

VARIABEL MAKROEKONOMI YANG MEMPENGARUHI INDEKS HARGA SAHAM INDONESIA, THAILAND, MALAYSIA, DAN VIETNAM

BENNY BUDIAWAN TJANDRASA¹

benny.budiawan@eco.maranatha.edu

AGUS ARIBOWO²

agus.aribowo@eco.maranatha.edu

ROFINUS JEWARUT³

rofinus.jewarut@gmail.com

DOI :

ABSTRACT

One of the indicators of a country's economic growth is the stock price index in the country. The purpose of this study is to determine what factors are most influential and how significant the influences on the stock price indexes in Indonesia, Malaysia, Thailand, and Vietnam. The data panel was formed based on secondary data from January 2012 to December 2019 in Indonesia, Thailand, Malaysia, and Vietnam with 384 samples. The dependent variable of this study is the stock market index, while the independent variables are the foreign exchange rate, volatility index, and government bond yield. The equation for the direction test in this study used a multivariate regression model. The results show that the foreign exchange rate, volatility index, and government bond yield together have a significant effect on the stock market index. Partially, the foreign exchange rate has a positive and significant effect on the stock market index, while the volatility index and the government bond yield have a negative and significant effect on the stock market index.

Keywords: *Exchange rate, volatility index, government bond yield, stock market index, and South East Asia*

ABSTRAKSI

Salah satu indikator pertumbuhan ekonomi suatu negara adalah indeks harga saham di negara tersebut. Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui faktor apa yang paling berpengaruh dan berapa besar pengaruhnya terhadap indeks harga saham di Indonesia, Malaysia, Thailand dan Vietnam. Panel data dibentuk berdasarkan data sekunder dari Januari 2012 sampai Desember 2019 di Indonesia, Thailand, Malaysia dan Vietnam dengan jumlah 384 sampel. Variabel dependen penelitian ini adalah indeks harga saham, sedangkan variabel independen yang digunakan adalah nilai tukar mata uang, indeks volatilitas, *yield* obligasi pemerintah. Persamaan untuk uji arah dalam penelitian ini menggunakan model regresi multivariat. Hasil penelitian menunjukkan secara bersama-sama nilai tukar mata uang, indeks volatilitas, *yield* obligasi pemerintah berpengaruh signifikan terhadap indeks harga saham. Secara parsial nilai tukar mata uang berpengaruh positif dan signifikan terhadap indeks harga saham, sedangkan

¹ Fakultas Ekonomi Universitas Kristen Maranatha

² Fakultas Ekonomi Universitas Kristen Maranatha

³ Fakultas Ekonomi Universitas Kristen Maranatha

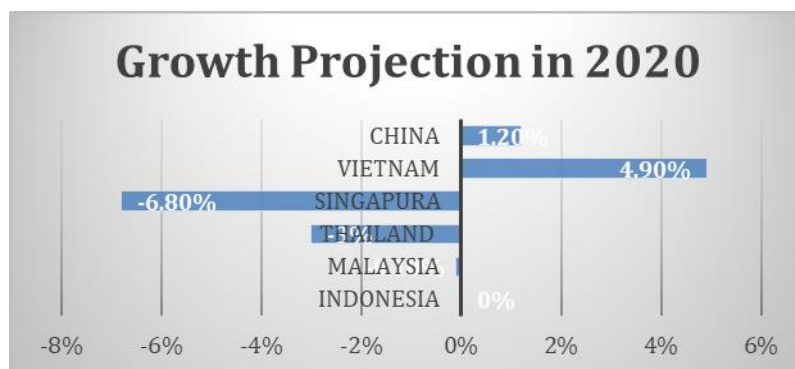
indeks volatilitas dan *yield* obligasi pemerintah berpengaruh negatif dan signifikan terhadap indeks harga saham.

Kata Kunci: nilai tukar mata uang, indeks volatilitas, *yield* obligasi pemerintah, indeks harga saham, asia tenggara.

