

Analisis Pengaruh Variabel EPS dan Makroekonomi terhadap *Return Saham Jakarta Islamic Index* Sektor Pertanian

Analysis of the Effect of EPS and Macroeconomic Variables toward the Agricultural Sector of Jakarta Islamic Index Stock Return

Nurrahmah Apriyani¹, Wiwiek Rindayati², Ranti Wiliasih³

¹Institut Pertanian Bogor, Email nurrahmahapriyani@yahoo.co.id

²Dosen Institut Pertanian Bogor, Email wiewiekrinda@yahoo.com

³Dosen Institut Pertanian Bogor, Email rarantiti@gmail.com

Abstract. The agricultural sector of islamic stock has a downward trend of return and often gives negative return, thereby it reduces the interest of investors to buy similar stocks. This study aims to examine the effect of Earning Per Share (EPS), exchange rate, money supply, SBI interest rate and world gold prices toward stock return of PT Astra Agro Lestari Tbk (AALI) and stock return of PT PP London Sumatra Indonesia Tbk (LSIP) as representatives of agricultural stock. The method used is the Vector Error Correction Model (VECM) with monthly time series data from August 2011 to December 2014. In the long term, the results showed that the EPS significantly positive effect on the return of AALI and LSIP, exchange rates significantly positive effect on the return of LSIP, money supply significantly negative effect on the return of AALI and LSIP, SBI interest rate significantly negative effect on the return of LSIP and world gold prices significantly negative effect on the return of AALI. Money supply predominantly contribute toward the changes of the return of AALI and LSIP.

Keywords: *EPS, islamic stock, macroeconomic, return, VECM*

Abstrak. Saham syariah sektor pertanian memiliki *return* dengan tren menurun, bahkan seringkali memberikan *return* negatif sehingga mengurangi minat investor untuk membeli saham sejenis. Penelitian ini bertujuan menguji pengaruh *Earning Per Share* (EPS), kurs, jumlah uang beredar, suku bunga SBI dan harga emas dunia terhadap *return* saham PT Astra Agro Lestari Tbk (AALI) dan *return* saham PT PP London Sumatera Indonesia Tbk (LSIP) sebagai perwakilan dari saham pertanian. Metode yang digunakan adalah *Vector Error Correction Model* (VECM) dengan data runtut waktu bulanan dari Agustus 2011 hingga Desember 2014. Dalam jangka panjang, hasil penelitian menunjukkan bahwa EPS berpengaruh positif signifikan terhadap *return* AALI dan LSIP, kurs berpengaruh positif signifikan terhadap *return* LSIP, jumlah uang beredar berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* AALI dan LSIP, suku bunga SBI berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* LSIP dan harga emas dunia berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* AALI. Jumlah uang beredar berkontribusi dominan terhadap perubahan *return* AALI dan LSIP.

Kata kunci: EPS, makroekonomi, *return*, saham syariah, VECM

1 Pendahuluan

1.1 Latar Belakang

Sektor pertanian memiliki peran penting dalam perekonomian nasional. Lebih dari 40% masyarakat Indonesia mengandalkan kehidupannya pada sektor pertanian baik secara langsung maupun tidak langsung (Artha *et al.*2014). Sektor pertanian berkontribusi besar dalam pembangunan ekonomi nasional melalui perolehan devisa, penyedia bahan baku industri, penyedia lapangan kerja dan pengentasan kemiskinan. Salah satu cara dalam meningkatkan perkembangan sektor pertanian adalah dengan berinvestasi pada industri sektor pertanian.

Investasi merupakan aktivitas ekonomi dan bagian dari ibadah muamalah, maka investasi harus mengacu kepada aturan-aturan syariah. Hal ini dijelaskan dalam surat An-Nisa ayat 29 bahwa Allah melarang mengambil harta sesama manusia dengan jalan yang batil kecuali dengan jalan perniagaan yang berlaku suka sama suka.

Untuk memenuhi kebutuhan investor yang memiliki *awareness* terhadap investasi berbasis syariah, beberapa negara berinisiatif mengembangkan pasar modal syariah seperti *Bahrain Stock* di Bahrain, *Amman Financial Market* di Amman, *Muscat Securities Kuwait Stock Exchange* di Kuwait dan *KL Stock Exchange* di Malaysia. Negara minoritas muslim juga turut mengembangkan pasar modal syariah seperti *New York Stock Exchange* yang menerbitkan produk bernama *Dow Jones Islamic Market Index* (DJIMI) pada bulan Februari 1999 (Manan 2009).

Pasar modal syariah di Indonesia diawali oleh reksadana syariah pada tahun 1997. Pada tanggal 3 Juli 2000, Bursa Efek Jakarta (BEJ) menerbitkan *Jakarta Islamic Index* (JII). Pada tahun 2011, Bursa Efek Indonesia (BEI) menerbitkan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) sekaligus mengeluarkan Fatwa DSN-MUI No.80 dan *Sharia Online Trading System*. Selain itu, pada tahun 2013 BEI menerbitkan *Exchange Traded Fund* Syariah dan Rekening Dana Nasabah Syariah.

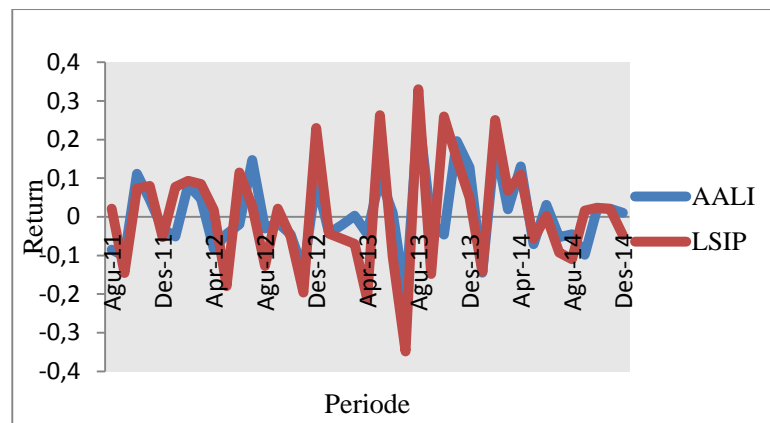
Otoritas Jasa Keuangan (OJK) sebagai lembaga pengawas pasar modal melakukan *review* terhadap saham syariah setiap tahun. *Review* tersebut dilakukan pada Periode I dibulan Mei dan Periode II dibulan November. Saham-saham yang terdaftar dalam saham syariah telah melewati tahap *business screening* dan *financial screening*.

Jumlah saham syariah di Indonesia terus mengalami peningkatan dari tahun ke tahun. Pada tahun 2008 periode II jumlah saham syariah yang tercatat sebanyak 195 saham, kemudian pada tahun 2014 periode II jumlahnya sudah mencapai 334 saham (OJK 2015) Peningkatan jumlah saham syariah menunjukkan bahwa semakin banyaknya perusahaan yang tertarik untuk mengembangkan aktivitas perdagangan yang dilandasi prinsip-prinsip Islam.

Indonesia memiliki dua indeks saham syariah diantaranya JII dan ISSI. JII terdiri dari 30 saham dengan kapitalisasi terbesar. Selain itu, juga berdasarkan tingkat likuiditas tertinggi yaitu urutan nilai transaksi terbesar di pasar reguler selama 1 tahun terakhir. Pada JII terdiri berbagai saham indeks sektoral diantaranya sektor pertanian, sektor pertambangan, sektor industri dasar dan kimia, sektor aneka industri, sektor industri barang konsumsi, sektor properti dan *real estate*, sektor transportasi dan infrastruktur serta sektor perdagangan, jasa dan investasi.

Sejak diterbitkannya JII hingga *review* bulan November 2014, pada JII terdapat dua saham dari sektor pertanian yaitu saham PT Astra Agro Lestari Tbk dengan kode AALI dan saham PT PP London Sumatera Indonesia dengan kode LSIP. Kedua saham tersebut bergerak di usaha perkebunan kelapa sawit. Minyak sawit dan biji sawit merupakan komoditas dengan volume ekspor terbesar di Indonesia (BPS 2014). Selain itu, Indonesia juga merupakan produsen *Crude Palm Oil* (CPO) terbesar di dunia. Pada tahun 2014, produksi minyak sawit Indonesia mencapai 33 juta ton. Setelah Indonesia, produsen minyak sawit urutan kedua terbesar adalah Malaysia dengan total produksi 19.8 juta ton (Index Mundi 2014).

Pada bulan Juli 2013, *return* AALI mengalami penurunan tajam sebesar -0.21% dan *return* LSIP mengalami penurunan yang tajam pula sebesar -0.34%. Pada bulan Agustus 2013, kedua *return* tersebut mengalami peningkatan namun kemudian mengalami penurunan kembali dengan menghasilkan *return* yang negatif. Hal ini mengindikasikan bahwa *return* sensitif terhadap perubahan variabel-variabel tertentu. Pergerakan *return* AALI dan LSIP dapat dilihat pada Gambar 1.



