

ISU PERANG DAGANG MENGANCAM AKTIVITAS PERDAGANGAN KOMODITAS EKSPOR KELAPA SAWIT

Ignatius Henry

Universitas Prasetiya Mulya, Jakarta Selatan
ignatius.henry27@gmail.com

ABSTRAK

Isu perang dagang antara Amerika Serikat dan Cina akibat diberlakukannya kebijakan proteksionisme mengancam lingkungan investasi, khususnya investasi saham di pasar modal. Kebijakan tersebut menyebabkan penurunan ekspor kelapa sawit yang merupakan salah satu komoditas ekspor utama. Penurunan ekspor kelapa sawit berpengaruh terhadap penurunan mata uang rupiah terhadap dollar. Hal tersebut mengakibatkan nilai indeks saham sektor agrikultur Indonesia cenderung menurun sepanjang tahun 2018 dan 2019. Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh perang dagang terhadap aktivitas perdagangan kelapa sawit di Indonesia dengan endogenous variable nilai kurs, inflasi, suku bunga, dan indeks produksi

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan 3 variabel utama: isu perang dagang, nilai kurs, dan indeks harga saham sektor agrikultur. Metode Two Stage Least Square digunakan sebagai alat ukur untuk mengetahui pengaruh satu atau beberapa variabel terhadap variabel lainnya. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perang dagang menyebabkan melemahnya nilai kurs yang berdampak negatif terhadap indeks saham agrikultur. Berdasarkan hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa isu perang dagang membawa pengaruh negatif terhadap indeks harga saham sektor agrikultur secara tidak langsung.

Kata Kunci: Perang Dagang, Ekonomi, Pasar Modal.

ABSTRACT

The issue of trade war between the United States and China as a result of the implementation of protectionism policies threatens the investment environment, especially stock investment in the capital market. This policy led to a decline in exports of palm oil, which is one of the main export commodities. The decline in palm oil exports resulted in a fairly high decline in the rupiah currency against the dollar as an indicator of Indonesia's trade and economic conditions. This has resulted in the share index value of the Indonesian agricultural sector tending to decline throughout 2018. Therefore, this study aims to analyze how the trade war issue affects the agricultural sector stock index in Indonesia.

This study uses a quantitative approach with 3 main variables: trade war issues, exchange rates, and the agricultural sector stock price index. The Two Stage Least Square method is used as a measuring tool to determine the effect of one or more variables on other variables. The results showed that the trade war caused a weakening of the exchange rate which had a negative impact on the agricultural stock index. Based on these results, it can be concluded that the issue of trade wars has an indirect negative effect on the agricultural sector stock price index.

Keywords: Trade War, Economy, Capital Market

PENDAHULUAN

Perang dagang antara Amerika Serikat dan Cina tidak dapat dipungkiri lagi, di mana kedua negara memberlakukan kebijakan proteksionisme yang berdampak pada peningkatan tarif produk asal AS dan Cina (Gunawan, 2019). Perang dagang ini menyebabkan perekenomian AS dan Cina melemah sehingga membawa efek domino bagi Indonesia, apalagi kedua negara tersebut merupakan negara dengan ekonomi terbesar di dunia sehingga menyebabkan melemahnya ekonomi negara-negara lainnya di dunia. Di sisi

lain, AS dan Cina merupakan mitra dagang utama Indonesia, sehingga pelemahan ekonomi ini menyebabkan menurunnya permintaan barang ke Indonesia (ekspor). Padahal, ekspor merupakan salah satu pendorong pertumbuhan ekonomi Indonesia (Karunia, 2019).

Ada dua gelombang yang ditimbulkan oleh perang dagang ini terhadap Indonesia. Pada gelombang pertama, perang dagang memukul pasar modal dan pasar keuangan Indonesia. Selama tahun 2018, rupiah terdepresiasi sebesar 7% dan IHSG turun sebanyak 2,54% yang disebabkan oleh ditariknya dana investor dari pasar. Pada tahun 2019, rupiah kembali menurun

sebanyak 0,61% dan IHSG tertekan sebanyak 3,69% (Gunawan, 2019).

Gelombang kedua, terjadi peningkatan permintaan barang-barang yang terkena tarif ekstra dari kedua negara tersebut. Di sisi lain, produk dari kedua negara akan masuk ke Indonesia sebagai negara berkembang, hal ini menyebabkan produk dalam negeri harus bersaing ketat terhadap produk impor tersebut. Persaingan ini menyebabkan perekonomian kedua negara menurun sehingga permintaan komoditas negara-negara di dunia melambat. Hal ini berimbas pada menurunnya nilai ekspor energi dan bahan baku asal Indonesia (Gunawan, 2019) .

Minyak kelapa sawit merupakan salah satu komoditas penting yang dapat memengaruhi aktivitas perdagangan ekspor Indonesia. Minyak kelapa sawit merupakan komoditas terbesar Indonesia ketika melakukan ekspor non-migas, dan Cina merupakan negara tujuan ekspor terbesar. Perang dagang menyebabkan menurunnya jumlah ekspor kelapa sawit yang menyebabkan terjadinya penurunan harga komoditas CPO sepanjang 6 bulan pertama di tahun 2019 yakni sebesar 11,08%, di mana CPO mencapai harga terendah pada RM 1.951 per metrik ton pada akhir semester I-2019 yaitu pada hari Jumat tanggal 28 Juni 2019. Hal ini juga berdampak pada iklim investasi saham sehingga indeks saham sektor agrikultur Indonesia menurun (Sari, 2019).

Pergerakan nilai indeks sektor agrikultur sepanjang tahun 2018 hingga Juni 2019 bergantung pada nilai saham perusahaan yang memproduksi kelapa sawit karena sepanjang tahun 2018 hingga Juni 2019, salah satu perusahaan yang memproduksi kelapa sawit yaitu PT. Astra Agro Lestari. Pada bulan tertentu di periode tersebut (2018 – Juli 2019), PT Astra Agro Lestari terdaftar sebagai salah satu dari 50 saham yang memiliki kapitalisasi pasar terbesar. Pada tabel 1, ditunjukkan besar persentase kapitalisasi pasar indeks saham sektor agrikultur beserta perusahaan sektor agrikultur yang terdaftar sebagai 50 saham yang memiliki kapitalisasi terbesar periode Januari 2018 sampai Juni 2019 berdasarkan laporan statistik bulanan IDX (IDX, 2019).

Tabel 1. Besar Persentase Kapitalisasi Indeks Agrikultur Dan Daftar Perusahaan Indeks Agrikultur Yang Menjadi Salah Satu Dari 50 Perusahaan Yang Memiliki Kapitalisasi Terbesar

| Waktu | Persentase Besar Kapitalisasi Indeks Agrikultur | Daftar Perusahaan Indeks Agrikultur Yang Menjadi Salah Satu Dari 50 Perusahaan Yang Memiliki Kapitalisasi Terbesar. |
|----------------|---|---|
| Januari 2018 | 1,4 % | Tidak Ada |
| Februari 2018 | 1,5 % | Astra Agro Lestari (urutan ke-50) |
| Maret 2018 | 1,6 % | Astra Agro Lestari (urutan ke-42) |
| April 2018 | 1,5% | Astra Agro Lestari (urutan ke-45) |
| Mei 2018 | 1,5 % | Astra Agro Lestari (urutan ke-44) |
| Juni 2018 | 1,4 % | Astra Agro Lestari (urutan ke-50) |
| Juli 2018 | 1,4 % | Tidak Ada |
| Agustus 2018 | 1,5 % | Astra Agro Lestari (urutan ke-42) |
| September 2018 | 1,5 % | Astra Agro Lestari (urutan ke-47) |
| Oktober 2018 | 1,4 % | Astra Agro Lestari (urutan ke-42) |
| November 2018 | 1,4 % | Astra Agro Lestari (urutan ke-49) |
| Desember 2018 | 1,4 % | Astra Agro Lestari (urutan ke-48) |
| Januari 2019 | 1,4 % | Astra Agro Lestari (urutan ke-46) |
| Februari 2019 | 1,3 % | Tidak Ada |
| Maret 2019 | 1,1 % | Tidak Ada |
| April 2019 | 1,3 % | Tidak Ada |
| Mei 2019 | 1,3 % | Tidak Ada |
| Juni 2019 | 1,3 % | Tidak Ada |

Sumber: Analisis Data (Pengolahan Data Penelitian)

Berdasarkan hal tersebut, penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh perang dagang terhadap aktivitas perdagangan kelapa sawit di Indonesia dengan faktor mediasi nilai kurs, inflasi, suku bunga, dan indeks produksi.

KAJIAN TEORI

Perdagangan Internasional

Konflik perang dagang merupakan suatu permasalahan antara dua negara atau lebih yang mempraktekkan perdagangan internasional. Menurut Mankiw & Taylor (2014), perdagangan internasional adalah transaksi penjualan dan pembelian antara satu negara dengan negara lain atas dasar kesepakatan bersama dalam bentuk ekspor dan impor. Kegiatan ekspor dapat disebut sebagai penjualan suatu barang atau jasa yang dijual ke luar negeri sedangkan impor merupakan pembelian suatu barang atau jasa yang dibeli dari luar negeri. Perdagangan internasional memberikan kesempatan kepada negara untuk

memperluas pasar komoditas utamanya dan juga meningkatkan penyediaan barang dan jasa yang mungkin tidak dapat diproduksi di negaranya tersebut. Praktek perdagangan internasional dilandasi oleh perbedaan geografis setiap negara yang menyebabkan beragamnya komoditas utama dari setiap negara.

Proteksionisme

Menurut Mankiw & Taylor (2014) perdagangan internasional memiliki dua sudut pandang yang berbeda mengenai bagaimana suatu negara mengatur dan mengontrol perdagangan. Sudut pandang pertama adalah perdagangan bebas dimana tidak terdapat hambatan seperti kebijakan tarif dan pembatasan kuota pada perdagangan yang dilakukan, sedangkan sudut pandang kedua adalah proteksionisme yang bertolak belakang dengan praktek perdagangan bebas. Proteksionisme adalah suatu bentuk kebijakan yang mengatur pembatasan dalam praktek perdagangan internasional. Perang dagang yang terjadi disebabkan oleh kebijakan pembatasan perdagangan internasional dalam bentuk tarif yang dikenakan atas produk AS dan Cina yang diberlakukan oleh kedua negara tersebut.

Selanjutnya, menurut Mankiw & Taylor (2014), kebijakan tarif yang diberlakukan dalam pembatasan perdagangan dilandasi oleh keputusan pemerintah untuk menurunkan defisit perdagangan dan melindungi industri dalam negeri yang bersaing dengan produk luar negeri dengan menaikkan harga produk luar negeri tersebut. Lalu, kebijakan tersebut juga dapat meningkatkan jumlah pekerjaan karena industri yang sebelumnya lesu dapat kembali bertumbuh. Akan tetapi, kebijakan tersebut membawa dampak lain yang dapat merugikan beberapa pihak, salah satunya adalah konsumen. Konsumen dapat merasa bahwa produk suatu industri nampak tidak inovatif yang disebabkan oleh tidak adanya persaingan bisnis. Bahkan, konsumen dapat dirugikan dengan tingginya harga suatu produk yang tidak diuntungkan dengan pemberlakuan kebijakan tersebut. Akhirnya implementasi kebijakan tarif tersebut dapat memicu permasalahan antarnegara yang sebelumnya

memiliki ketergantungan satu sama lain dalam memenuhi kebutuhan produksi dan konsumsi.

Teori Hukum Penawaran dan Permintaan

Teori hukum penawaran dan permintaan dapat menjelaskan perubahan harga suatu barang yang diperdagangkan memengaruhi jumlah produksi dan jumlah permintaan dari barang tersebut. Teori ini juga dapat menjelaskan hubungan antara ketersediaan suatu barang dan permintaan suatu barang pada tingkat harga tertentu. Hukum permintaan dan penawaran hanya berlaku jika faktor-faktor di luar harga dianggap tidak berubah (*ceteris paribus*). Hubungan antara penawaran dan permintaan tersebut menghasilkan sebuah keseimbangan harga (ekuilibrium) atau dapat disebut juga sebagai harga pasar. Titik ekuilibrium terjadi ketika jumlah konsumen yang ingin membeli barang pada harga tertentu memiliki jumlah yang sama dengan banyaknya penjual yang menawarkan suatu barang pada harga tertentu itu (Mankiw & Taylor, 2014).

Hukum permintaan menyatakan bahwa semakin rendah tingkat harga, maka semakin banyak permintaan untuk jumlah barang yang tersedia, dan sebaliknya semakin tinggi tingkat harga maka semakin sedikit permintaan untuk jumlah barang yang tersedia. Sementara itu, hukum penawaran menyatakan bahwa semakin tinggi harga maka semakin banyak jumlah barang yang bersedia ditawarkan. Sebaliknya, semakin rendah tingkat harga maka semakin sedikit jumlah barang yang bersedia ditawarkan.

Harga suatu barang tersebut baik penawaran ataupun permintaan dapat berubah dengan bergerak pada kurva tersebut (*move along the curve*) ataupun bergerak dengan bergeser (*shift in the curve*). Kedua jenis pergerakan kurva tersebut memiliki perbedaan satu sama lainnya dalam menjelaskan perubahan harga. Pada *move along the curve*, pergerakan kurva baik itu permintaan ataupun penawaran disebabkan oleh perubahan dari harga barang itu sendiri yang memengaruhi jumlah barang yang diminta dan barang yang ditawarkan (diproduksi). Sedangkan pada *shift in the curve*, pergerakan kurva disebabkan oleh faktor lain yang dapat memengaruhi jumlah permintaan dan penawaran

suatu barang di luar dari pergerakan harga suatu barang.

