

**ANALISIS RISK RETURN SAHAM SYARIAH DALAM IDX HIGH DIVIDEND 20 BERDASARKAN FUNDAMENTAL PEREKONOMIAN INDONESIA DAN AMERIKA SERIKAT**  
**ANALYSIS OF RISK RETURN OF SHARIA SHARE IN IDX HIGH DIVIDEND 20 STOCKS BASED ON THE FUNDAMENTAL OF THE ECONOMY OF INDONESIA AND THE UNITED STATES**

**Muhammad Lutfan Hafizhuddin dan Amelia Pratiwi**

*Departemen Ekonomi Syariah  
Fakultas Agama Islam  
Universitas Muhammadiyah Yogyakarta,  
Email: muhammad.lutfan.2015@fai.umy.ac.id  
ameliapратиwi@fai.umy.ac.id*

**Abstrak**

*Studi ini bermaksud untuk mengukur pengaruh indikator fundamental ekonomi Indonesia dan AS, yang diukur dengan tingkat inflasi, neraca perdagangan, indeks keyakinan konsumen (IKK), tingkat suku bunga bank sentral, jumlah uang beredar, nilai tukar rupiah, cadangan devisa dan harga minyak dunia terhadap return saham dan tingkat risiko saham yang diukur dengan value at risk (VaR). Dengan mengambil enam saham perusahaan syariah yang masuk dalam High Dividend 20 index di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode November 2013 hingga Oktober 2018 sebagai sampel, data diproses dengan panel vector error correction model (VECM). Hasil analisis menunjukkan bahwa semua indikator fundamental kedua negara memiliki pengaruh signifikan pada tingkat pengembalian dan nilai pada risiko.*

**Kata kunci :** *panel vector error correction model (VECM), indikator fundamental ekonomi, tingkat pengembalian saham, value at risk (VaR), high dividen 20 index.*

**Abstract**

*This study is aimed to examine the influence of Indonesia and USA economic fundamental indicators, which are measured by inflations, balances of trade, consumer confidence indexes (CCI), interest rates of central banks, money supplies, exchange rate of Rupiah, foreign exchange reserves and world oil prices against the shares rate of return and the level of value at risk (VaR) of stocks. Taking six shares of sharia companies in High Dividend 20 index of Indonesian Stock Exchange (IDX) during the period November 2013 to October 2018 as samples, the data is processed with the panel vector error correction model (VECM). The result shows that all the fundamental*

*indicators of both countries have significant influences on the rate of return and the value at risk.*

**Keywords** : *panel vector error correction model (VECM), economic fundamental indicators, rate of return, value at risk (VaR), high dividend 20 index*

## **PENDAHULUAN**

Investasi merupakan dana atau kekayaan yang disisihkan pada saat ini dan ditempatkan pada instrumen investasi dengan tujuan meraih keuntungan di periode mendatang.<sup>1</sup> Salah satu wadah dalam melakukan investasi adalah pasar modal. Pasar modal sangat dipengaruhi oleh banyak hal mulai dari isu, kebijakan, peristiwa, keadaan sosial dan ekonomi tidak hanya dalam negeri akan tetapi juga negara lainnya. Oleh karena itu, jika perekonomian suatu negara tersebut mengalami pertumbuhan maka pasar modal negara tersebut akan mengalami *bullish market* (kenaikan) karena pendapatan pada sektor bisnis juga bertumbuh. Sedangkan apabila perekonomian suatu negara mengalami perlambatan atau tidak mengalami pertumbuhan perekonomian maka pasar modal juga akan turut mengalami *bearish market* (penurunan).<sup>2</sup>

Bursa Efek Indonesia (BEI) juga dipengaruhi oleh isu, kebijakan, peristiwa serta kondisi sosial dan ekonomi Negara Amerika Serikat. Indikator perekonomian Amerika Serikat yang berpengaruh pada pergerakan harga saham di bursa saham negara lain adalah informasi mengenai keadaan tenaga kerja.<sup>3</sup> Hal tersebut seperti yang terjadi pada tahun 2018 lalu yakni Amerika Serikat mengeluarkan kebijakan Perang Dagang dengan meningkatkan tarif Impor kepada barang-barang yang berasal dari beberapa negara maju ataupun berkembang sehingga mengakibatkan investor khawatir dengan meningkatnya ketidakpastian ekonomi global menghasilkan melemahnya Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) Indonesia.<sup>4</sup>

