

INDIKATOR MAKROEKONOMI DAN *RETURN* SAHAM SYARIAH DI INDONESIA

Utami Baroroh

UIN Syarif Hidayatullah Jakarta

utami.baroroh@uinjkt.ac.id

Abstract.

The objectives of this study are to examine empirical test the long term equilibrium and simultaneous relationship between macroeconomics variables to stock return in Indonesia and to observe stock return response because shock/innovation of inflation, SBI discount rate and exchange rate Rupiah to US dollar. The data sample used in this study are monthly time series data from 2003.1 – 2010.6. Those data are SBI discount rate, inflation (CPI), exchange rate Rupiah to US dollar, money supply and stock return (IHSG). A method of analysis in this study are Granger Causality Test and Cointegration test. The empirical results shows that SBI discount rate, inflation (CPI), and exchange rate Rupiah to US dollar have causality relationship to stock return.. The cointegration test indicates that among research variables there is long term equilibrium and simultaneous relationship.

Keywords: Arbitrage Pricing Theory; Stock Return; Granger Causality Test.

Abstrak.

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji keseimbangan jangka panjang dan hubungan simultan antara variabel makroekonomi terhadap return saham di Indonesia dan untuk mengamati respon return saham karena kejutan/inflasi, tingkat diskonto SBI dan nilai tukar Rupiah terhadap dolar AS. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah tingkat diskonto SBI, inflasi (CPI), nilai tukar Rupiah terhadap dolar AS, jumlah uang beredar dan return saham (IHSG). Metode analisis dalam penelitian ini adalah Uji Kausalitas Granger dan uji kointegrasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tingkat diskonto SBI, inflasi (CPI), dan nilai tukar Rupiah terhadap dolar AS memiliki hubungan kausalitas terhadap return saham. Uji kointegrasi menunjukkan bahwa antara variabel penelitian ada keseimbangan jangka panjang dan hubungan simultan.

Kata Kunci: Arbitrage Pricing Theory; Return Saham; Tes Kausalitas Granger

Diterima: 6 Maret 2013; Direvisi: 2 Mei 2013; Disetujui: 14 Mei 2013

PENDAHULUAN

Perekonomian Indonesia menunjukkan pertumbuhan yang luar biasa dimana pada tahun 2008, Indonesia mengalami pertumbuhan ekonomi sebesar 5,6% sedangkan pada saat tersebut terjadi krisis ekonomi di Amerika Serikat dan Yunani. Pertumbuhan ekonomi tersebut diikuti dengan perkembangan pasar keuangan Indonesia yang ditunjukkan oleh peningkatan indeks harga saham gabungan (IHSG). Bahkan bursa efek Indonesia termasuk salah satu bursa efek yang menunjukkan perkembangan luar biasa di kawasan regional Asia. Pada tahun 2004 dengan inflasi 6,4% harga IHSG adalah 1000, tetapi pada tahun 2005 ketika inflasi meningkat menjadi 8,98% harga IHSG juga meningkat. Sebaliknya, pada tahun 2006 inflasi sebesar 13,33% dan harga IHSG adalah 1806. Akan tetapi pada tahun 2007 dimana inflasi sebesar 6,49%, harga dari IHSG meningkat 52% menjadi 2746. (Bank Indonesia, 2009).

Perkembangan pasar keuangan terutama pasar keuangan global ditunjang oleh semakin pesatnya perkembangan teknologi informasi dan komunikasi di pasar keuangan yang menyebabkan perpindahan modal bergerak lebih cepat dan seringkali dalam jumlah yang sangat besar. Indonesia pada akhirnya juga dituntut untuk mengikuti perkembangan pasar keuangan global tersebut. Bank Indonesia sebagai bank sentral juga melakukan perubahan deregulasi keuangan dan perbankan yang dimulai tahun 1983 bertujuan untuk meningkatkan kemandirian sektor perbankan dan mengurangi terjadinya distorsi dalam perekonomian. Implikasi dari pelaksanaan deregulasi adalah semakin meningkatnya integrasi dan interaksi antar berbagai unsur ekonomi yang menyebabkan struktur ekonomi menjadi dinamis dan kompleks.