PENDAHULUAN

Pandemi covid-19 telah menyebabkan perlambatan pertumbuhan perekonomian dunia dan juga di kawasan Asia Tenggara. Pemerintah Indonesia beserta pemerintah negara-negara di sekitarnya seperti Malaysia, Thailand, dan Vietnam terus berupaya menjaga pertumbuhan ekonomi di masa pandemi covid-19 ini. Meskipun ada beberapa negara yang tingkat pertumbuhannya nol atau bahkan negatif namun ada juga negara yang masih memiliki tingkat pertumbuhan positif. Bank Dunia memprediksi perekonomian Indonesia akan mengalami *zero growth* pada tahun 2020 ini, sedangkan Malaysia dan Thailand diprediksi akan mengalami pertumbuhan minus 0,1 persen dan minus 3 persen pada tahun yang sama. Hanya Vietnam yang diprediksi akan mengalami pertumbuhan positif 4,9 persen oleh Bank Dunia.

Gambar 1
Proyeksi Pertumbuhan Perekonomian 2020



Sumber: www.worldbank.org

Prediksi perekonomian di suatu negara atau kawasan tentunya tidak terlepas dari perkembangan perekonomian di tahun-tahun sebelumnya, oleh karena itu prediksi Bank Dunia terhadap perkembangan perekonomian di kawasan Asia Tenggara ini juga tentunya diambil berdasarkan data perekonomian dari tahun-tahun sebelumnya yaitu tahun 2019 ke belakang.

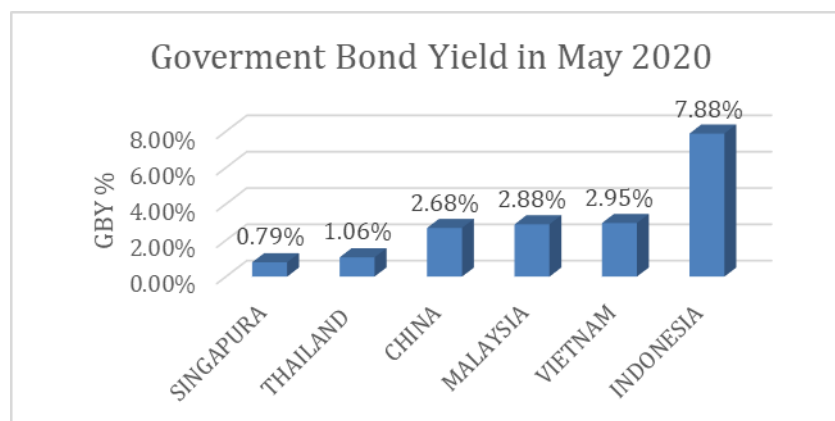
Perkembangan perekonomian di berbagai tercermin dari indikator perekonomian yang secara umum telah diketahui dan digunakan yaitu GNP, GDP, PCI, indeks harga saham dan sebagainya. Khusus untuk indeks harga saham, indikator ini dinilai lebih dapat mencerminkan kondisi aktual perekonomian karena pasar modal ditentukan oleh para pelaku pasar baik sebagai penjual maupun pembeli yang dipengaruhi oleh berbagai faktor seperti antara ekspektasi pasar, kondisi politik, kurs mata uang, volatilitas pasar, serta produk substitusi investasi seperti berinvestasi di berbagai obligasi perusahaan atau pemerintah. Maka dari itu para pengamat perekonomian dunia yang diwawancarai di media massa atau menulis di media bisnis acap kali menggunakan indeks harga saham gabungan ini sebagai acuan dalam menerangkan kondisi perekonomian yang sedang terjadi maupun memprediksi

kondisi perekonomian masa depan, dan penelitian ini bertujuan meneliti faktor-faktor apa yang berpengaruh signifikan dan bagaimana bentuk pengaruhnya terhadap indeks harga saham gabungan negara-negara di kawasan yang diteliti tersebut.

Salah satu indikator pertumbuhan ekonomi suatu negara adalah indeks harga saham di negara tersebut, dan salah satu upaya pemerintah untuk mempertahankan pertumbuhan ekonomi adalah berupaya menarik investasi asing dalam bentuk obligasi negara. Ekonom PT Bank Negara Indonesia Tbk (BNI) mengatakan Thailand, Malaysia, Vietnam dan Indonesia yang merupakan saingan satu sama lain dalam perdagangan global dan juga dalam hal menarik investor asing (Sulaeman, 2020). Perdana Menteri Vietnam Nguyen Xuan Phuc juga mengatakan bahwa salah satu upaya pemerintah Vietnam untuk mempertahankan pertumbuhan ekonomi 4 persen hingga 5 persen pada tahun 2020 ini adalah berupaya menarik lebih banyak investasi asing (Alaydrus, 2020). Dalam upaya menarik investasi asing, pemerintah Indonesia pada tahun ini telah berhasil menjual surat utang negara yang terbesar dalam sejarah Indonesia yaitu dengan denominasi 4.3 milyar dollar Amerika Serikat.