Sumber: Bursa Efek Indonesia (2014), diolah

Gambar 1 Pergerakan *return* AALI dan LSIP

Menurut Samsul (2006), harga saham dipengaruhi oleh kinerja perusahaan dan risiko perusahaan. Kinerja perusahaan terlihat dari laba per saham atau *Earning Per Share* (EPS) dan rasio keuangan lainnya, semakin tinggi profitabilitas maka semakin tinggi laba per saham. Risiko perusahaan terlihat dari daya tahan perusahaan menghadapi siklus ekonomi. Tangjitprom (2012) menjelaskan 4 kelompok yang memengaruhi harga saham diantaranya kondisi pertumbuhan ekonomi, suku bunga dan kebijakan moneter, tingkat harga umum dan laju inflasi atau harga kunci aset seperti harga minyak dunia serta kegiatan internasional seperti nilai tukar, investasi asing dan kondisi keuangan secara global.

Berdasarkan penelitian sebelumnya, maka variabel yang memungkinkan dapat digunakan dalam penelitian ini diantaranya EPS, kurs, jumlah uang beredar, suku bunga SBI dan harga emas dunia. Secara spesifik pertanyaan penelitian adalah:

1. Bagaimana pengaruh variabel EPS dan makroekonomi terhadap *return* saham JII sektor pertanian diantaranya AALI dan LSIP?
2. Berapa lama periode yang dibutuhkan oleh *return* AALI dan LSIP untuk mencapai kestabilan terhadap guncangan variabel EPS dan makroekonomi?
3. Variabel apakah yang berkontribusi dominan dalam memengaruhi *return* AALI dan LSIP?

1.2 Tujuan Penelitian

Penelitian ini memiliki tujuan sebagai berikut :

1. Menguji pengaruh variabel EPS dan makroekonomi terhadap *return* saham JII sektor pertanian diantaranya AALI dan LSIP.
2. Melihat periode yang dibutuhkan *return* AALI dan LSIP untuk mencapai kestabilan.
3. Memprediksi variabel yang berkontribusi dominan dalam memengaruhi *return* AALI dan LSIP.

2 Tinjauan Pustaka

2.1 Jakarta Islamic Index (JII)

Berdasarkan BEI (2010), JII pertama kali diterbitkan saat BEI masih bernama Bursa Efek Jakarta (BEJ) yang berkerja sama dengan PT Dana Reksa *Investment Manajement*. JII diterbitkan pada tanggal 3 Juli 2000. Hari dasar yang digunakan untuk menghitung JII adalah 2 Januari 1995 dengan angka indeks dasar sebesar 100. Saham syariah yang menjadi konstituen JII terdiri dari 30 saham syariah paling likuid dan memiliki kapitalisasi pasar yang besar. BEI melakukan *review* JII setiap 6 bulan

yang disesuaikan dengan penerbitan Daftar Efek Syariah (DES) oleh OJK. Setelah itu, BEI melakukan proses seleksi berdasarkan kinerja perdagangannya.

2.2 Tingkat Pengembalian (*Return*) Saham

Samsul (2006) menjelaskan bahwa *return* adalah pendapatan dari modal investasi yang dinyatakan dalam bentuk persentase. Dalam jual beli saham, ada yang disebut *capital gain* dan *capital loss*. *Capital gain* merupakan hasil yang diperoleh antara selisih harga pembelian dan harga penjualan jika harga beli lebih rendah daripada harga jual, sedangkan *capital loss* diperoleh jika harga beli lebih tinggi daripada harga jual. Rumus untuk perhitungan *return* dalam penelitian ini sebagai berikut:

$$R_{it} = \frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

keterangan:

R_{it} = *return saham*

P_t = *harga saham periode sekarang*

P_{t-1} = *harga saham periode sebelumnya*

2.3 Earning Per Share (EPS)

Darmaji dan Fakhruddin (2001) menjelaskan bahwa EPS merupakan rasio keuntungan yang diperoleh investor atau pemegang saham yang didapatkan dari laba bersih perusahaan. Semakin tinggi EPS maka semakin tinggi laba yang disediakan untuk para investor. Rumus untuk menghitung EPS sebagai berikut:

$$EPS = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Jumlah Saham}}$$

Jika EPS meningkat maka permintaan saham perusahaan akan semakin banyak oleh para investor. Hal ini akan menyebabkan harga saham perusahaan cenderung meningkat. Jika harga saham meningkat maka *return* yang diperoleh investor akan semakin tinggi pula.

2.4 Nilai Tukar (kurs)

Kurs antara dua negara adalah tingkat harga yang disepakati kedua negara untuk melakukan perdagangan. Kurs dapat dibedakan menjadi kurs nominal dan kurs riil. Kurs nominal adalah harga relatif mata uang di dua negara, sedangkan kurs riil adalah harga relatif barang-barang diantara dua negara (Mankiw 2007). Berikut adalah formula untuk kurs:

$$\text{Kurs Riil} = \frac{\text{Kurs Nominal} \times \text{Harga Barang Domestik}}{\text{Harga Barang Luar Negeri}}$$

Peningkatan nilai dolar akan berdampak negatif kepada perusahaan yang mengandalkan faktor produksinya kepada barang-barang impor. Selain itu, peningkatan nilai dolar akan meningkatkan utang luar negeri yang dilakukan perusahaan. Akibatnya adalah profitabilitas perusahaan menurun dan menghasilkan *return* saham yang rendah.

2.5 Suku Bunga Sertifikat Bank Indonesia

Berdasarkan Soemitra (2009), Sertifikat Bank Indonesia adalah jenis instrumen moneter berupa surat utang jangka pendek yang dapat dipindahtanggankan dengan bunga dibayar dimuka. Sertifikat Bank

Indonesia dapat digunakan untuk sarana penanaman dana perbankan dan tolak ukur dalam menentukan tingkat suku bunga pinjaman, deposito dan tabungan. Suku bunga SBI yang dinaikkan akan mendorong bank-bank dan lembaga keuangan untuk membeli Sertifikat Bank Indonesia, jadi dapat menyerap kelebihan uang di masyarakat.

Peningkatan suku bunga akan menaikkan beban perusahaan sehingga menurunkan harga saham. Selain itu, peningkatan suku bunga menjadikan investor mengalihkan portofolionya pada produk investasi berbasis bunga seperti deposito dan suku bunga SBI. Akibatnya, investor melakukan aksi jual sehingga terjadi penurunan harga saham dan *return*.

2.6 Jumlah Uang Beredar

Berdasarkan Mankiw (2007), uang adalah persediaan aset yang dapat segera digunakan untuk bertransaksi. Jumlah uang beredar adalah jumlah uang yang tersedia. Motivasi masyarakat dalam memegang uang diantaranya motivasi transaksi, motivasi berjaga-jaga dan motivasi spekulasi. Saat kebutuhan masyarakat dalam konsumsi dan berjaga-jaga terpenuhi maka kelebihan likuiditas dapat digunakan untuk berinvestasi seperti pada saham. Banyaknya permintaan saham akan meningkatkan harga saham dan *return*.

2.7 Harga Emas Dunia

Emas merupakan diversifikasi aset yang efektif untuk investor. Pada akhir tahun 1984, lebih dari 6% kekayaan dunia diwujudkan dalam emas. Harga emas berkorelasi dengan tingkat inflasi di Amerika. Hal ini sesuai dengan peranan emas sebagai *hedging* atas inflasi, jadi inflasi yang tinggi akan menyebabkan harga emas yang tinggi pula (Sharpe *et al.* 1997).

Harga emas yang digunakan menjadi patokan seluruh dunia adalah standar pasar emas London atau London *Gold Fixing*. Sistem ini diadakan sejak 12 September 1919. London *Fix* atau *Gold Fix* ditetapkan setiap hari pukul 10.30 GMT dan 15.00 GMT. London *Gold Fixing* menyediakan harga patokan yang banyak digunakan oleh produsen, konsumen, investor dan bank sentral. Penentuan harga emas dilakukan oleh anggota pasar emas London diantaranya Barclays, HSBC, ScotiaBank dan *Societe Generale*. Di pasar dunia, satuan emas yang digunakan adalah troy ounce atau troy oz (TOZ). Harga emas ditentukan dalam mata uang dolar Amerika Serikat, poundsterling Inggris, dan euro (London *Gold Fixing* 2001). Kenaikan harga emas akan mendorong investor untuk memilih berinvestasi pada emas dibandingkan pada saham. Jika banyak investor mengalihkan portofolio investasi ke dalam bentuk emas maka akan menurunkan harga saham dan *return*.

