terikat.

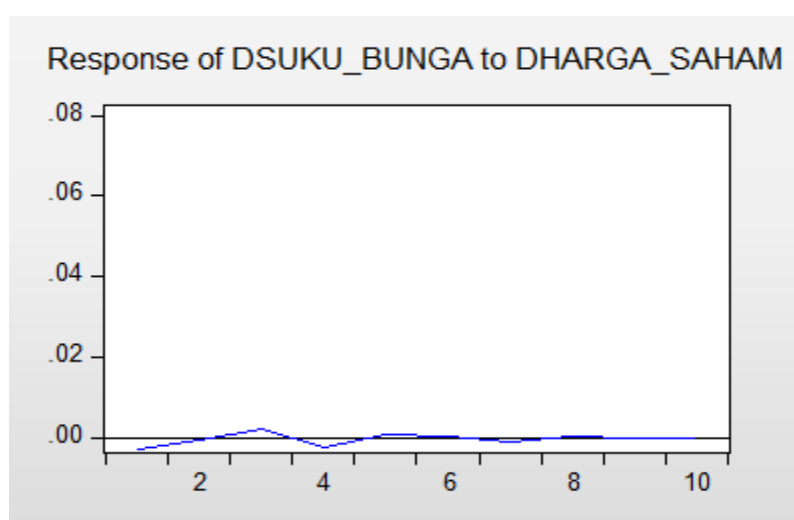
a. Analisis IRF

IRF dipakai untuk mendeskripsikan tingkat laju guncangan variabel yang digunakan dalam penelitian. Perilaku dinamis model VECM tergambar melalui respons setiap variabel terhadap guncangan dari variabel itu maupun terhadap variabel endogen lainnya. Dalam model ini respons dari perubahan setiap variabel terhadap keberadaan informasi baru diukur dengan 1-standar deviasi. Poros horizontal menggambarkan waktu dalam periode hari ke depan setelah terjadinya guncangan. Sedangkan poros vertikal menjelaskan nilai respons. Secara mendasar melalui analisis ini akan diketahui respons positif atau negatif dari suatu variabel terhadap variabel lainnya. Dalam jangka pendek, respons itu biasanya cukup substansial dan cenderung berubah. Sementara dalam jangka panjang, respons cenderung konsisten dan terus mengecil. IRF memberikan gambaran respons yang diberikan suatu variabel pada masa mendatang bila terjadi gangguan pada variabel lainnya.



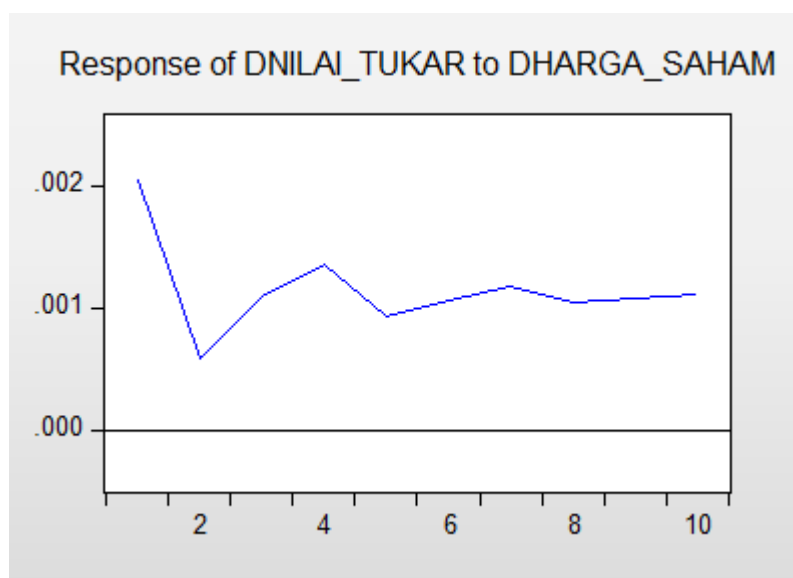
Gambar 4. 12 Hasil Analisis IRF Inflasi Terhadap Harga Saham

Gambar di atas menjelaskan respons inflasi terhadap guncangan variabel harga saham, yakni pada periode pertama sampai dengan periode ketiga mengalami kenaikan meskipun trendnya negatif. Hal itu terlihat dari garis IRF yang cenderung berada di bawah garis horizontal hingga ke periode ketiga. Namun dari periode ketiga sampai kelima respons inflasi terhadap guncangan harga saham menurun dan terus memperlihatkan kecenderungan tidak membaik. Baru memasuki fase keenam terjadi kenaikan, tapi kemudian turun lagi dan stabil sampai dengan fase kesepuluh. Kecenderungannya tetap terlihat memburuk.



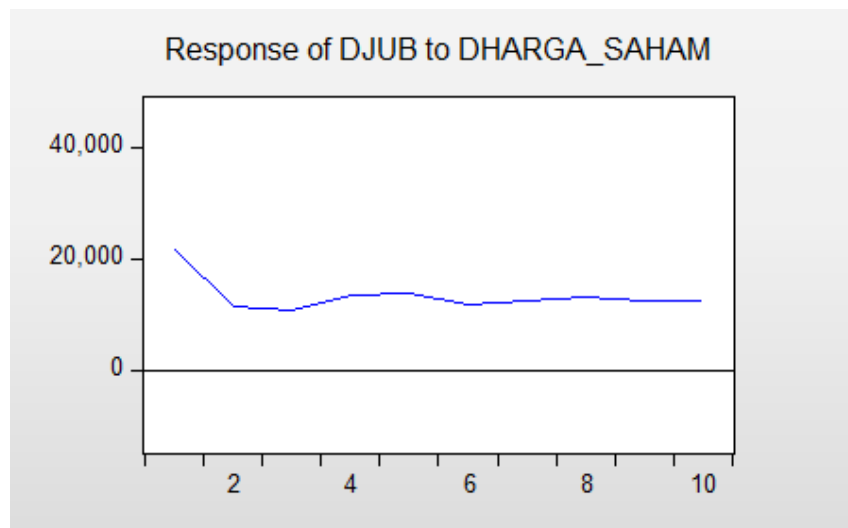
Gambar 4. 13 Hasil Analisis IRF Suku Bunga Terhadap Harga Saham

Gambar di atas menerangkan respons suku bunga terhadap guncangan variabel harga saham. Fase kesatu sampai dengan fase ketiga mengalami kenaikan, meskipun trendnya negatif. Kemudian naik ke atas garis horizontal pada periode ketiga. Lalu di periode keempat kembali turun ke bawah garis horizontal. Hal ini menggambarkan trend negatif. Pada periode kelima kembali naik sedikit ke arah atas garis horizontal, kemudian stabil hingga fase kesepuluh tepat terletak di garis horizontal.



Gambar 4. 14 Hasil Analisis IRF Nilai Tukar Terhadap Harga Saham

Berdasarkan gambar tersebut dapat diterangkan bahwa dari fase kesatu hingga periode kedua respons nilai tukar terhadap guncangan variabel harga saham mengalami penurunan, meskipun trend sesungguhnya positif. Hal tersebut terlihat dari garis IRF yang cenderung berada di atas garis horizontal. Pada periode kedua sampai dengan keempat respons nilai tukar mengalami kenaikan dengan trend yang tetap positif. Dari fase empat sampai periode kelima terjadi penurunan, naik lagi pada periode ketujuh, dan kembali turun di periode kedelapan. Hal itu terus berulang sampai dengan periode kesepuluh, meskipun lambat laun kenaikannya dan penurunannya berkurang. Trend-nya sendiri tetap positif sampai periode kesepuluh.



Gambar 4. 15 Hasil Analisis IRF Jumlah Uang Beredar Terhadap Harga Saham

Berdasarkan gambar di atas dapat dijelaskan bahwa dari fase kesatu hingga fase ketiga respons jumlah uang beredar yang dikaitkan dengan guncangan variabel harga saham mengalami penurunan, walaupun trendnya membaik. Kondisi itu terlihat dari garis IRF yang kecenderungannya berada di atas garis horizontal. Pada periode ketiga sampai dengan kelima respons jumlah uang yang beredar mengalami kenaikan dengan trend yang tetap positif. Dari fase lima sampai periode keenam terjadi penurunan, kemudian naik lagi di periode ketujuh, dan kembali turun di periode kedelapan, lalu akhirnya melandai di periode kesembilan dan sepuluh. Trend-nya tetap positif sampai periode kesepuluh.

b. Analisis VDC

Sesudah menganalisis perilaku dinamis melalui IRF, tahap berikutnya adalah melihat karakteristik model melalui variance decomposition (VDC). VDC dipakai guna menyusun forecast error variance suatu variabel, tepatnya menyangkut besarnya perbedaan antara varian sebelum dan sesudah guncangan, baik yang berasal dari variabel internal maupun yang bersumber dari variabel lain. Analisis VDC dipergunakan dengan tujuan untuk meneliti pengaruh relatif variabel penelitian terhadap variabel lainnya. VDC pun digunakan untuk menjelaskan lebih detail mengenai bagaimana perubahan satu variabel yang dipengaruhi oleh

perubahan variabel lainnya. Adanya perubahan error variance menunjukkan terjadinya perubahan di dalam variabel.