Ada sejumlah indikator ekonomi yang dapat mempengaruhi nilai saham di BEI yaitu, pertama, inflasi. Terjadinya fenomena ini mengakibatkan peningkatan biaya produksi perusahaan sehingga akan menurunkan profitabilitas perusahaan. Dampaknya

---

<sup>1</sup> Eduardus, T. (2017). *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Hal.2

<sup>2</sup> Hartomo, D. D. (2010). Pengaruh Multifaktor Makroekonomi Terhadap Return Pasar. *Jurnal Ekonomi*.

<sup>3</sup> Baumohl, B. (2012). *The Secrets Of Economic Indicators: Hidden Clues To Future Economic Trends And Investment Opportunities*. FT Press.

<sup>4</sup> Departemen Kebijakan Ekonomi dan Moneter. (2018). *Tinjauan Kebijakan Moneter Triwulan II 2018*. Bank Indonesia

akan terlihat pada penurunan harga saham, sehingga risiko saham meningkat.<sup>5</sup> Tetapi ada juga yang menyatakan bahwa semakin tinggi peningkatan harga barang dan jasa menyebabkan profitabilitas perusahaan naik, yang pada akhirnya membuat return saham meningkat, sementara risiko saham, yang diukur dengan *value at risk* (VaR), menurun.<sup>6</sup> Pengaruh tingkat inflasi terhadap pasar modal Indonesia tersebut dapat bersifat jangka pendek dan panjang.<sup>7</sup>

Indikator kedua yang dapat mempengaruhi nilai saham yakni nilai tukar US Dollar terhadap Rupiah. Jika Rupiah menguat maka dampaknya pada indikator lain yaitu inflasi teratasi, biaya produksi menjadi lebih murah, dan tingkat suku bunga juga mengalami penurunan. Kondisi ini akan meningkatkan harga saham dan menurunkan tingkat VaR saham.<sup>8</sup> Tingkat nilai tukar tersebut memiliki pengaruh yang signifikan terhadap return dan risiko saham dalam jangka panjang.<sup>9</sup>

Indikator ketiga yang dapat mempengaruhi nilai saham yakni neraca perdagangan. Jika neraca perdagangan mengalami defisit maka harga saham akan turun sehingga meningkatkan total VaR saham.<sup>10</sup> Pernyataan tersebut juga didukung dengan pernyataan bahwa ketika neraca perdagangan mengalami defisit maka nilai mata uang akan mengalami depresi atau penurunan dan meningkatkan nilai inflasi. Alasan hal tersebut dapat terjadi adalah menurunnya nilai mata uang akan menyebabkan barang impor atau barang dari luar negeri akan mengalami kenaikan harga, sehingga membuat masyarakat membuat barang yang sama untuk mendapatkan harga yang lebih murah atau lebih baik dari barang impor tersebut. Oleh karena itu investor harus mengetahui kondisi neraca perdagangan suatu negara karena akan menghasilkan inflasi yang dapat mempengaruhi pasar modal.<sup>11</sup>

Indikator berikutnya adalah suku bunga acuan BI (*BI rate*). Jika BI menaikkan suku bunga acuannya, investor akan memindahkan investasinya dari instrumen saham

---

<sup>5</sup> Eduardus, T. (2017). *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*.

<sup>6</sup> Musdalifah Azis, S. E., Si, M., Mintarti, S., Si, M., Maryam Nadir, S. E., & Si, M. (2015). *Manajemen Investasi Fundamental, Teknikal, Perilaku Investor dan Return Saham*. Deepublish.

<sup>7</sup> Kalyanaraman, L. (2015). Long-run and Short-run Relationship between Macroeconomic Factors and Returns on Sectoral Indices in Saudi Arabia: An Empirical Analysis. *Mediterranean Journal of Social Sciences*, 6(2).