Perang Dagang

Perang dagang bukanlah fenomena yang baru terjadi akhir-akhir ini. Menurut Arif Gunawan (2019), perang dagang sudah pernah terjadi sejak masa lalu contohnya pada tahun 1930 dimana AS memberlakukan kebijakan peningkatan tarif untuk produk pertanian dan peternakan dari Eropa yang dikenal dengan "*The Smoot-Hawley Tariff Act*". Ironisnya, kebijakan tersebut menghasilkan efek "boomerang" untuk AS dimana mereka tidak hanya mendapatkan perlawanan balik dari Eropa namun perdagangan mereka diserang oleh seluruh negara. Hal tersebut dikarenakan kebijakan proteksionisme AS tersebut mengakibatkan penurunan aktivitas ekonomi dunia yang berujung pada resesi berskala global.

Maka dari itu, kebijakan proteksionisme tidak selalu menguntungkan suatu negara yang memberlakukannya dan kebijakan tersebut dapat berpengaruh pada negara-negara lain yang melakukan perdagangan dengan negara tersebut, sehingga dapat merugikan mereka sendiri seperti yang dirasakan AS pada tahun 1930. Bahkan AS sebagai negara dengan ekonomi terbesar di dunia memiliki pengaruh yang signifikan bagi ekonomi global. Berdasarkan fakta tersebut perang dagang adalah suatu akibat dari kebijakan proteksionisme yang diberlakukan antar suatu negara yang dapat merugikan berbagai pihak yang melakukan perdagangan dengan negara itu.

Pasar Modal

Perang dagang pun tidak hanya memengaruhi pertumbuhan ekonomi global, namun perang dagang mampu memengaruhi kegiatan investasi khususnya pada pasar modal. Bahkan menurut Sulia (2017) tingkat perkembangan pasar modal yang diukur dengan nilai indeks saham dapat menjadi tolok ukur kondisi ekonomi suatu negara dan perkembangan sektor industri tertentu. Menurut Tandelilin (2010), saham adalah sebuah surat bukti kepemilikan atas aset-aset perusahaan penerbit saham. Ketika memiliki suatu saham perusahaan, investor berhak untuk memperoleh pendapatan

dan kekayaan perusahaan setelah dikurangi kewajiban perusahaan.

Menurut Tandelilin (2017), indeks saham merupakan suatu indikator yang mencakup informasi mengenai kinerja pasar saham sekaligus mencerminkan kinerja saham-saham di pasar dan juga sebagai acuan produk investasi keuangan. Adapun 5 fungsi indeks saham antara lain: (1) indikator tren pasar, (2) indikator tingkat keuntungan, (3) tolak ukur (benchmark) kinerja portofolio, dan (4) memfasilitasi pembentukan portofolio dengan strategi pasif.

Lebih lanjut, indeks pasar sektoral adalah indeks yang mengukur performa harga seluruh saham dari masing-masing sektor industri yang terdapat pada klasifikasi *Jakarta Stock Industrial Classification* (JASICA). Maka dari itu, pertumbuhan ekonomi dan prospek industri yang dihambat oleh perang dagang dapat diamati dengan pergerakan nilai indeks saham pada pasar modal. Hal ini didukung oleh pernyataan Goldstein (2019) bahwa saat ini isu perang dagang menjadi salah satu faktor penggerak pasar modal.

Analisis Pergerakan Saham

Menurut Putra (2018) dalam menganalisis apakah suatu saham layak dibeli atau tidak pada saat tertentu, terdapat dua teknik analisis yang dipakai investor yaitu sebagai berikut.

Analisis Teknikal

Analisis teknikal adalah suatu teknik yang digunakan untuk memprediksi tren suatu harga saham dengan cara mempelajari data historis pasar, terutama pergerakan harga dan volume perdagangan. Di samping itu, analisis ini meyakini bahwa tren baru di pasar cenderung mengakibatkan perubahan harga saham. Analisis teknikal berguna sebagai dasar untuk mengambil keputusan mengenai kapan harus melakukan *profit taking*, mengurangi kerugian atau *cut loss*, melakukan akumulasi saham atau menahan posisi (*wait and see*).

Analisis Fundamental

Teknik ini menitikberatkan pada rasio keuangan dan hal penting lainnya yang dapat memengaruhi kinerja keuangan perusahaan.

Teknik analisis fundamental ini cocok untuk membuat keputusan investasi jangka panjang. Adapun alat ukur yang dapat digunakan untuk analisis fundamental antara lain: *revenue growth*, *earning per share*, *price earning ratio*, *price to book value*, *debt ratio*, dan rasio keuangan lainnya. Tidak banyak investor saham yang menggunakan strategi fundamental karena teknik ini membutuhkan pengetahuan dalam menganalisis laporan keuangan dan kesabaran untuk menahan suatu saham dalam jangka panjang.

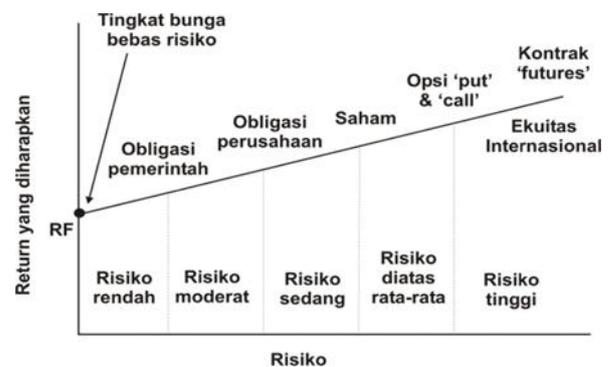
Sentimen Investor

Pergerakan saham sendiri sangatlah dipengaruhi oleh sikap atau sentimen investor. Sentimen investor dapat didefinisikan sebagai sebuah ekspektasi dan persepsi seorang investor mengenai kondisi pasar saat ini dan masa depan. Berdasarkan penelitian Salur (2013), sentimen investor dapat memengaruhi tingkat pengembalian saham hingga pergerakan nilai saham. Teori keuangan klasik berasumsi bahwa masyarakat itu rasional dan membuat keputusan mereka untuk meningkatkan pendapatan mereka. Untuk mengukur besarnya sentimen investor, terdapat indikator-indikator yang terbagi 2 yaitu indikator sentimen langsung dan tidak langsung. Perbedaan kedua indikator tersebut adalah bahwa indikator langsung mengukur besarnya sentimen menggunakan sebuah survey, sedangkan indikator tidak langsung mengukur besarnya sentimen menggunakan beberapa variabel-variabel lainnya di pasar.

Secara umum, menurut Tandelilin (2010), investor akan mempertimbangkan 2 hal penting dalam memilih jenis investasi, yaitu tingkat pengembalian (*return*) yang diharapkan dan tingkat risiko (*risk*) yang seminimal mungkin. Selain itu, investor pun menuntut tingkat pengembalian tertentu atas dana yang telah diinvestasikan. Tingkat pengembalian adalah jumlah keuntungan yang diharapkan investor dalam konteks manajemen investasi. Return yang diharapkan investor dari investasi yang dilakukannya merupakan kompensasi atas biaya kesempatan (*opportunity cost*) dan risiko. Perbedaan antara return yang diharapkan dengan

return yang benar-benar diterima (*actual return*) merupakan risiko yang harus selalu dipertimbangkan dalam proses investasi.

Menurut Tandelilin (2010) yang membahas tentang hubungan return dan risiko, saham memiliki risiko investasi yang lebih besar dibandingkan dengan obligasi namun risiko yang tinggi tersebut dapat membawa tingkat return yang tinggi pula. Hal itu dapat disebut sebagai equity premium atas investasi saham.



Gambar 1. Hubungan Risk dan Return yang Diharapkan
Sumber: (Tandelilin, 2010)

Berdasarkan hubungan antara *risk* dan *return* seperti pada gambar 1, saham merupakan salah satu bentuk investasi yang memiliki risiko sedang. Saham memiliki karakteristik risiko yang berbeda dengan obligasi yang menawarkan investasi yang lebih aman dengan return berupa bunga yang telah ditetapkan. Kontrak “*futures*” menurut Tandelilin (2010) merupakan suatu bentuk investasi yang paling berisiko di antara seluruh bentuk investasi lainnya.

Makroekonomi

Suatu kondisi lingkungan investasi pada pasar modal dapat dipengaruhi oleh beberapa faktor, salah satunya adalah ekonomi makro. Menurut Mankiw & Taylor (2014), ekonomi makro adalah sebuah ilmu yang mempelajari sistem atau fenomena ekonomi secara luas seperti inflasi, tingkat pengangguran, dan pertumbuhan ekonomi dengan tujuan untuk menjelaskan bagaimana perubahan ekonomi dapat memengaruhi rumah tangga, perusahaan, dan pasar secara simultan. Terdapat beberapa indikator yang memengaruhi pertumbuhan

ekonomi suatu negara berdasarkan topik makroekonomi yaitu sebagai berikut.

Nilai Tukar

Nilai tukar adalah harga dari suatu mata uang dalam mata uang yang lain. Umumnya nilai mata uang akan cenderung meningkat apabila permintaan terhadap mata uang tersebut lebih besar dengan pasokan yang ada, begitu juga sebaliknya. Selain itu, terdapat faktor-faktor lain yang dapat memengaruhi nilai tukar yaitu kestabilan politik dan ekonomi, hutang publik, rasio harga ekspor-impor, dan neraca perdagangan.

Tingkat Suku Bunga

Suku bunga adalah biaya pinjaman atau harga yang dibayarkan untuk dana pinjaman tersebut. Selengkapnya, suku bunga merupakan nilai atau keuntungan yang diberikan kepada investor dari penggunaan dana investasi atas dasar perhitungan nilai ekonomis dalam periode waktu tertentu. Tingkat suku bunga bank biasanya digunakan untuk mengontrol perekonomian suatu negara. Di Indonesia, tingkat suku bunga diatur oleh Bank Indonesia yang dikenal saat ini dengan BI 7-day repo rate.

Inflasi

Inflasi adalah kenaikan harga secara umum dan terus menerus dalam jangka waktu tertentu. Kenaikan harga dari suatu barang saja tidak dapat disebut sebagai inflasi, kecuali bila kenaikan itu meluas pada harga barang lainnya. Komponen yang sering digunakan untuk

mengukur inflasi adalah Indeks Harga Konsumen (IHK). Beberapa penyebab kenaikan inflasi adalah banyaknya jumlah uang yang beredar di masyarakat, meningkatnya harga produksi, peningkatan permintaan suatu barang atau jasa dan begitu juga sebaliknya.

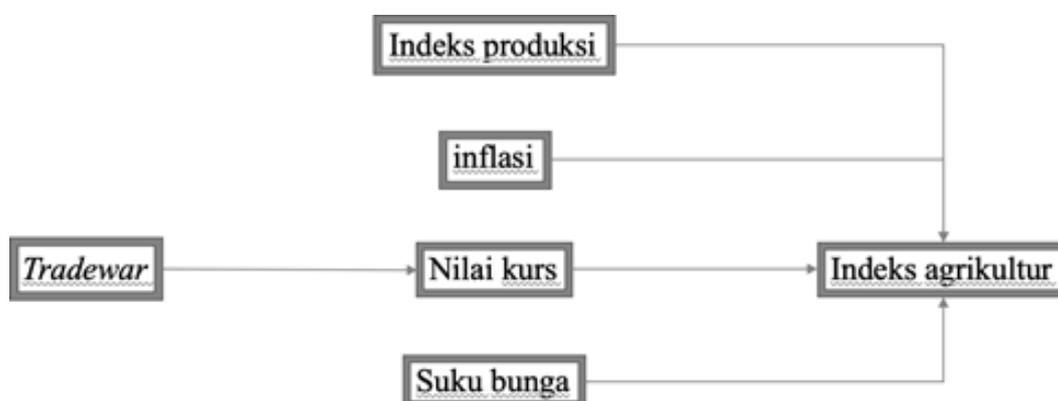
Indeks Produksi

Indeks produksi adalah salah satu indikator ekonomi yang menghitung output produksi dari berbagai jenis industri. Indeks produksi berkaitan dengan jumlah *Gross Domestic Product* (GDP) yang dihasilkan suatu negara. Semakin tinggi indeks produksi maka semakin tinggi juga GDP yang dihasilkan dan begitu pula sebaliknya.

Faktor-faktor yang sudah dibahas diatas memengaruhi pertumbuhan ekonomi dalam konteks makroekonomi yang juga merupakan variabel kontrol yang dipakai dalam penelitian ini.

Kerangka Penelitian

Selama perang dagang dimulai hingga saat ini, nilai kurs rupiah terhadap dollar melemah dan mencapai titik terendah pada bulan Oktober 2018 yaitu mencapai nilai sekitar 15.000 rupiah per 1 dollar Amerika. Hal ini mengindikasikan adanya hubungan antara sentimen perang dagang dengan nilai kurs. Selanjutnya, nilai kurs tersebut seperti pada penelitian Utomo, Wulandari, Narmaditya, Handayati, & Ishak (2019) dan Purnawati & Nyoman (2013) menunjukkan bahwa nilai kurs mempunyai hubungan negatif terhadap indeks saham.