Struktur ekonomi yang kompleks akan merubah perilaku pelaku ekonomi yang di indikasikan dengan munculnya berbagai fenomena yang relatif baru bagi perekonomian Indonesia. Perkembangan pasar modal yang dinamis menyebabkan terjadinya disintermediasi dan perubahan perilaku investasi. Selain itu, terlihat pula gejala merenggangnya hubungan antar variabel makro ekonomi. Kondisi ini pada akhirnya akan mempersulit otoritas moneter untuk mengambil keputusan dalam melakukan kebijakan moneternya (Sarwono dan Warjiyo, 1998).

Untuk melakukan perubahan struktural pada pasar keuangan pasca krisis, maka perlu dilakukan upaya untuk membuat model variabel makro ekonomi yang mempengaruhi aktivitas pasar keuangan. Ekspansi moneter yang dilakukan untuk mendorong pemulihan ekonomi melalui penurunan suku bunga tidak serta merta meningkatkan pembiayaan pasar keuangan kepada sektor riil di dalam perekonomian. Secara teoritis, suku bunga jangka panjang cenderung untuk bergerak searah dengan suku bunga jangka pendek. Dengan demikian, diharapkan bahwa *yield* dari aset jangka panjang seperti obligasi yang bergerak searah dengan pergerakan suku bunga, akan bergerak naik ketika suku bunga jangka pendek meningkat. Kenaikan *yield* ini akan mengakibatkan obligasi menjadi lebih menarik sehingga ada perpindahan investasi dari saham ke obligasi karena diharapkan memberikan tingkat keuntungan yang lebih tinggi.

Ross (1975) merumuskan suatu teori yang menyatakan bahwa tingkat *return* dari setiap surat berharga merupakan fungsi linier dari perubahan faktor-faktor fundamental. Teori tersebut selanjutnya disebut dengan Arbitrage Pricing Theory (APT). Chen, Roll dan Ross (1986) selanjutnya juga mengkaitkan berbagai macam variabel makro ekonomi dengan tingkat *return* dari lima portofolio yang di tawarkan di pasar keuangan.

Hermanto dan Manurung (2002) dalam penelitiannya tentang pengaruh variabel makro, investor, dan indeks BEJ mengungkapkan bahwa variabel jumlah uang beredar (dalam arti M2) mempunyai pengaruh yang positif terhadap indeks BEJ. Karena dana yang dipegang oleh masyarakat semakin banyak maka semakin banyak pula dana yang akan digunakan untuk melakukan investasi di bursa saham. Sehingga akan menaikkan harga saham-saham yang nantinya akan berpengaruh pada kenaikan IHSG. Selain itu variabel tingkat suku bunga SBI, kurs, jumlah uang beredar, maupun pembelian bersih investor asing di BEJ juga mempunyai hubungan yang negatif dan signifikan dengan IHSG.

Al-Mutairi, Abdullah dan Husain Al-Omar (2006) juga melakukan penelitian mengenai variabel makro ekonomi yang menentukan perilaku bursa efek Kuwait. Variabel yang digunakan adalah tingkat suku bunga, inflasi, *money supply* dan belanja pemerintah dan perdagangan saham. Dengan menggunakan *Vector*

Autoregression (VAR), penelitian tersebut menunjukkan bahwa tingkat suku bunga dan inflasi mempunyai pengaruh yang negatif dan mempunyai hubungan jangka panjang. Pada variabel *money supply* dan pengeluaran pemerintah, bursa efek Kuwait berpengaruh positif dan mempunyai hubungan jangka panjang.

Acikalin, Sezgin. Rafaet Aktasdand Sayfettin Unal (2008) menganalisis hubungan variabel makro ekonomi dengan kinerja bursa efek Istanbul. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *return* saham, GDP, nilai tukar, suku bunga, dan *current account* dan alat analisis yang digunakan adalah VECM. Hasil analisis menunjukkan bahwa terdapat hubungan jangka panjang antara *return* saham Istanbul dengan empat variabel makro ekonomi. Berdasarkan hasil uji kointegrasi dan VECM juga menunjukkan *return* saham terkointegrasi dengan keempat variabel makro ekonomi.