Berikut adalah perbandingan *yield* surat utang negara tenor 10 tahun pada bulan Mei 2020 di beberapa negara di kawasan Asia:

Gambar 2
Yield Surat Utang Negara Mei 2020



Sumber: www.investing.com

Sejumlah hasil penelitian mengenai hubungan antara *yield* obligasi pemerintah dan indeks pasar saham memiliki kesimpulan yang berbeda. Hasil penelitian Ahmad et al (2010) dan Mollick & Assefa (2013) memiliki kesimpulan berbeda dengan hasil penelitian Kuwornu (2011), Ouma & Muriu (2014), dan Kirui et al (2014)

Nilai tukar mata uang juga diyakini berdampak pada indeks harga saham. Ada negara yang menginginkan nilai tukar mata uangnya menguat untuk memperkuat indeks harga saham, namun ada pula yang sebaliknya. Vietnam dinilai mampu menjaga nilai mata uangnya sehingga mengundang masuknya investor asing ke pasar modal (Mahardhika, 2020a), sedangkan Bank Sentral Thailand berpendapat apresiasi nilai baht secara terus-menerus dapat berdampak negatif pada perekonomian negara tersebut (Mahardhika, 2020b). Hasil beberapa penelitian mengenai hubungan nilai tukar mata uang asing dengan indeks pasar saham juga berbeda-beda. Hasil penelitian Ahmad et al. (2010) memiliki kesimpulan berbeda dengan hasil penelitian Singh et al (2011), Osamwonyi & Evbayiro-Osagie (2012), Vejzagic &

Zarafat (2013), Ouma & Muriu (2014), dan Nordin et al (2020). Penjabaran lebih lanjut dari hasil-hasil penelitian ini telah ditulis dalam telaah teoretis di sub bab selanjutnya.

Sejumlah hasil penelitian seperti yang dilakukan oleh Cochran et al (2012), Mollick & Assefa (2013), dan Sarwar & Khan (2017) juga menyimpulkan adanya pengaruh indeks volatilitas terhadap harga saham namun tingkat signifikansinya berbeda-beda di berbagai negara yang pernah diteliti seperti hasil penelitian Fernandes et al (2014), Hammoudeh et al (2014), Smales (2016) dan Ibhagui (2019) yang memiliki kesimpulan berbeda dengan hasil penelitian Bagchi (2012), Penjabaran lebih lanjut dari hasil-hasil penelitian ini telah ditulis dalam telaah teoretis di sub bab selanjutnya.

Dikarenakan adanya kesenjangan antar realita dan kesenjangan antar hasil penelitian, maka penelitian ini dibuat untuk menguji kembali pengaruh perubahan nilai tukar mata uang, indeks volatilitas dan yield obligasi negara terhadap perubahan indeks harga saham di Indonesia, Malaysia, Thailand dan Vietnam. Penelitian ini layak dan menarik dilakukan karena beberapa hal yaitu: hasil penelitian ini dapat digunakan oleh pemerintah dalam menentukan kebijakan; dapat digunakan oleh calon investor di pasar modal sebagai bahan acuan; dan berkontribusi terhadap sumbangan ilmu keuangan. Penelitian yang melibatkan banyak negara khususnya negara di kawasan ASEAN masih jarang dilakukan, mungkin dikarenakan variabel-variabel yang hendak diteliti tidak mudah untuk diperoleh, apalagi dalam periode waktu yang sama. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui faktor-faktor apa yang paling berpengaruh dan berapa besar pengaruhnya terhadap indeks harga saham di negara-negara tersebut.