2.8 Penelitian Terdahulu

Penelitian yang dilakukan sebelumnya tentang *return* saham sudah banyak dilakukan namun belum ada yang meneliti beberapa *return* saham secara individual dengan menggunakan metode VECM. Sari (2013) meneliti tentang pengaruh fundamental dan makroekonomi terhadap *return* saham perusahaan perbankan. Metode yang digunakan adalah *Error Correction Model* (ECM). Hasil penelitian menunjukkan bahwa EPS dan ROA berpengaruh positif pada jangka panjang maupun jangka pendek terhadap *return*. *Price Book Value* (PBV) berpengaruh negatif pada jangka pendek dan berpengaruh positif pada jangka panjang. Inflasi berpengaruh positif tidak signifikan dalam jangka pendek dan berpengaruh negatif tidak signifikan dalam jangka panjang. SBI berpengaruh tidak signifikan dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Yulianti (2013) meneliti tentang pengaruh makroekonomi terhadap *return* indeks sektor properti dengan metode ECM. Hasil penelitian menunjukkan bahwa inflasi berpengaruh signifikan terhadap *return* baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang, nilai tukar dan suku bunga SBI hanya berpengaruh dalam jangka pendek, sedangkan pertumbuhan GDP tidak berpengaruh terhadap *return* indeks. Penelitian tentang saham juga dilakukan Purnawan (2014) tentang pengaruh makroekonomi domestik dan makroekonomi global terhadap Indeks Saham

Syariah Indonesia (ISSI) dengan metode VECM. Hasil penelitian menunjukkan bahwa dalam jangka panjang *BI rate*, inflasi, dan Indeks Saham Syariah Amerika (IMUS) berpengaruh negatif terhadap ISSI sedangkan kurs, harga minyak dunia, dan HSI berpengaruh positif terhadap ISSI.

Jurnal internasional yang dipublikasikan tentang *return* saham diantaranya penelitian yang dilakukan oleh Issahaku *et al.* (2013) tentang hubungan variabel makroekonomi dengan *return* pada *Ghana Stock Market* (GSE) menggunakan metode VECM. Hasil penelitian menunjukkan bahwa uang beredar (LMS) berdampak negatif pada kinerja saham perusahaan yang terdaftar di GSE sementara Indeks Harga Konsumen (LCPI), nilai tukar (LEXR) dan penanaman modal asing (LFDI) memberikan pengaruh positif terhadap *return* saham. El-Nader *et al.* (2012) melakukan penelitian tentang dampak variabel makroekonomi terhadap *return* pada *Amman Stock Market* (ASE). Hasil penelitian menunjukkan bahwa pasokan uang riil (RMS2), indeks harga konsumen (CPI), nilai tukar riil (E1), uang muka (*Wair*) dan variabel *dummy* (DUM) berpengaruh negatif kepada ASE sedangkan produk domestik bruto (PDRB) berpengaruh positif pada ASE.

2.9 Hipotesis Penelitian

Berdasarkan landasan teori dan penelitian terdahulu, maka hipotesis penelitian ini sebagai berikut:

1. EPS AALI (LN_EPSAALI) berpengaruh positif signifikan terhadap *return* AALI.
2. EPS LSIP (LN_EPSLSIP) berpengaruh positif signifikan terhadap *return* LSIP.
3. Kurs (LN_KURS) berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* AALI dan LSIP.
4. Jumlah uang beredar (LN_M2) berpengaruh positif signifikan terhadap *return* AALI dan LSIP.
5. Suku bunga SBI (SBI) berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* AALI dan LSIP.
6. Harga emas dunia (LN_HED) berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* AALI dan LSIP.

3 Metode Penelitian

3.1 Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan pada penelitian ini adalah data sekunder *time series* dengan data bulanan dari Agustus 2011 hingga Desember 2014. Data-data tersebut diperoleh dari berbagai sumber diantaranya *website* Bursa Efek Indonesia, Badan Pusat Statistik, Bank Indonesia, *Trading Economics* dan *London Gold Fixing*.

3.2 Metode Analisis dan Pengolahan Data

Penelitian mengenai pengaruh variabel EPS dan makroekonomi terhadap *return* saham ini menggunakan metode *Vector Error Correction Model* (VECM). Data EPS yang tersedia adalah data triwulanan dan audit tahunan oleh sebab itu dilakukan interpolasi data terlebih dahulu menjadi data bulanan. Data-data yang digunakan dalam penelitian ini ditransformasikan dalam logaritma natural kecuali *return* dan suku bunga SBI. Data-data tersebut diolah menggunakan perangkat lunak (*software*) *Eviews6* dan *Microsoft Excel 2007*.

3.3 Vector Error Correction Model (VECM)

Vector Error Correction Model (VECM) merupakan bentuk *Vector Autoregressive* (VAR) yang terestriksi. VECM merestriksi hubungan jangka panjang peubah-peubah endogen agar konvergen ke dalam hubungan kointegrasinya, namun tetap membiarkan dinamisasi jangka pendek. Istilah VECM ini digunakan karena terdapat koreksi secara bertahap (Juanda dan Junaidi 2012). VECM dapat digunakan pada semua variabel mengandung akar unit namun terkointegrasi. Model umum VECM adalah sebagai berikut:

$$\Delta y_t = \mu_{0x} + \mu_{1x}t + \Pi_x y_{t-1} + \sum_{i=1}^{k-1} \Gamma_{xi} \Delta y_{t-i} + \varepsilon_t$$

keterangan:

- y_t = vektor yang berisi variabel yang dianalisis dalam penelitian
- μ_{0x} = vektor intersep
- μ_{1x} = vektor koefisien regresi
- t = *time trend*
- Π_x = $\alpha_x \beta'$ dimana β' mengandung persamaan kointegrasi jangka panjang
- y_{t-1} = variabel *in-level*
- Γ_{ix} = matriks koefisien regresi
- $k-1$ = ordo VECM dari VAR
- ε_t = *error term*

Model yang digunakan dalam penelitian ini sebagai berikut:

1. Model AALI

$$\begin{bmatrix} AALI \\ LN_EPSAALI \\ LN_KURS \\ LN_M2 \\ SBI \\ LN_HED \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} a_1 \\ a_2 \\ a_3 \\ a_4 \\ a_5 \\ a_6 \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} b_{11} & b_{12} & b_{13} & b_{14} & b_{15} & b_{16} \\ b_{21} & b_{22} & b_{23} & b_{24} & b_{25} & b_{26} \\ b_{31} & b_{32} & b_{33} & b_{34} & b_{35} & b_{36} \\ b_{41} & b_{42} & b_{43} & b_{44} & b_{45} & b_{46} \\ b_{51} & b_{52} & b_{53} & b_{54} & b_{55} & b_{56} \\ b_{61} & b_{62} & b_{63} & b_{64} & b_{65} & b_{66} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} AALI_{t-1} \\ LN_EPSAALI_{t-1} \\ LN_KURS_{t-1} \\ LN_M2_{t-1} \\ SBI_{t-1} \\ LN_HED_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} e_{1t} \\ e_{2t} \\ e_{3t} \\ e_{4t} \\ e_{5t} \\ e_{6t} \end{bmatrix}$$

2. Model LSIP

$$\begin{bmatrix} LSIP \\ LN_EPSLSIP \\ LN_KURS \\ LN_M2 \\ SBI \\ LN_HED \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} a_1 \\ a_2 \\ a_3 \\ a_4 \\ a_5 \\ a_6 \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} b_{11} & b_{12} & b_{13} & b_{14} & b_{15} & b_{16} \\ b_{21} & b_{22} & b_{23} & b_{24} & b_{25} & b_{26} \\ b_{31} & b_{32} & b_{33} & b_{34} & b_{35} & b_{36} \\ b_{41} & b_{42} & b_{43} & b_{44} & b_{45} & b_{46} \\ b_{51} & b_{52} & b_{53} & b_{54} & b_{55} & b_{56} \\ b_{61} & b_{62} & b_{63} & b_{64} & b_{65} & b_{66} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} LSIP_{t-1} \\ LN_EPSLSIP_{t-1} \\ LN_KURS_{t-1} \\ LN_M2_{t-1} \\ SBI_{t-1} \\ LN_HED_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} e_{1t} \\ e_{2t} \\ e_{3t} \\ e_{4t} \\ e_{5t} \\ e_{6t} \end{bmatrix}$$

keterangan:

- AALI = *return* saham PT Astra Agro Lestari Tbk (persen)
- LSIP = *return* saham PT PP London Sumatera Indonesia Tbk (persen)
- LN_EPSAALI = EPS PT Astra Agro Lestari Tbk (rupiah)
- LN_EPS LSIP = EPS PT PP London Sumatera Indonesia Tbk (rupiah)
- LN_KURS = nilai tukar riil (rupiah/dolar)
- LN_M2 = jumlah uang beredar dalam arti luas (rupiah)
- SBI = suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (persen)
- LN_HED = harga emas dunia (dolar/TOZ)

3.4 Uji Stasioneritas Data

Asumsi kestasioneran data merupakan asumsi dasar ekonometrika deret waktu sehingga uji stasioneritas merupakan langkah awal dalam pengolahan data *time series* ini. Jika data mengandung akar unit maka data tidak stasioner, sedangkan jika data tidak mengandung akar unit maka data sudah stasioner (Juanda dan Junaidi 2012). Uji stasioneritas dapat dilakukan pada tingkat *level*, *first difference* dan *second difference*. Hipotesis uji ADF adalah H_0 : Data tidak stasioner dan H_1 : Data stasioner. Jika nilai mutlak t-ADF lebih besar dari nilai mutlak *MacKinnon* maka data stasioner atau tolak H_0 .