Gambar 2. Kerangka Penelitian

Selain nilai kurs, indeks saham juga dipengaruhi oleh faktor ekonomi makro lainnya seperti indeks produksi, inflasi, dan tingkat suku bunga sebagai variabel kontrol pada studi ini. Maka dari itu, variabel-variabel ekonomi makro beserta isu perang dagang yang diinstrumenkan dengan nilai kurs akan dianalisis secara statistik dengan tujuan mengetahui hubungan atau pengaruhnya terhadap indeks.

METODOLOGI

Jenis Penelitian

Penelitian menurut Sugiyono (2015) adalah suatu cara ilmiah untuk memperoleh data dengan tujuan atau kegunaan tertentu seperti memahami, memecahkan, dan mengantisipasi sebuah masalah. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif yang digunakan sebagai landasan untuk menganalisis secara konkrit atau empiris, terstruktur, rasional dan sistematis (Sugiyono, 2017). Di samping itu, penelitian ini juga hendak menunjukkan hubungan antar variabel independent dan variabel dependent dimana data-data yang dikumpulkan berbentuk angka dan hasil penelitian ini didapatkan dari hasil analisis statistika.

Metode Penelitian

Metode penelitian yang digunakan pada studi ini menggunakan metode penelitian kausal yang menjelaskan hubungan antara variabel-variabel yang memengaruhi hipotesis. Menurut Sugiyono (2017), penelitian kausal menunjukkan hubungan sebab akibat antara satu variabel dengan variabel lainnya. Penelitian ini juga akan menjelaskan mengenai adanya hubungan interaktif atau timbal balik antara variabel yang akan diteliti, dan sejauh mana hubungan tersebut saling memengaruhi.

Selanjutnya metode penelitian ini menggunakan teknik pengolahan data dengan *Two Stage Least Square* (TSLS). Menurut Brooks (2008), TSLS merupakan salah satu metode regresi yang termasuk ke dalam kelompok analisis persamaan struktural dan merupakan perluasan dari metode OLS (*Ordinary Least Square*) yang biasa digunakan dalam perhitungan analisis

regresi. TSLS digunakan dalam kondisi dimana terdapat korelasi antara error yang dihasilkan dalam model dengan variabel bebasnya. TSLS sesuai dengan namanya memiliki 2 tahap sebagai bentuk perluasan dari metode OLS untuk menyelesaikan persamaan sehingga tidak bias (Brooks, 2008).

Langkah pertama adalah dengan menggunakan metode OLS, variabel endogen eksplanatori diregresikan terhadap variabel instrumen. Hal ini dilakukan untuk mendapatkan variabel eksogen yang tidak bias. Pada studi ini langkah pertama adalah dengan meregresikan nilai kurs dengan perang dagang. Langkah kedua adalah meregresikan variabel endogen terhadap variabel endogen eksplanatori yang sudah tidak bias bersama variabel lainnya. Pada studi ini langkah kedua adalah meregresikan indeks agrikultur dengan nilai kurs yang sudah dipengaruhi oleh perang dagang sebelumnya.

Model Penelitian

Pada studi ini, model persamaan untuk menjawab apakah variabel terikat yaitu indeks harga saham sektor agrikultur dipengaruhi oleh variabel bebas yaitu nilai tukar, indeks produksi, inflasi, suku bunga, dan sentimen isu perang dagang. Persamaan model penelitian yang digunakan untuk menganalisis indeks saham sektor agrikultur adalah sebagai berikut:

$$E_t = \delta + \psi TW_t + \mu_t \quad (1)$$

$$Y_t = \alpha + \beta E_t + \theta X_t + e_t \quad (2)$$

Keterangan:

Y : indeks sektor agrikultur
 E : nilai kurs
 TW : dummy perang dagang
 α dan δ : konstanta
 β , θ , dan ψ : koefisien regresi
 e dan u : error

Konstruksi dari model studi ini terlebih dahulu mengasumsikan bahwa indeks agrikultur dan nilai tukar memiliki persamaan simultan yang saling memengaruhi satu sama lain (hubungan dua arah). Maka dari itu, penelitian ini tidak menggunakan metode *Ordinary Least Square* (OLS) karena metode tersebut hanya

menggambarkan pengaruh satu arah saja sehingga apabila digunakan, metode tersebut akan menghasilkan perhitungan yang tidak konsisten dan bias. Solusi untuk membahas penelitian ini adalah dengan menggunakan metode TSLS. Model persamaan seperti di atas terbentuk dari persamaan regresi linear berganda. Persamaan regresi berfungsi untuk menganalisis sejauh mana pengaruh satu atau beberapa variabel terhadap suatu variabel lainnya. Persamaan regresi berganda sebenarnya sama dengan persamaan regresi biasa, namun persamaan regresi berganda memiliki variabel bebas lebih dari satu.

Konstruksi dari model penelitian ini juga digunakan untuk menjelaskan bahwa sebelum nilai kurs memengaruhi indeks saham agrikultur, nilai kurs tersebut lebih dahulu dipengaruhi oleh perang dagang. Menurut Levitt (1995), terdapat persamaan simultan antara jumlah polisi dan tingkat kejahatan. Untuk itu, dalam meneliti hubungan antara jumlah polisi dengan tingkat kejahatan diperlukan variabel lain yang tidak berhubungan dengan kejahatan tetapi memengaruhi jumlah polisi yaitu periode pemilihan walikota. Hal tersebut diperlukan karena dalam persamaan simultan, hubungan jumlah polisi terhadap tingkat kejahatan akan menghasilkan hubungan yang tidak konsisten dan bias sehingga diperlukan variabel tambahan yang disebut variabel instrumen untuk menghasilkan hubungan yang tidak bias.

Maka dari itu studi ini menggunakan model penelitian yang telah dilakukan oleh Levitt (1997) dikarenakan model tersebut sesuai dengan model yang akan digunakan untuk meneliti hubungan antara indeks saham agrikultur dengan perang dagang sebagai yang diinstrumenkan dengan nilai kurs.

Hipotesis Penelitian

Berdasarkan model penelitian yang menggunakan persamaan regresi berganda, hipotesis pada studi ini dijelaskan seperti berikut ini.

- H_0 = tidak terdapat pengaruh antara nilai kurs yang telah diinstrumenkan dengan indeks saham agrikultur

- H_1 = terdapat pengaruh negatif antara nilai kurs yang telah diinstrumenkan dengan indeks saham agrikultur

Pengujian hipotesis ini dapat dilakukan setelah model persamaan diregresikan dan diperoleh nilai p nya. Apabila nilai p nya lebih kecil dari nilai $\alpha=0,05$, maka tolak H_0 yang berarti hipotesis pada studi ini yaitu terdapat pengaruh negatif antara nilai kurs yang telah diinstrumenkan dengan indeks saham agrikultur dapat diterima.

Variabel Penelitian

Variabel dalam penelitian berfungsi untuk mengamati gejala yang menjadi fokus peneliti. Menurut Sugiyono (2007), variabel dapat disebut sebagai atribut dari kumpulan orang atau objek yang mempunyai variasi antara satu dengan yang lain dalam kelompok tersebut. Dalam penelitian, umumnya terdapat variabel independent dan variabel dependent. Variabel independent yang disebut juga variabel bebas merupakan penyebab timbulnya atau berubahnya variabel dependent atau terikat sehingga variabel independent akan memengaruhi variabel dependent.

Pada penelitian ini nilai kurs, indeks produksi, inflasi, dan suku bunga merupakan variabel independent (bebas). Sebaliknya, variabel terikat adalah variabel yang dipengaruhi atau sebagai akibat dari adanya variabel bebas. Variabel terikat merupakan variabel yang menjadi fokus utama untuk diteliti yaitu indeks harga saham sektor agrikultur. Lalu, nilai kurs dapat disebut sebagai *endogenous variable* yang artinya nilai kurs, indeks produksi, inflasi, dan suku bunga sebagai variabel dependen dapat menjadi variabel independent pada persamaan yang lain dan memengaruhi variabel dependent-nya.

Lalu, pada penelitian ini juga terdapat variabel instrumen yaitu perang dagang yang memengaruhi nilai kurs dahulu sebelum nilai kurs tersebut memengaruhi indeks saham sektor agrikultur (tidak secara langsung memengaruhi indeks saham agrikultur). Variabel instrumen menurut Wooldridge (2013) adalah variabel endogen pada persamaan simultan yang dipengaruhi oleh variabel lain diluar persamaan simultan tersebut. Variabel instrumen (perang

dagang) merupakan variabel independent dari endogenous variable (nilai kurs) yang juga memengaruhi variabel dependent pada model penelitian (indeks saham agrikultur). Endogenous variable adalah suatu variabel independen pada suatu persamaan struktural yang dapat menjadi variabel dependen pada persamaan lain, hal tersebut dikarenakan adanya variabel instrumen yang muncul pada model penelitian.

Post Estimation Test

Setelah meregresikan kedua persamaan tersebut, berikut terdapat empat tes pengujian statistik untuk mendukung apakah model penelitian pada studi ini dapat dikatakan konsisten dan tidak bias.

1. Uji Identifikasi

Menurut Gurajati (2016), agar suatu persamaan dalam suatu sistem persamaan simultan dengan metode persamaan tertentu dapat teridentifikasi, jumlah predetermined variables yang terdapat dalam persamaan tersebut tidak boleh lebih kecil dari jumlah variabel endogen yang terdapat dalam persamaan tersebut dikurangi satu. Identifikasi diperlukan untuk mengetahui bagaimana cara menyelesaikan sistem persamaan simultan yang ada, atau apakah suatu persamaan simultan ada penyelesaiannya atau tidak. Maka dari itu, pengujian ini bertujuan untuk menguji apakah metode TSLS yang digunakan sesuai dengan model pada studi ini. Berikut adalah persamaan yang dapat dirumuskan berdasarkan pernyataan di atas.

$$K-k=m-1 \quad (3)$$

Keterangan:

M : Jumlah variabel endogen dalam model penelitian.

m : Jumlah variabel endogen dalam sistem persamaan tertentu.

K : Predetermined variable dalam sistem persamaan simultan (seluruh variabel pada model penelitian).

k : Predetermined variable dalam sistem persamaan tertentu (variabel endogen yang telah ditentukan pada persamaan tertentu).

Selanjutnya, terdapat 3 kriteria sebagai berikut yang digunakan untuk menentukan persamaan simultan tersebut. Kriteria tersebut berfungsi untuk mengetahui metode apa yang tepat untuk menyelesaikan suatu sistem persamaan.

- Jika $K-k = m-1$, maka persamaan tersebut disebut just identified dan dapat diselesaikan dengan metode *Indirect Least Square (ILS)*.
- Jika $K-k > m-1$, maka persamaan tersebut disebut sebagai *overidentified* dan dapat diselesaikan dengan metode *Two Stage Least Square (TSLS)*.
- Jika $K-k < m-1$, maka persamaan tersebut disebut sebagai *underidentified* atau tidak dapat diidentifikasi.

2. Uji Koefisien Determinasi

Pengujian kedua ini dilakukan untuk mengukur kemampuan sebuah model dalam menerangkan variasi variabel dependen yang dapat diukur dengan menggunakan koefisien determinasi (R^2). Hasil R^2 didapatkan setelah persamaan utama pada studi ini diregresikan. Hasil R^2 yang mungkin didapatkan adalah diantara $0 < R^2 < 1$, namun hasil nilai R^2 mendekati satu adalah hasil yang paling diharapkan karena hasil tersebut dapat menjelaskan bahwa variabel-variabel independen sudah dapat memberi informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variabel dependen. Maka dari itu persamaan yang digunakan untuk pengujian koefisien determinasi adalah $0 < R^2 < 1$.

3. Uji Multikolinearitas

Uji Multikolinearitas berfungsi untuk melihat hubungan linear atau korelasi antara beberapa variabel independen atau semua variabel independen dalam model regresi. Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi di antara variabel bebas sehingga tidak terjadi bias saat proses pengambilan keputusan mengenai pengaruh parsial masing-masing variabel.

Pengujian ini dilakukan dengan membandingkan nilai R^2 pada persamaan regresi utama (meregresikan indeks agrikultur terhadap seluruh variabel dependen) dengan nilai R^2 pada regresi persamaan variabel dependen secara

parsial. Hasil yang diharapkan pada pengujian ini adalah jika R^2 regresi persamaan utama lebih besar dari R^2 regresi parsial variabel-variabel independen.

4. *The Hausman Test for Endogeneity*

Pengujian ini dilakukan untuk mendeteksi endogenitas antara variabel-variabel dependen pada metode TSLS atau dengan kata lain pengujian ini dilakukan untuk meneliti apakah terdapat hubungan simultan antar variabel dependen dalam model penelitian yaitu antara indeks saham agrikultur dengan nilai kurs. Adanya endogenitas dalam suatu persamaan regresi mengakibatkan penggunaan metode OLS tidak dapat digunakan, dan metode TSLS merupakan metode yang tepat sebagai solusinya. Masalah endogenitas terjadi saat sebuah variabel baik itu yang diobservasi dan tidak diobservasi, yang tidak terdapat pada model penelitian, berkorelasi terhadap variabel-variabel pada model tersebut. Pada studi ini, variabel nilai kurs berkorelasi dengan perang dagang pada persamaan regresi. Pengujian endogenitas dapat dilakukan menggunakan uji tes DWH (*Durbin-Wu-Hausman Test*).