TELAAH TEORETIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Indeks paling populer adalah SPX VIX, ini adalah indeks volatilitas yang dikeluarkan oleh CBOE, yang berisi indeks volatilitas tersirat selama 30 hari di S&P 500 (Hull, 2018). Obligasi pemerintah adalah instrumen utang yang diterbitkan oleh pemerintah suatu negara. Obligasi pemerintah memiliki pembayaran bunga tetap atau mengambang secara teratur dan jatuh tempo bervariasi (Mele & Obayashi, 2016). Nilai tukar merupakan satuan pengukuran mata uang asing terhadap mata uang domestik (Weale et al. 2015). Indeks saham dirancang untuk menunjukkan kinerja pasar saham. Ada banyak indeks saham, beberapa dirancang untuk mewakili seluruh pasar ekuitas, beberapa untuk melacak pengembalian saham berkapitalisasi besar, saham berkapitalisasi menengah, atau saham berkapitalisasi kecil, dan beberapa untuk melacak pengembalian di sektor industri tertentu (Brigham & Houston, 2012).

Berdasarkan hasil penelitian di atas dimana terdapat beberapa hasil yang bertentangan dan beberapa masih jarang diteliti di Asia Tenggara, maka penelitian ini bermaksud untuk mengetahui apakah faktor-faktor makroekonomi yang mempengaruhi indeks pasar saham di negara lain sama-sama berpengaruh terhadap indeks pasar saham Indonesia, Thailand, Malaysia, dan Vietnam. Oleh karena itu, dikembangkan hipotesis berdasarkan teori-teori keuangan dan berdasarkan kesenjangan antar hasil penelitian sebagai berikut:

Berdasarkan pendekatan dari *signaling theory* dimana perusahaan diproksikan menjadi negara, saham diproksikan menjadi surat utang, dan manager perusahaan diproksikan menjadi pemerintah suatu negara, maka bila negara memberikan imbal hasil yang tinggi atas surat utangnya sebenarnya pemerintah suatu negara ingin memberikan sinyal bahwa negara tersebut berkualitas dan mampu membayar imbal hasil yang lebih tinggi dibanding negara-negara lain. Kualitas suatu negara tercermin dari *market return* indeks

harga saham negara tersebut. Namun ternyata ada juga negara lain sekawasan yang memberikan imbal hasil surat utang negaranya lebih rendah dari negara yang lain. Stabilitas kurs mata uang dan *volatility index* bila dari sudut pandang *high risk high return* dan *low risk low return* juga sebenarnya dapat menjadi daya tarik tersendiri bagi investor. Untuk menguji bagaimana pengaruh faktor-faktor tersebut terhadap indeks harga saham di negara-negara yang diteliti maka dibentuk hipotesis sebagai berikut:

H₁: Terdapat pengaruh simultan yang signifikan antara nilai tukar, indeks volatilitas dan *yield* obligasi pemerintah terhadap indeks harga saham.

Hasil beberapa penelitian mengenai hubungan nilai tukar mata uang asing dengan indeks pasar saham adalah sebagai berikut:

Hasil penelitian Ahmad et al. (2010) menyatakan kurs valuta asing berpengaruh positif dan signifikan terhadap indeks pasar saham, namun Kuwornu (2011) menyimpulkan kurs valuta asing tidak berpengaruh terhadap indeks pasar saham. Sebaliknya Singh et al (2011), Osamwonyi & Evbayiro-Osagie (2012), Vejzagic & Zarafat (2013), Ouma & Muriu (2014), dan Nordin et al (2020) menyatakan nilai tukar mata uang asing berpengaruh negatif dan signifikan terhadap indeks pasar saham.

H₂: Nilai tukar mata uang berpengaruh negatif secara signifikan terhadap indeks harga saham.

Hasil dari sejumlah studi mengenai hubungan antara *yield* obligasi pemerintah dan indeks pasar saham adalah sebagai berikut:

Hasil penelitian Ahmad et al (2010) dan Mollick & Assefa (2013) terkait *yield* obligasi pemerintah berpengaruh positif dan signifikan terhadap indeks pasar saham. Sedangkan penelitian Kuwornu (2011), Ouma & Muriu (2014), dan Kirui et al (2014) menyimpulkan *yield* obligasi pemerintah tidak berpengaruh terhadap indeks pasar saham.