3.5 Uji Kausalitas Granger

Uji kausalitas ini digunakan untuk mengetahui suatu variabel mempunyai hubungan dua arah atau satu arah saja. Suatu variabel dikatakan signifikan memiliki kausalitas jika nilai probabilitas kurang dari taraf nyata 5%.

3.6 Uji Kointegrasi

Pada ekonometrika, variabel-variabel yang saling terkointegrasi berarti memiliki hubungan jangka panjang atau dalam keadaan *long run equilibrium*. Pengujian kointegrasi dapat menggunakan *Johansen Cointegration Test*. Suatu variabel dikatakan terkointegrasi jika nilai *Trace Statistic* lebih besar daripada *Critical Value* atau probabilitas kurang dari taraf nyata 5%. H_0 : nonkointegrasi dengan hipotesis alternatifnya H_1 : kointegrasi.

3.7 Uji Lag Optimum

Juanda dan Junaidi (2012) menjelaskan bahwa hal yang penting dalam estimasi VAR adalah penentuan *lag* sistem VAR. *Lag* yang optimal diperlukan untuk menerima pengaruh peubah dari setiap peubah terhadap peubah lainnya dalam sistem VAR. Penentuan *lag* optimal dapat ditentukan dengan menggunakan kriteria LR (*sequential modified Likelihood Ratio test statistic*), AIC (*Akaike Information Criterion*), SC (*Schwarz Information Criterion*), FPE (*Final Prediction Error*) dan HQ (*Hannan-Quinn information criterion*).

3.8 Uji Stabilitas VAR

Berdasarkan Firdaus (2011), uji stabilitas VAR dilakukan dengan menghitung akar-akar dari fungsi polinomial. Jika semua akar dari fungsi polinomial berada dalam *unit circle* atau memiliki nilai modulus kurang dari satu maka model VAR tersebut sudah stabil.

3.9 Impulse Response Function (IRF)

Teknik *Impulse Response Function* (IRF) adalah teknik penelusuran pengaruh guncangan atau *shock* sebesar satu standar deviasi yang dialami oleh satu peubah di dalam sistem terhadap nilai-nilai semua peubah saat ini dan beberapa periode mendatang (Juanda dan Junaidi 2012).

3.10 Forecast Error Variance Decomposition (FEVD)

Analisis FEDV dalam model VAR ini bertujuan untuk memprediksi kontribusi persentase varian setiap peubah karena adanya perubahan tertentu dalam sistem VAR. Menurut Firdaus (2011) dengan metode FEVD dapat diketahui kekuatan dan kelemahan masing-masing variabel memengaruhi variabel yang lain.

4 Gambaran Umum

4.1 PT Astra Agro Lestari Tbk

PT Astra Agro Lestari Tbk (AALI) merupakan produsen minyak kelapa sawit di Indonesia. Perusahaan ini sudah berdiri sejak 33 tahun yang lalu dan berkantor pusat di Jakarta. Perusahaan ini memiliki 29 766 karyawan tetap yang ditempatkan di kantor pusat dan di area perkebunan. Sebanyak 98% karyawan mengelola sebesar 281 378 hektar perkebunan kelapa sawit, yang terdiri dari 106 853 hektar di Sumatera, 122 817 hektar di Kalimantan dan 51 708 hektar di Sulawesi. PT Astra Agro Lestari terdaftar sebagai perusahaan publik di BEI sejak 1997 dengan Jurnal Al-Muzara'ah, Vol. 3, No. 1 (ISSN p: 2337-6333; e: 2355-4363)

kepemilikan saham oleh publik sebesar 20.32%. Produk dari PT Astra Agro Lestari terdiri dari barang jadi diantaranya minyak sawit mentah dan turunannya, inti sawit dan turunannya, selain itu juga memproduksi barang dalam proses dan bahan penunjang. Proporsi penjualan ekspor AALI mengalami penurunan dari tahun 2012 menuju tahun 2013. Pada tahun 2012 ekspor AALI berkisar 3% dan tahun 2013 ekspor AALI turun menjadi sekitar 1%. Penjualan domestik yang mulanya pada tahun 2012 berkisar 97% kemudian pada tahun 2013 menjadi 99% (PT Astra Agro Lestari Tbk 2013).

Berdasarkan BEI (2014), *profit fot the period* AALI pada bulan Desember 2013 mengalami penurunan menjadi Rp1 903 088 miliar. Sepanjang tahun 2010 hingga 2014, EPS cenderung berfluktuasi dan dividen cenderung mengalami penurunan. Dividen pada bulan Desember 2011 sebesar Rp995 kemudian dividen pada bulan Desember 2013 sebesar Rp675. Sepanjang bulan Agustus 2011 hingga bulan Desember 2014, harga saham AALI berfluktuasi. Pada *closing price*, harga per lembar saham AALI terendah terdapat pada bulan Juli 2013 yaitu Rp15 550 per lembar. AALI mencapai harga saham tertinggi pada bulan April 2014 yaitu Rp29 400 per lembar. Volume dan frekuensi perdagangan AALI berfluktuasi namun cenderung mengalami penurunan. Volume perdagangan pada bulan Desember 2010 mencapai 408 juta saham kemudian pada bulan Desember 2013 mengalami penurunan dengan volume perdagangan sebesar 388 juta saham.

4.2 PT PP London Sumatera Indonesia Tbk

Sejarah PT PP London Sumatera Indonesia Tbk (LSIP) dimulai sejak tahun 1906 berawal dari inisiatif Harrisons & Crosfield Plc, perusahaan perkebunan dan perdagangan yang berbasis di London. Perusahaan ini memiliki 110 000 hektar perkebunan. Pada awal berdirinya, perusahaan melakukan diversifikasi produk melalui penanaman karet, kemudian beralih ke kelapa sawit. Dekade berikutnya, kelapa sawit menjadi komoditas utama perusahaan ini. Perusahaan memiliki perkebunan inti dan plasma di Pulau Jawa, Kalimantan, Sumatera dan Sulawesi. Lingkup usaha telah berkembang meliputi pemuliaan tanaman, penanaman, pemanenan, pengolahan dan penjualan produk-produk kelapa sawit, karet, kakao dan teh. Pada tahun 2012, proporsi penjualan ekspor LSIP sebesar 11% dan penjualan domestik sebesar 89%. Pada tahun 2013, penjualan ekspor meningkat menjadi 12% dan penjualan domestik menjadi sebesar 88% (PT PP London Sumatera Indonesia Tbk 2013)

Berdasarkan BEI (2014), sepanjang tahun 2010 hingga 2014, EPS dan dividen semakin menurun. Pada Desember 2010, EPS sebesar Rp757 dan dividen sebesar Rp61 kemudian pada Desember 2013 EPS mengalami penurunan yang tajam sebesar Rp112 dan dividen sebesar Rp4. Pada *closing price*, harga per lembar saham LSIP terendah terdapat pada bulan Juli 2013 yaitu Rp1 120 per lembar. LSIP mencapai harga saham tertinggi pada bulan April 2012 yaitu Rp2 925 per lembar. Pada bulan Desember 2010, volume perdagangan saham LSIP sebesar 959 juta saham kemudian pada bulan Desember 2013 volume perdagangan mencapai 6 246 juta saham. Pada bulan Desember 2010, frekuensi perdagangan sebesar 122 ribu kali kemudian pada bulan Desember 2013 menjadi 338 ribu kali.

5 Hasil dan Pembahasan

5.1 Uji Stasioneritas Data

Berdasarkan hasil pengujian, variabel AALI dan LSIP stasioner pada tingkat *level* sedangkan variabel LN_EPSAALI, LN_EPSLSIP, LN_KURS, LN_M2, SBI dan LN_HED tidak stasioner pada tingkat *level*. Pengujian dilanjutkan pada tingkat *first difference* dan hasilnya semua variabel dalam penelitian ini sudah stasioner. Hasil uji stasioneritas dapat dilihat pada Tabel 1.