Variance Decomposition of DHARGA_SAHAM:						
Period	S.E.	DHARGA_...	DINFLASI	DJUB	DNILAI_T...	DSUKU_B...
1	839.9487	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	915.4617	96.34779	0.062128	1.400320	1.176188	1.013578
3	961.1061	96.48518	0.132537	1.329642	1.118030	0.934614
4	1103.164	96.08164	0.193601	1.024042	1.973948	0.726770
5	1181.419	95.57840	0.175490	0.937573	2.361929	0.946607
6	1240.035	95.65796	0.159671	0.852979	2.415294	0.914098
7	1319.055	95.69530	0.169083	0.755396	2.550963	0.829261
8	1387.088	95.62837	0.156674	0.688743	2.678746	0.847464
9	1446.264	95.62785	0.146617	0.638018	2.752803	0.834710
10	1508.356	95.63784	0.146018	0.588870	2.825624	0.801652

Berdasarkan tabel di atas dapat diketahui bahwa guncangan harga saham sebesar 100% pada periode pertama sangat mempengaruhi harga saham. Pada fase kedua, harga saham tetap mendapat pengaruh dari guncangan harga saham. Tetapi pada periode itu mulai muncul kenaikan inflasi dari 0.000000 menjadi 0.062128. Hal serupa dialami jumlah uang beredar, nilai tukar, dan suku bunga. Data memperlihatkan bahwa variabel inflasi, jumlah uang beredar, nilai tukar, dan suku bunga pada fase pertama belum mempengaruhi harga saham. Namun pada periode selanjutnya inflasi, suku bunga, jumlah uang beredar, dan nilai tukar sudah menunjukkan kenaikan. Kondisi ini menandakan bahwa pengaruh dari variabel inflasi, kurs, jumlah uang beredar, dan nilai tukar semakin meningkat pada periode-periode selanjutnya. Tingkat proporsi pengaruhnya semakin naik pula terhadap harga saham, walaupun guncangan harga saham masih sangat dominan.

4.2. Pembahasan

Tabel 4.6 menjelaskan bahwa semua variabel mulai suku bunga, nilai tukar, inflasi, jumlah uang beredar, dan harga saham memiliki nilai prob sebesar $> 0,05$. Oleh karena itu, seluruh faktor tidak stationer pada tingkat level (data awal). Artinya, H_0 diterima dan H_1 ditolak. Singkatnya, data tidak stationer. Berdasarkan tabel 4.7 terlihat bahwa seluruh variabel yang digunakan dalam penelitian ini sudah stationer pada tahap first difference.

Menurut tabel 4.9, panjang lag optimal berada di lag 3. Latar belakang dipilihnya lag 3 sebagai lag optimal adalah melihat nilai AIC dan SC-nya paling kecil serta jumlah bintang terbanyak terletak di lag optimal 2 dan lag 3 berdasarkan

hasil eviews. Artinya seluruh variabel dalam model ini saling mempengaruhi serta berkaitan satu sama lain pada periode sekarang maupun pada dua dan tiga periode sebelumnya. Kemudian, pengujian tahap berikutnya, yaitu uji kointegrasi dapat dilaksanakan, karena panjang lag optimal sudah ditemukan.

Tabel 4.10 menjelaskan bahwa empat rank variabel berkorelasi kointegrasi pada lag 2 maupun lag 3 sewaktu dalam taraf uji 5%. Buktinya terlihat dari nilai trace statistic yang lebih unggul daripada Critical Value 0,05. Artinya berdasarkan hasil uji Johansen Cointegration terdapat kointegrasi pada model penelitian, sehingga estimasi VECM pada data penelitian ini dapat dipakai. Oleh karena itu, uji kausalitas granger dapat dilaksanakan pada tahap berikutnya.

Hasil uji F tergambar pada tabel 4.14. Nilai prob. F (Statistic) sebesar 0,000179 lebih kecil dibandingkan tingkat signifikansi 0,05. Kesimpulannya bahwa model regresi yang diestimasi patut dipakai guna menjelaskan dampak inflasi, kurs, suku bunga, dan jumlah uang beredar terhadap harga saham.

Berdasarkan tahapan estimasi model VECM dapat disimpulkan bahwa hasil pengujian *Johansen Cointegration* menunjukkan adanya kointegrasi pada model penelitian. Oleh karena itu, estimasi VECM dapat dipergunakan dalam penelitian ini. Untuk memperoleh model estimasi yang selaras, maka mesti diketahui lebih dulu pola keterkaitan antara variabel inflasi, jumlah uang yang beredar, nilai tukar, suku bunga, dan harga saham melalui uji kausalitas Granger. Hasil pengujian menunjukkan beberapa pola interaksi antar-variabel. Tabel berikut meringkas hal tersebut:

4.2.1. Pola arah Hubungan Faktor Makroekonomi terhadap Harga Saham

Tabel 4.16

Rekapitulasi Hasil Pengujian Kausalitas Granger

Variabel	Hubungan	Pola hubungan
INFLASI dengan HARGA SAHAM	Satu Arah	INFLASI → HARGA SAHAM
JUMLAH UANG BEREDAR dengan HARGA SAHAM	Tidak ada	-

NILAI TUKAR dengan HARGA SAHAM	Satu Arah	NILAI TUKAR → HARGA SAHAM
SUKU BUNGA dengan HARGA SAHAM	Satu Arah	SUKU BUNGA → HARGA SAHAM

Model penelitian VECM berdasarkan uji fit model atau uji kelayakan model. Model ini lebih terkenal dengan nama uji F. Ada pula yang menyebutnya uji simultan model. VECM menjadi tahap awal dalam mengidentifikasi model regresi yang diestimasi layak atau tidak. Hasil uji F dapat dilihat pada tabel 4.14. Nilai prob. F (Statistic) sebesar 0,000179 lebih kecil dibandingkan tingkat signifikansi 0,05. Oleh karena itu, model VECM yang diestimasi ini dapat dipergunakan untuk menjelaskan dampak inflasi, kurs, suku bunga, dan jumlah uang beredar terhadap harga saham.

Metode VECM dapat digunakan untuk menganalisis hubungan jangka panjang dan jangka pendek variabel independen dan variabel dependen pada data time-series. Pembahasan memuat tahapan dan kriteria dalam menjalankan metode VECM dan metode-metode lain yang harus dilakukan sebelum menjalankan metode VECM, seperti Unit Root Test dan Johansen's Co-integration Test dengan menggunakan aplikasi statistik EViews. Hasil penelitian menggunakan VECM menunjukkan bahwa inflasi, nilai tukar, dan suku bunga mempunyai pengaruh negatif terhadap harga saham dalam jangka panjang maupun jangka pendek. Sedangkan jumlah uang beredar tidak berdampak terhadap harga saham.

Hubungan Makroekonomi dengan harga saham, dimana berdasarkan tabel 4.16 dapat dilihat bahwa dari 4 variabel (inflasi, jumlah uang yang beredar, tingkat suku bunga, dan nilai tukar), ternyata variabel jumlah uang beredar tidak memiliki hubungan baik satu arah maupun dua arah terhadap harga saham di negara-negara emerging market. Sedangkan Variable makro lainnya yang diteliti mempunyai hubungan satu arah kepada harga saham. Berdasarkan hasil penelitian tersebut maka pada negara emerging market mendukung hasil penelitian Pal & Mittal, 2011. penelitian di India pada periode 1995 sd 2008 melakukan penelitian Taiwan pada periode 2003 sd 2008, bahwa dari beberapa variabel yang disinyalir berpengaruh terhadap harga saham emerging market ternyata beberapa variabel

signifikan berpengaruh (inflasi, tingkat suku bunga, dan nilai tukar) dan beberapa tidak signifikan (jumlah uang yang beredar).

Efek dari beberapa variabel ekonomi makro dapat bervariasi dari satu pasar ke pasar lainnya dan dari satu periode ke periode lainnya. Hubungan antara pasar saham dan faktor-faktor ekonomi makro akan sesuai dan penting bagi investor karena dinamika hubungan ini telah berubah (Pramod-Kumar & Puja, 2012). Dalam hal ini, Bhunia (2012) berpendapat bahwa meskipun ada studi teoritis dan empiris yang menyelidiki arah kausalitas antara variabel ekonomi makro dan pasar saham, arah kausalitas belum diketahui dalam empiris maupun dalam teori. Karena beberapa penelitian menunjukkan bukti empiris yang membuktikan kausalitas, penelitian lain tidak menunjukkan hubungan sebab akibat. Selain itu, arah kausalitas berubah dari satu ekonomi ke ekonomi lainnya. Tangjitprom (2012) menyatakan bahwa meskipun penelitian yang meneliti hubungan sebab akibat antara pasar saham dan variabel ekonomi makro menyimpulkan hasil yang berbeda, sebagian besar penelitian ini sepakat bahwa ada hubungan yang signifikan antara variabel ekonomi makro dan pasar saham. Hasil yang berbeda ini disebabkan oleh peraturan pasar yang berbeda, investor, lokasi negara dan faktor lainnya. Meskipun variabel makroekonomi adalah umum, sulit untuk menggeneralisasi hasil karena variabel yang sama memiliki dampak yang berbeda pula.

Meskipun pola hubungan antara variabel makroekonomi dan harga saham sangat sulit untuk ditentukan karena beberapa penelitian menggunakan indikator makro ekonomi yang berbeda, namun dari hasil penelitian dapat dilihat bahwa pola hubungan antara variabel makroekonomi dengan harga saham adalah searah. Beberapa penelitian yang mendukung hasil penelitian ini antara lain Tripathi dan Kumar (2014) bahwa variabel makroekonomi yang terdiri tingkat inflasi, tingkat pertumbuhan PDB, nilai tukar dan penawaran uang dari memiliki hubungan searah dengan harga saham di negara BRICS. Selain itu penelitian pada emerging market juga dilakukan oleh Bhattacharya et al (2009) yang meneliti hubungan antara harga saham dan agregat ekonomi makro di India, mulai dari April 1990 hingga Maret 2001. Mereka tidak menemukan hubungan sebab akibat dua arah antara harga saham dan cadangan devisa, nilai tukar efektif nyata, dan neraca perdagangan. Selanjutnya penelitian meneliti hubungan sebab akibat antara variabel ekonomi

makro dan harga saham di India selama bulan April 1991 hingga Desember 2005. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat hubungan searah dari pasokan uang ke harga saham.