Sebagai upaya untuk mendorong kinerja pasar keuangan, maka pembuat kebijakan perlu mengetahui hubungan kausalitas variabel makro ekonomi yang dapat mempengaruhi return saham IHSG terutama variabel tingkat suku bunga SBI, Inflasi, Nilai tukar rupiah dan jumlah uang beredar serta hubungan kointegrasi jangka panjang.

Return saham merupakan salah satu faktor yang memotivasi investor berinvestasi dan juga merupakan imbalan atas keberanian investor menanggung risiko atas investasi yang dilakukannya. Pembahasan tentang tingkat keuntungan sekuritas dapat dikelompokkan dalam dua teori yaitu *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dan *Arbitrage Pricing Theory* (APT) (Suad Husnan, 2005).

Capital Asset Pricing Model (CAPM) menggambarkan hubungan tingkat *return* dan risiko secara sederhana dan hanya menggunakan satu variabel (variabel beta) untuk menggambarkan risiko. Sedangkan *Arbitrage Pricing Theory* (APT) menggunakan sekian banyak variabel pengukur risiko untuk melihat hubungan *return* dan risiko atau dengan kata lain APT tidak menjelaskan faktor-faktor apa yang mempengaruhi *pricing* (Tandelilin, 2001).

Teori Arbitrase Harga (*Arbitrage Pricing Theory*)

Ross (1975) merumuskan suatu teori yang disebut *Arbitrage Pricing Theory* (APT), teori ini didasarkan atas pemikiran yang menyatakan bahwa dua kesempatan investasi yang mempunyai karakteristik yang identik sama tidaklah bisa dijual dengan harga yang berbeda. Lebih lanjut teori ini mengasumsikan bahwa tingkat keuntungan tersebut dapat dipengaruhi oleh berbagai faktor dalam perekonomian dan dalam industri. Korelasi di antara tingkat keuntungan dua sekuritas terjadi karena sekuritas-sekuritas tersebut dipengaruhi oleh faktor-faktor yang sama (Husnan, 2005).

Bower, Bower, dan Logue (1984 dalam Suad Husnan, 2005) menyimpulkan bahwa penggunaan APT akan menghasilkan taksiran yang berbeda dibandingkan dengan CAPM, dan memberikan hasil yang lebih baik. Sampai saat ini banyak penelitian yang menggunakan pendekatan APT, karena secara rasional dan juga teoritis bahwa perkembangan harga sangat dipengaruhi oleh permintaan dan penawaran saham. Permintaan dan penawaran saham sangat dipengaruhi oleh ekspektasi investor (Weston and Copeland, 1995). Selanjutnya harapan atau keberanian seorang investor untuk menawar harga saham sangat ditentukan oleh kondisi pasar, kondisi ekonomi dan nilai perusahaan itu sendiri (Sartono, 2001).

Menurut Weston and Copeland (1997) berdasarkan pendapat Gehr (1975) dan Roll and Ross (1980), Reinganum (1981), Chen (1983), serta Dhrymes, Friend dan Guiltekin (1984) menyatakan bahwa sedikitnya ada 3 atau empat faktor yang mempengaruhi perkembangan harga surat-surat berharga. Hal ini sudah cukup untuk menunjukkan bahwa teori APT mendorong adanya pengembangan penelitian berdasarkan variabel atau faktor-faktor yang diduga mempengaruhi perubahan sebuah sekuritas. Faktor-faktor ini dapat dilihat dari kinerja fundamental perusahaan, kinerja saham di pasar, ataupun keadaan pasar dan perekonomian.

Return Saham

Return Saham adalah tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi yang dilakukannya (Robert Ang, 1997). *Return* yang diterima oleh seorang pemodal yang melakukan investasi tergantung dari instrumen investasi yang di

belinya/ditransaksikan. *Return* sendiri merupakan hasil yang diperoleh dari investasi yang berupa *return* realisasi (*realized return*) dan *return* ekspektasi (*expected return*). *Return* realisasi merupakan *return* yang telah terjadi yang dihitung berdasarkan data historis dan digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja perusahaan. *Return* realisasi ini juga berguna sebagai dasar penentuan *return* ekspektasi (*expected return*) yang merupakan *return* yang diharapkan oleh investor di masa mendatang.