<sup>8</sup> Eduardus, T. (2017). *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*.

<sup>9</sup> Kalyanaraman, L. (2015). Long-run and Short-run Relationship between Macroeconomic Factors and Returns on Sectoral Indices in Saudi Arabia: An Empirical Analysis. *Mediterranean Journal of Social Sciences*, 6(2).

<sup>10</sup> Eduardus, T. (2017). *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*

<sup>11</sup> Shim, J. K., & Lansner, J. (2016). *101 Investment Tools for Buying Low & Selling High*. CRC Press.

menuju instrumen investasi yang berbasis suku bunga seperti surat berharga negara dan obligasi. Akibatnya harga saham mengalami penurunan yang diikuti dengan penurunan total return saham dan kenaikan total VaR saham.<sup>12</sup> Perubahan suku bunga acuan BI memiliki pengaruh yang signifikan pada harga saham syariah dalam jangka waktu yang panjang.<sup>13</sup>

Variabel kelima yang memiliki kontribusi pada perubahan harga saham di BEI adalah indeks keyakinan konsumen (IKK), di mana ketika konsumen atau masyarakat optimis pada kegiatan ekonomi ke depannya dan saat ini dalam kondisi baik mengenai tingkat pendapatan dan kesempatan kerja maka keadaan tersebut merupakan gambaran yang menampilkan kesempatan untuk melakukan investasi. Sebaliknya jika masyarakat atau konsumen pesimis terhadap keadaan ekonomi kedepannya dan saat ini akan tetap dalam kondisi baik mengenai tingkat pendapatan dan kesempatan kerja maka keadaan tersebut menggambarkan investor harus berhati-hati dalam melakukan investasi dikarenakan ketidakpastian yang timbul.<sup>14</sup> Penggambaran dua kondisi tersebut akan berdampak baik dalam jangka pendek maupun panjang.<sup>15</sup>

Keenam, suku bunga bank sentral Amerika Serikat (the FED *fund rate*), ketika the FED memutuskan untuk meningkatkan suku bunga acuannya maka pasar saham akan merespon dengan menurunnya harga saham dan naiknya total VaR saham.<sup>16</sup> Pengaruh tersebut akan berlangsung dalam jangka waktu yang panjang.<sup>17</sup>

Ketujuh, harga minyak dunia *West Texas Intermediate* (WTI) yang mengalami peningkatan harga akan mengakibatkan harga saham dan harga obligasi mengalami penurunan, sehingga nilai VaR saham akan mengalami peningkatan.<sup>18</sup> Pengaruh harga minyak dunia WTI terhadap saham akan berlangsung dalam jangka waktu yang lama.<sup>19</sup>

---

<sup>12</sup> Ibid

<sup>13</sup> Antonio, M. S., Hafidhoh, H., & Fauzi, H. (2013). The Islamic Capital Market Volatility: A Comparative Study Between In Indonesia And Malaysia. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, 15(4), 377-400.

<sup>14</sup> Shim, J. K., & Lansner, J. (2016). *101 Investment Tools for Buying Low & Selling High*. CRC Press.

<sup>15</sup> Fisher, K. L., & Statman, M. (2003). Consumer confidence and stock returns. *Journal of Portfolio Management*, 30(1), 115-127.

<sup>16</sup> Suwanda, H. (2013). *RAHASIA BEBAS FINANCIAL dengan BERINVESTASI di PASAR MODAL*. Gramedia Pustaka Utama.

<sup>17</sup> Antonio, M. S., Hafidhoh, H., & Fauzi, H. (2013). The Islamic Capital Market Volatility: A Comparative Study Between In Indonesia And Malaysia. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, 15(4), 377-400.

<sup>18</sup> Shim, J. K., & Lansner, J. (2016). *101 Investment Tools for Buying Low & Selling High*. CRC Press.