Langkah dalam pengujian ini adalah meregresikan persamaan pertama antara nilai kurs dengan perang dagang terlebih dahulu untuk mendapatkan nilai residualnya, lalu nilai residual tersebut dapat diregresikan dengan persamaan simultan antara indeks saham agrikultur dengan nilai kurs dan variabel-variabel kontrol lainnya. Maka setelah itu hasil regresi persamaan pertama dengan nilai residual akan menghasilkan nilai p value. Semakin kecil nilai p maka semakin tidak konsisten hasilnya apabila model penelitian menggunakan metode OLS. Oleh sebab itu nilai p value yang lebih dari 0 merupakan nilai yang diharapkan pada pengujian endogenitas ini. Dengan kata lain, penggunaan metode TSLS pada studi ini tepat apabila nilai p tersebut semakin mendekati nilai 0.

Sumber Data

Jenis data yang digunakan adalah data sekunder bulanan yang berdasarkan deret waktu (*time series*) periode Januari 2015 hingga Juni

2019. Sumber data yang digunakan bersumber dari laporan statistik bulanan IDX, laporan inflasi Bank Indonesia, laporan BI 7-day repo rate, laporan nilai tukar mata uang asing terhadap rupiah, berita *Business Insiders*, dan laporan lain yang berkaitan dengan penelitian ini. Data yang digunakan dalam penelitian ini selengkapnya adalah sebagai berikut:

- Data indeks saham agrikultur merupakan data yang tersedia pada laporan statistik bulanan IDX (*Indonesia Stock Exchange*).
- Data inflasi bersumber dari laporan inflasi Bank Indonesia.
- Data indeks produksi industri bersumber dari *The Special Data Dissemination Standard* yang dipublikasikan oleh Bank Indonesia.
- Data suku bunga bersumber dari laporan BI *7-day repo rate*.
- Data nilai tukar bersumber dari laporan Kementerian Perdagangan mengenai nilai tukar mata uang asing terhadap rupiah.
- Data *dummy trade war* bersumber dari berita *Business Insiders* mengenai *timeline* ketika tensi perang dagang antara Amerika Serikat dengan Cina meningkat.

Penelitian Terdahulu

Berdasarkan apa yang telah dibahas sebelumnya, Menurut Lako (2019), volatilitas atau pergerakan harga saham dapat dipengaruhi oleh faktor-faktor makroekonomi seperti nilai tukar, kondisi ekonomi global, pertumbuhan ekonomi, dan inflasi. Selain harus mempertimbangkan faktor internal, investor juga sebaiknya memperhatikan faktor ekonomi makro seperti nilai tukar, inflasi, tingkat suku bunga, indeks produksi, dan juga kondisi ekonomi dunia (sentimen atau isu global). Faktor-faktor tersebut tentunya memiliki pengaruh yang berbeda-beda terhadap harga saham atau indeks saham tertentu. Lebih lanjut, untuk melihat hubungan antara faktor makroekonomi terhadap indeks saham agrikultur sebagai fokus utama penelitian, maka dapat digunakan model persamaan regresi linear berganda dengan metode *Two Stage Least Square* (TSLS) seperti pada penelitian yang dilakukan oleh Levitt (1997).

Pada penelitian yang dilakukan oleh Utomo, Wulandari, Narmaditya, Handayati, & Ishak (2019), nilai tukar, inflasi, dan tingkat suku bunga memiliki pengaruh negatif terhadap Indeks Saham LQ45. Lalu pada penelitian yang dilakukan oleh Adebola & Prasetyo (2017), indeks produksi memiliki pengaruh positif terhadap Indeks Saham LQ45. Berdasarkan

literatur dan studi serupa yang telah dibahas sebelumnya, terlampir tinjauan penelitian-penelitian terdahulu mengenai topik hubungan faktor-faktor makroekonomi terhadap harga saham atau indeks saham dengan menggunakan model regresi linear berganda pada tabel 2 di bawah ini.

Tabel 2. Penelitian Terdahulu

| No | Penulis | Judul Penelitian | Tujuan Penelitian | Hasil Penelitian | Tahun |
|----|---|--|--|--|-------|
| 1 | I Gusti Ayu Purnamawati, Desak Nyoman Sri Werastuti | Pengaruh Faktor Fundamental Ekonomimakro Terhadap Harga Saham LQ45 (Purnamawati & Werastuti, 2013) | Untuk mengetahui bagaimana pengaruh fundamental ekonomimakro terhadap harga saham perusahaan terdaftar di Index LQ45 | Pertumbuhan ekonomi, nilai kurs, dan tingkat suku bunga memiliki pengaruh negatif harga saham LQ 45, sedangkan inflasi memiliki pengaruh positif terhadap harga saham LQ 45 | 2013 |
| 2 | Nurwani | Analisis Pengaruh Inflasi, Nilai Tukar Rupiah, Dan Suku Bunga SBI Terhadap Pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan DI Bursa Efek Indonesia (Nurwani, 2016) | Untuk melihat bagaimana pengaruh inflasi, nilai tukar, dan suku bunga SBI terhadap IHSG | Inflasi berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap pergerakan IHSG, nilai tukar berpengaruh positif dan signifikan terhadap pergerakan IHSG, suku bunga berpengaruh negatif dan signifikan terhadap pergerakan IHSG | 2016 |
| 3 | Adenike Adebola dan Dadang Prasetyo | <i>The Impact of Macroeconomic Variables on an Emerging Economy Stock Market: Evidence from Jakarta Composite Index, Indonesia.</i> (Adebola & Prasetyo, 2017) | Untuk melihat pengaruh variabel-variabel makroekonomi terhadap indeks gabungan harga saham indonesia. | Untuk jangka panjang suku bunga dan inflasi berpengaruh negatif terhadap indeks saham sedangkan nilai tukar dan indeks produksi berpengaruh positif terhadap indeks saham | 2017 |
| 4 | Sugeng Hadi Utomo, Dwi Wulandari, Bagus Shandy Narmaditya, Puji Handayati, Suryati Ishak. | <i>Macroeconomic Factors And LQ45 Stock Price Indeks: Evidence From Indonesia</i> (Utomo, Wulandari, Narmaditya, Handayati, & Ishak, 2019) | Untuk melihat pengaruh variabel-variabel makroekonomi terhadap indeks LQ45 | Untuk jangka panjang nilai tukar, tingkat suku bunga, dan inflasi memiliki pengaruh negatif terhadap indeks LQ45 sedangkan untuk jangka pendek nilai tukar dan inflasi berpengaruh negatif pada dan suku bunga BI berpengaruh positif indeks LQ45 | 2019 |
| 5 | Bayram Veli Salur | <i>Investor Sentiment In The Stock Market</i> (Salur, 2013) | Untuk mengetahui bagaimana indikator sentimen mempengaruhi return saham di US | Sentimen investor mempengaruhi return saham khususnya pada direct indicators (hasil survey untuk menilai sentimen). Sedangkan untuk individual dan institutional indicators tidak berpengaruh signifikan karena keduanya memiliki level ekpektasi yang berbeda terhadap pasar. | 2013 |

HASIL PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan persamaan regresi linear berganda dengan mengaplikasikan metode *Two Stage Least Square* (TSLS) untuk mengetahui bagaimana hubungan perang dagang terhadap indeks saham agrikultur Indonesia. Adapun model persamaan regresi seperti berikut ini.

$$E_t = \delta + \psi TW_t + \mu_t \quad (1)$$

$$Y_t = \alpha + \beta E_t + \theta X_t + e_t \quad (2)$$

Persamaan pertama merupakan persamaan endogenous variable dengan variabel instrumen dimana salah satu variabel dependen persamaan kedua diinstrumenkan terhadap persamaan pertama ini. Sedangkan persamaan kedua merupakan persamaan utama pada studi ini. Berikut adalah tabel hasil regresi dari kedua persamaan di atas.

. reg nilaikurs tradewar

| Source | SS | df | MS | Number of obs | = | 54 |
|----------|------------|----|------------|---------------|---|--------|
| Model | .032969846 | 1 | .032969846 | F(1, 52) | = | 32.25 |
| Residual | .053158738 | 52 | .001022283 | Prob > F | = | 0.0000 |
| | | | | R-squared | = | 0.3828 |
| | | | | Adj R-squared | = | 0.3709 |
| Total | .086128584 | 53 | .001625068 | Root MSE | = | .03197 |

| nilaikurs | Coef. | Std. Err. | t | P> t | [95% Conf. Interval] |
|-----------|----------|-----------|---------|-------|----------------------|
| tradewar | .0636105 | .011201 | 5.68 | 0.000 | .0411341 .0860869 |
| _cons | 9.51108 | .0048201 | 1973.20 | 0.000 | 9.501407 9.520752 |

Gambar 3. Hasil Regresi Persamaan Pertama menggunakan SPSS

Tabel 3. Kesimpulan Hasil Regresi Persamaan Pertama

| | Nilai Kurs |
|------------------|-------------------------|
| Perang dagang | 0,0636105*** (0,000) |
| R ² | 0,3828 |
| Prob>F | 0,000 |
| Jumlah Observasi | 54 |

Sumber: data diolah menggunakan Stata 14.2

Keterangan: variabel perang dagang dalam penelitian ini merupakan dummy variabel.

* : p < 0,1 (signifikan pada taraf 10%)

** : p < 0,05 (signifikan pada taraf 5%)

*** : p < 0,01 (signifikan pada taraf 1%)

Berdasarkan hasil regresi pada persamaan pertama pada gambar 3 dan tabel 3, terlihat bahwa perang dagang memengaruhi nilai kurs. Hal tersebut dapat diidentifikasi dengan tanda bintang yang diberikan pada variabel tersebut setelah diregresikan. Nilai p dari variabel perang dagang adalah 0,0000. Karena nilai p lebih kecil dari 0,01, maka pengaruh perang dagang tersebut sangatlah signifikan terhadap nilai kurs. Variabel

perang dagang memiliki koefisien sebesar 0,06 yang artinya perang dagang tersebut memiliki pengaruh positif terhadap nilai kurs dimana ketika tensi perang dagang sedang memanas pada waktu tertentu maka nilai kurs (nilai dollar AS terhadap rupiah) akan semakin tinggi pula dan begitu juga sebaliknya.

Setelah persamaan pertama telah diregresikan, variabel nilai kurs yang telah diinstrumenkan dengan perang dagang akan dilihat pengaruhnya terhadap indeks saham agrikultur bersama dengan variabel-variabel kontrol lainnya. Berdasarkan hasil regresi persamaan kedua pada tabel 2 di atas, nilai kurs yang telah diinstrumenkan dengan perang dagang memiliki pengaruh yang paling signifikan dengan nilai koefisien sebesar (-) 2.193. Konstanta yang negatif artinya nilai kurs yang telah diinstrumenkan dengan perang dagang tersebut

memiliki hubungan yang bertolak belakang dengan indeks saham agrikultur.

. ivreg indeksa (nilaikurs=tradewar) sukubunga indeksproduksi inflasi, robust

```
Instrumental variables (2SLS) regression      Number of obs   =      54
                                             F(4, 49)       =     13.01
                                             Prob > F       =     0.0000
                                             R-squared     =     0.6595
                                             Root MSE     =     .07251
```

| indeksa | Robust | | | | | |
|----------------|----------|-----------|-------|-------|----------------------|-----------|
| | Coef. | Std. Err. | t | P> t | [95% Conf. Interval] | |
| nilaikurs | -2.1934 | .7566387 | -2.90 | 0.006 | -3.713922 | -.6728772 |
| sukubunga | .0075877 | .0139222 | 0.55 | 0.588 | -.0203901 | .0355655 |
| indeksproduksi | .0803998 | .501361 | 0.16 | 0.873 | -.9271229 | 1.087923 |
| inflasi | .0220493 | .0111604 | 1.98 | 0.054 | -.0003784 | .0444771 |
| _cons | 27.8081 | 5.200004 | 5.35 | 0.000 | 17.3583 | 38.25791 |

Instrumented: nilaikurs

Instruments: sukubunga indeksproduksi inflasi tradewar

Gambar 4. Hasil Regresi Persamaan Kedua menggunakan SPSS

Namun sebaliknya, variabel-variabel kontrol lainnya memiliki pengaruh yang tidak signifikan dan berpengaruh positif terhadap indeks saham agrikultur. Besarnya pengaruh (tingkat signifikan) variabel bebas dalam memengaruhi variabel terikat juga dapat dilihat dari jumlah nilai p yang dihasilkan variabel tersebut saat diregresikan. Nilai p yang dihasilkan dari nilai kurs yang telah diinstrumenkan dengan perang dagang adalah sebesar 0,006, yang berarti nilai kurs tersebut memiliki pengaruh signifikan dengan $p < 0,01$ (yang dilambangkan dengan 3 bintang). Maka dari itu, dari hasil nilai p yang lebih kecil dari nilai $\alpha=0,05$, pada pengujian hipotesis, H_0 dapat ditolak dan hipotesis pada studi ini dapat diterima yaitu bahwa terdapat pengaruh negatif antara nilai kurs yang telah diinstrumenkan dengan indeks saham agrikultur.

Tabel 4. Hasil Regresi Persamaan Kedua

| | Indeks Saham Agrikultur |
|-------------------------------------|---------------------------|
| Nilai kurs (setelah diinstrumenkan) | (-) 2.1934 *** (0,006) |
| Suku bunga | 0,007587 (0,588) |
| Indeks produksi | 0,0803998 (0,873) |
| Inflasi | 0,0220493 (0,054) |
| Konstanta | 27,8081 (0,0) |
| R ² | 0,6595 |
| Prob>F | 0,000 |
| Jumlah Observasi | 54 |

Sumber: data diolah menggunakan Stata 14.2

Keterangan: variabel perang dagang dalam penelitian ini merupakan dummy variabel.