Return realisasi diukur dengan menggunakan *return* total (*total return*), *relative return* (*return relative*), kumulatif *return* (*return cumulative*), dan *return* disesuaikan (*adjusted return*). *Return* total merupakan *return* keseluruhan dari suatu investasi suatu periode tertentu yang terdiri dari *capital gain (loss)* dan *yield*. *Capital gain (loss)* merupakan selisih untung (rugi) dari harga investasi sekarang, relatif dengan harga periode yang lalu (Jogiyanto, 1998).

Ekspektasi seorang investor sangat dipengaruhi kondisi fundamental perusahaan, kondisi parah *bearish* atau *bullish* dan kondisi perekonomian negara (Jogiyanto, 1998). Karena perbedaan ekspektasi maka terjadilah perbedaan harga saat membeli atau harga sebelumnya dengan harga jual atau harga saat ini. Selisih dua harga ini disebut sebagai *return*.

Analisis Kondisi Ekonomi

Analisis kondisi ekonomi merupakan bagian dari analisis saham yang berdasarkan analisis teknikal, dimana analisis teknikal adalah analisis saham berdasarkan pada informasi dari luar perusahaan umumnya mempertimbangkan kondisi negara, seperti kondisi ekonomi, politik, dan finansial suatu negara. Analisis teknikal dapat diukur berdasarkan risiko negara yang terdiri dari 3 risiko yaitu: *political risk*, *financial risk*, and *economic risk* (Claude et. al., 1996). Analisis kondisi ekonomi adalah langkah awal yang penting sebelum melakukan investasi. Pergerakan arah ekonomi mempengaruhi pergerakan pasar modal yang berguna bagi pengembangan keputusan para investor. Kondisi ekonomi yang stabil merupakan kabar baik bagi para investor, sehingga berpengaruh secara positif terhadap pasar modal. Demikian juga sebaliknya, jika kondisi ekonomi tidak stabil atau labil, maka investor akan berhati-hati dalam melakukan investasi (Suad Husnan, 2005). Secara teori, banyak terdapat indikator yang dapat mengukur variabel ekonomi, namun demikian dari sekian banyak indikator yang cukup lazim digunakan untuk memprediksi fluktuasi

saham adalah variabel yang secara langsung dikendalikan melalui kebijakan moneter dengan mekanisme transmisi melalui pasar keuangan (Bank Indonesia, 2004). Variabel-variabel tersebut meliputi nilai tukar rupiah dan tingkat suku bunga.

Hipotesa Penelitian

Dari kajian empiris dan teoritis yang diuraikan di atas, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah : (1) variabel makro ekonomi yaitu tingkat inflasi, tingkat suku bunga SBI, kurs, dan jumlah uang beredar mempunyai hubungan timbal balik (kausalitas) terhadap *return* saham di Indonesia. (2). variabel makro ekonomi yaitu tingkat inflasi, tingkat suku bunga SBI, kurs, dan jumlah uang beredar mempunyai hubungan kointegrasi terhadap *return* saham di Indonesia.

Kebijakan moneter dan pasar keuangan merupakan dua hal yang tidak dapat dipisahkan mengingat setiap perubahan kebijakan moneter untuk mempengaruhi aktivitas perekonomian ditransmisikan melalui pasar keuangan. Oleh karena itu diperlukan pasar keuangan yang sehat dan memiliki ketahanan yang tinggi untuk menjamin kelancaran mekanisme transmisi kebijakan moneter ke sektor riil.

METODE

Penelitian ini menggunakan data runtut waktu (*time series*) dengan data bulanan dari tahun 2003:1 – 2010:6. Data yang digunakan meliputi suku bunga SBI, inflasi, jumlah uang beredar (M2), nilai tukar dan perubahan indeks harga saham gabungan (IHSG) sebagai *return* saham. Data *return* saham diukur melalui Indeks harga saham gabungan (IHSG) periode sekarang dikurangi IHSG periode sebelumnya dibagi dengan IHSG periode sebelumnya. Data dalam penelitian ini diambil dari berbagai sumber seperti laporan tahunan BI, laporan BI, Statistik Ekonomi dan Keuangan Indonesia (SEKI), situs BI, dan situs *Indonesia Stock Exchange* (IDX).