<sup>19</sup> Ardana, Y. (2016). Pengaruh Variabel Makroekonomi terhadap Indeks Saham Syariah di Indonesia: Model ECM. *Esensi: Jurnal Bisnis dan Manajemen*, 6(1), 17-30.

Kedelapan, cadangan devisa memiliki hubungan yang signifikan dengan neraca pembayaran, sehingga cadangan devisa yang tinggi akan membuat neraca pembayaran berada pada kondisi surplus. Keadaan tersebut akan mendorong naik harga saham di bursa karena indikator fundamental yang baik tersebut, sehingga akan meningkatkan total return saham dan menurunkan total VaR saham.<sup>20</sup> Pengaruh yang diakibatkan oleh cadangan devisa terhadap saham tersebut akan berlangsung dalam jangka waktu yang pendek.<sup>21</sup>

Kesembilan, jumlah uang beredar (M1) akan mengalami peningkatan jika Pemerintah menerapkan kebijakan uang longgar sehingga berdampak pada turunnya tingkat suku bunga, sedangkan nilai obligasi akan naik, begitu pula dengan permintaan kredit dan harga saham di bursa. Kondisi ini akan memicu kenaikan total return saham, sedangkan total VaR saham akan menurun.<sup>22</sup> Pengaruh yang akan diberikan oleh variabel M1 terhadap saham akan berlangsung dalam jangka waktu yang pendek.<sup>23</sup>

Pada tahun 2018 lalu BEI baru saja menerbitkan indeks saham terbaru yang berisikan saham-saham dengan tingkat return dari segi *dividend yield* tertinggi dengan nama *Indonesia Stock Exchange (IDX) High Dividend 20 Index*. Meskipun BEI telah memfasilitasi para investor agar mendapatkan tingkat return yang tinggi melalui indeks tersebut akan tetapi dalam keadaan riil investor masih belum mengetahui penyebab dari setiap keuntungan dan kerugian yang dialami selama melakukan investasi saham di bursa efek. Oleh karena itu perlu dilakukan telaah lebih lanjut mengenai pengaruh indikator fundamental perekonomian Indonesia dan Amerika Serikat melalui sembilan indikator di atas terhadap total return dan VaR saham, khususnya saham syariah yang termasuk dalam indeks *IDX High Dividend 20*.

---

<sup>20</sup> Zakaria, Z., Aminu, A., & Pattiasina, V. (2018). Determinan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) Di Bursa Efek Indonesia. *Future: Jurnal Manajemen dan Akuntansi*, 5(2), 119-131.

<sup>21</sup> Rizky, C. (2018). *Pengaruh inflasi, suku bunga acuan, kurs dan cadangan devisa terhadap pergerakan pergerakan Jakarta Islamic Index INDEX (Januari 2013–Desember 2017)* (Doctoral dissertation, Universitas Islam negeri Sumatera Utara).

<sup>22</sup> Shim, J. K., & Lansner, J. (2016). *101 Investment Tools for Buying Low & Selling High*. CRC Press.

<sup>23</sup> Ardana, Y. (2016). Analisis Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (Periode Mei 2011-September 2015 Dengan Model ECM). *Jurnal Ekonomi, Bisnis & Entrepreneurship*, 10(1), 76-90.

## **METODE PENELITIAN**

Studi ini menerapkan metode kuantitatif yang diterapkan pada seluruh saham yang masuk dalam *Indonesia Stock Exchange (IDX) High Dividend 20 Index*. Dengan menggunakan metode *purposive sampling*, saham yang dianalisis sebagai sampel harus memenuhi kriteria sebagai berikut: 1) saham yang dianalisis termasuk kelompok saham syariah yang telah terdaftar di BEI lebih dari 10 tahun, 2) saham syariah tersebut juga terdaftar di Pasar Modal negara lain seperti Amerika Serikat (Pasar *Over The Counter*) dan Jerman (*Deutscher Aktien Index*). Saham yang memenuhi kriteria tersebut adalah sebagai berikut ASII (Astra International Tbk), INDF (Indofood Sukses Makmur Tbk), INTP (Indocement Tunggul Prakarsa Tbk), TLKM (Telekomunikasi Indonesia Persero Tbk), UNTR (United Tractors Tbk), UNVR (Unilever Indonesia Tbk.). Data diperoleh melalui website resmi *Indonesia Stock Exchange (IDX)*, Otoritas Jasa Keuangan (OJK), Kementerian Perdagangan, Badan Pusat Statistik (BPS) dan *United States Department Of Labor* dalam *Bureau of Labor Statistics*.