* : $p < 0,1$ (signifikan pada taraf 10%)

** : $p < 0,05$ (signifikan pada taraf 5%)

*** : $p < 0,01$ (signifikan pada taraf 1%)

Hasil Post Estimation Test

1. Uji Identifikasi

Untuk menentukan apakah metode penggunaan TSLS adalah metode yang tepat pada penelitian ini, maka perlu adanya proses identifikasi pada model penelitian. Penggunaan metode TSLS dinyatakan tepat untuk penelitian ini ketika hasil identifikasi menunjukkan *overidentified*.

$$K - k = m - 1$$

Berikut merupakan perhitungan identifikasi berdasarkan rumus di atas.

- Persamaan 1: $E_t = \delta + \psi TW_t + \mu_t$
 $6 - 4 > 2 - 1 = \textit{overidentified}$
- Persamaan 2: $Y_t = \alpha + \beta E_t + \theta X_t + e_t$
 $6 - 2 > 2 - 1 = \textit{overidentified}$

2. Uji Koefisien Determinasi

Pengujian kedua ini dilakukan untuk mengukur kemampuan sebuah model dalam menerangkan variasi variabel dependen yang dapat diukur dengan menggunakan koefisien determinasi (R²). Hasil R² didapatkan setelah persamaan utama pada studi ini diregresikan. Hasil R² yang mungkin didapatkan adalah diantara $0 < R^2 < 1$, namun hasil nilai R² mendekati satu adalah hasil yang paling diharapkan karena hasil tersebut dapat menjelaskan bahwa variabel-variabel independen sudah dapat memberi informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variabel dependen. Nilai R² yang didapatkan pada hasil regresi pada gambar 4 diperoleh sebesar 0,6595

3. Uji Multikolinearitas

Hasil Uji Multikolinearitas adalah sebagai berikut.

1. Regresi persamaan utama: $R^2 = 0,6673$
2. Regresi antara indeks agrikultur dengan indeks produksi: $R^2 = 0,3917$
3. Regresi antara indeks agrikultur dengan nilai kurs: $R^2 = 0,5747$
4. Regresi antara indeks agrikultur dengan suku bunga: $R^2 = 0,0853$

5. Regresi antara indeks agrikultur dengan inflasi: $R^2 = 0,2938$
6. Regresi antara indeks agrikultur dengan perang dagang: $R^2 = 0,2942$

4. The Hausman Test for Endogeneity

Pengujian ini dilakukan dengan tujuan untuk melihat apakah terdapat masalah endogenitas pada model penelitian. Langkah pertama adalah meregresikan nilai kurs dengan perang dagang. Setelah itu, nilai residual dari hasil regresi pertama disimpan untuk digunakan pada langkah kedua. Pada langkah kedua, nilai kurs diregresikan terhadap nilai residual tersebut dan dengan variabel-variabel kontrol lainnya seperti suku bunga, inflasi, dan indeks produksi.

Maka setelah kedua langkah telah dilakukan, nilai p value dari hasil *The Hausman Test for Endogeneity* diperoleh dan menunjukkan nilai p sebesar 0,0078. Nilai p yang dihasilkan tersebut sesuai dengan syarat tes ini yaitu bahwa nilai p sebaiknya semakin mendekati nilai 0.

PEMBAHASAN

Pengaruh Nilai Kurs Terhadap Indeks Saham Agrikultur

Berdasarkan hasil regresi persamaan pada model penelitian, hanya variabel nilai kurs yang memiliki pengaruh yang paling signifikan terhadap nilai indeks saham agrikultur dengan nilai koefisien sebesar (-) 2,193 dan juga menghasilkan nilai yang signifikan sebesar $p < 0,01$. Interpretasi dari nilai koefisien yang diperoleh nilai kurs adalah bahwa setiap kenaikan nilai kurs sebesar 1 persen akan menurunkan nilai indeks saham agrikultur sebesar 2,193. Nilai kurs tersebut memengaruhi nilai indeks saham agrikultur secara negatif (bertolak belakang).

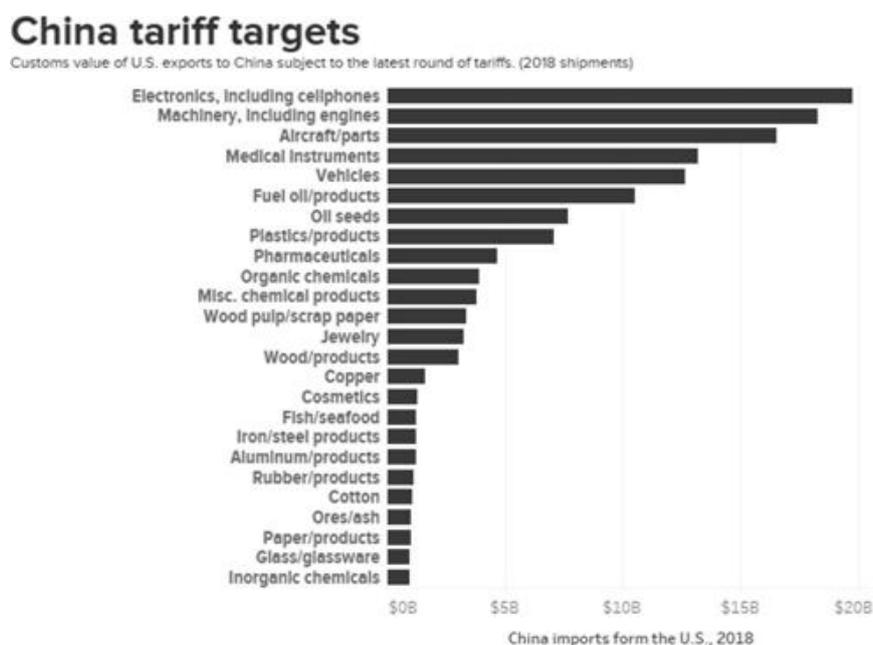
Ketika nilai kurs meningkat, maka nilai indeks saham agrikultur menurun. Hasil tersebut sesuai dengan penelitian yang telah dilakukan Purnamawati & Werastuti (2013). Nilai p yang dihasilkan yaitu sebesar 0,006 menyatakan bahwa hipotesis pada penelitian ini yaitu terdapat

pengaruh negatif antara nilai kurs yang telah diinstrumenkan dengan indeks saham agrikultur diterima dengan menolak H_0 . Hal tersebut disebabkan penelitian ini memenuhi syarat pengujian hipotesis dengan nilai p sebesar 0,006 yang memiliki nilai yang lebih kecil dari nilai $\alpha=0,05$.

Pada hasil regresi tersebut, nilai kurs dapat memengaruhi indeks saham agrikultur secara cukup signifikan karena terjadi penurunan jumlah ekspor minyak kelapa sawit di Indonesia pada tahun 2018 dibandingkan pada tahun 2017 sebelum terjadi perang dagang, hal tersebut dapat dilihat pada gambar 4.1 di atas. Penurunan jumlah ekspor kelapa sawit sebagai komoditas ekspor non-migas terbesar Indonesia sangat berpengaruh terhadap nilai rupiah karena jika terjadi penurunan

jumlah ekspor kelapa sawit maka neraca perdagangan Indonesia dapat menurun. Oleh karena itu, penurunan neraca perdagangan yang merupakan salah satu indikator perubahan nilai kurs dapat membuat nilai rupiah melemah.

Secara singkat jumlah ekspor kelapa sawit dapat memengaruhi permintaan atas mata uang negara eksportir (rupiah) karena dalam dinamika ekspor terjadi pertukaran antara mata uang negara tujuan dengan mata uang negara eksportir. Jika nilai ekspor Indonesia lebih besar daripada nilai impornya (surplus neraca perdagangan), maka permintaan rupiah sebagai nilai tukar dalam perdagangan akan semakin dibutuhkan dan rupiah akan menguat terhadap mata uang yang menjadi tujuan ekspornya tersebut. Namun, Indonesia masih mengalami defisit perdagangan yang salah



Gambar 5. Produk Cina yang Dikenakan Tarif Impor Amerika Serikat
Sumber: (CNBC, 2019)

satunya disebabkan oleh penurunan ekspor CPO sehingga nilai rupiah semakin terdepresiasi.

Iklm investasi pasar modal sangat terpengaruh oleh fluktuasi nilai tukar rupiah terhadap mata uang asing. Hal ini disebabkan banyaknya perusahaan di Indonesia yang sudah *go public* masih mengandalkan bahan baku impor dari luar negeri sehingga perusahaan-perusahaan ini akan menerima dampak negatif apabila mata uang rupiah terdepresiasi atau mengalami pelemahan terhadap mata uang dollar AS. Pada perusahaan-perusahaan yang memproduksi kelapa

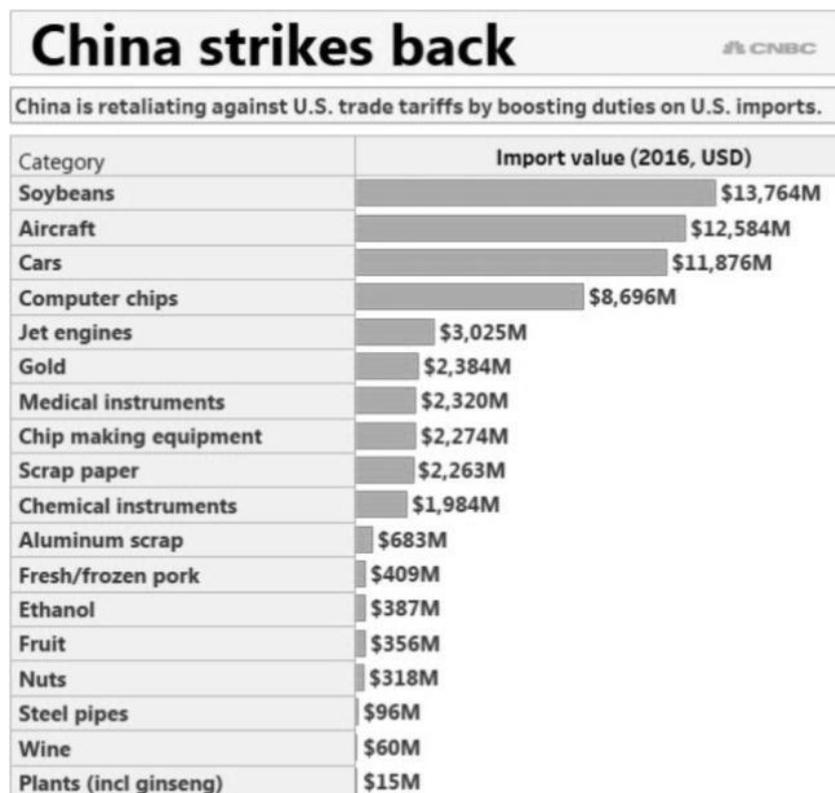
sawit, mereka melakukan impor untuk membeli mesin-mesin, peralatan, dan bahan baku untuk kegiatan produksi. Kenaikan biaya impor akan mengurangi tingkat keuntungan perusahaan dan perusahaan dapat semakin terbebani dengan pembayaran impor tersebut ketika rupiah semakin melemah.

Profitabilitas yang kurang baik dari perusahaan-perusahaan tersebut yang tercermin pada laporan keuangannya akan memengaruhi keputusan investor dalam menanamkan investasinya dalam bentuk pembelian saham.

Maka dari itu, masalah tersebut akan menurunkan kepercayaan investor untuk melakukan pembelian saham dan juga mendorong para investor (yang sudah memiliki saham pada perusahaan-perusahaan tersebut) untuk melakukan aksi jual terhadap saham-saham yang dimilikinya. Bila banyak investor yang menjual kepemilikan sahamnya, maka nilai saham perusahaan-perusahaan tersebut akan terdepresiasi dan tentu akan mendorong penurunan indeks harga saham pada sektor agrikultur.

Selain itu, perang dagang pun memengaruhi jumlah permintaan ekspor kelapa

sawit karena kondisi perdagangan antara AS dengan Cina sedang tidak kondusif akibat peningkatan kebijakan proteksionisme berupa peningkatan tarif perdagangan antara kedua negara yang mengakibatkan produktivitas kedua negara menurun. Bahkan kedua negara tersebut merupakan negara-negara tujuan ekspor kelapa sawit Indonesia yang cukup berarti khususnya Cina yang memiliki permintaan ketiga terbesar untuk produk minyak kelapa sawit setelah India dan Uni Eropa.



Gambar 6. Produk Amerika yang Dikenakan Tarif Impor Cina
Sumber: (Subiantoro, 2018)

Dalam perang dagang ini, AS dan Cina masing-masing mengeluarkan kebijakan peningkatan tarif impor yang dikenakan atas barang-barang tertentu yang masuk ke dalam wilayah antar kedua negara tersebut. Daftar barang-barang yang dikenakan tarif tinggi tersebut memiliki hubungan dengan permintaan minyak kelapa sawit dimana dalam daftar barang-barang tersebut terdapat barang produk hasil olahan CPO. Berikut merupakan daftar jenis barang-barang

yang dikenakan tarif perang dagang antara AS dengan Cina.