Beberapa penelitian telah dilakukan pada emerging market, tapi kebanyakan penelitian dilakukan pada pasar individu seperti Bailey dan Chung (1996) pada pasar Philipina; Oyama (1997) pada pasar Zimbabwe. Adapun beberapa penelitian yang menganalisis pengaruh multifaktor dari makroekonomi terhadap harga saham pada beberapa negara emerging market diantaranya Hondroyiannis and Papapetrou (2001) melakukan penelitian di Yunani, menyatakan bahwa, SukuBunga, Nilai Tukar, berpengaruh terhadap harga saham. Bhattacharya et al (2009) melakukan penelitian di India, menyatakan bahwa Nilai tukar, berpengaruh terhadap harga saham, sementara itu Wongbangpo and Sharma (2002) yang melakukan penelitian di Indonesia, Malaysia, Philipina, Singapore, dan Thailand. Menyatakan, persediaan uang, suku bunga, dan nilai tukar, merupakan faktor yang berpengaruh. Coleman dan Tettey (2008) di Ghana menyatakan bahwa Suku bunga pinjaman, inflasi, persediaan uang, dan nilai tukar sebagai faktor yang berpengaruh

Dari penelitian penelitian tersebut mengemukakan arah hubungan Makroekonomi terhadap harga saham merupakan hubungan searah, yaitu Variable Makroekonomi berpengaruh terhadap harga saham secara satu arah, tidak terdapat hubungan yang timbal balik

1. Pola Hubungan Tingkat Suku Bungadengan Harga Saham

Hasil penelitian kami menunjukan hubungan satu arah Suku Bunga terhadap harga Saham, tidak ada hubungan kausalitas harga saham kepada Suku Bunga. Di negara Maju hasil penelitian yang dilakukan oleh Orawan Ratanapakorn & Subhash C. Sharma (2007), di negara Amerika Serikat pada periode penelitian tahun 1975 sd tahun 1995, menyatakan bahwa suku bunga memiliki hubungan satu arah terhadap harga saham.

Dewan A. Abdullah and Steven C. Haywort (1993), di negara G-7 pada periode penelitian tahun 1987 menyatakan bahwa suku bunga memiliki hubungan satu arah terhadap harga saham, hal ini berarti bahwa tidak terjadi hubungan keterkaitan antar dua variabel tersebut. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Liam

A. Gallagher and Mark P. Taylor (2002), di negara Amerika Serikat pada periode penelitian tahun 1974 sd tahun 1975, menyatakan bahwa suku bunga memiliki hubungan satu arah terhadap harga saham. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Christopher Gan, Minsoo Lee, Hua Hwa Au Yong, Jun Zhang (2006), di negara Selandia Baru pada periode penelitian tahun 1990 sd tahun 2003, menyatakan bahwa suku bunga memiliki hubungan satu arah terhadap harga saham.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Andreas Humpe & Peter Macmillan (2009), di negara Jepang dan Amerika Serikat pada periode penelitian tahun 1965 sd tahun 2005, menyatakan bahwa suku bunga memiliki hubungan satu arah terhadap harga saham. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Francisco Jareño, Loredana Negrut (2016), di negara Amerika Serikat pada periode penelitian tahun 1995 sd tahun 2004, menyatakan bahwa suku bunga memiliki hubungan satu arah terhadap harga saham. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Tarun K. Mukherjee and Atsuyuki Naka (1995), di negara Jepang pada periode penelitian tahun 1971 sd tahun 1990, menyatakan bahwa suku bunga memiliki hubungan satu arah terhadap harga saham. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Alireza Nasseh, Jack Strauss (2010), di negara Prancis, Jerman, Italia, Belanda, Swiss dan U.K pada periode penelitian tahun 1962 sd tahun 1995, menyatakan bahwa suku bunga memiliki hubungan satu arah terhadap harga saham.

Dengan demikian dari beberapa penelitian yang dirujuk, hasil penelitian di negara maju terdapat hubungan satu arah dimana Suku Bunga mempengaruhi Harga saham, dan tidak ada hubungan timbal balik bahwa Harga saham dapat mempengaruhi Suku Bunga, hal ini sama dengan penelitian penulis di negara Emerging market

2. Pola Hubungan Nilai Tukar dengan Harga Saham

Hasil penelitian kami menunjukkan hubungan satu arah Kurs terhadap harga Saham, tidak ada hubungan kausalitas harga saham kepada Kurs. Di di negara Maju hasil penelitian yang dilakukan di negara Amerika Serikat pada periode penelitian 1999 sd tahun 2009 menunjukkan ada hubungan satu arah antara kurs dengan harga saham dan tidak ada hubungan kausalitas harga saham kepada kurs. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Orawan Ratanapakorn & Subhash C. Sharma (2007), di negara

Amerika Serikat pada periode penelitian tahun 1975 sd tahun 1999, menyatakan bahwakurs memiliki hubungan satu arah dengan harga saham.

Hasil penelitian Richard A. Ajayi and Mbodja Mougoue (1996) di negara Canada, France, Germany, Italy, Japan, Netherlands, UK, US pada periode penelitian tahun 1985 sd tahun 1991, menyatakan bahwa kurs memiliki hubungan satu arah dalam jangka pendek dan jangka panjang terhadap harga saham. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Mads Asprem (1989), di negara France, Germany, Italy, Switzerland and the U.K. pada periode penelitian tahun 1968 sd tahun 1984, menyatakan bahwa kurs memiliki hubungan satu arah terhadap harga saham. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Ki-ho Kim (2003), di negara Amerika Serikat pada periode penelitian tahun 1974 sd tahun 1998, menyatakan bahwakurs memiliki hubungan satu arah terhadap harga saham.

Dengan demikian dari beberapa penelitian yang dirujuk, hasil penelitian di negara maju terdapat hubungan satu arah dimana Kurs mempengaruhi Harga saham, dan tidak ada hubungan timbal balik bahwa Harga saham dapat mempengaruhi Kurs, hal ini sama dengan penelitian penulis di negara Emerging market.

3. Pola Hubungan Inflasi dengan Harga Saham

Penelitian kami menunjukkan hubungan satu arah Inflasi terhadap harga Saham, tidak ada hubungan kausalitas harga saham kepada Inflasi. Di negara Maju hasil penelitian yang dilakukan oleh Tom Engsted, Carsten Tanggaard (2002), di negara Amerika Serikat pada periode penelitian tahun 1926 sd tahun 1997, menyatakan bahwa inflasi memiliki hubungan satu arah dengan harga saham. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Christopher Gan, Minsoo Lee, Hua Hwa Au Yong, Jun Zhang (2006), di negara Selandia Baru pada periode penelitian tahun 1990 sd tahun 2003, menyatakan bahwa inflasi memiliki hubungan satu arah terhadap harga saham yang berarti tidak ada hubungan sebab akibat diantara keduanya.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Andreas Humpe & Peter Macmillan (2009), di negara Jepang dan Amerika Serikat pada periode penelitian tahun 1965 sd tahun 2005, menyatakan bahwa inflasi memiliki hubungan satu arah terhadap harga saham. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Ki-ho Kim (2003), di negara

Amerika Serikat pada periode penelitian tahun 1974 sd tahun 1998, menyatakan bahwa inflasi memiliki hubungan satu arah terhadap harga saham. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Orawan Ratanapakorn & Subhash C. Sharma (2007), di negara Amerika Serikat pada periode penelitian tahun 1975 sd tahun 1999, menyatakan bahwa inflasi memiliki hubungan satu arah terhadap harga saham. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Shubita, M.F. Al-Sharkas, Adel A (2010), di negara Amerika Serikat pada periode penelitian tahun 1964 sd tahun 2010, menyatakan bahwa inflasi memiliki hubungan satu arah terhadap harga saham yang berarti bahwa antara inflasi dan harga saham tidak memiliki hubungan keterkaitan diantara keduanya.

Dengan demikian dari beberapa penelitian yang dirujuk, hasil penelitian di negara maju terdapat hubungan satu arah dimana inflasi mempengaruhi Harga saham, dan tidak ada hubungan timbal balik bahwa Harga saham dapat mempengaruhi inflasi, hal ini sama dengan penelitian penulis di negara Emerging market

4. Pola Hubungan Jumlah Uang Beredar dengan Harga Saham

Hasil penelitian kami menunjukkan tidak ada hubungan arah Jumlah Uang Beredar terhadap harga Saham. Di negara Maju hasil penelitian yang dilakukan oleh hasil penelitian yang dilakukan oleh Orawan Ratanapakorn & Subhash C. Sharma (2007), di negara Amerika Serikat pada periode penelitian tahun 1975 sd tahun 1999, menyatakan bahwa jumlah uang beredar memiliki hubungan satu arah dengan harga saham.