Ha₃: Indeks Volatilitas berpengaruh negatif secara signifikan terhadap indeks harga saham

Hasil dari sejumlah penelitian mengenai hubungan antara indeks volatilitas dan indeks pasar saham adalah sebagai berikut:

Hasil penelitian Jović (2017) menyimpulkan indeks volatilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap indeks pasar saham, namun hasil penelitian Cochran et al (2012), Mollick & Assefa (2013), dan Sarwar & Khan (2017) menyimpulkan indeks volatilitas berpengaruh signifikan terhadap indeks pasar saham. Hasil penelitian Fernandes et al (2014), Hammoudeh et al (2014), Smales (2016) dan Ibhagui (2019) menyimpulkan indeks volatilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap indeks pasar saham, sedangkan hasil penelitian Bagchi (2012) menyimpulkan indeks volatilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap indeks pasar saham.

Ha₄: *Yield* obligasi pemerintah berpengaruh negatif secara signifikan terhadap indeks harga saham.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini bertujuan memberikan suatu gambaran mengenai suatu kejadian, untuk itu digunakan metode deskriptif. Selain itu *explanatory study* bertujuan menjelaskan hubungan antar variabel dan pengaruh antar variabel dari hasil pengolahan data sekunder dari www.investing.com. Pengambilan data sekunder berdasarkan judgmental sampling yang dipilih dari sejumlah data makroekonomi yang terdapat pada tabel 3 dari bulan Januari 2012 sampai dengan Desember 2019 dari Indonesia, Thailand, Malaysia dan Vietnam. Variabel

dependen penelitian ini adalah indeks harga saham, sedangkan variabel independen yang digunakan adalah nilai tukar mata uang, indeks volatilitas, dan yield obligasi pemerintah. Persamaan untuk uji arah dalam penelitian ini menggunakan regresi multivariat model dengan tingkat signifikansi 0.025. Berdasarkan kajian beberapa literatur, model persamaan yang mempengaruhi *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia adalah:

$$INDEX_{it} = \eta_0 + \eta_1.FX_{it} + \eta_2.VIX_{it} + \eta_3.YIELD_{it} + \mu_{it}$$

Catatan:

- INDEX : indeks harga saham
- FX : nilai tukar mata uang asing
- VIX : indeks volatilitas
- YIELD : *yield* obligasi pemerintah
- η_0 : konstanta
- η_1, η_2, η_3 : koefisien dari FX, VIX dan YIELD
- μ : *error term*
- i : data *cross section*
- t : data *time series*

HASIL DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini mengolah data panel, untuk menentukan model pengujian yang tepat maka harus dilakukan beberapa uji pendahuluan. Untuk menentukan apakah model pengujian lebih cocok menggunakan *pools model* atau *fixed effects model* dilakukan uji *redundant fixed effects*.

Tabel 1
Redundant Fixed Effects Tests

<i>Equation: Untitled</i>			
<i>Test cross-section fixed effects</i>			
<i>Effects Test</i>	<i>Statistic</i>	<i>d.f.</i>	<i>Prob.</i>
<i>Cross-section F</i>	3897.974197	(3,377)	0.0000
<i>Cross-section Chi-square</i>	1331.062871	3	0.0000

Angka probabilitas yang kurang dari 0.05 menunjukkan data panel ini lebih cocok menggunakan *fixed effects model*.

Selanjutnya dilakukan pengujian berikutnya menggunakan Hausman Test untuk menentukan apakah model pengujian lebih cocok menggunakan *fixed effects model* atau *random effects model*.

Tabel 2
Correlated Random Effects - Hausman Test

<i>Equation: Untitled</i>			
<i>Test cross-section random effects</i>			
<i>Test Summary</i>	<i>Chi-Sq. Statistic</i>	<i>Chi-Sq. d.f.</i>	<i>Prob.</i>
<i>Cross-section random</i>	24.412992	3	0.9758

Hasil pengujian menunjukkan data panel ini lebih cocok menggunakan *Random Effects Model* karena angka probability yang lebih besar dari 0.05.