Tabel 1 Hasil uji stasioneritas data pada tingkat level dan first difference

Variabel	Level			First Difference		
	t-ADF	Mac Kinnon 5%	Keterangan	t-ADF	Mac Kinnon 5%	Keterangan
AALI	-8.29475	-3.526609	Stasioner	-7.487417	-3.536601	Stasioner
LSIP	-8.583441	-3.526609	Stasioner	-9.797794	-3.533083	Stasioner
LN_EPSAALI	1.504547	-3.526609	Tidak stasioner	-4.089639	-3.529758	Stasioner
LN_EPSLSIP	-1.720238	-3.526609	Tidak stasioner	-6.561448	-3.529758	Stasioner
LN_KURS	-2.032118	-3.526609	Tidak stasioner	-5.540018	-3.529758	Stasioner
LN_M2	-3.452496	-3.526609	Tidak stasioner	-7.964835	-3.529758	Stasioner

Variabel	First Difference			First Difference		
	t-ADF	Mac Kinnon 5%	Keterangan	t-ADF	Mac Kinnon 5%	Keterangan
SBI	-2.821172	-3.533083	Tidak stasioner	-4.168214	-3.529758	Stasioner
LN_HED	-2.921644	-3.526609	Tidak stasioner	-7.55889	-3.529758	Stasioner

5.2 Uji Kausalitas Granger

Hasil uji kausalitas granger menunjukkan bahwa *return* LSIP memengaruhi LN_HED, LN_M2 memengaruhi LN_EPSAALI, LN_M2 memengaruhi SBI, LN_KURS memengaruhi LN_M2, SBI memengaruhi LN_EPSAALI, LN_HED memengaruhi LN_EPSAALI dan LN_HED memengaruhi SBI. Variabel AALI dan LN_KURS tidak memiliki hubungan dengan variabel apapun. Hal ini dapat dilihat pada Tabel 2.

Tabel 2 Hasil uji kausalitas granger pada model AALI dan LSIP

Variabel	LN_EPSAALI	LN_KURS	SBI	LN_HED
LSIP				→
LN_M2	→	←	→	
SBI	→			
LN_HED	→		→	

keterangan : ← → artinya terdapat hubungan satu arah

5.3 Uji Kointegrasi

Hasil pengujian menunjukkan bahwa pada model AALI terdapat dua persamaan yang terkointegrasi pada taraf nyata 5% sedangkan pada model LSIP terdapat satu persamaan yang terkointegrasi pada taraf nyata 5%. Hasil uji kointegrasi dapat dilihat pada Tabel 3. Melalui uji kointegrasi dapat diketahui bahwa metode yang tepat untuk menganalisis dalam penelitian ini adalah VAR VECM.

Tabel 3 Hasil uji kointegrasi pada model AALI dan LSIP

Hypothesized	AALI			LSIP		
	Trace Statistic	Critical Value	Prob.**	Trace Statistic	Critical Value	Prob.**
None	119.3445	95.75366	0.0005*	101.7862	95.75366	0.0180*
At most 1	71.78686	69.81889	0.0345*	65.17899	69.81889	0.1109
At most 2	41.72756	47.85613	0.1665	34.29123	47.85613	0.4860
At most 3	19.67191	29.79707	0.4454	18.72359	29.79707	0.5129
At most 4	6.373015	15.49471	0.6514	7.945372	15.49471	0.4713

At most 5	0.121504	3.841466	0.7274	0.042466	3.841466	0.8367
-----------	----------	----------	--------	----------	----------	--------

5.4 Uji Lag Optimum

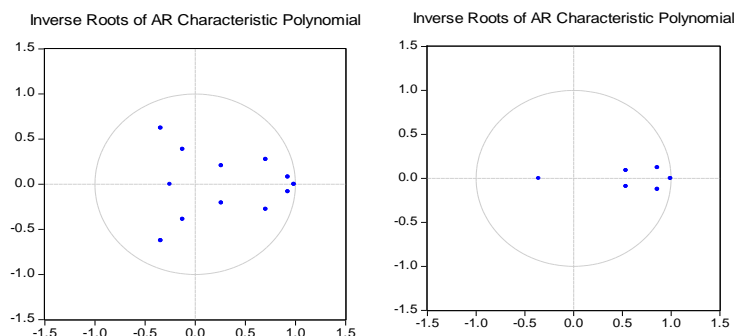
Hasil uji lag optimum menunjukkan bahwa pada model AALI memiliki nilai SC terkecil yaitu -16.00324 di lag satu. Model LSIP memiliki nilai SC terkecil yaitu -13.41698 di lag satu. Hasil uji lag optimum dapat dilihat pada Tabel 4.

Tabel 4 Hasil uji lag optimum model AALI dan LSIP

Emiten	Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
AA LI	0	144.8486	NA	2.70e-11	7.30782	7.04925	7.21582
	1	380.4508	384.4037*	7.59e-16*	17.8132	16.0032	17.1692
	2	419.0544	50.79418	7.66e-16	17.9502	14.5888	16.7542
	3	448.1574	29.1029	1.68e-15	17.5872	12.6744	-15.83931
	4	477.2604	15.1029	1.68e-15	17.5872	12.6744	-15.83931
	5	506.3634	1.1029	1.68e-15	17.5872	12.6744	-15.83931
LSI P	0	135.3067	NA	6.80561e-11	6.54704	-6.713618	-6.713618
	1	331.3120	319.7981	1.01e-14	15.2269	13.4169	-14.58298
	2	379.2766	63.1114	6.22e-15*	15.8566	12.4953	-14.66072*
	3	416.7261	37.449	8.76e-15*	15.93295	-11.02019	-14.18503

5.5 Uji Stabilitas VAR

Hasil uji stabilitas VAR menunjukkan bahwa semua akar dari fungsi polinomial berada dalam *unit circle* artinya model VAR tersebut sudah stabil. Nilai modulus model AALI yaitu 0.252645 hingga 0.984270 kemudian nilai modulus model LSIP yaitu 0.358599 hingga 0.993709. Hasil uji stabilitas VAR dapat dilihat pada Gambar 2.



Gambar 2 Hasil uji stabilitas VAR model AALI dan LSIP

5.6 Pengaruh Jangka Pendek

Dalam jangka pendek, pada model AALI hanya variabel SBI yang signifikan dan pada model LSIP hanya variabel LN_HED yang signifikan. Hal ini terjadi dikarenakan terdapat *lag* bagi suatu variabel untuk bereaksi terhadap pengaruh yang diberikan oleh variabel lainnya dan umumnya reaksi suatu variabel terhadap variabel lainnya terjadi dalam jangka panjang. Hal tersebut dapat dilihat pada Tabel 5.

Tabel 5 Hasil estimasi VECM dalam jangka pendek

Pengaruh Jangka Pendek					
CointEq1	Koef	-1.17863	CointEq1	Koef	-0.67156
	t-Stat	[-6.05261]		t-Stat	[-3.89539]
LN_EPSAALI	Koef	-0.825176	LN_EPSLSIP	Koef	0.537341
	t-Stat	[-1.48576]		t-Stat	[1.33934]
LN_KURS	Koef	0.111587	LN_KURS	Koef	0.712825
	t-Stat	[0.26449]		t-Stat	[0.98629]
LN_M2	Koef	0.069390	LN_M2	Koef	1.859378
	t-Stat	[0.04064]		t-Stat	[0.62401]
SBI	Koef	0.177170*	SBI	Koef	0.152987
	t-Stat	[2.60781]		t-Stat	[1.39016]
LN_HED	Koef	0.027860	LN_HED	Koef	1.508801*
	t-Stat	[0.07719]		t-Stat	[2.23674]

5.7 Pengaruh Jangka Panjang

Hasil estimasi VECM dalam jangka panjang menunjukkan bahwa LN_EPSAALI berpengaruh positif signifikan terhadap *return* AALI. Artinya kenaikan LN_EPSAALI sebesar 1% akan meningkatkan *return* AALI sebesar 0.19078%. LN_EPSLSIP berpengaruh positif signifikan terhadap *return* LSIP. Artinya kenaikan LN_EPSLSIP sebesar 1% akan meningkatkan *return* LSIP sebesar 0.31680%. Hasil ini sesuai penelitian Sari (2013). EPS mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih dalam setiap lembar saham. Semakin tinggi laba bersih perusahaan maka laba per saham akan semakin tinggi. Jika laba per saham tinggi maka pembagian dividen juga akan tinggi. Hal ini akan meningkatkan harga saham kemudian meningkatkan *return*. Investor akan mengetahui nilai EPS dari laporan keuangan perusahaan yang dipublikasikan sehingga dapat memperkirakan pendapatan yang diperoleh apabila membeli suatu saham. Perusahaan dengan nilai EPS yang meningkat akan menarik minat investor untuk menanamkan modalnya. Semakin tinggi EPS maka semakin banyak permintaan dari investor. Banyaknya permintaan dari investor akan meningkatkan harga saham dan meningkatkan *return*.