K. Chaudhuri And S. Smilesz (2013), di negara Australia pada periode penelitian tahun 1960 sd tahun 1998, menyatakan bahwa jumlah uang beredar memiliki pengaruh jangka panjang terhadap harga saham. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Yin-Wong Cheung, Lilian K. Ng (1998), di negara Kanada, Jerman, Italia, Jepang dan Amerika Serikat pada periode penelitian tahun 1997, menyatakan bahwa jumlah uang beredar memiliki pengaruh positif terhadap harga saham.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Mark J. Flannery, Aris A. Protopapadakis (2002), di negara United Kingdom, Swiss, Belgia dan Amerika

Serikat pada periode penelitian tahun 1980 sd tahun 1996, menyatakan bahwa jumlah uang beredar memiliki pengaruh positif terhadap harga saham. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Andreas Humpe & Peter Macmillan (2009), di negara Jepang dan Amerika Serikat pada periode penelitian tahun 1965 sd tahun 2005, menyatakan bahwa jumlah uang beredar tidak memiliki pengaruh terhadap harga saham.

Penelitian Ki-ho Kim (2003), di negara Amerika Serikat pada periode penelitian tahun 1974 sd tahun 1998, menyatakan bahwa jumlah uang beredar memiliki pengaruh positif terhadap harga saham. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Ramin Cooper Maysami, Tiong Sim Koh (2000), di negara Singapura pada periode penelitian tahun 1988 sd tahun 1995, menyatakan bahwa jumlah uang beredar memiliki pengaruh positif terhadap harga saham. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Ramin Cooper Maysami, Lee Chuin Howe, Mohamad Atkin Hamzah (2004), di negara Singapura pada periode penelitian tahun 1989 sd tahun 2001, menyatakan bahwa jumlah uang beredar tidak memiliki pengaruh terhadap harga saham.

Dengan demikian dari beberapa penelitian yang dirujuk, hasil penelitian di negara maju terdapat beberapa perbedaan hasil penelitian, dimana sebagian menunjukkan hasil penelitian bahwa adanya hubungan satu arah dari Jumlah uang beredar kepada Harga saham, namun demikian sebagian penelitian juga mengemukakan tidak adanya hubungan baik satu arah maupun timbal balik antara Jumlah uang beredar dengan Harga Saham. Hal ini sama dengan hasil penelitian penulis di negara Emerging market. Dapat disimpulkan bahwa di negara maju arah hubungan Inflasi, Suku bunga, dan kurs kepada harga saham adalah tetap pada satu arah yaitu tidak adanya keterkaitan antar variabel dependen dan variabel independen, sedangkan untuk variable Jumlah uang beredar masih terdapat perbedaan hasil.

4.2.2. Pengaruh Faktor Makroekonomi terhadap Harga Saham

Secara keseluruhan model keterkaitan masing-masing variabel makroekonomi terhadap harga saham emerging market disajikan dalam tabel berikut ini.

Tabel 4.17

Rekapitulasi Pengaruh Jangka Pendek dan Jangka Panjang

	Jangka Pendek		Jangka Panjang	
	Arah Pengaruh	Kesimpulan Hipotesis	Arah Pengaruh	Kesimpulan Hipotesis
D(Inflasi (-1))	-52.61029	Ho ditolak	-491,8811	Ho ditolak
D(JUB (-1))	0,000361	Ho diterima	0,000256	Ho diterima
D(nilai_tukar(-1))	-27588,07	Ho ditolak	-389111,2	Ho ditolak
D(suku_bunga(-1))	-1337,605	Ho ditolak	-1517,1643	Ho ditolak

Hubungan jumlah uang beredar dengan harga saham, dimana berdasarkan tabel 4.17 dapat dilihat bahwa dari 4 variabel (inflasi, jumlah uang yang beredar, tingkat suku bunga, dan nilai tukar), ternyata variabel jumlah uang beredar tidak memiliki hubungan baik satu arah maupun dua arah terhadap harga saham di negara-negara emerging market. Berdasarkan hasil penelitian tersebut maka pada negara emerging market mendukung hasil penelitian Pal & Mittal (2011) di India periode 1995-2008 bahwa dari beberapa variabel yang disinyalir berpengaruh terhadap harga saham emerging market ternyata beberapa variabel signifikan berpengaruh (inflasi, tingkat suku bunga, dan nilai tukar) dan beberapa tidak signifikan (jumlah uang yang beredar).

Pasar saham dapat mempengaruhi ekonomi seperti yang dinyatakan oleh Smith (1990), atau makroekonomi dapat mempengaruhi pasar saham. Tabel 4.14 memperlihatkan bahwa pada negara emerging market variabel makro ekonomi berpengaruh terhadap harga saham, artinya bahwa naik turunnya harga saham akan sangat ditentukan oleh naik turunnya variabel makro ekonomi.

Pengaruh variabel makroekonomi sebagai multifaktor terhadap harga saham emerging market mendukung teori APT yang dikembangkan oleh Ross (1976) dan Roll dan Ross (1980). Model APT merupakan model multifaktor yang

menjelaskan bahwa harga saham dapat dijelaskan oleh perubahan yang tidak terduga atau guncangan dari berbagai faktor yang memungkinkan. Model APT mengasumsikan bahwa return dari sekuritas merupakan fungsi linear dari berbagai faktor ekonomi makro dan sensitivitas perubahannya. Faktor-faktor ini dilambangkan dengan koefisien spesifik faktor yang mengukur sensitivitas aset untuk masing-masing faktor. Peran makroekonomi dalam meningkatkan harga saham dijelaskan oleh Chen et al (1986) dengan menggunakan *Arbitrage Pricing Theory* (APT) yang dikembangkan oleh Ross (1976) sebagai dasar membuktikan bahwa variabel-variabel makroekonomi memiliki pengaruh sistematis terhadap harga saham. Pendekatan APT menyatakan bahwa indikator yang dijadikan pertimbangan investor dalam berinvestasi di pasar modal selain hal-hal yang bersifat fundamental perusahaan variabel makroekonomi.

Secara umum hasil penelitian yang menyelidiki hubungan antara variabel ekonomi makro dan pasar saham menemukan bahwa ada hubungan yang signifikan antara variabel ekonomi makro dan pasar saham (Bilson et al., 2001, di negara Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Mexico and Venezuela, India, Indonesia, Malaysia, Pakistan, Philipines, South Korea, Taiwan, Thailand, Greece, Portugal, Turkey, Jordan, Nigeria, Zimbabwe pada periode, 1985 sd 1997. Hondroyiannis & Papapetrou, 2001 di negara Yunani, periode, 1984 sd 1999; . Ibrahim & Aziz, 2003 di negara Malaysia, periode, 1977 sd 1998; Tsoukalas, 2003 di negara Cyprus, periode, 1975 sd 1998; Maysami et al., 2004 di negara Singapura, periode 1989 sd 2001; Coleman & Tettey, 2008 di negara Ghana, periode, 1991 sd 2005; Horobet & Dumitr, 2009 di negara Republik Cheko, Romania, Turki, Rusia dan Jepang periode, 1994 sd 2009; Buyuksalvarci, 2010 di negara Turki, periode 2003 sd 2010; Geetha et al., 2011 di negara Malaysia, Amerika Serikat dan China, periode 2000 sd 2009; Ali, 2011 di negara Bangladesh, periode, 2002 sd 2009; Rafique et al., 2013 di negara Pakistan, periode 1991 sd 2010; Lakshmi & Tuwajri, 2014 di negara Saudi Arabia, periode 1994 sd 2013; Wongbangpo & Sharma, 2002 di negara Indonesia, Malaysia, Philipina, Singapore, dan Thailand, periode 1985 sd 1996; Masuduzzaman, 2012 di negara Jerman dan UK, periode 1999 sd 2011; & Ray, 2012 di negara Amerika Serikat periode 1948 sd 1952).

Dari penelitian penelitian tersebut mengemukakan bahwa Faktor determinan makroekonomi dalam mempengaruhi harga saham terdiri dari inflasi, tingkat suku bunga dan nilai tukar, merupakan variabel yang dapat mempengaruhi naik turunnya harga saham emerging market secara langsung.

a. Pengaruh Makroekonomi terhadap Harga Saham Pada Negara Maju

Mads Asprem (1989) melakukan penelitian di France, Germany, Italy, Switzerland and the U.K., periode 1968-1984, menyatakan bahwa faktor makro yang membentuk harga saham yaitu inflasi berpengaruh negatif, suku bunga berpengaruh negatif, nilai tukar berpengaruh positif. Sedangkan Employment dan Import tidak memiliki pengaruh terhadap harga saham. Ratanapakorn & Sharma (2007) melakukan penelitian di Amerika selama periode 1975 sampai 1999. Studi ini menyimpulkan bahwa Harga saham dibentuk oleh jumlah uang beredar, inflasi, nilai tukar, produksi industri, nilai tukar dan suku bunga berpengaruh positif terhadap harga saham

Humpe and Macmillan (2009) menggunakan analisis Cointegration di Jepang dan USA. Variabel makroekonomi (industrial production, consumer price index, money supply, long term interest rate and stock prices). Hasil empiris mereka menunjukkan bahwa harga saham di AS secara positif terkait dengan produksi industri dan berhubungan negatif dengan indeks harga konsumen dan suku bunga jangka panjang, namun hasilnya lebih jauh menunjukkan bahwa jumlah uang beredar tidak signifikan namun menunjukkan hubungan positif dengan harga saham di Amerika Serikat. Bagi Jepang, penelitian ini menemukan harga saham berhubungan positif dengan produksi industri, begitu pula berhubungan negatif dengan jumlah uang beredar. Hasil mereka juga menunjukkan bahwa produksi industri dipengaruhi secara negatif oleh indeks harga konsumen dan tingkat suku bunga jangka panjang.