Metode yang digunakan untuk menganalisis interdependensi antar variabel yang diamati adalah uji kausalitas Granger. Untuk dapat menerapkan metode ini, perlu dilakukan estimasi persamaan kointegrasi. Namun untuk dapat melakukan uji kointegrasi harus diyakini terlebih dahulu bahwa variabel yang terkait dalam

pendekatan kointegrasi mempunyai derajat integrasi yang sama. Bila variabel terkait telah mempunyai derajat integrasi yang sama, selanjutnya diestimasi persamaan kointegrasi dengan menggunakan *ordinary least square* (OLS) berdasarkan model berikut :

$$X_t = a_0 + b_0 Y_t + U_t \dots\dots\dots 1$$

$$Y_t = a_1 + b_1 X_t + U'_t \dots\dots\dots 2$$

Dari persamaan (1) dan (2), jika residual (U_t dan U'_t) adalah stasioner atau ditulis $U_t \sim I(0)$, $U'_t \sim I(0)$, kemudian akan diterapkan model koreksi kesalahan yang dihubungkan dengan informasi dari uji kointegrasi dengan model sebagai berikut (Granger, 1986; Granger 1988; Aliman, 1998) :

$$DX_t = b_0 U_{t-1} + c_{0i} DX_{t-i} + d_{0i} DY_{t-i} + e_i \dots\dots\dots 3$$

$$DY_t = b_1 U'_{t-1} + c_{1i} DY_{t-i} + d_{1i} DX_{t-i} + e'_i \dots\dots\dots 4$$

Dimana D adalah *first difference*, (U_{t-1} dan U'_{t-1}) adalah nilai kelambanan dari residual persamaan kointegrasi diatas. Dengan memasukkan *error correction term* (U_{t-1} dan U'_{t-1}), ECM memperkenalkan poin tambahan dimana kausalitas Granger dapat dideteksi. Dari persamaan (3) dan (4) di atas, sebagaimana uji kausalitas Granger (1969) dapat dibedakan empat macam kasus regresi dalam jangka pendek, yaitu:

1. Kausalitas satu arah dari X ke Y terjadi jika koefisien U'_{t-1} , DY_{t-1} dan DX_{t-1} dalam persamaan (4) adalah signifikan secara statistik atau tidak sama dengan nol [b_1 , c_1 , dan $d_{1i} \neq 0$], sedangkan nilai koefisien U_{t-1} , DX_{t-1} dan DY_{t-1} dalam persamaan (3) adalah tidak signifikan secara statistik atau tidak berbeda dengan nol [b_0 , c_0 , dan $d_{0i} = 0$].
2. Kausalitas satu arah dari Y ke X terjadi jika koefisien U_{t-1} , DY_{t-1} dan DX_{t-1} dalam persamaan (4) adalah tidak signifikan secara statistik atau tidak berbeda dengan nol [b_1 , c_1 , dan $d_{1i} = 0$], sedangkan nilai koefisien U_{t-1} , DX_{t-1} dan DY_{t-1} dalam persamaan (3) adalah signifikan secara statistik atau berbeda dengan nol [b_0 , c_0 , dan $d_{0i} \neq 0$].

3. Kausalitas timbal balik atau kausalitas dua arah (*feedback or bilateral causality*) antara X dan Y, terjadi jika koefisien Kausalitas satu arah dari Y ke X terjadi jika koefisien U'_{t-1} , DY_{t-1} dan DX_{t-1} dalam persamaan (4) serta nilai koefisien U_{t-1} , DX_{t-1} dan DY_{t-1} dalam persamaan (3) adalah signifikan secara statistik [b_1 , c_1 , dan $d_{1i} \neq 0$ serta b_0 , c_0 , dan $d_{0i} \neq 0$].
4. Tidak terdapat kausalitas atau tidak saling ketergantungan (*independence*) antara X dan Y, terjadi jika koefisien Kausalitas satu arah dari Y ke X terjadi jika koefisien U'_{t-1} , DY_{t-1} dan DX_{t-1} dalam persamaan (4) serta nilai koefisien U_{t-1} , DX_{t-1} dan DY_{t-1} dalam persamaan (3) adalah tidak signifikan secara statistik [b_1 , c_1 , dan $d_{1i} \neq 0$ serta b_0 , c_0 , dan $d_{0i} \neq 0$].