Hasil pengolahan data panel menggunakan *Random Effects Model* adalah sebagai berikut:

Dependent Variable: INDEX
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 07/17/20 *Time:* 22:35
Sample: 2012M01 2019M12
Periods included: 96
Cross-sections included: 4

Total panel (balanced) observations: 384

Tabel 3
Swamy and Arora estimator of component variances

<i>Variable</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-Statistic</i>	<i>Prob.</i>
C	287.7660	642.3171	0.448012	0.6544
FX	0.282956	0.014364	19.69942	0.0000
VIX	-19.12612	4.357763	-4.388977	0.0000
YIELD	-30.82590	12.27961	-2.510331	0.0125

<i>Weighted Statistics</i>			
<i>R-squared</i>	0.522665	<i>F-statistic</i>	138.6958
<i>Adjusted R-squared</i>	0.518897	<i>Prob(F-statistic)</i>	0.000000
<i>S.E. of regression</i>	285.0456		

Dari hasil pengujian pada tabel di atas:

1. Nilai Probability (*F-Statistic*) bernilai 0.00 yang mana lebih kecil dari nilai alpha 0.05 dan ini menandakan secara statistik semua variabel bebas yaitu nilai tukar mata uang asing (FX), indeks volatilitas (VIX), dan *yield* obligasi pemerintah (YIELD) secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap indeks harga saham (INDEX). Dengan kata lain, Hal terpenuhi yaitu terdapat pengaruh simultan yang signifikan antara nilai tukar, indeks volatilitas dan *yield* obligasi pemerintah terhadap indeks harga saham.
2. Variabel FX memiliki nilai probabilitas 0 lebih kecil dari nilai alpha 0.025 dan memiliki nilai koefisien 0.282956. Hal ini menandakan variabel nilai tukar mata uang asing (FX) berpengaruh positif dan signifikan terhadap index harga saham (INDEX), dimana jika nilai tukar mata uang naik 1% maka index harga saham akan naik sebesar 0.282956% dan sebaliknya. Karena variabel FX berpengaruh positif dan signifikan terhadap variabel INDEX maka Ha2 ditolak, hasil ini sejalan dengan hasil penelitian Ahmad et al (2010).
3. Variabel VIX memiliki nilai probabilitas 0.0125 lebih kecil dari nilai alpha 0.025 dan memiliki nilai koefisien -19.12612. Hal ini menandakan variabel indeks volatilitas (VIX) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap indeks harga saham (INDEX), dimana jika nilai index volatilitas naik 1% maka index harga saham akan turun sebesar -19.12612%

dan sebaliknya. Karena variabel VIX berpengaruh negatif dan signifikan terhadap INDEX maka Ha3 diterima, yaitu indeks volatilitas berpengaruh negatif secara signifikan terhadap indeks harga saham, hasil ini sejalan dengan hasil penelitian Fernandes et al (2014), Hammoudeh et al (2014), Smales (2016) dan Ibhagui (2019).

4. Variabel YIELD memiliki nilai probabilitas 0 lebih kecil dari nilai alpha 0.025 dan memiliki nilai koefisien -30.82590. Hal ini menandakan variabel yield obligasi pemerintah (YIELD) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap indeks harga saham (INDEX), dimana jika nilai yield obligasi pemerintah naik 1% maka index harga saham akan turun sebesar -30.82590% dan sebaliknya. Karena variabel YIELD berpengaruh negatif dan signifikan terhadap INDEX maka Ha4 diterima, yaitu yield obligasi pemerintah berpengaruh negatif secara signifikan terhadap indeks harga saham. Hasil ini bertolak belakang dari hasil penelitian Ahmad et al (2010) dan Mollick & Assefa (2013) menyatakan yield obligasi pemerintah berpengaruh positif dan signifikan terhadap indeks harga saham.
5. Nilai Adjusted R-squared = 0.518897 menandakan variabel bebas dalam penelitian ini mampu menjelaskan varians dari variabel terikat sebesar 51.89%, dan masih ada sekitar 48% pengaruh lainnya yang belum tergambarkan di persamaan tersebut.