Mark J. Flannery, Aris A. Protopadakis (2002) melakukan penelitian di United Kingdom, Switzerland, Belgium, or the United States, periode 1980-1996 menyatakan bahwa faktor makro yang membentuk harga saham yaitu inflasi negatif dan jumlah uang beredar positif. Christopher Gan, Minsoo Lee, Hua Hwa Au Yong, Jun Zhang (2006) melakukan penelitian di Selandia Baru, periode 1990-2003

menyatakan bahwa faktor makro yang membentuk harga saham yaitu inflasi berpengaruh negatif, suku bunga berpengaruh negatif, nilai tukar berpengaruh positif. Begitu juga, real gross domestic product memiliki pengaruh terhadap harga saham. Øystein Gjerdea, Frode Sættem (1999) melakukan penelitian di Norwegia, periode 1974-1994 menyatakan bahwa faktor makro yang membentuk harga saham yaitu suku bunga berpengaruh negatif. Begitu juga, oil price changes dan domestic production memiliki pengaruh terhadap harga saham.

Dari penelitian yang dirujuk, di negara maju harga saham dipengaruhi oleh inflasi berpengaruh negatif, suku bunga berpengaruh negatif dan positif, nilai tukar positif dan jumlah uang beredar positif. Hal tersebut menandakan adanya kesesuaian dengan teori APT yaitu bahwa Harga saham dapat dipengaruhi oleh faktor makroekonomi. Berdasarkan penelitian yang dirujuk di negara maju, inflasi konsisten memiliki pengaruh negatif terhadap harga saham. Sedangkan nilai tukar dan jumlah uang beredar mempunyai pengaruh positif. Hal ini menandakan adanya perbedaan hasil penelitian nilai tukar di negara-negara emerging market dan negara maju terhadap harga saham. bahwa nilai tukar masih terfokus pada dollar. Selama ini pula, negara-negara emerging market memiliki ketergantungan investor dari negara-negara maju, sehingga ada perbedaan pengaruh positif dan negatif nilai tukar terhadap harga saham. Untuk kondisi ini menandakan bahwa jika ada penguatan nilai tukar, maka di negara-negara maju akan mengalami kenaikan harga saham karena mayoritas negara maju lebih banyak export dibanding import dengan demikian kenaikan nilai tukar, dapat meningkatkan profitabilitas, sehingga meningkatkan harga saham. Sementara di negara emerging market lebih banyak melakukan import dan juga banyak yang sebagai debitor, dengan demikian kenaikan nilai tukar akan menaikkan harga pembelian bahan baku juga penambahan nilai Hutang, dengan demikian menurunkan profitabilitas, sehingga dapat menurunkan harga saham.

Di negara maju pembentukan harga saham juga di pengaruhi oleh jumlah uang beredar, hal ini dimungkinkan dengan tambahan uang, dapat memperkuat daya beli, sehingga tingkat produksi perusahaan meningkat dan dampaknya pada peningkatan profitabilitas dan harga sahamnya.

b. Pengaruh Makroekonomi Terhadap Harga Saham Pada Periode Sebelumnya

Chen, M. H., Kim, W. G., & Kim, H. J (2005) melakukan penelitian di Taiwan, periode 1989-2003 menyatakan bahwa faktor makro yang membentuk harga saham yaitu suku bunga berpengaruh negatif dan jumlah uang beredar berpengaruh positif. Begitu juga, unemployment memiliki pengaruh terhadap harga saham, sedangkan monetary policy tidak memiliki pengaruh terhadap harga saham. Adrangi, B., Chatrath, A., & Sanvicente, A. Z (1998) melakukan penelitian di Brazil, periode 1986-1997 menyatakan bahwa faktor makro yang membentuk harga saham yaitu inflasi berpengaruh negatif. Begitu juga, real economic activity memiliki pengaruh terhadap harga saham.

Dewan A. Abdullah and Steven C. Haywort (1993) melakukan penelitian di Prancis, Jerman, Italia, Jepang, Inggris, Amerika Serikat dan Kanada, periode 1987 menyatakan bahwa faktor makro yang membentuk harga saham yaitu suku bunga berpengaruh negatif. Sedangkan, budget deficit dan money growt tidak memiliki pengaruh terhadap harga saham.

Ramin Cooper Maysami, Tiong Sim Koh (2000) melakukan penelitian di Singapura, periode 1988-1995 menyatakan bahwa faktor makro yang membentuk harga saham yaitu suku bunga dan nilai tukar, sedangkan jumlah uang beredar tidak memiliki pengaruh.

Ramin Cooper Maysami, Lee Chuin Howe, Mohamad Atkin Hamzah (2004) melakukan penelitian di Singapura, periode 1989-2001 menyatakan bahwa faktor makro yang membentuk harga saham yaitu suku bunga dan nilai tukar, sedangkan jumlah uang beredar tidak memiliki pengaruh. Sedangkan, equities Finance Index dan real economic activity tidak memiliki pengaruh terhadap harga saham.

Dari penelitian yang dirujuk, penelitian sebelum 2004 harga saham dipengaruhi oleh inflasi berpengaruh negatif, suku bunga negatif, nilai tukar, jumlah uang beredar positif. Hal tersebut menandakan adanya kesesuaian dengan teori APT yaitu bahwa paling sedikit ada 3 atau 4 faktor yang mempengaruhi perkembangan harga saham. Teori APT dalam penelitian ini memiliki kesesuaian

dimana harga saham tidak hanya dipengaruhi oleh satu faktor secara bersamaan, akan tetapi dipengaruhi oleh tiga atau empat faktor secara bersamaan.

Perbedaan dengan hasil penelitian ini dengan penelitian sebelum periode 2004 yaitu adanya pengaruh positif dari jumlah uang beredar terhadap harga saham. Hal tersebut menandakan bahwa ketika adanya perubahan harga barang yang mempengaruhi jumlah uang beredar, permintaan barang yang tinggi, suku bunga yang menurun yang mengakibatkan jumlah uang beredar naik, tidak serta merta membuat harga saham naik, begitu juga sebaliknya bahwa ketika ada penurunan jumlah uang beredar di masyarakat tidak mengakibatkan harga saham menurun. Kenaikan jumlah yang beredar di masyarakat seperti akibat adanya pinjaman dari bank akan menaikkan harga saham, karena juga berkaitan dengan penurunan suku bunga. Karena secara teoritis penurunan suku bunga juga akan berdampak pada peningkatan jumlah uang beredar yang ada di masyarakat.

Persamaan dengan penelitian ini ialah faktor inflasi, nilai tukar dan suku bunga secara konsisten berpengaruh negatif terhadap harga saham. Kondisi ini menandakan bahwa selama sebelum periode 2004, negara emerging dan negara maju mampu untuk mengurangi permintaan akan barang dan jasa yang dapat menurunkan harga, pemerintah mampu menekan inflasi dengan cara mengurangi pengeluaran. Hal ini menandakan tingkat konsistensi pengaruh inflasi terhadap harga saham sangat konsisten, dimana ketika terjadi peningkatan permintaan untuk ekspor, permintaan barang untuk swasta serta merta pada kenaikan inflasi dan menurunkan harga saham, begitu pula ketika biaya produksi menurun, hal itu mengakibatkan kenaikan harga saham.

Konsistensi inflasi berpengaruh negatif terhadap harga saham berarti baik selama dan sebelum periode 2004 inflasi memiliki pengaruh negatif terhadap harga saham. Hal ini menunjukkan bahwa ketika adanya peningkatan biaya bahan produksi, kenaikan upah, permintaan ekspor, jumlah uang beredar yang tidak setara dengan permintaan yang menyebabkan inflasi merupakan sinyal negatif bagi investor, sehingga berdampak pada penurunan harga saham.

Dalam penelitian ini menunjukkan bahwa nilai tukar baik dalam jangka panjang dan jangka pendek memiliki pengaruh negatif terhadap harga saham, karena lokus penelitian ini berada di negara-negara emerging market, maka sangat

relevan dalam menjelaskan hasil penelitian ini dimana terdapat ketergantungan negara emerging market terhadap negara maju dalam bidang ekonomi, sehingga faktor nilai tukar sangat berpengaruh dalam perekonomian secara menyeluruh termasuk harga saham.

Suku bunga baik dalam jangka panjang dan jangka pendek memiliki pengaruh negatif terhadap harga saham, kondisi dikarenakan kenaikan suku bunga akan berdampak pada kemampuan daya beli produk atau jasa, di negara emerging market kenaikan suku bunga berpengaruh negatif, karena dianggap sebagai sinyal negatif oleh investor. Kondisi ini menandakan bahwa saham dan suku bunga merupakan dua hal yang saling bertolak belakang. Dari sisi perusahaan, suku bunga menjadi biaya modal (cost of capital), sedangkan dari sisi perusahaan, suku bunga merupakan biaya kesempatan (cost of opportunity) dari sisi investor.

Jika perusahaan memperoleh pembiayaan dari hutang, maka perusahaan harus menanggung beban bunga dari pinjaman tersebut dan beban bunga akan mempengaruhi laba bersih perusahaan. Jadi, ketika suku bunga naik, maka laba bersih perusahaan diperkirakan turun karena naiknya beban bunga dan sebaliknya. Setiap kenaikan atau penurunan laba bersih perusahaan akan segera tercermin pada harga sahamnya di bursa. Jadi, jika laba bersih perusahaan diperkirakan turun, maka harga sahamnya juga dipastikan cenderung turun, dan sebaliknya.