LN_KURS berpengaruh positif tidak signifikan terhadap *return* AALI sedangkan berpengaruh positif signifikan terhadap *return* LSIP. Peningkatan nilai dolar sebesar 1% akan meningkatkan *return* LSIP sebesar 1.22213%. Hasil ini sesuai penelitian Purnawan (2014) dan Issahaku (2013). Laporan keuangan LSIP yang dipublikasikan menjelaskan bahwa perusahaan memiliki nilai ekspor berkisar 12%. Peningkatan nilai dolar atau terdepresiasi nilai rupiah menyebabkan harga produk Indonesia menjadi lebih murah untuk konsumen yang berada di luar negeri. Hal ini akan meningkatkan permintaan dan meningkatkan daya saing ekspor. Eksportir akan menerima pembayaran dari luar negeri dalam bentuk dolar. Jika dolar ditukarkan dalam rupiah, maka akan menerima nilai rupiah yang lebih besar. Rupiah yang dihasilkan tersebut dapat digunakan untuk biaya produksi perusahaan di Indonesia. Bagi perusahaan yang berorientasi ekspor, peningkatan nilai dolar akan meningkatkan profitabilitas sehingga meningkatkan *return*.

Jumlah uang beredar berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* AALI dan LSIP. Peningkatan LN_M2 sebesar 1% akan menurunkan *return* AALI sebesar -5.87216% dan *return* LSIP sebesar -12.29557%. Hasil ini sesuai penelitian Issahaku (2013) dan El-Nader *et al.* (2012). Mankiw (2007) menjelaskan dalam teori kuantitas uang bahwa jika bank sentral meningkatkan jumlah uang beredar dengan cepat maka tingkat harga akan meningkat dengan cepat. Teori kuantitas mengarahkan untuk menyepakati pertumbuhan kuantitas uang merupakan determinan penting dalam inflasi. Berdasarkan Sunariyah (2006), inflasi berpengaruh negatif terhadap harga saham. Inflasi menyebabkan harga-harga mengalami kenaikan, naiknya harga barang sama dengan turunnya nilai mata uang. Inflasi akan menurunkan pendapatan riil masyarakat dan menurunkan daya beli masyarakat akibatnya terjadi penurunan penjualan produk-produk domestik yang menyebabkan profitabilitas perusahaan menurun. Profitabilitas menurun maka harga saham dan *return* akan menurun. Hal ini menjelaskan bahwa peningkatan LN_M2 memberi pengaruh negatif terhadap *return* karena peningkatan LN_M2 menyebabkan peningkatan inflasi.

Dalam jangka panjang suku bunga SBI berpengaruh positif tidak signifikan terhadap *return* AALI namun berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* LSIP. Kenaikan suku bunga SBI sebesar 1% akan menurunkan *return* LSIP sebesar -0.12269%. Hasil ini mendukung penelitian Purnawan (2014). Kenaikan suku bunga SBI akan menyebabkan investor mengalihkan dananya ke surat berharga berbasis bunga seperti deposito dan Sertifikat Bank Indonesia. Investor akan mengubah portofolionya dengan menjual saham sehingga berakibat pada penurunan harga saham dan *return* saham. Selain itu, perusahaan yang akan memperluas bisnisnya memerlukan modal. Modal tersebut biasanya dalam bentuk pinjaman atau utang di bank. Jika perusahaan tersebut memperoleh pembiayaan dari berutang di bank maka perusahaan akan menanggung beban bunga. Kenaikan suku bunga menyebabkan biaya modal meningkat sehingga profitabilitas perusahaan turun kemudian menurunkan harga saham dan menurunkan *return*.

Harga emas dunia berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap *return* LSIP namun berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* AALI. Kenaikan harga emas dunia sebesar 1% akan menurunkan *return* AALI sebesar -0.35774%. Saat harga emas mengalami kenaikan maka investor akan mengalihkan portofolionya pada emas karena dinilai lebih menguntungkan. Akibatnya investor akan menjual sahamnya dan harga saham mengalami penurunan sehingga menurunkan *return*. Hasil estimasi VECM dalam jangka panjang dapat dilihat pada Tabel 6.

Tabel 6 Hasil estimasi VECM dalam jangka panjang

Variabel		Pengaruh Jangka Panjang			
		AALI		LSIP	
LN_EPSAALI	Koef	0.19078*	LN_EPSLSIP	Koef	0.31680*
	t-Stat	[-2.02748]		t-Stat	[-4.09209]
LN_KURS	Koef	0.21165	LN_KURS	Koef	1.22213*
	t-Stat	[-1.12977]		t-Stat	[-6.60357]
LN_M2	Koef	-5.87216*	LN_M2	Koef	-12.29557*
	t-Stat	[5.45614]		t-Stat	[12.3537]
SBI	Koef	0.03043	SBI	Koef	-0.12269*
	t-Stat	[-1.46522]		t-Stat	[5.54113]
LN_HED	Koef	-0.35774*	LN_HED	Koef	-0.01318
	t-Stat	[2.03466]		t-Stat	[0.08928]

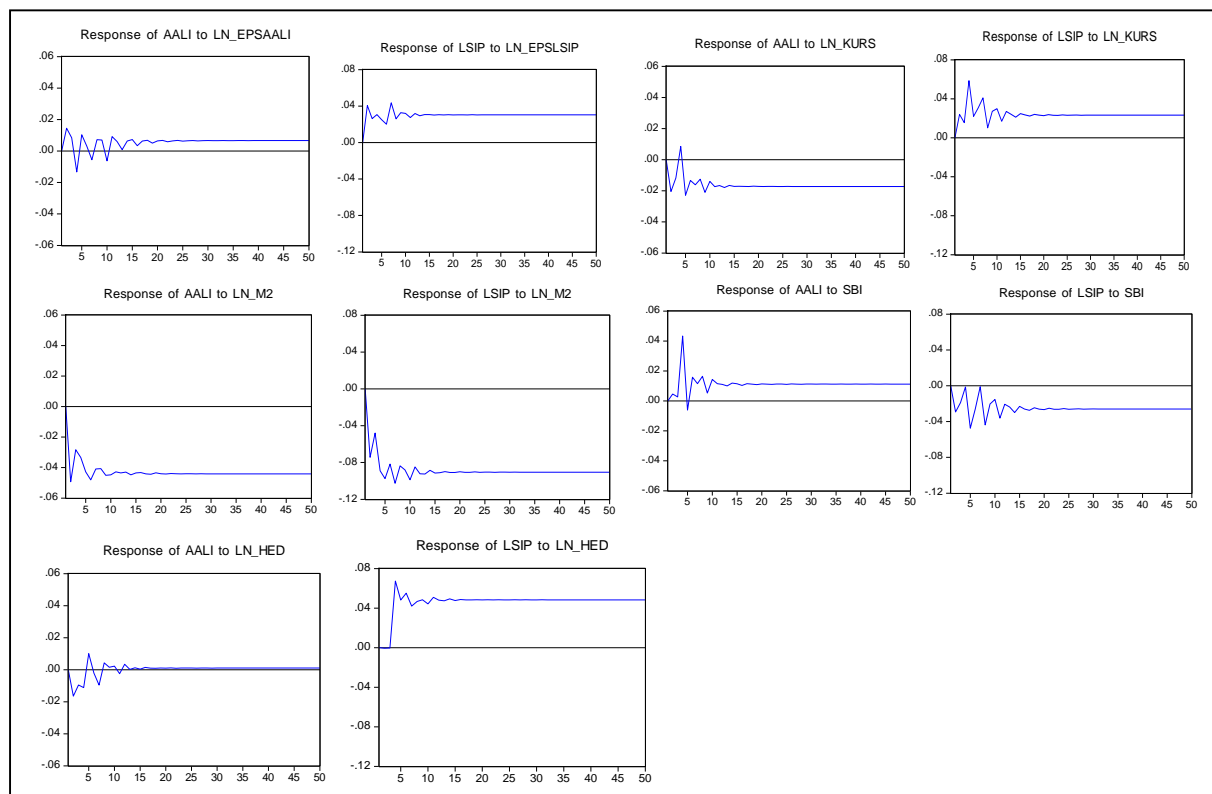
5.8 Guncangan Variabel EPS dan Makroekonomi

Guncangan LN_EPSAALI direspon negatif oleh *return* AALI pada bulan ke-4, ke-7 dan ke-10 kemudian mencapai kestabilan dalam respon positif sebesar 0.006259%. Guncangan LN_EPSLSIP

direspons positif oleh *return* LSIP sejak bulan ke-1 dan mencapai kestabilan pada bulan ke-14 sebesar 0.030675%. Peningkatan LN_EPSAALI dan LN_EPSLSIP menandakan laba bersih yang dihasilkan perusahaan meningkat dan *return* dapat meningkat.