*Panel vector error correction model* (VECM) diaplikasikan sebagai alat analisis dalam studi ini dengan menggunakan software Eviews 9.0 dan Stata 15. Model Markowitz digunakan untuk menguji return saham, sedangkan tingkat risiko saham diestimasi menggunakan simulasi *historical VaR*. Hipotesis diuji dengan menganalisis hasil hubungan tingkat signifikansi *t-statistic* panel VECM. Hasil perhitungan *impulse response function* dianalisis guna mengetahui pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen, sedangkan hasil *forecast error variance decomposition* digunakan untuk mengetahui seberapa besar variabel independen berkontribusi terhadap variabel dependen.

## **HASIL DAN PEMBAHASAN**

### **A. Uji Pra-PVECM**

#### **1. Uji Stasionaritas**

Untuk mengetahui apakah suatu variabel bersifat stasioner atau tidak dilakukan pengujian akar unit (*unit root test*), dengan menggunakan uji Levin, Lin & Chu t, uji Im, Pesaran and Shin W-stat (IPS), uji ADF - Fisher Chi-square, uji PP - Fisher Chi-square.

Ada beberapa kriteria dalam menilai uji stasioneritas data dinyatakan lolos, di antaranya: (1) untuk nilai *p-value* dianggap signifikan apabila nilainya  $<0,05$ .<sup>24</sup>

---

<sup>24</sup> Agus Tri Basuki dan Nano Prawoto, *ANALISIS REGRESI DALAM PENELITIAN EKONOMI & BISNIS: Dilengkapi Aplikasi SPSS & Eviews* (Yogyakarta: PT RajaGrafindo Persada, 2016), hlm. 3

**Table 1 Hasil Uji Stasioneritas yang Lolos Taraf Signifikansi 5%**

Metode	Statistik													
	D(BI_RATE)	D(DEVI SA)	D(FED_FUND_RATE,2)	D(IKK_IDN)	D(IKK_USA)	INFLASI_IDN	D(INFLASI_USA)	D(KURS_USD)	D(M1)	PERDAGANGAN_IDN	PERDAGANGAN_USA	D(WTI)	RETURN	VAR_95_
Levin, Lin & Chu t	-11.4733	-19.6923	-14.7438	-23.4725	-19.0568	-16.3116	-13.1078	-23.7357	-3.53262	-21.3919	-24.6943	-11.6599	-20.5731	-13.9288
Im, Pesaran and Shin W-stat	-11.8520	-16.7321	-24.8338	-20.4210	-22.6732	-14.7950	-12.3282	-19.8347	-7.11356	-22.5406	-25.4332	-11.8853	-19.0743	-12.5574
ADF - Fisher Chi-square	139.060	210.382	298.346	258.022	283.107	185.738	146.153	251.086	76.1939	281.869	304.798	139.555	240.392	153.280
PP - Fisher Chi-square	147.378	210.852	311.259	273.537	324.967	127.814	146.153	253.058	324.007	110.524	321.920	142.018	243.695	174.166

*Sumber : Data diolah.*

Hasil panel *unit root test* pada Tabel 1 menunjukkan bahwa hanya variabel inflasi Indonesia, neraca perdagangan Indonesia, neraca perdagangan Amerika Serikat, return, dan Tingkat VaR yang stasioner pada tingkat level. Di sisi lain, sembilan variabel lain seperti *BI rate*, harga minyak dunia WTI, IKK Indonesia, IKK Amerika Serikat, inflasi Amerika Serikat, nilai tukar Rupiah terhadap Dollar, jumlah uang beredar, dan cadangan devisa Indonesia tidak stasioner pada tingkat level tetapi stasioner pada tingkat *first difference*, sedangkan *the FED fund rate* stasioner pada tingkat *second difference*.