Berdasarkan perbandingan penelitian periode 2004 dan periode sebelumnya sangat terlihat bahwa jumlah uang beredar tidak konsisten memiliki pengaruh terhadap harga saham, dilihat dari faktor lain nampaknya jumlah uang beredar di negara emerging market dan maju juga dipengaruhi oleh penurunan suku bunga, karena ketika suku bunga turun maka jumlah uang beredar mengalami kenaikan. Di negara emerging market yang diteliti kenaikan harga saham dipengaruhi oleh inflasi secara negatif konsisten terhadap harga saham, hal ini dikarenakan terjadinya penurunan inflasi dipengaruhi oleh berbagai aspek yang terkait dengan perekonomian negara.

c. Pengaruh Makroekonomi Terhadap Harga Saham di Negara Emerging Market Lainnya

Haruna Issahaku, Yazidu Ustarz, Paul Bata Domanban (2013) melakukan penelitian di Ghana, periode 1995-2010 menyatakan bahwa faktor makro yang membentuk harga saham yaitu inflasi, suku bunga dan jumlah uang beredar berpengaruh baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek. Begitu juga, pertumbuhan ekonomi memiliki pengaruh terhadap harga saham. Dalam penelitian ini variabel yang paling determinan terhadap harga saham yaitu inflasi.

Yu Hsing (2011) melakukan penelitian di Afrika Selatan, periode 2005 menyatakan bahwa faktor makro yang membentuk harga saham yaitu inflasi berpengaruh negatif, suku bunga berpengaruh positif dan jumlah uang beredar berpengaruh positif. Begitu juga, pertumbuhan ekonomi memiliki pengaruh terhadap harga saham. Dalam penelitian variabel determinan yaitu inflasi.

Chen, M. H., Kim, W. G., & Kim, H. J (2005) melakukan penelitian di Taiwan, periode 1989-2003 menyatakan bahwa faktor makro yang membentuk harga saham yaitu suku bunga berpengaruh negatif dan jumlah uang beredar berpengaruh positif. Begitu juga, unemployment memiliki pengaruh terhadap harga saham. Sedangkan, kebijakan moneter tidak memiliki pengaruh terhadap harga saham. Dalam penelitian variabel determinan yaitu suku bunga. Edward Kitatia, Evusa Zablonb, Henry Maithya (2015) melakukan penelitian di Kenya, periode 2008-2012 menyatakan bahwa faktor makro yang membentuk harga saham yaitu inflasi berpengaruh negatif, suku bunga berpengaruh negatif dan nilai tukar berpengaruh negatif. Dalam penelitian variabel determinan yaitu suku bunga.

Dari penelitian yang dirujuk, di negara Emerging market lainnya harga saham dipengaruhi oleh inflasi berpengaruh negatif, suku bunga berpengaruh positif dan negatif, nilai tukar berpengaruh negatif dan jumlah uang beredar berpengaruh positif. Hal tersebut menandakan adanya kesesuaian dengan teori APT yaitu bahwa faktor makroekonomi dapat mempengaruhi perkembangan harga saham. Kondisi ini menandakan, para investor selalu lebih menyukai kekayaan yang lebih daripada kurang dengan kepastian, kepastian dalam makro ekonomi merupakan pertimbangan yang digunakan oleh para investor untuk melakukan tindakan ekonomi.

Perbedaan dengan hasil penelitian ini ialah di negara emerging market selain negara yang dilakukan penelitian yaitu suku bunga dapat berpengaruh positif, perbedaan yang menarik dari suku bunga yang berpengaruh positif terhadap harga saham, bisa saja hal itu ada kaitannya dengan pengendalian inflasi dengan menaikkan suku bunga, karena secara teoritik suku bunga merupakan aspek yang bertolak belakang dengan harga saham, sehingga jika suku bunga mengalami penurunan, maka harga saham akan meningkat, kondisi ini sesuai dengan teori signal bahwa penurunan suku bunga merupakan sinyal baik dari pengusaha dan investor sedangkan nilai tukar dan jumlah uang beredar memiliki pengaruh positif terhadap harga saham. Jumlah uang beredar berpengaruh positif, bila dilihat secara empiris, kenaikan jumlah uang beredar selalu bersamaan dengan penurunan suku bunga, sehingga didalam peningkatan jumlah uang beredar terdapat penurunan suku bunga, selain itu jumlah uang beredar yang berpengaruh nampaknya terkait dengan penurunan jumlah suku bunga, sehingga menghasilkan kenaikan jumlah uang beredar.

Persamaan dengan penelitian ini ialah inflasi dan nilai tukar secara konsisten berpengaruh negatif. Kondisi tersebut menandakan bahwa di negara emerging market, inflasi merupakan signal negatif bagi investor dalam melakukan investasi, nampaknya inflasi sangat konsisten pengaruhnya terhadap harga saham, karena di negara emerging market inflasi sangat rentan dan pengaruhnya paling kuat terhadap kenaikan dan penurunan harga saham hal tersebut dikarenakan inflasi merupakan dampak dari kegiatan ekonomi makro, peningkatan barang dan jasa, peningkatan bahan-bahan produksi dan upah pekerja, aspek ekspor luar negeri, hal tersebut sangat rentan berpengaruh terhadap harga saham di negara-negara emerging market.

Kesimpulan yang dapat diperoleh dari ketiga perbandingan hasil penelitian tersebut ialah: a) penelitian di negara maju dan negara emerging market terdapat hasil bahwa inflasi berpengaruh negatif secara konsisten di negara maju, negara emerging market lainnya, maupun pada periode sebelum 2004, hal ini menandakan bahwa secara konsisten pengaruh negatif inflasi terhadap harga saham, karena dalam teori signal penurunan inflasi merupakan signal baik bagi pengusaha dan investor; b) terdapat persamaan yang konsisten antara penelitian di negara emerging

market dan penelitian pada periode sebelumnya yaitu inflasi selalu berpengaruh negatif terhadap harga saham baik pada periode sebelum 2004 maupun setelah periode 2004. Sedangkan, variabel-variabel yang lain (suku bunga, nilai tukar dan jumlah uang beredar) tidak secara konsisten berpengaruh negatif maupun positif terhadap harga saham; dan c) penelitian terdahulu diluar negara emerging market yang diteliti menunjukkan bahwa jumlah uang beredar yang menjadi bagian dari variabel penelitian secara konsisten berpengaruh positif terhadap harga saham, sedangkan dalam penelitian ini jumlah uang beredar tidak memiliki pengaruh terhadap harga saham, hal itu juga dipengaruhi oleh menurunnya suku bunga yang bersamaan dengan peningkatan jumlah uang beredar.

4.2.2.1. Pengaruh Tingkat Suku Bunga terhadap Harga Saham Emerging

Market

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis bahwa suku bunga berpengaruh negatif dan signifikan baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang terhadap harga saham emerging market. Hal ini sesuai dengan teori klasik dalam (Nopirin, 2012) yang menyatakan bahwa jika tingkat suku bungan semakin tinggi maka keinginan investor untuk menabung juga akan semakin tinggi, sehingga keinginan masyarakat untuk berinvestasi semakin rendah. Bagi perusahaan kenaikan suku bunga akan berdampak pada kenaikan biaya bunga khususnya bagi perusahaan perusahaan yang mempunyai beban hutang cukup tinggi, dengan demikian kenaikan biaya bunga juga menjadi beban perusahaan, yang berdampak pada penurunan minat investor. Dengan kenaikan suku bunga juga banyak Investor melakukan pengalihan investasinya kepada instrumen perbankan seperti deposito, sehingga Investor dapat memperoleh return yang tinggi di bandingkan dengan investasi saham.

Apabila tingkat bunga naik, maka investor saham akan menjual seluruh atau sebagian sahamnya untuk dialihkan ke dalam investasi lainnya yang relative lebih menguntungkan dan bebas resiko, akibatnya indeks akan turun. Sebaliknya bila tingkat bunga turun, maka masyarakat akan mengalihkan investasinya pada saham yang relatif lebih profitable dan akibatnya indeks akan naik. Dengan demikian tingkat bunga akan memberikan pengaruh negatif terhadap indeks saham. Seperti

kita ketahui bahwa tingkat bunga yang tinggi merupakan sinyal negatif terhadap harga saham, karena investor cenderung menarik investasi mereka dan memindahkan dalam bentuk tabungan / deposito.