Guncangan LN_KURS direspons positif oleh *return* AALI pada bulan ke-4 sebesar 0.008548% dan mencapai kestabilan dalam respon negatif pada bulan ke-13 sebesar -0.017865%. Peningkatan nilai dolar dapat meningkatkan bea impor terutama perusahaan dengan nilai ekspor rendah. Guncangan LN_KURS direspons positif oleh *return* LSIP dengan peningkatan yang tajam pada bulan ke-4 sebesar 0.058616% dan mencapai kestabilan pada bulan ke-21 sebesar 0.023772%. Melalui peningkatan dolar, eksportir akan mendapatkan profitabilitas yang lebih tinggi sehingga meningkatkan harga saham dan *return*.

Guncangan LN_M2 direspons negatif oleh *return* AALI dan *return* LSIP sepanjang periode. Pada bulan ke-2 *return* AALI merespon negatif dengan penurunan yang cukup tajam sebesar -0.049267% kemudian mencapai kestabilan dalam respon negatif pada bulan ke-20 sebesar -0.044073%. *Return* LSIP merespon negatif dengan penurunan yang tajam pada bulan ke-7 sebesar 0.102557% kemudian mencapai kestabilan pada bulan ke-18 sebesar 0.090786%. Peningkatan jumlah uang beredar dapat menyebabkan terjadinya inflasi. Inflasi memiliki hubungan negatif dengan saham (Sunariyah 2006).



Gambar 3 Hasil Impuls Reponse Function pada guncangan variabel EPS dan makroekonomi terhadap *return* AALI dan LSIP

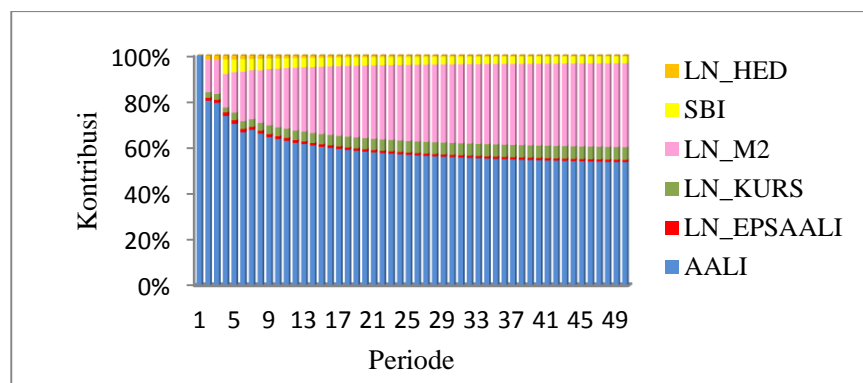
Guncangan SBI direspons positif oleh *return* AALI dengan peningkatan yang tajam pada bulan ke-4 sebesar 0.043335% kemudian mencapai kestabilan pada bulan ke-15 sebesar 0.011406%. Produk investasi berbasis bunga seperti deposito dan Sertifikat Bank Indonesia merupakan instrumen keuangan jangka pendek sedangkan saham merupakan instrumen keuangan jangka panjang. *Return* LSIP memberikan respon negatif dengan penurunan yang tajam pada bulan ke-4 sebesar -0.047437% setelah itu mengalami peningkatan namun masih dalam respon negatif. *Return* LSIP mencapai kestabilan pada bulan ke-25 sebesar -0.026232%. Peningkatan pada suku bunga dapat meningkatkan

utang perusahaan dan investor dapat mengalihkan portofolionya sehingga menurunkan harga saham dan *return*.

Guncangan LN_HED direspon negatif oleh *return* AALI pada bulan ke-2 hingga bulan ke-4, kemudian stabil pada bulan ke-17 sebesar 0.000994%. Guncangan LN_HED direspon negatif oleh *return* LSIP pada bulan ke-2 dan ke-3 kemudian merespon positif dengan tajam pada bulan ke-4 sebesar 0.067424%. *Return* LSIP mencapai kestabilan pada bulan ke-16 sebesar 0.048696%. Saat terjadi peningkatan harga emas maka dapat terjadi pula kenaikan harga komoditas lain seperti CPO (Kebun Emas Indonesia 2012). Hasil guncangan variabel EPS dan makroekonomi terhadap *return* AALI dan LSIP dapat dilihat pada Gambar 3.

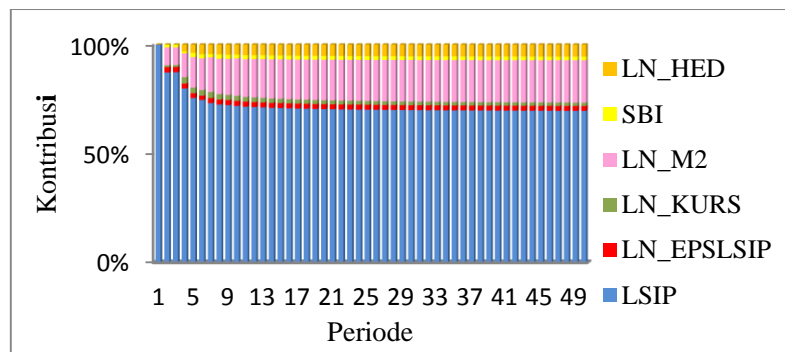
5.9 Forecast Error Variance Decomposition

Forecast Error Variance Decomposition (FEVD) digunakan untuk mengetahui kekuatan dan kelemahan suatu variabel dalam memengaruhi variabel yang lain. Pada bulan ke-1 variabilitas dan fluktuasi nilai dari *return* AALI dapat dijelaskan 100% oleh nilai dari *return* AALI itu sendiri. Pada bulan ke-2 pengaruh dari variabel jumlah *return* AALI itu sendiri berkurang menjadi 80.42046%, LN_M2 memberikan kontribusi terbesar yaitu 14.17473%, kemudian LN_KURS sebesar 2.448212%, LN_HED sebesar 1.59779%, LN_EPSAALI sebesar 1.233084% dan SBI sebesar 0.12572%. Pada bulan ke-15, kontribusi SBI menjadi lebih besar bila dibandingkan dengan LN_EPSAALI dan LN_HED. Pada bulan ke-50, kontribusi LN_M2 sebesar 36.38244%, LN_KURS sebesar 5.544223%, SBI sebesar 3.063189%, LN_EPSAALI sebesar 0.945104% dan LN_HED sebesar 0.300284%. Hasil FEVD model AALI dapat dilihat pada Gambar 4.



Gambar 4 Hasil FEVD model AALI

Pada bulan ke-1 variabilitas dan fluktuasi nilai dari *return* LSIP dapat dijelaskan 100% oleh nilai dari *return* LSIP itu sendiri. Pada bulan ke-2 pengaruh dari variabel *return* LSIP itu sendiri berkurang menjadi 87.19114%, LN_M2 memberikan kontribusi terbesar yaitu 8.220899%, kemudian LN_EPSAALI sebesar 2.457601%, SBI sebesar 1.271183%, LN_KURS sebesar 0.858654% dan LN_HED sebesar 0.000524%. Pada bulan ke-20, kontribusi LN_HED menjadi lebih besar bila dibandingkan dengan LN_KURS dan SBI. Pada bulan ke-50, kontribusi LN_M2 sebesar 19.46898%, LN_HED sebesar 5.526179%, LN_EPSLSIP sebesar 2.264326, SBI sebesar 1.683657% dan LN_KURS sebesar 1.514909%. Hasil FEVD model LSIP dapat dilihat pada Gambar 5.



Gambar 5 Hasil FEVD model LSIP

Hasil FEVD pada kedua model menunjukkan bahwa jumlah uang beredar memberikan kontribusi dominan kepada *return* AALI dan LSIP. Peningkatan jumlah uang beredar dapat memicu terjadinya inflasi. Sepanjang tahun 2011 hingga 2014, jumlah uang beredar di Indonesia mengalami peningkatan. Pada Agustus 2011, jumlah uang beredar (M2) sebesar 2 621 345 miliar rupiah kemudian pada Desember 2014, jumlah uang beredar meningkat menjadi sebesar 4 170 731 miliar rupiah (BI 2015). Inflasi akan menurunkan pendapatan riil sehingga menurunkan pembelian terhadap produk-produk domestik dan aset investasi.