Berdasarkan kedua gambar tersebut, menurut CNBC (2019), produk Cina hasil pengolahan CPO yang diimpor oleh AS pada gambar 3 adalah produk kosmetik. Produk kosmetik dan kecantikan lainnya menggunakan sekitar 70% bahan dasar atau bahan baku dari minyak sawit dan produk turunannya, baik yang diperoleh dari buah maupun biji sawit sehingga permintaan produk kosmetik dapat memengaruhi

jumlah permintaan CPO. Sedangkan menurut CNBC Indonesia (2018), produk AS yang dikenakan tarif impor pada gambar 4 tidak menunjukkan adanya produk hasil pengolahan kelapa sawit. Peningkatan tarif impor produk kosmetik Cina yang disebabkan oleh AS akan memengaruhi kenaikan harga kosmetik buatan AS dan permintaan untuk produk kosmetik tersebut dapat menurun yang akhirnya mengakibatkan permintaan CPO sebagai bahan dasar pengolahannya akan menyesuaikan jumlah permintaan produk kosmetik tersebut. Oleh

karena itu, masalah tersebut dapat menyebabkan penurunan jumlah ekspor kelapa sawit Indonesia.

Akan tetapi, jumlah produksi kelapa sawit yang terus meningkat tidak dapat menyesuaikan penurunan ekspor kelapa sawit Indonesia. Berdasarkan Laporan Statistik Kelapa Sawit Indonesia Tahun 2018 yang dipublikasikan oleh Badan Pusat Statistik (BPS), pada setiap tahunnya terjadi perluasan perkebunan kelapa sawit di wilayah Indonesia yang menjadi faktor peningkatan produksi. Berikut merupakan grafik perkembangan lahan perkebunan kelapa sawit dan total produksinya



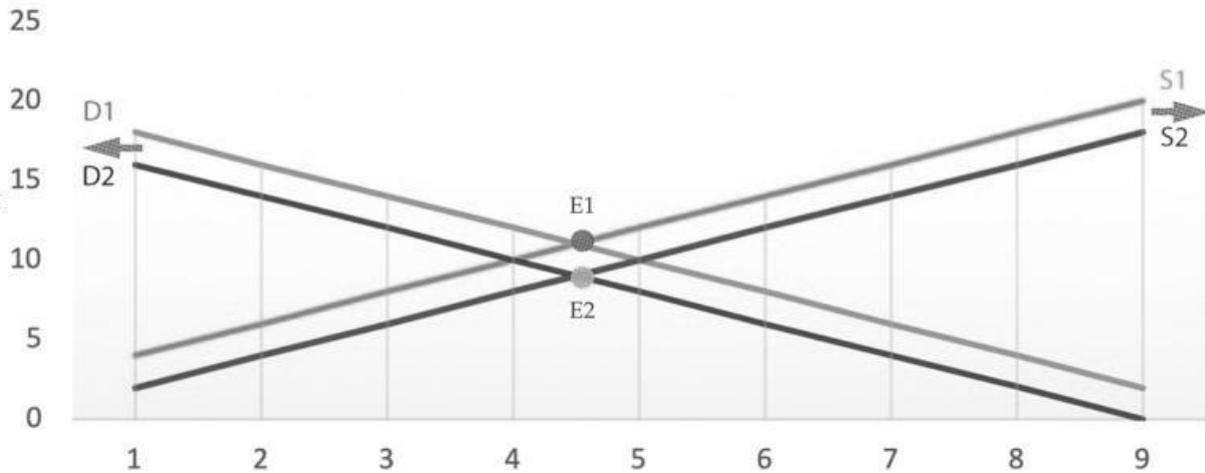
Gambar 7. Perluasan Lahan Perkebunan dan Produksi Kelapa Sawit Indonesia
Sumber: (Badan Pusat Statistik, 2019)

Terjadinya penurunan permintaan dan peningkatan produksi kelapa sawit khususnya pada periode berlangsungnya perang dagang pun dapat memengaruhi pergerakan harga sawit dunia. Selanjutnya berdasarkan data daftar saham pada situs IDX, indeks saham sektor agrikultur terdiri dari mayoritas perusahaan-perusahaan yang produk utamanya merupakan produk hasil perkebunan kelapa sawit atau *crude palm oil* (CPO). Maka dari itu, terjadinya penurunan permintaan dan peningkatan produksi kelapa sawit khususnya pada periode berlangsungnya perang

dagang pun dapat memengaruhi pergerakan harga sawit dunia yang merupakan indikator kondisi perdagangan CPO.

Berikut merupakan ilustrasi kondisi pergerakan harga CPO pada periode berlangsungnya perang dagang jika dikaitkan dengan hukum permintaan dan penawaran. Ilustrasi di bawah ini menjelaskan teori ekonomi mengenai titik ekuilibrium (harga pasar atau keseimbangan harga) di mana harga wajar suatu barang berada pada titik pertemuan antara kurva permintaan dan kurva penawaran (produksi).

Pergerakan Titik Ekuilibrium



Gambar 8. Ilustrasi Pergerakan Titik Ekuilibrium Komoditas CPO akibat Perang Dagang
Sumber: hasil pengolahan

Keterangan gambar:

- S1: Ilustrasi kurva penawaran sebelum perang dagang terjadi.
- S2: Ilustrasi kurva penawaran ketika perang dagang terjadi.
- D1: Ilustrasi kurva permintaan sebelum perang dagang terjadi.
- D2: Ilustrasi kurva permintaan ketika perang dagang terjadi.
- E1: Ilustrasi titik ekuilibrium sebelum perang dagang terjadi
- E2: Ilustrasi titik ekuilibrium setelah perang dagang terjadi.

Harga CPO sebelum perang dagang dimulai digambarkan oleh titik E1 yang merupakan titik potong atas kurva S1 yang menggambarkan tingkat produksi CPO dan D1 yang menggambarkan tingkat permintaan CPO. Ketika perang dagang berlangsung, kurva D1 bergeser ke kiri menjadi kurva D2 yang disebabkan oleh penurunan kuantitas permintaan CPO, sedangkan kurva S1 bergeser ke arah kanan yang diakibatkan oleh peningkatan luas lahan perkebunan kelapa sawit. Titik pertemuan pergeseran antara kedua kurva tersebut menghasilkan harga keseimbangan baru yaitu titik E2 yang menggambarkan kondisi perang dagang yang terjadi terhadap harga produk CPO. Perubahan titik keseimbangan dari E1 ke E2 mengindikasikan bahwa harga turun dengan jumlah kuantitas yang sama sehingga perang dagang dapat mengakibatkan penurunan harga CPO dunia. Bahkan harga CPO dapat semakin turun apabila tingkat produksinya semakin tinggi atau tingkat permintaannya semakin rendah (mengakibatkan penumpukan persediaan CPO atau dapat disebut *overproduction*).

Menurut Palm Oil Analytics (2015), pada gambar 9 dibawah ini, harga produk CPO dunia berdasarkan CIF Rotterdam terlihat menurun sejak tahun 2017 hingga bulan Juli 2019. Bahkan pada periode munculnya isu perang dagang sejak awal tahun 2018 hingga saat ini, harga CPO terlihat semakin menurun sepanjang tahun 2018 dan mencapai titik terendah pada bulan November 2018 sebesar 440 USD per metrik ton. Penurunan terbesar tersebut mencapai hampir sebesar 50 persen dibandingkan pada awal tahun 2017 dimana harga CPO masih sebesar 810 USD per metrik ton. Oleh karena itu, pengaruh perang dagang sepanjang tahun 2018 membuat permintaan akan CPO menurun yang mengakibatkan jumlah persediaan CPO meningkat sesuai ilustrasi yang dijelaskan pada gambar 8 di atas.

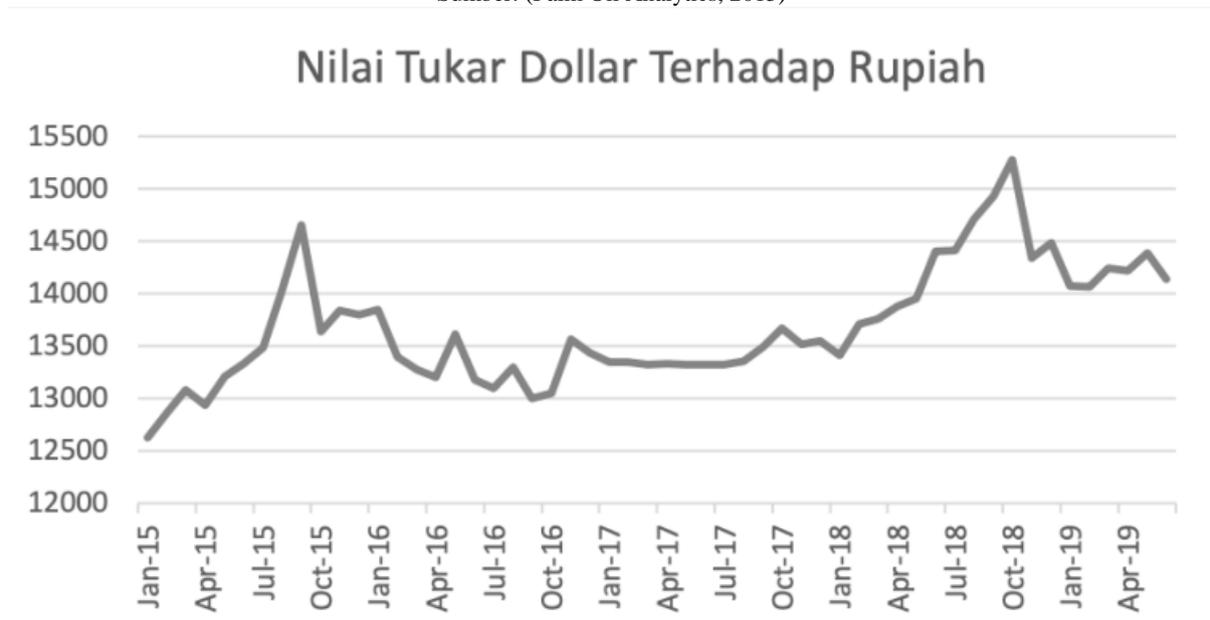
Sebenarnya perusahaan-perusahaan yang memproduksi produk kelapa sawit yang merupakan komoditas utama non-migas terbesar Indonesia untuk ekspor memiliki kesempatan untuk memperoleh keuntungan dalam penurunan

nilai rupiah ketika tensi perang dagang meningkat. Saat nilai tukar dollar AS terhadap rupiah semakin tinggi, maka pihak impor akan melakukan pembayaran dengan rupiah yang sudah ditukarkan tersebut sehingga pihak ekspor akan mendapatkan selisih nilai kurs sebagai keuntungan dalam aktivitas perdagangan tersebut.

Sepanjang tahun 2018, nilai rupiah semakin melemah hingga mencapai Rp 15.200 per dollar pada bulan Oktober 2018. Nilai tersebut merupakan nilai terendah rupiah selama 4 tahun belakangan ini. Berikut merupakan grafik nilai tukar dollar terhadap rupiah sejak Januari 2015 sampai Juni 2019.



Gambar 9. Harga CPO Dunia Berdasarkan CIF Rotterdam
Sumber: (Palm Oil Analytics, 2015)



Gambar 10. Grafik Nilai Tukar Dollar AS Terhadap Rupiah
Sumber : Hasil Pengolahan Data Sekunder

Perang dagang yang mengancam perlambatan perekonomian global tersebut tidak hanya memengaruhi nilai kurs tetapi perang

dagang juga menyebabkan menurunnya permintaan CPO untuk diekspor dan masalah tersebut semakin buruk saat harga CPO dunia

berdasarkan CIF Rotterdam semakin menurun sepanjang tahun 2018, sehingga efek negatif perang dagang tersebut melebihi efek positif yang diakibatkannya (penurunan harga CPO dunia lebih besar daripada kenaikan nilai rupiah) dan pengaruhnya secara tidak langsung membuat nilai indeks saham agrikultur juga mengalami penurunan.