Arango (2002) menemukan bahwa beberapa bukti hubungan nonlinear dan terbalik (negatif) antara harga saham di pasar saham Bogotá dan tingkat bunga yang diukur dengan tingkat bunga pinjaman antar bank, yang sampai batas tertentu dipengaruhi oleh kebijakan moneter. Model ini menangkap fakta ketergantungan tinggi pengembalian dalam waktu singkat. Hsing (2004) mengadopsi model struktural VAR yang memungkinkan penentuan simultan beberapa variabel endogen seperti, output, tingkat bunga riil, nilai tukar, indeks pasar saham dan menemukan bahwa ada hubungan terbalik (negatif) antara harga saham dan tingkat bunga. Zordan (2005) mengatakan bukti historis menggambarkan bahwa harga saham dan suku bunga berkorelasi terbalik (negatif). Ologunde (2006) meneliti hubungan antara tingkat kapitalisasi pasar saham dan tingkat bunga. Data time series yang diperoleh dari Bank Sentral Nigeria (CBN) dan Bursa Efek Nigeria (NSE) dianalisis menggunakan regresi. Hasil empiris menunjukkan bahwa suku bunga yang berlaku memberikan pengaruh positif pada tingkat kapitalisasi pasar saham sementara, tingkat pengembangan saham Pemerintah memberikan pengaruh negatif pada tingkat kapitalisasi pasar saham dan suku bunga yang berlaku memberikan pengaruh negatif pada tingkat saham pemerintah. Beberapa penelitian sebelumnya diantaranya

a. Pengaruh Tingkat Suku Bunga Terhadap Harga Saham Pada Negara Maju

Penelitian di negara maju oleh Dinenis and Staikouras (1998) di UK, Alam and Uddin (2009) di Australia, Canada, Germany, South Africa, Chile periode 2004-2014, Asperm (1989) di France, Germany, Italy, Switzerland and the U.K periode 1968-1984, Humpe dan Macmillan (2007) di Amerika dan Jepang periode 1965-2005, Ramin Cooper Maysami, Lee Chuin Howe, Mohamad Atkin Hamzah (2004) di negara Singapura periode 1989 sd 2001 dan Orawan Ratanapakorn & Subhash C. Sharma (2007) di Amerika periode 1975-1999 dalam penelitian tersebut dapat disimpulkan bahwa ada pengaruh negatif antara suku bunga terhadap harga saham. Hasil penelitian mengenai variabel tingkat suku bunga terhadap harga saham yang

dilakukan di negara maju menunjukkan variabel tingkat suku bunga berpengaruh terhadap harga saham serta terdapat hasil yang mendukung penelitian ini yaitu terdapat pengaruh negatif antara variabel tingkat suku bunga terhadap harga saham.

b. Pengaruh Tingkat Suku Bunga Terhadap Harga Saham Pada Periode Sebelumnya

Hasil penelitian mengenai tingkat suku bunga terhadap harga saham yang dilakukan oleh Asprem (1989) di negara Prancis, Jerman, Italia, Swiss dan U.K. periode 1968 sd 1984, Bulmash, S. B., & Trivoli, G. W (1991) di negara federal reserve periode 1961-1987 dan Ramin Cooper Maysami, Lee Chuin Howe, Mohamad Atkin Hamzah (2004) di negara Singapura periode 1989-2001 menyatakan bahwa suku bunga tidak memiliki pengaruh negatif terhadap harga saham. Penelitian oleh Øystein Gjerdea, Frode Sættem (1999) di negara Norwegia periode 1974-1994, menyatakan bahwa suku bunga memiliki pengaruh yang besar terhadap harga saham, penelitian oleh Tarun K. Mukherjee and Atsuyuki Naka (1995) di negara Singapura periode 1971-1990 dan Alireza nasseh, Jack Strauss (2000) di Prancis, Jerman, Italia, Belanda, Swiss dan UK periode 1962-1999 menyatakan bahwa suku bunga memiliki pengaruh signifikan terhadap harga saham. Sedangkan penelitian oleh Ramin Cooper Maysami, Tiong Sim Koh (2000) di negara Singapura periode 1988-2005, menyatakan bahwa terdapat pengaruh negatif dalam jangka panjang dan pengaruh positif dalam jangka pendek antara suku bunga memiliki pengaruh terhadap harga saham.

Penelitian mengenai variabel tingkat suku bunga terhadap harga saham pada periode sebelum tahun 2004 menunjukkan adanya pengaruh yang berbeda, serta tetap terdapat hasil yang mendukung penelitian ini yaitu terdapat pengaruh negatif antara variabel tingkat suku bunga terhadap harga saham. Perbedaan hasil tersebut terjadi karena perbedaan periode yang diujikan untuk mengetahui pengaruhnya pada jangka panjang ataupun jangka pendek.

c. Pengaruh Tingkat Suku Bunga Terhadap Harga Saham di Negara Emerging Market Lainnya

Pengaruh Tingkat Suku Bunga Terhadap Harga Saham Emerging Market diteliti oleh Rahman and Mohsin (2011) di Pakistan periode 1998-2011, Yu Hsing (2011) di Afrika selatan, Muinde Patrick Mumo (2017) di Kenya periode 1998-2015 dan Tolulope F. Oladeji, Ochei A. Ikpefan, Philip O. Alege (2018) di negara Nigeria periode 1985-2015 yang menghasilkan adanya pengaruh negatif antara suku bunga terhadap harga saham. Serta Penelitian oleh Chen, M. H., Kim, W. G., & Kim, H. J. (2005) di negara Nigeria periode 1989-2003 dan Hasan Mohammed El-Nader & Ahmad Diab Alraimony (2012) di negara Jordan periode 1991-2010 menyatakan bahwa suku bunga memiliki pengaruh signifikan terhadap harga saham.

Hasil penelitian mengenai variabel tingkat suku bunga terhadap harga saham yang dilakukan di negara Emerging Market selain di Indonesia, India, Cina, Brazil, Korea Selatan dan Taiwan menunjukkan variabel tingkat suku bunga berpengaruh terhadap harga saham serta terdapat hasil yang mendukung penelitian ini yaitu terdapat pengaruh negatif antara variabel tingkat suku bunga terhadap harga saham.

4.2.2.2. Pengaruh Nilai Tukar Terhadap Harga Saham

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis bahwa Nilai Tukar berpengaruh negatif dan signifikan baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Perusahaan yang mempunyai hutang mata uang asing atau perusahaan importir, akan sangat terbebani biaya pada saat kurs mata uangnya melemah, mengingat beban hutang akan semakin besar dan mengakibatkan kerugian selisih Kurs, demikian juga bagi importir, mengakibatkan harga beli semakin naik, sehingga beban perusahaan meningkat, dengan demikian akan mengurangi laba atau menambah kerugian sehingga berakibat turunnya harga saham. Apabila dibandingkan dengan penelitian penelitian sebelumnya diantaranya

a. Pengaruh Nilai Tukar Terhadap Harga Saham Pada Negara Maju

Untuk nilai tukar penelitian mengemukakan adanya hubungan positif antara nilai tukar dan pasar saham Singapura. Ini mirip dengan temuan Maysami dan Koh (2000). Mereka menjelaskan bahwa dengan tingginya konten impor dan ekspor dalam perekonomian Singapura, mata uang domestik yang lebih kuat menurunkan biaya input yang diimpor dan memungkinkan produsen lokal menjadi lebih kompetitif secara internasional. Yip (1996) juga menjelaskan bahwa dolar Singapura yang kuat membatasi inflasi impor dan karenanya dianggap sebagai berita yang menguntungkan oleh pasar saham Singapura, sehingga menghasilkan pengembalian yang positif. Christopher Gan, Minsoo Lee, Hua Hwa Au Yong, Jun Zhang (2006) melakukan penelitian di Selandia Baru, periode 1990-2003 menyatakan bahwa faktor makro yang membentuk harga saham yaitu inflasi berpengaruh negatif, suku bunga berpengaruh negatif, nilai tukar berpengaruh positif.

Berdasarkan penelitian yang dilakukan di negara maju menyatakan bahwa terdapat pengaruh positif antara variabel nilai tukar terhadap harga saham, dengan demikian penelitian ini mendukung penelitian-penelitian sebelumnya.

b. Pengaruh Nilai Tukar Terhadap Harga Saham Pada Periode Sebelumnya

Hasil penelitian mengenai pengaruh nilai tukar terhadap harga saham sebelum tahun 2004 oleh Fama (1981) di Amerika periode 1953-1971 dan Jaffe dan Mandelker (1975) di New York periode 1876-1970 menyatakan bahwa variabel nilai tukar berpengaruh negatif terhadap harga saham.

Berdasarkan penelitian yang dilakukan pada periode sebelum tahun 2004 menyatakan bahwa terdapat pengaruh negatif antara variabel nilai tukar terhadap harga saham, dengan demikian hal tersebut mendukung penelitian ini.

c. Pengaruh Nilai Tukar Terhadap Harga Saham di Negara Emerging Market Lainnya

Penelitian di Emerging Market oleh Negara-negara oleh Bilson et al (2001) di Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Mexico and Venezuela, India, Indonesia, Malaysia, Pakistan, Philipines, South Korea, Taiwan, Thailand, Greece,

Portugal, Turkey, Jordan, Nigeria, Zimbabwe, periode 1985-1997, Umi Sartika (2017) di Jakarta periode 2012-2016 dan mengemukakan bahwa adanya pengaruh signifikan antara nilai Tukar terhadap Harga Saham. Sedangkan penelitian yang dilakukan Naik dan Puja (2013) di India periode 1994-2011 dan Shahid Ahmed (2008), Robert D. Gay, Jr (2008) di Brazil, Rusi, India dan China periode 1999-2006 menunjukkan tidak adanya pengaruh antara nilai tukar terhadap harga saham.