HASIL DAN PEMBAHASAN

Uji Stasioneritas Data

Hasil pengujian akar-akar unit dengan uji Phillips Perron dari variabel suku bunga SBI (SBI), inflasi (INF), nilai tukar rupiah (Lkurs), jumlah uang beredar (Ljub) dan return saham (return) ditunjukkan pada tabel 1. Berdasarkan tampilan yang disajikan pada tabel 1, secara umum variabel-variabel dalam model dapat dikatakan tidak stasioner pada level atau $I(0)$, hanya variabel *return* yang stasioner pada level atau $I(0)$. Bila data yang diamati pada uji akar-akar unit ternyata tidak stasioner, maka langkah selanjutnya melakukan uji derajat integrasi. Uji ini dilakukan terhadap derivasi ke-n dari data yang akan diuji dengan tujuan untuk mengetahui pada derajat berapa data yang diamati akan stasioner.

Tabel 1. Uji Phillips-Perron

Variabel	Uji Phillips- Perron					
	Level			First Difference		
	Adj- stat	Prob	Ket	Adj- stat	Prob	Ket
Return	-7.297	0.000	Stasioner	-	-	-
SBI	-2.204	0.201	Tidak stasioner	-3.777	0.005	Stasioner
Inflasi	-1.988	0.291	Tidak stasioner	-7.796	0.000	Stasioner
Lkurs	-2.266	0.185	Tidak stasioner	-8.141	0.000	Stasioner
Ljub	-2.435	1.000	Tidak stasioner	-10.28	0.000	Stasioner

Sumber: Data diolah

Variabel yang tidak stasioner pada level dilakukan uji derajat integrasi dengan *differencing* dan dapat dilihat pada Tabel 4.1 diatas, semua variabel dalam model stasioner pada derajat 1 atau I (1). Definisi formal dari integrasi suatu data adalah suatu data runtun waktu dikatakan berintegrasi pada derajat d atau I (d), bila data tersebut memerlukan *differencing* sebanyak d kali agar didapat data yang stasioner (Insukindro, 1992).

Uji Kausalitas Granger

Uji kausalitas Granger ini bertujuan untuk melihat bagaimana pola hubungan antar variabel dengan penentuan lag didasarkan pada pendekatan stok yaitu $k = N^{1/3}$, maka lag yang digunakan pada penelitian ini adalah lag 4. Tabel 2 merupakan rangkuman pola hubungan antar variabel yang dimaksud. Hasil uji kausalitas Granger menunjukkan ada hubungan dua arah antara inflasi dan suku bunga SBI. Hal ini menunjukkan bahwa inflasi dan SBI mempunyai hubungan yang positif, apabila inflasi meningkat maka tingkat suku bunga SBI juga akan naik, begitu juga sebaliknya. Hal ini berlaku pula apabila SBI mengalami pergerakan, maka hal ini akan berpengaruh terhadap inflasi.

Uji kausalitas antara variabel *return* saham dan SBI menunjukkan terjadi hubungan satu arah dari SBI ke *return*. Hal ini menunjukkan bahwa bila ada tingkat suku bunga SBI naik, maka *return* saham juga naik, begitu juga sebaliknya. Namun pergerakan *return* saham tidak memberikan pengaruh terhadap pergerakan tingkat suku bunga SBI. Untuk variabel kurs dan SBI, hasil uji kausalitas juga menunjukkan adanya hubungan satu arah dari kurs ke SBI. Apabila nilai tukar rupiah terapresiasi maka tingkat suku bunga SBI juga akan mengalami kenaikan, dan sebaliknya bila nilai tukar rupiah terdepresiasi maka tingkat suku bunga SBI juga akan mengalami penurunan. Namun terjadinya pergerakan tingkat suku bunga SBI tidak memberikan pengaruh terhadap pergerakan nilai tukar rupiah.