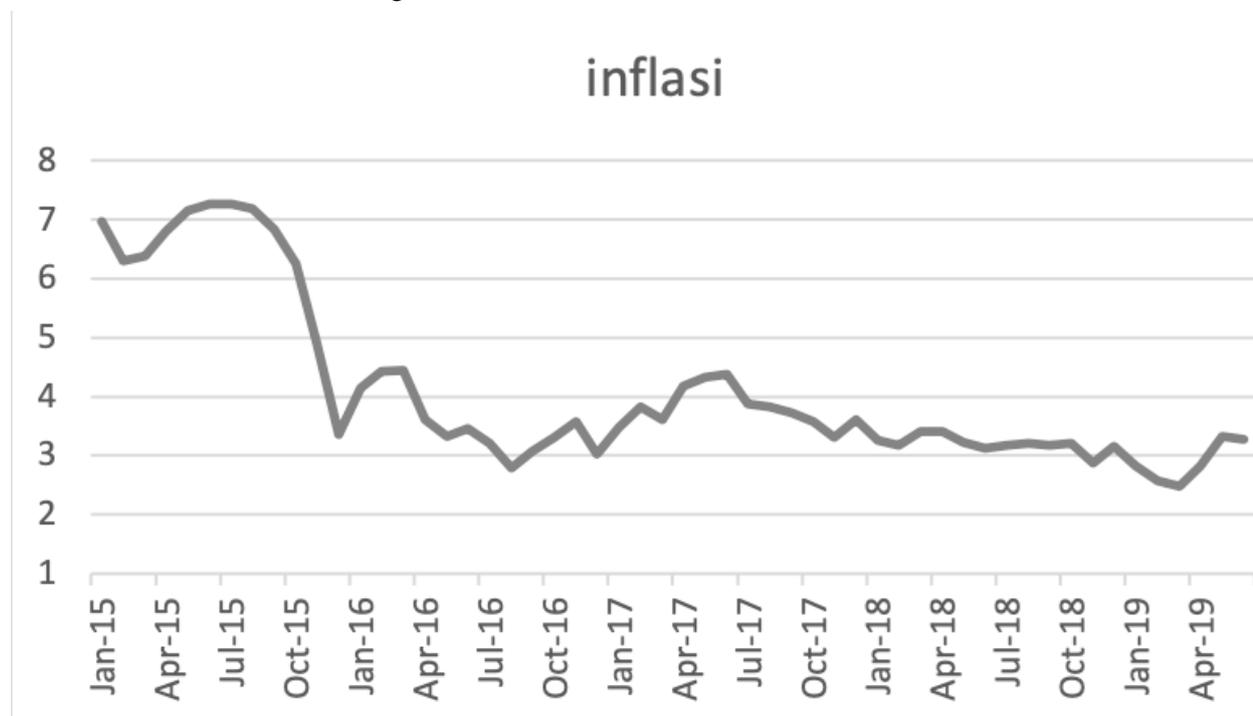
Namun, variabel lainnya seperti indeks produksi, inflasi, dan suku bunga memiliki pengaruh positif yang tidak signifikan dibandingkan dengan nilai kurs terhadap nilai indeks saham agrikultur. Variabel-variabel tersebut hanya mendapatkan koefisien di bawah nilai 1 dan nilai p yang tidak signifikan.

Pengaruh Inflasi Terhadap Indeks Saham Agrikultur

Inflasi memiliki pengaruh positif dengan koefisien sebesar 0,022 dan tidak signifikan dengan nilai p sebesar 0,054. Interpretasi dari nilai koefisien inflasi adalah bahwa setiap kenaikan inflasi sebesar 1 persen akan meningkatkan nilai indeks saham agrikultur sebesar 0,022. Inflasi tidak memiliki pengaruh signifikan karena nilai p yang dihasilkan tidak memenuhi salah satu kriteria signifikansi dimana

nilai p sebaiknya lebih kecil dari 0,1, 0,5, dan 0,01. Maka dari itu pengaruh inflasi terhadap nilai indeks saham agrikultur sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh (Nurwani, 2016).

Pengaruh inflasi yang tidak signifikan ini disebabkan oleh tingkat inflasi Indonesia yang cenderung stabil sepanjang tahun 2018 ketika perang dagang sedang mamonas dan sedikit mengalami penurunan selama tahun 2016 hingga bulan Juni 2019. Tingkat inflasi yang cukup stabil artinya pemerintah berhasil menjaga laju inflasi dengan kebijakan moneter (keuangan) yang diberlakukan untuk mengatur volume jumlah uang yang beredar (penyebab inflasi). Tingkat inflasi yang stabil juga menggambarkan kestabilan ekonomi dalam negeri dimana harga barang khususnya bahan baku untuk produksi cenderung tidak mengalami kenaikan harga. Tingkat inflasi Indonesia merupakan inflasi ringan dimana tingkat inflasi Indonesia masih dibawah angka 10 persen dalam setahun sehingga inflasi tidak terlalu mengancam perekonomian dalam negeri. Maka dari itu inflasi secara tidak langsung tidak berpengaruh signifikan terhadap indeks saham agrikultur. Berikut merupakan grafik tingkat inflasi selama 4 tahun belakangan ini.



Gambar 11. Grafik Tingkat Inflasi
Sumber: hasil pengolahan data sekunder

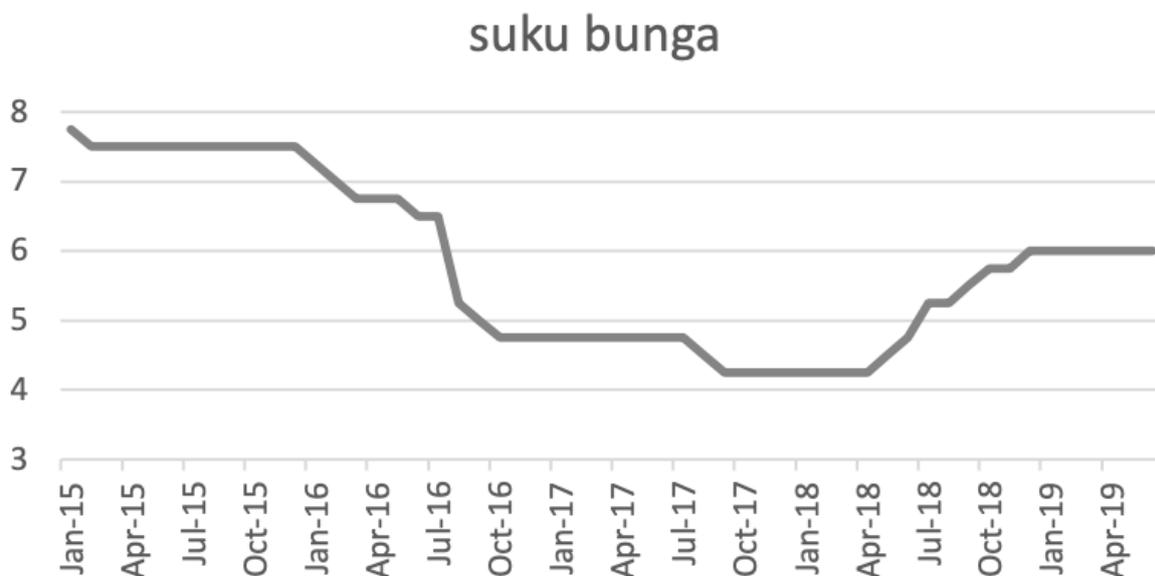
Pengaruh Suku Bunga Terhadap Indeks Saham Agrikultur

Lalu, variabel lainnya yaitu suku bunga memiliki pengaruh positif tidak signifikan dengan koefisien sebesar 0,00759 dengan nilai p sebesar 0,588. Interpretasi dari nilai koefisien yang diperoleh suku bunga adalah bahwa setiap kenaikan suku bunga sebesar 1 persen akan meningkatkan nilai indeks saham agrikultur sebesar 0,00759. Suku bunga tidak memiliki pengaruh signifikan karena nilai p yang dihasilkan tidak memenuhi salah satu kriteria signifikansi dimana nilai p sebaiknya lebih kecil dari 0,1, 0,5, dan 0,01. Maka dari itu, hasil penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Nurwani (2016) dan Purnawati & Nyoman (2013) di mana pada penelitian tersebut suku bunga memiliki pengaruh negatif terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG).

Berdasarkan hasil statistik tersebut, sebenarnya hasil tersebut tidak sesuai dengan teori mengenai hubungan tingkat suku bunga dengan nilai saham. Saat isu perang dagang berlangsung, masalah tersebut menyebabkan pertumbuhan perekonomian global terancam dan bagi investor khususnya pada saham, hal itu dapat menimbulkan kondisi ketidakpastian karena tensi

perang dagang dapat sewaktu-waktu meningkat berdasarkan kebijakan yang dibuat oleh pihak AS ataupun Cina. Timbulnya sentimen negatif tersebut membuat investor menghindari investasi dalam bentuk saham karena risiko yang ditimbulkan perang dagang semakin tinggi. Oleh karena itu, investor cenderung mengalihkan investasinya ke tempat yang lebih aman dan rendah risiko yaitu dengan menyimpan dananya di bank apalagi jika pemerintah meningkatkan tingkat suku bunganya.

Berdasarkan gambar 10 di bawah ini, tingkat suku bunga mengalami peningkatan sejak bulan Mei 2018 hingga mencapai 6 persen pada Oktober 2018 yang sebelumnya bergerak stabil di kisaran 4,25 persen pada bulan September 2017 hingga April 2018. Oleh karena itu, peningkatan suku bunga akan memengaruhi indeks saham agrikultur secara negatif (bertolak belakang) jika membandingkan grafik perkembangan suku bunga dengan indeks saham agrikultur tersebut pada gambar 10 dan gambar 1 sehingga hasil penelitian Nurwani (2016) dan Purnawati & Nyoman (2013) lebih tepat dibandingkan hasil statistik pada penelitian ini.



Gambar 12. Grafik Tingkat Suku Bunga
Sumber: hasil pengolahan data sekunder

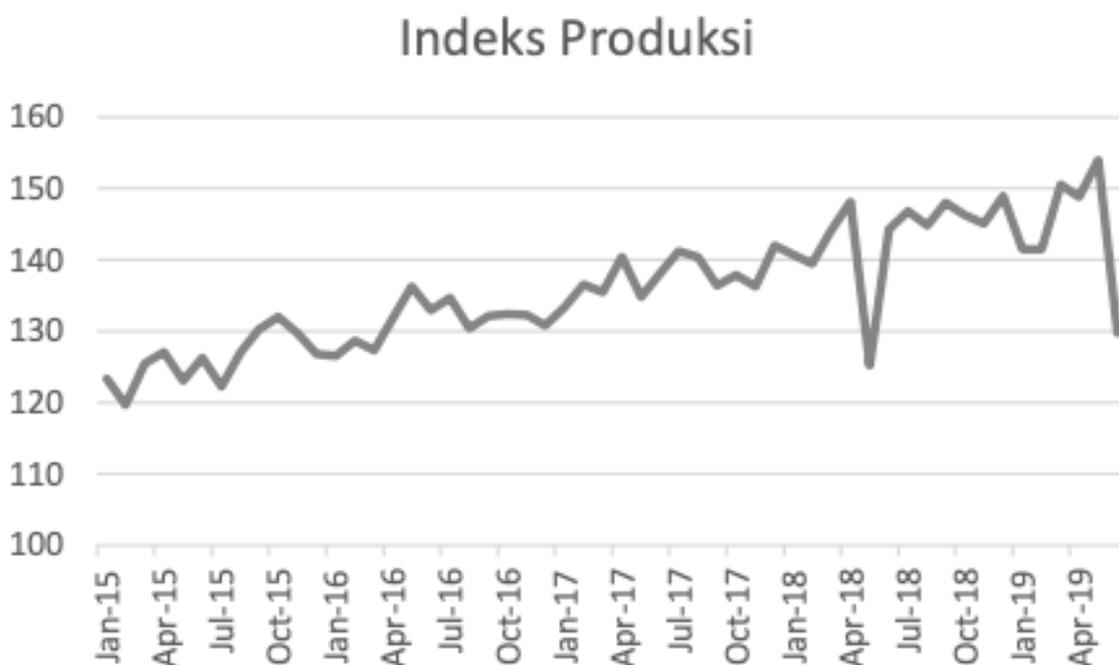
Pengaruh Indeks Produksi Terhadap Indeks Saham Agrikultur

Selanjutnya variabel terakhir yaitu indeks produksi memiliki pengaruh positif tidak signifikan dengan koefisien sebesar 0,0804 dengan nilai p sebesar 0,873. Interpretasi dari nilai koefisien yang diperoleh indeks produksi adalah bahwa setiap kenaikan indeks produksi sebesar 1 persen akan meningkatkan nilai indeks saham agrikultur sebesar 0,0804. Indeks produksi tidak memiliki pengaruh signifikan karena nilai p yang dihasilkan tidak memenuhi salah satu kriteria signifikansi dimana nilai p sebaiknya lebih kecil dari 0,1, 0,5, dan 0,01. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Adebola dan Prasetyo (2017).

Indeks produksi merupakan jumlah output produksi dari berbagai jenis industri dan berkaitan dengan jumlah *Gross Domestic Product* (GDP) yang dihasilkan suatu negara. Maka dari itu, indeks produksi juga merupakan salah satu indikator pertumbuhan ekonomi suatu negara. Semakin tinggi nilai indeks produksi maka indeks tersebut menggambarkan adanya peningkatan ekonomi di suatu negara. Pertumbuhan ekonomi tersebut dapat menjadi daya tarik (sentimen positif) untuk investor baik dalam negeri ataupun pihak asing untuk menanamkan modalnya di suatu negara karena ekonomi yang baik akan meningkatkan kepercayaan investor untuk memperoleh investasi yang berpotensi menghasilkan keuntungan. Oleh karena itu, berdasarkan hasil statistik indeks produksi

memiliki pengaruh positif terhadap indeks saham agrikultur.