Penelitian mengenai variabel nilai tukar terhadap harga saham yang dilakukan di negara Emerging market lainnya terdapat perbedaan hasil, sebagian tidak berpengaruh dan sebagian berpengaruh negatif terhadap harga saham, artinya terdapat ketidak konsistenan hasil pada penelitian-penelitian tersebut

4.2.2.3. Pengaruh Inflasi terhadap Harga Saham

Inflasi akan menurunkan nilai riil dari perusahaan termasuk juga deviden, sehingga ketika terjadi kenaikan tingkat inflasi maka akan mengakibatkan melemahnya harga saham, sebaliknya jika tingkat inflasi menurun maka harga saham akan mengalami penguatan. Selain itu, apabila inflasi naik akan berdampak pada kenaikan harga bahan baku yang akan menyebabkan daya saing terhadap produk barang yang dihasilkan suatu perusahaan semakin menurun. Hal ini akan berdampak pada menurunnya prospek perusahaan dan akan berdampak buruk pada harga saham perusahaan tersebut di pasar modal. Inflasi yang meningkat akan menaikkan biaya perusahaan yang mengakibatkan turunnya profitabilitas perusahaan-perusahaan yang pada akhirnya akan memperkecil deviden yang diterima para pemegang saham. Dengan demikian menurunnya pendapatan deviden yang diterima oleh para investor maka akan semakin menurunkan minat masyarakat (investor) untuk berinvestasi di pasar modal. Dengan demikian inflasi memberikan pengaruh negatif terhadap investasi di pasar modal. Pada akhirnya investor akan berpindah ke jenis investasi yang lain, yang memberikan return yang lebih baik dalam hal bunga yang lebih tinggi, misalnya: deposito

Inflasi memiliki pengaruh negatif terhadap harga saham. Transmisi dapat dijelaskan sedemikian rupa oleh teori yang telah teruji kebenarannya adalah kenaikan inflasi akan mengurangi capital gain yang menyebabkan berkurangnya keuntungan yang diperoleh investor. Di sisi perusahaan, terjadinya peningkatan

inflasi dapat menurunkan tingkat pendapatan perusahaan. Hal ini berarti resiko yang akan dihadapi perusahaan menjadi lebih besar untuk tetap berinvestasi dalam bentuk saham, sehingga permintaan terhadap saham menurun. Inflasi dapat menurunkan keuntungan suatu perusahaan sehingga sekuritas di pasar modal menjadi komoditi yang tidak menarik. Hal ini memiliki hubungan negatif dengan harga saham (Dornbusch, 2008). Hal tersebut didukung oleh penelitian dibawah ini:

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis bahwa inflasi berpengaruh negatif dan signifikan baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Apabila melihat hasil penelitian sebelumnya diantaranya:

a. Pengaruh Inflasi Terhadap Harga Saham Pada Negara Maju

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Fama (1981) di Amerika periode 1953-1971, Aspren (1989) di Eropa periode 1968-1984, dan Ki-ho Kim (2003) di Amerika periode 1974-1998, Geske and Roll (1983) di Amerika periode 1953-1980, Humpe & Macmillian (2007) di USA dan Jepang periode 1965-2005, Crosby (2001) di Australia periode 1947-1979 dan Mukherjee dan Naka (1995) di Jepang periode 1971-1990. mengemukakan bahwa Inflasi berpengaruh negatif terhadap harga saham, sedangkan Mark J. Flannery, Aris A. Protopapadakis (2002) di Amerika periode 1980-1996 mengemukakan bahwa inflasi berpengaruh signifikan terhadap harga saham.

Berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan pada negara maju, dapat disimpulkan bahwa hasil penelitian yang dilakukan oleh peneliti sebelumnya mendukung hasil pada penelitian ini, yaitu inflasi memiliki hubungan negatif terhadap harga saham. Yang berarti bahwa ketika terjadi peningkatan pada inflasi maka akan menurunkan harga saham.

b. Pengaruh Inflasi Terhadap Harga Saham Pada Periode Sebelumnya

Hasil penelitian yang dilakukan sebelum periode 2004, Bulmash, S. B., & Trivoli, G. W (1991) di negara Federal Reserve periode 1961 sd 1987, Adrangi, B., Chatrath, A., & Sanvicente, A. Z. (1998) di negara Brazil periode 1986 sd 1997, Engsted dan Tanggaard (2002) di Amerika periode 1918-1999, Gallagher dan Taylor (2002) di Amerika 1990-1995 serta Najandand dan Noronhal (1998) di

Jepang periode 1977-1994 menyatakan bahwa inflasi memiliki pengaruh negatif terhadap harga saham.

Berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan sebelum periode 2004, dapat disimpulkan bahwa hasil penelitian yang dilakukan oleh peneliti sebelumnya mendukung hasil pada penelitian ini, yaitu inflasi memiliki hubungan negatif terhadap harga saham. Yang berarti bahwa ketika terjadi peningkatan pada inflasi maka akan menurunkan harga saham

c. Pengaruh Inflasi Terhadap Harga Saham di Negara Emerging Market Lainnya

Hubungan negatif antara inflasi dan harga saham didukung oleh beberapa penelitian yang dilakukan di negara-negara emerging market seperti, Saleem dan Alifiah (2017) di Pakistan periode 1990-2015, Nader dan Alraimony (2012) di Jordan periode 1991-2010, Hsing (2001) di Afrika Selatan periode May 2008-November 2008, Panayotis (1996) di Sri Lanka periode 1986-2014 dan Issahaku (2013) di Ghana periode 1995-2010 terdapat hubungan yang negative antara inflasi terhadap harga saham.

Berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan di negara Emerging market lainnya, dapat disimpulkan bahwa hasil penelitian yang dilakukan oleh peneliti sebelumnya mendukung hasil pada penelitian ini, yaitu inflasi memiliki hubungan negatif terhadap harga saham. Yang berarti bahwa ketika terjadi peningkatan pada inflasi maka akan menurunkan harga saham

4.2.2.4. Pengaruh Jumlah Uang Beredar terhadap Harga Saham

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa jumlah uang beredar tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham emerging market. Hubungan jumlah uang beredar terhadap harga saham memang masih terdapat ketidakkonsistenan Habibullah, Baharumshah (1996) dan Habibullah (1998).

a. Pengaruh Jumlah Uang Beredar Terhadap Harga Saham Pada Negara Maju

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Humped dan Macmillan (2007) di Amerika dan Jepang periode 1965-2005 menyatakan bahwa jumlah uang beredar berpengaruh negative terhadap harga saham. Alatiqi dan Fازه (2008) di Amerika 1965-2005 dan Mark J. Flannery, Aris A. Protopadakis (2002) di negara United

Kingdom, Swiss, Belgia dan Amerika Serikat periode 1980 sd 1996 menyatakan bahwa jumlah uang beredar berpengaruh signifikan terhadap harga saham dan penelitian yang dilakukan oleh Ramin Cooper Maysami, Tiong Sim Koh (2000) di Amerika dan Jepang periode 1988-1995 menyatakan bahwa jumlah uang beredar berpengaruh positif terhadap harga saham. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Ramin Cooper Maysami, Lee Chuin Howe, Mohamad Atkin Hamzah (2004) di Amerika dan Jepang periode 1989-2001, Kraft (1977) di negara Amerika Serikat menyatakan bahwa jumlah uang beredar tidak berpengaruh terhadap harga saham.

Berdasarkan hasil penelitian di atas terdapat perbedaan hasil penelitian artinya terjadi ketidak konsistenan hasil pada penelitian di negara maju, sebagian juga menyatakan terdapat pengaruh negatif antara jumlah uang beredar terhadap harga saham, serta terdapat hasil yang menudukung penelitian ini yaitu jumlah uang beredar tidak berpengaruh terhadap harga saham.

b. Pengaruh Jumlah Uang Beredar Terhadap Harga Saham Pada Periode Sebelumnya

Hasil penelitian yang dilakukan sebelum periode 2004 yang dilakukan oleh Yin-Wong Cheung, Lilian K. Ng (1998) di Kanada, Jerman, Italia, Jepang dan Amerika Serikat dan Ramin Cooper Maysami, Tiong Sim Koh (2000) di Amerika dan Jepang periode 1988-1995 menyatakan bahwa jumlah uang beredar berpengaruh positif terhadap harga saham, penelitian yang dilakukan oleh Homa dan Jaffe (1975) di New York periode 1876-1970 dan Mark J. Flannery, Aris A. Protopadakis (2002) di negara United Kingdom, Swiss, Belgia dan Amerika Serikat periode 1980-1996 menyatakan bahwa terdapat hubungan signifikan antara jumlah uang beredar terhadap harga saham dan Pesando (1974) di Amerika periode 1956-1970 menyatakan bahwa terdapat hubungan kausalitas antara jumlah uang beredar terhadap harga saham sedangkan Ramin Cooper Maysami, Lee Chuin Howe, Mohamad Atkin Hamzah (2004) di Amerika dan Jepang periode 1989-2001 menyatakan bahwa jumlah uang beredar tidak berpengaruh terhadap harga saham.

Hasil penelitian yang mengenai jumlah uang beredar serta pengaruhnya terhadap harga saham sebelum periode 2004 menyatakan hasil yang beragam,

artinya terjadi ketidak konsistenan hasil. Akan tetapi pada periode sebelum 2004 tetap terdapat penelitian yang mendukung hasil penelitian ini yang menyatakan bahwa jumlah uang beredar tidak berpengaruh terhadap harga saham.

c. Pengaruh Jumlah Uang Beredar Terhadap Harga Saham di Negara Emerging Market Lainnya

Hasil penelitian yang dilakukan di negara emerging market lainnya oleh Hasan Mohammed El-Nader & Ahmad Diab Alraimony (2012) di negara Jordan periode 1991-2010, Yu Hsing (2011) di Afrika selatan periode Mei 2008-November 2008, Emeka Nkoro & Aham Kelvin Uko (2013) di Nigeria periode 1985-2009 dan Zaheer Alam, Kashif Rashid (2014) di Pakistan periode 2001-2011 menyatakan bahwa jumlah uang beredar memiliki pengaruh negatif terhadap harga saham sedangkan di Nigeria periode 2001-2012 menyatakan bahwa jumlah uang beredar berpengaruh positif signifikan terhadap harga saham

Berdasarkan hasil penelitian tersebut diperoleh kesimpulan bahwa Hubungan jumlah uang beredar terhadap harga saham memang masih terdapat ketidak konsistenan baik di developed market maupun emerging market.