Uji kausalitas pada variabel *return* saham dan inflasi juga menunjukkan terjadi hubungan satu arah dari *return* ke inflasi. Terjadinya kausalitas satu arah dari *return* ke inflasi menunjukkan bahwa kenaikan *return* saham akan memberikan pengaruh terhadap kenaikan harga (inflasi). Namun terjadinya kenaikan harga tidak memberikan pengaruh terhadap meningkatnya *return* saham. Pada variabel *return* saham dan nilai tukar rupiah, uji kausalitas Granger menunjukkan hubungan satu arah dari *return* ke nilai tukar rupiah. Hal ini menunjukkan kenaikan *return* saham akan memberikan

pengaruh terhadap nilai tukar rupiah yang terapresiasi. Namun nilai tukar rupiah yang terapresiasi tidak memberikan pengaruh terhadap meningkatnya *return* saham.

Hasil uji kausalitas antara jumlah uang beredar (LJUB) dan tingkat suku bunga SBI, LJUB dan *return* saham, LJUB dan inflasi, LJUB dan nilai tukar rupiah (Lkurs), menunjukkan tidak adanya hubungan kausalitas antara kedua variabel yang diteliti. Hal ini menunjukkan bahwa perubahan jumlah uang beredar (LJUB) tidak akan mempengaruhi perubahan tingkat suku bunga SBI, *return* saham, inflasi dan nilai tukar rupiah (kurs). Begitu juga sebaliknya, terjadinya pergerakan di tingkat suku bunga SBI, *return* saham, inflasi dan nilai tukar rupiah (kurs) tidak memberikan pengaruh terhadap pergerakan LJUB.

Uji kausalitas Granger antara nilai tukar rupiah (Lkurs) dan inflasi juga menunjukkan tidak adanya hubungan kausalitas antara keduanya. Apabila nilai tukar rupiah mengalami perubahan, maka tidak mempengaruhi perubahan tingkat harga (inflasi). Sebaliknya, bila terjadi perubahan tingkat harga (inflasi) maka tidak akan mempengaruhi perubahan nilai tukar rupiah (Lkurs).

Uji Kointegrasi

Uji kointegrasi ini merupakan kelanjutan dari uji akar-akar unit dan uji derajat integrasi serta uji kausalitas Granger. Uji kointegrasi adalah untuk menguji apakah residual regresi yang dihasilkan stasioner atau tidak. Untuk itu uji kointegrasi harus diyakini terlebih dahulu bahwa variabel yang diamati memiliki derajat integrasi yang sama. Apabila ada dua atau lebih variabel terkait mempunyai derajat integrasi yang berbeda, maka variabel-variabel tersebut tidak dapat berkointegrasi. Pada umumnya sebagian uji kointegrasi berada pada derajat I (0) atau I (1).

Pada Tabel 2 dapat dilihat hasil pengujian kointegrasi dengan menggunakan *Johansen Cointegration test*. Menurut Wijoyo Santoso dan Iskandar (1999), disebutkan bahwa untuk persamaan kointegrasi (*unrestricted*) dipilih *vector* kointegrasi yang memiliki *eigenvalue* maksimum yang berarti memiliki *dominan long run relationship*. Dalam penelitian ini, penulis menggunakan nilai *trace statistic* sebagaimana penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Khrishariato dan Hartono. Dari Tabel 2, dapat dilihat bahwa Hipotesa pertama ($H_0; R = 0$)

menunjukkan bahwa nilai *trace statistic*-nya lebih besar dari *critical value* dalam level 5% ($58.69612 > 47.85613$), dengan demikian H_0 ditolak atau data terkointegrasi. Untuk hipotesa lainnya *trace statistic*-nya lebih kecil dari *critical value* dalam level 5%, dengan demikian H_0 diterima.

Berdasarkan hasil estimasi kointegrasi dapat diuraikan bahwa dalam jangka panjang, semua variabel yang mempengaruhi return saham di Indonesia mempunyai hubungan keseimbangan jangka panjang yang signifikan secara statistik dengan tanda koefisien sesuai yang diharapkan oleh teori yang terkait.