Berdasarkan hasil statistik, penurunan indeks produksi memengaruhi indeks saham agrikultur secara searah sehingga indeks saham agrikultur mengalami penurunan juga. Walaupun nilai indeks produksi pada gambar 11 di bawah ini terlihat bergerak dengan tren meningkat, pergerakan indeks produksi tersebut khususnya sepanjang tahun 2018 sampai Juni 2019 mengalami volatilitas (pergerakan naik dan turun) yang cukup tinggi. Volatilitas indeks produksi mengindikasikan bahwa terjadinya perubahan tingkat permintaan baik dalam negeri dan luar negeri. Bahkan pada bulan Mei 2018 dan Juni 2019 terjadi penurunan indeks produksi yang signifikan sekitar 15 persen dari bulan sebelumnya. Penurunan tersebut merupakan penurunan nilai indeks produksi terbesar selama 4 tahun meskipun penurunan tersebut dapat secara cepat terkoreksi pada bulan berikutnya. Akibat adanya volatilitas indeks produksi yang cukup tinggi khususnya pada saat perang dagang berlangsung, tren peningkatan indeks produksi tidak cukup membantu nilai indeks saham agrikultur untuk bergerak meningkat. Oleh karena itu, pada periode berlangsungnya perang dagang, penurunan indeks produksi dapat lebih berpengaruh terhadap pergerakan indeks saham agrikultur daripada tren pergerakan positifnya selama 4 tahun tersebut



Gambar 13. Grafik Indeks Produksi
 Sumber: hasil pengolahan data sekunder

Pembahasan Hasil Post Estimation Test

Post Estimation Test dilakukan dengan tujuan untuk mengetahui apakah metode *Two Stage Least Square* (TSLS) dan model penelitian yang digunakan pada studi ini sudah tepat. Berdasarkan hasil empat pengujian tes yang meliputi *testing overidentify*, uji koefisien determinasi, uji multikolinearitas, dan *The Hausman Test for Endogeneity*, dapat dikatakan bahwa metode TSLS dan model penelitian pada studi ini sudah tepat dan relevan dalam menjawab permasalahan pada studi ini.

Berdasarkan hasil persamaan uji identifikasi yang telah dibahas, metode penelitian pada studi ini yaitu TSLS merupakan metode yang tepat untuk digunakan pada studi ini dimana hasil identifikasi menyatakan bahwa kedua persamaan pada model penelitian menunjukkan hasil *overidentified*. Pernyataan tersebut sesuai dengan syarat pada proses uji identifikasi dimana jumlah *predetermined variables* yang terdapat dalam persamaan tersebut tidak boleh lebih kecil dari jumlah variabel endogen yang terdapat dalam persamaan tersebut dikurangi satu.

Pengujian kedua adalah uji koefisien determinasi yang bertujuan untuk mengukur kemampuan sebuah model dalam menerangkan

variasi variabel dependen yang dapat diukur dengan menggunakan koefisien determinasi R^2

Berdasarkan hasil pengujian tersebut diperoleh nilai R^2 sebesar 0,6595 yang menunjukkan bahwa variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variabel-variabel dependen atau dapat dikatakan bahwa hasil nilai R^2 tersebut telah mampu memprediksi pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat sebesar 66 persen. Sedangkan sisanya yaitu sebesar 34 persen menjelaskan bahwa variabel terikat pada penelitian ini yaitu indeks saham agrikultur dipengaruhi oleh variabel lain di luar persamaan regresi atau variabel yang tidak diteliti pada studi ini. Maka dari itu hasil nilai R^2 mengindikasikan bahwa variabel-variabel seperti perang dagang, nilai kurs, indeks produksi, inflasi, dan suku bunga memiliki pengaruh yang cukup besar dalam menjelaskan perubahan nilai indeks saham agrikultur.

Pengujian ketiga yaitu uji multikolinearitas bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat hubungan linear atau korelasi antar variabel *independent* dalam model regresi. Pengujian ini dilakukan dengan membandingkan nilai R^2 pada persamaan regresi utama

(meregresikan indeks agrikultur terhadap seluruh variabel dependen) dengan nilai R^2 pada regresi persamaan variabel *dependent* secara parsial. Maka berdasarkan hasil pengujian tersebut nilai R^2 yang dihasilkan pada persamaan utama yaitu persamaan kedua pada studi ini $Y_t = \alpha + \beta E_t + \theta X_t + e_t$ sebesar 0,6673 memiliki nilai R^2 yang lebih besar daripada regresi persamaan variabel *dependent* secara parsial. Sehingga variabel-variabel *independent* pada model penelitian ini tidak berkorelasi satu sama lain dan dapat dikatakan model penelitian yang dirancang pada studi ini merupakan model yang baik untuk digunakan dalam menjawab masalah penelitian.

Pengujian terakhir yaitu *The Hausman Test for Endogeneity* yang bertujuan untuk melihat apakah terdapat masalah endogenitas pada model penelitian. Masalah endogenitas terjadi ketika terdapat variabel baik yang diobservasi atau tidak diobservasi bahkan yang tidak terdapat pada model penelitian berkorelasi dengan suatu variabel lainnya. Oleh karena itu, masalah endogenitas dilakukan untuk melihat apakah terjadi hubungan simultan antara variabel-variabel *dependent* pada model penelitian yaitu antara indeks saham agrikultur dengan nilai kurs. Berdasarkan hasil pengujian tersebut seperti yang sudah dibahas di atas, nilai p yang dihasilkan sebesar 0,0078. tersebut sesuai dengan syarat tes ini yaitu bahwa nilai p sebaiknya semakin mendekati nilai 0. Interpretasi dari hasil tersebut adalah penggunaan metode OLS tidak sesuai untuk digunakan pada model penelitian sehingga hal tersebut mengindikasikan bahwa terdapat persamaan simultan antara variabel terikat dengan *endogenous variable* (indeks saham agrikultur dan nilai kurs).

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil studi ini, dapat disimpulkan bahwa perang dagang memengaruhi nilai indeks saham agrikultur secara tidak langsung. Hal tersebut dikarenakan perang dagang merupakan variabel instrumen pada penelitian ini dimana perang dagang terlebih dahulu memengaruhi nilai kurs (*endogeneous variable*) sebelum memengaruhi indeks saham agrikultur.

Pernyataan tersebut dapat disimpulkan berdasarkan hasil pengujian *The Hausman Test for Endogeneity* di mana jika penelitian dilakukan dengan model regresi antara indeks saham agrikultur dengan seluruh variabel-variabel pada penelitian ini (metode *Ordinary Least Square*), maka munculah masalah endogenitas yaitu terjadi hubungan simultan antara variabel-variabel *dependent* pada model penelitian yaitu antara indeks saham agrikultur dengan nilai kurs.

Akibatnya, perang dagang tersebut dikategorikan sebagai variabel instrumen dan metode penelitian yang tepat untuk digunakan adalah dengan mengaplikasikan metode *Two Stage Least Square* (TSLS), sehingga model penelitian menghasilkan 2 persamaan regresi yang memengaruhi satu sama lain. Metode TSLS juga dapat dinyatakan sebagai metode yang tepat untuk model penelitian ini dikarenakan hasil uji identifikasi menunjukkan bahwa kedua persamaan pada model penelitian dikategorikan sebagai *overidentified* sehingga penggunaan metode TSLS akan menghasilkan penaksiran yang bersifat tidak bias dan konsisten.

Hasil statistik mengindikasikan bahwa nilai kurs yang telah diinstrumenkan dengan perang dagang memiliki pengaruh negatif yang cukup signifikan terhadap indeks saham agrikultur. Nilai kurs rupiah yang melemah saat periode perang dagang disebabkan oleh penurunan permintaan ekspor CPO yang merupakan sumber ekspor non-migas terbesar Indonesia, dan juga oleh peningkatan produksi CPO pada setiap tahunnya di wilayah Indonesia mengakibatkan penurunan harga CPO dunia berdasarkan CIF Rotterdam. Ekspor CPO memiliki kesempatan untuk mendapatkan keuntungan dari selisih nilai kurs dalam perdagangan, namun perang dagang pun memengaruhi tingkat permintaan CPO sehingga harga produk CPO cenderung menurun sepanjang tahun 2018 hingga Juni 2019. Oleh karena itu, masalah tersebut akan mengancam tingkat laba yang akan dihasilkan perusahaan-perusahaan yang memproduksi kelapa sawit yang terdaftar di BEI di sektor agrikultur.

Tingkat laba perusahaan yang diprediksi akan menurun tersebut menyebabkan investor

menghindari pembelian saham pada perusahaan tersebut, dan lebih buruknya, investor yang sudah memiliki saham tersebut melakukan aksi penjualan karena isu tersebut. Maka dari itu, perang dagang dapat memengaruhi nilai indeks saham agrikultur secara tidak langsung. Selanjutnya pengaruh variabel kontrol seperti inflasi, suku bunga, dan indeks produksi tidak memiliki pengaruh yang cukup signifikan berdasarkan hasil studi ini.

Untuk penelitian selanjutnya yang mungkin mengambil topik serupa, diharapkan dapat meneliti indeks saham lainnya karena pengaruh perang dagang tersebut mungkin memiliki perbedaan terhadap indeks saham lainnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Adebola, A., & Prasetyo, D. (2017). The Impact of Macroeconomic Variables on an Emerging Economy Stock Market: Evidence from Jakarta Composite Index, Indonesia. *International Journal of Economic Perspectives*, 11(2).
- Badan Pusat Statistik. (2019). *Statistik Kelapa Sawit Indonesia 2018*. Jakarta: Badan Pusat Statistik.
- Brooks, C. (2008). *Introductory Econometrics For Finance*. New York: Cambridge University Press.
- CNBC. (2019, Agustus 23). *Here's a List of American Products Targeted by China's New Tariffs*. Retrieved November 2019, from CNBC: <https://www.cnbc.com/2019/08/23/heres-a-list-of-american-products-targeted-by-chinas-new-tariffs.html>
- Goldstein, S. (2019, September 9). *How the trade war became the stock market's biggest driver*. Retrieved from MarketWatch: <https://www.marketwatch.com/story/there-s-never-been-trade-policy-uncertainty-like-now-and-its-rattling-markets-study-finds-2019-09-09>
- Gunawan, A. (2019, Oktober 13). *Perang Dagang: Kompetisi Berdalih Proteksi*. Retrieved from cnbc indonesia: <https://www.cnbcindonesia.com/market/20191013113406-17-106581/perang-dagang-kompetisi-berdalih-proteksi>
- Gurajati, D. (2016). *Dasar-Dasar Ekonometrika*. Yogyakarta: Salemba Empat.
- IDX. (2019). *IDX Monthly Statistics - Mei 2019*. Retrieved from idx: https://idx.co.id/media/7334/20190620_idx-monthly-may-2019.pdf
- Karunia, A. M. (2019, Desember 9). *Efek Domino Perang Dagang AS-China ke Ekonomi Indonesia*. Retrieved from Money Kompas: <https://money.kompas.com/read/2019/12/09/122621926/efek-domino-perang-dagang-as-china-ke-ekonomi-indonesia?page=all>
- Lako, A. (2019, Februari). *VOLATILITAS HARGA SAHAM DAN FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHINYA*. Retrieved from Research Gate: https://www.researchgate.net/publication/331146896_VOLATILITAS_HARGA_SAHAM_DAN_FAKTOR-FAKTOR_YANG_MEMPENGARUHINYA
- Levitt, S. D. (1995). *Using electoral cycles in police hiring to estimate the effect of police on crime (No. w4991)*. National Bureau of Economic Research.
- Levitt, S. D. (1997). Using electoral cycles in police hiring to estimate the effect of police on crime (No. w4991). *American Economic Review*, 87(3).
- Mankiw, N., & Taylor, M. (2014). *Economics, 3rd Edition*. Cengage Learning.
- Nurwani, N. (2016). Analisis Pengaruh Inflasi, Nilai Tukar Rupiah, Dan Suku Bunga SBI Terhadap Pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan DI Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ekonomikawan*.
- Palm Oil Analytics. (2015). *Crude Palm Oil - CIF Rotterdam*. Retrieved November 2019, from Palm Oil Analytics: <http://www.palmoilanalytics.com/price/16>
- Purnamawati, I., & Werastuti, D. (2013). Pengaruh Faktor Fundamental Ekonomi Makro Terhadap Harga Saham LQ45.

- Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 17(2), 211-219.
- Putra, A. S. (2018). *Anak Muda Miliarder Saham (Vol. 5)*. Jakarta: PT Alex Media Komputindo.
- Salur, B. V. (2013). *Investor sentiment in the stock market [Thesis, Purdue University]*. Retrieved from purdue e-Pubs: https://docs.lib.purdue.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1138&context=open_access_theses
- Sari, I. N. (2019, Juli 5). *Harga CPO bisa rebound hingga tutup tahun 2019*. Retrieved from investasi kontan: <https://investasi.kontan.co.id/news/harga-cpo-bisa-rebound-hingga-tutup-tahun-2019>
- Subiantoro, R. (2018, July 07). *CNBC Indonesia*. Retrieved November 2019, from Ini Daftar Produk yang Kena Tarif di Perang Dagang AS-China: <https://www.cnbcindonesia.com/news/20180707062904-4-22380/ini-daftar-produk-yang-kena-tarif-di-perang-dagang-as-china>
- Sugiyono. (2007). *Statistika untuk Penelitian*. Bandung: Alfabeta.
- Sugiyono. (2015). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*. Bandung: Alfabeta.
- Sugiyono. (2017). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, R&D*. Bandung: Alfabeta.
- Sulia, S. (2017, Oktober). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Harga Saham Pada Perusahaan LQ45 Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Wira Ekonomi Mikroskil*, 7(2).
- Tandelilin, E. (2010). *Modul Dasar-Dasar Manajemen Investasi*. Yogyakarta: Kanisius.
- Tandelilin, E. (2017). *Pasar Modal Manajemen Portofolio & Investasi*. Yogyakarta: PT. Kanisius.
- Utomo, S. H., Wulandari, D., Narmaditya, B. S., Handayati, P., & Ishak, S. (2019). Macroeconomic factors and LQ45 stock price index: evidence from Indonesia. *Investment Management & Financial Innovations*, , 16(3).
- Wooldridge, J. M. (2013). *Introductory econometrics: a modern approach (5th international ed.)*. South-Western: Cengage Learning.