6 Simpulan dan Saran

6.1 Simpulan

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan maka dapat diperoleh simpulan sebagai berikut:

1. Dalam jangka panjang, LN_EPSAALI berpengaruh positif signifikan terhadap *return* AALI dan LN_EPSLSIP berpengaruh positif signifikan terhadap *return* LSIP. LN_KURS berpengaruh positif signifikan terhadap *return* LSIP namun berpengaruh positif tidak signifikan terhadap *return* AALI. LN_M2 berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* AALI dan LSIP. SBI berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* LSIP namun berpengaruh positif tidak signifikan terhadap *return* AALI. LN_HED berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* AALI namun berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap *return* LSIP.
2. Pada guncangan EPS, *return* AALI stabil pada bulan ke-25 dan *return* LSIP stabil pada bulan ke-14. Pada guncangan LN_KURS, *return* AALI stabil pada bulan ke-13 dan *return* LSIP stabil pada bulan ke-21. Pada guncangan LN_M2, *return* AALI stabil pada bulan ke-20 dan *return* LSIP stabil pada bulan ke-18. Pada guncangan SBI, *return* AALI stabil pada bulan ke-15 dan *return* LSIP stabil pada bulan ke-25. Pada guncangan LN_HED, *return* AALI stabil pada bulan ke-17 dan *return* LSIP stabil pada bulan ke-16.
3. LN_M2 memberikan kontribusi dominan terhadap perubahan *return* AALI dan LSIP selama 50 bulan ke depan.

6.2 Saran

1. Emiten disarankan untuk meningkatkan ekspor terutama saat depresiasi rupiah.
2. Pemerintah diharapkan dapat menjaga kestabilan kondisi makroekonomi untuk menghindari terjadinya *shock* atau guncangan karena setiap *return* saham memerlukan periode yang cukup lama dalam mencapai kestabilan.
3. Untuk penelitian selanjutnya diharapkan dapat menganalisis risiko saham dan menambah variabel kinerja perusahaan yang digunakan.

Daftar Pustaka

- Al-Qur'anku dengan Tajwid Blok Warna. 2010. Jakarta (ID): Lestari Books.
- Artha DR, Achسانی NA, Sasongko H. 2014. Analisis Fundamental, Teknikal dan Makroekonomi Harga Saham Sektor Pertanian [jurnal]. Surabaya (ID): Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan Volume 16 Nomor 2 h.175-184.
- [AALI] PT Astra Agro Lestari Tbk. 2013. Annual Report 2013 [internet]. [diunduh 2015 Apr 1]. Tersedia pada: <http://astra-agro.co.id/>.
- [BEI] Bursa Efek Indonesia. 2010. Indeks Saham Syariah [internet]. [diunduh 2015 Apr 28]. Tersedia pada: <http://www.idx.go.id/>.
- [BEI] Bursa Efek Indonesia. 2014. Laporan Keuangan 2014 PT Astra Agro Lestari Tbk [internet]. [diunduh 2015 Apr 9]. Tersedia pada: <http://www.idx.go.id/>.
- [BEI] Bursa Efek Indonesia. 2014. Laporan Keuangan 2014 PT PP London Sumatera Indonesia Tbk [internet]. [diunduh 2015 Apr 9]. Tersedia pada: <http://www.idx.go.id/>.
- [BEI] Bursa Efek Indonesia. 2015. Ringkasan Saham [internet]. [diunduh 2015 Feb 16]. Tersedia pada: <http://www.idx.go.id/>.
- [BI] Bank Indonesia. 2015. Data Statistik Kurs Rupiah terhadap Dolar Amerika. [internet]. [diunduh 2015 Feb 12]. Tersedia pada: <http://www.bi.go.id/>.
- [BI] Bank Indonesia. 2015. Data Statistik Tingkat Inflasi [internet]. [diunduh 2015 Feb 12]. Tersedia pada: <http://www.bi.go.id/>.
- [BI] Bank Indonesia. 2015. Data Statistik Tingkat Suku Bunga Bank Indonesia [internet]. [diunduh 2015 Feb 12]. Tersedia pada: <http://www.bi.go.id/>.
- [BI] Bank Indonesia. 2015. Informasi Kurs [internet]. [diunduh 2015 Feb 12]. Tersedia pada: <http://www.bi.go.id/>.
- [BI] Bank Indonesia. 2015. Lelang Sertifikat BI [internet]. [diunduh 2015 Feb 25]. Tersedia pada: <http://www.bi.go.id/>.
- [BI] Bank Indonesia. 2015. Statistik Ekonomi Keuangan Indonesia [internet]. [diunduh 2015 Feb 12]. Tersedia pada: <http://www.bi.go.id/>.
- [BI] Bank Indonesia. 2014. Suku Bunga [internet]. [diunduh 2015 Feb 12]. Tersedia pada: <http://www.bi.go.id/>.
- [BPS] Badan Pusat Statistik. 2014. Ekspor Komoditas [internet]. [diunduh 2015 Apr 7]. Tersedia pada: <http://www.bps.go.id/>.
- [BPS] Badan Pusat Statistik. 2014. CPI Indonesia [internet]. [diunduh 2015 Apr 27]. Tersedia pada: <http://www.bps.go.id/>.
- Darmadji T, Fakhruddin HM. 2001. *Pasar Modal di Indonesia Pendekatan Tanya Jawab*. Jakarta (ID): Salemba Empat.
- El-Nader, Mohammed H, Alramony, Diab A. 2012. The Impact of Macroeconomic Factors on Amman Stock Market Returns [jurnal]. Toronto (ID): Journal of Economics and Finance Volume 4 Issues 12 h.202-213.
- Firdaus M. 2011. *Aplikasi Ekonometrika untuk Data Panel dan Time Series*. Bogor (ID): IPB Press.
- Issahaku H, Ustarz Y, Domanban PB. 2013. Macroeconomic Variable and Stock Market Returns in Ghana: Any Causal Link? [jurnal]. Tamale (ID): Asian Economic and Financial Review h.1044-1062.
- Juanda B, Junaidi. 2012. *Ekonometrika Deret Waktu*. Bogor (ID): IPB Press.
- [KEI] Kebun Emas Indonesia. 2012. Kapan Harga Emas Naik. [internet] [diunduh 2015 Mar 15]. Tersedia pada: <http://kebunemasindonesia.com/>
- [LGF] London Gold Fixing. 2001. London Gold Fixing Prices [internet]. [diunduh 2015 Feb 16]. Tersedia pada: <http://www.goldfixing.com/>.
- [LSIP] PT PP London Sumatera Indonesia Tbk. 2013. Annual Report 2013 [internet]. [diunduh 2015 Apr 1]. Tersedia pada: <http://www.londonsumatra.com/>.
- Manan A. 2009. *Aspek Hukum dalam Penyelenggaraan Investasi di Pasar Modal Syariah Indonesia*. Jakarta (ID): Kencana.
- Mankiw NG. 2007. *Makroekonomi*. Liza F, Nurmawan I, penerjemah. Jakarta (ID): Erlangga. Terjemahan dari: *Macroeconomics*. Edisi ke-6.

- Negara produsen CPO terbesar. 2014. Index Mundi [internet]. [diunduh 2015 Apr 26]. Tersedia pada: <http://www.indexmundi.com/>.
- [OJK] Otoritas Jasa Keuangan. 2015. Jumlah Saham Syariah [internet]. [diunduh 2015 Jan 9]. Tersedia pada <http://www.ojk.go.id/>.
- Purnawan I. 2014. Analisis Pengaruh Makroekonomi Domestik dan Makroekonomi Global terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) periode 2011-2014 [skripsi]. Bogor (ID): Institut Pertanian Bogor.
- Samsul M. 2006. *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*. Jakarta (ID): Erlangga.
- Sari W. 2013. Analisis Pengaruh Fundamental dan Kondisi Ekonomi terhadap Return Saham (Studi Kasus pada Perusahaan Perbankan (BUMN) yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2005 – 2012) [jurnal]. Malang (ID): Jurnal Ilmiah Mahasiswa FEB.
- Sharpe WF, Alexander GJ, Bailey JV. 1997. *Investasi*. Njooliangtik H, Agustiono, penerjemah. Jakarta (ID): Prenhallindo. Terjemahan dari: *Investment*. Jilid ke-2.
- Soemitra A. 2009. *Bank & Lembaga Keuangan Syariah*. Jakarta (ID): Kencana.
- Sunariyah. 2006. *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. Yogyakarta (ID): UPP STIM YKPN.
- Tangjitprom N. 2012. The Review of Macroeconomic Factors and Stock Returns. Bangkok (ID): *International Business Research* Volume 5 No. 8 h.107-115.
- [TE] Trading Economics. 2014. CPI United States of America [internet]. [diunduh 2015 Apr 27]. Tersedia pada: <http://www.tradingeconomics/>.
- Yulianti. 2013. Analisis Pengaruh Fundamental Makroekonomi terhadap Return Saham Indeks Sektor Properti di Bursa Efek Indonesia tahun 2007-2013 [skripsi]. Semarang (ID): Universitas Diponegoro.