Tabel 2. Hasil Uji Kointegrasi Johansen

Hipotesa		Eigenvalue	Trace Statistic	5 % Critical Value
$H_0; r$	$H_1; r$			
R = 0	R > 0	0.232089	58.69612	47.85613
R = 1	R > 1	0.184298	36.24915	29.79707
R = 2	R > 2	0.157478	18.93409	15.49471
R = 3	R > 3	0.050100	4.368905	3.841466

Sumber : data diolah

SIMPULAN

Hasil uji kausalitas Granger antara variabel makro ekonomi dengan *return* saham menunjukkan bahwa variabel inflasi, tingkat suku bunga SBI dan nilai tukar rupiah mempunyai hubungan kausalitas dengan *return* saham di Indonesia selama periode pengamatan. Berdasarkan uji kausalitas Granger terdapat hubungan satu arah dari SBI ke *return* saham, kurs ke SBI, *return* ke inflasi dan *return* ke kurs. Sementara itu, terdapat hubungan dua arah antara inflasi dan SBI. Uji kausalitas Granger juga menunjukkan tidak terjadi hubungan kausalitas antara jumlah uang beredar (JUB) dengan SBI, JUB dengan *return*, JUB dengan inflasi, JUB dengan kurs dan kurs dengan inflasi.

Berdasarkan uji kointegrasi Johansen menunjukkan bahwa dalam jangka panjang, semua variabel yang mempengaruhi return saham di Indonesia mempunyai hubungan keseimbangan jangka panjang yang signifikan

secara statistik dengan tanda koefisien sesuai yang diharapkan oleh teori yang terkait.

PUSTAKA ACUAN

- Ang, Robert. 1997. *Buku Pintar: Pasar Modal Indonesia*. Jakarta : Mediasoft Indonesia.
- Claude et. al. 1996. *Political Risk, Economic Risk, and Financial Risk. Financial Analysts Journal*, November-December.
- Engle, Robert F., and Clive W.J. Granger. 1987. *Cointegration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing*. *Econometrica*, Vol.55, No.2 : 251-279
- Erdogan, Esen and Umit Ozlaze. 2005. *Effect of Macroeconomic Dynamics on Stock Returns : The Case of The Turkish Stock Exchange Market*. *Journal of Economic Cooperation* 26, 2, 69 – 90.
- Eviews. 2007. *E-views 6 User's Guide* New York : Irvine.
- Gay, Robert D. Jr. 2008. *Effect of Macroeconomic Variables on Stock Market Returns for Four Emerging Economies: Brazil, Russia, India and China*. *International Business and Economies Research Journal*, Vol.7 No.3.
- Gujarati, Da1modar. 2007. *Basic Econometrics*. Fourth edition, New York : McGraw Hill.
- Hermanto dan Manurung. 2002. *Pengaruh Tingkat Suku Bunga SBI, Nilai Kurs Dolar Amerika, Jumlah Uang Beredar (M2), Pembelian Bersih Investor Asing di BEJ terhadap IHSG di BEJ Periode Januari 1998-Maret 2002*. Usahawan edisi Agustus.
- Husnan, Suad. 2005. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Edisi Ketiga, Yogyakarta : UPP AMP YKPN.
- Insukindro. 1992. *Pendekatan Kointegrasi dalam Analisis Ekonomi: Studi Kasus Permintaan Deposito dalam Valuta Asing di Indonesia*. *Jurnal Ekonomi Indonesia*, Vol. 1, No.2 : 259-270.
- Jogiyanto, HM. 1998. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Pertama, Yogyakarta : BPFE UGM.
- Lee, B. S. 1992. *Causal Relationships Among Stock Returns, Interest Rates, Real Activity, and Inflation*. *Journal of Finance*, 47, 1591-1603.
- Sartono, Agus. 2001. *Manajemen Keuangan Internasional*. Edisi Pertama, Yogyakarta : BPFE.

Tandelilin, Eduardus. 2001. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Edisi Pertama, BPFE: Yogyakarta

Weston, J.F. dan Copeland, T.E. 1995. *Manajemen Keuangan*. Jilid 1, Jakarta : Binarupa Aksara.