Dari tabel di atas dapat dibentuk persamaan:

$$\text{INDEX}_{it} = 287.7660 + 0.282956 \text{FX}_{it} - 19.12612 \text{VIX}_{it} - 30.82590 \text{YIELD}_{it}$$

0.00***
0.00***
0.0125**

Prob (F-stat) = 0.00***
Adjusted R-squared = 0.518897

Notes:

** Signifikan pada taraf 5%

*** Signifikan pada taraf 1%

Perubahan variabel FX, yang mewakili nilai tukar mata uang, berpengaruh positif terhadap indeks harga saham. Penjelasan dari hal tersebut adalah: penguatan nilai tukar mata uang asing yang dalam penelitian ini menggunakan acuan mata uang US Dollar akan menyebabkan investor asing memandang harga saham di Indonesia, Thailand, Vietnam dan Malaysia semakin murah untuk dibeli. Pada umumnya investor asing akan mengambil kesempatan untuk membeli saham dari berbagai perusahaan berkualitas ketika harga sedang murah dan menyebabkan indeks harga saham meningkat dan sebaliknya.

Perubahan variabel VIX, yang mewakili indeks volatilitas, berpengaruh negatif terhadap indeks harga saham. Penjelasan dari hal tersebut adalah: ketika indeks volatilitas meningkat investor akan memandang index pasar yang semakin bergejolak sebagai suatu risiko yang tinggi, dalam jangka pendek. Sebagian investor yang merupakan *risk-averter* akan mencari *safe haven* dan menjual sebagian saham-saham yang dinilai berisiko tinggi, hal ini menyebabkan indeks harga saham menurun dan sebaliknya.

Perubahan variabel YIELD, yang mewakili yield obligasi pemerintah, berpengaruh negatif terhadap indeks harga saham. Penjelasan dari hal tersebut adalah: sebagian investor yang merupakan *risk-averter* akan memandang peningkatan yield obligasi pemerintah sebagai suatu bentuk investasi yang lebih kecil risikonya namun dengan return yang cukup tinggi. Mereka akan menjual sejumlah saham yang dinilai berisiko tinggi dan membeli obligasi pemerintah, hal inilah yang menyebabkan indeks harga saham menurun dan sebaliknya.

Stabilitas nilai tukar mata uang dalam negeri terhadap nilai mata uang asing, kapitalisasi pasar yang kecil serta kebutuhan pemerintah untuk mendapatkan utang melalui penjualan obligasi negara merupakan salah satu penyebab indeks harga saham di negara-negara ASEAN khususnya Indonesia, Thailand, Vietnam dan Malaysia sering mengalami gejolak.

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI

Kesimpulan dari penelitian ini adalah indeks harga saham di Indonesia, Thailand, Malaysia, dan Vietnam dipengaruhi oleh nilai tukar mata uang asing, indeks volatilitas, yield obligasi pemerintah dan semuanya berpengaruh signifikan baik secara bersama-sama maupun secara parsial.

Implikasi dari penelitian ini adalah: nilai tukar mata uang, indeks volatilitas, dan yield obligasi pemerintah penting untuk diperhatikan dalam pengambilan keputusan baik oleh investor maupun penentu kebijakan terutama yang berkaitan dengan indeks harga saham di Indonesia, Thailand, Malaysia, dan Vietnam.

Keterbatasan pada penelitian ini adalah sulitnya mendapatkan data sejumlah variabel untuk periode tahun yang lebih tua pada negara di luar Indonesia sehingga jumlah periode yang dapat diamati dan diolah menjadi terbatas. Saran untuk peneliti selanjutnya adalah dapat menambahkan variabel independen lain, memperpanjang jumlah periode (tahun) pengamatan, dan menambah jumlah negara untuk kontribusi teori dan keilmuan.

DAFTAR PUSTAKA

- Ahmad, M. I., Rehman, R., & Raof, A. 2010. *Do interest rate, exchange rate effect stock returns? A Pakistani perspective*. International Research *Journal of Finance and Economics*, 50. Hal. 146-150.
- Alaydrus, H. 2020. Mantap! Ekonomi Vietnam Tetap Tumbuh di Tengah Wabah Covid-19. (<https://kabar24.bisnis.com/read/20200629/19/1258868/mantap-ekonomi-vietnam-tetap-tumbuh-di-tengah-wabah-covid-19>), diakses 20 Juli 2020.
- Cochran, S. J., Mansur, I., & Odusami, B. 2012. *Volatility persistence in metal returns: A FIGARCH approach*. *Journal of Economics and Business*, 64(4). Hal. 287-305.
- Fernandes, M., Medeiros, M. C., & Scharth, M. 2014. *Modeling and predicting the CBOE market volatility index*. *Journal of Banking & Finance*, 40. Hal. 1-10.
- Hull, J. C. 2018. *Options, Futures and Other Derivatives*, 10e. New York: Aufl.
- Jović, D. 2017. *Uticaj Ključnih Varijabli Sa Svjetskog Finansijskog Trzista Na Bosanskohercegovačku Ekonomiju* *Economy & Market Communication Review/Casopis za Ekonomiju i Trzisne Komunikacije*, 7(2)
- Kirui, E., Wawire, N. H., & Onono, P. O. 2014. *Macroeconomic variables, volatility and stock market returns: A case of Nairobi Securities Exchange, Kenya*. International *Journal of Economics and Finance*, 6(8). Hal. 214-228.
- Kuwornu, J. K. 2011. *Analyzing the effect of macroeconomic variables on stock market returns: Evidence from Ghana*. *Journal of Economics and International Finance*, 3(11). Hal. 605-615.
- Mahardhika. 2020a. Sukses Tangani Covid-19, Investor Asing Kembali Lirik Pasar Saham Vietnam. Lorenzo Anugerah (<https://market.bisnis.com/read/20200616/7/1253239/sukses-tangani-covid-19-investor-asing-kembali-lirik-pasar-saham-vietnam>), diakses 21 Juli 2020.

- Mahardhika. 2020b. Penguatan Baht Dapat Ganggu Pemulihan Ekonomi Thailand, Kok Bisa? Lorenzo Anugrah
(<https://market.bisnis.com/read/20200611/93/1251315/penguatan-baht-dapat-ganggu-pemulihan-ekonomi-thailand-kok-bisa>), diakses 21 Juli 2020.
- Mele, A., & Obayashi, Y. 2016. *Methods and systems for creating a government bond volatility index and trading derivative products based thereon*. U.S. **Patent Application** No. 15/049,948.
- Mollick, A. V., & Assefa, T. A. 2013. *US stock returns and oil prices: The tale from daily data and the 2008–2009 financial crisis*. **Energy Economics**, 36. Hal. 1-18.
- Nordin, N., Nordin, S., & Ismail, R. 2020. *The impact of commodity prices, interest rate and exchange rate on stock market performance: An empirical analysis from Malaysia*. **Malaysian Management Journal**, 18, 39-52.
- Osamwonyi, I. O., & Evbayiro-Osagie, E. I. 2012. *The relationship between macroeconomic variables and stock market index in Nigeria*. **Journal of Economics**, 3(1), 55-63.
- Ouma, W. N., & Muriu, P. 2014. *The impact of macroeconomic variables on stock market returns in Kenya*. **International Journal of Business and Commerce**, 3(11), 1-31.
- Sarwar, G., & Khan, W. 2017. *The effect of US stock market uncertainty on emerging market returns*. **Emerging Markets Finance and Trade**, 53(8), 1796-1811.
- Singh, T., Mehta, S., & Varsha, M. S. 2011. *Macroeconomic factors and stock returns: Evidence from Taiwan*. **Journal of economics and international finance**, 3(4), 217-227.
- Smales, L. A. 2016. *Time-varying relationship of news sentiment, implied volatility and stock returns*. **Applied Economics**, 48(51), 4942-4960.
- Sulaeman. 2020. Indonesia Harus Waspada, Pemulihan Ekonomi Thailand dan Vietnam Bergerak cepat
(<https://www.merdeka.com/uang/indonesia-harus-waspada-pemulihan-ekonomi-thailand-dan-vietnam-bergerak-cepat.html>), diakses 21 Juli 2020.
- Vejzagic, M., & Zarafat, H. 2013. *Relationship between macroeconomic variables and stock market index: Cointegration evidence from ftse bursa malaysia hijrah syariah index*. **Asian journal of management sciences & education**, 2(4).
- Weale, M., Blake, A., Christodoulakis, N., Meade, J. E., & Vines, D. 2015. *Macroeconomic policy: inflation, wealth and the exchange rate*. Routledge