## 2. Menentukan Lag Optimal

Penentuan panjang lag optimal sangat diperlukan untuk mengestimasi pengaruh dari setiap penduga terhadap penduga lain di dalam sistem VaR. Kriteria dalam menentukan panjang lag yang optimal yakni lag yang paling banyak mendapat tanda bintang (\*) pada uji kriteria *likelihood ratio* (LR), *final prediction error* (FPE), *Akaike information criterion* (AIC), *Schwarz information criterion* (SC) dan *Hannan Quin criterion* (HQ).

**Table 2 Hasil Uji Lag Optimum Return Saham**

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-30437.53	NA	5.63e+58	175.0088	175.1638	175.0705
1	-27138.16	6314.315	1.01e+51	157.1733	159.4979	158.0988
2	-26010.61	2067.177*	4.81e+48*	151.8196*	156.3138*	153.6088*

*Sumber : Data diolah.*

**Table 3 Hasil Uji Lag Optimum VaR Saham**

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-25884.51	NA	4.14e+48	148.8362	148.9801	148.8935
1	-22617.97	6270.237	7.68e+40	131.0343	133.0490	131.8364
2	-21513.15	2038.206*	3.56e+38*	125.6560*	129.5415*	127.2029*

*Sumber : Data diolah.*

Hasil uji lag optimum pada Tabel 2 dan 3 terhadap persamaan panel VECM dengan return dan VaR saham sebagai variabel dependen serta inflasi Indonesia, nilai tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika Serikat, tingkat suku bunga BI, cadangan devisa Indonesia, IKK Indonesia, jumlah uang beredar

(M1), neraca perdagangan Indonesia, harga minyak dunia (WTI), suku bunga Bank Sentral Amerika Serikat the FED, inflasi Amerika Serikat, neraca perdagangan Amerika Serikat, IKK Amerika Serikat menunjukkan lag yang optimum yaitu lag 2.

### 3. Uji Kointegrasi

Uji kointegrasi adalah uji untuk mengetahui ada atau tidak hubungan dalam jangka panjang antar variabel dengan cara mengkombinasikan antar variabel tersebut secara linier sehingga tercapai stasioneritas antar variabel (Badriyah, 2016). Pendekatan yang digunakan untuk menghitung hubungan jangka panjang ini adalah pendekatan Kao *Residual Cointegration Test* (Engle-Granger *Based*). Kriterianya adalah apabila nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 maka penduga yang dianalisis memiliki pengaruh yang bersifat jangka panjang atau saling berkointegrasi.

**Table 4 Hasil Uji Kointegrasi**

ADP	t-Statistic	Prob.
Variabel Dependen		
Return	-12.5708	0.0000
VaR 95%	-7.7216	0.0000

*Sumber : Data diolah.*

Pada Tabel 4 terlihat bahwa ada kointegrasi antara variabel return, inflasi Indonesia, nilai tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika Serikat, tingkat suku bunga BI, cadangan devisa Indonesia, IKK Indonesia, jumlah uang beredar (M1), neraca perdagangan Indonesia, harga minyak dunia (WTI), suku bunga the FED, inflasi Amerika Serikat, neraca perdagangan Amerika Serikat, IKK Amerika Serikat dan VaR, inflasi Indonesia, nilai tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika Serikat, tingkat suku bunga BI, cadangan devisa Indonesia, IKK Indonesia, jumlah uang beredar (M1), neraca perdagangan Indonesia, harga minyak dunia (WTI), suku bunga the FED, inflasi Amerika Serikat, neraca perdagangan Amerika Serikat, IKK Amerika Serikat dengan  $p\text{-value} < 0,05$ .

## B. Uji Panel *Vector Error Correction Model* (PVECM)

### 1. Panel *Vector Error Correction Model*

Uji panel VECM bertujuan untuk membatasi variabel-variabel endogen dalam hubungan jangka panjangnya agar hubungan kointegrasinya menjadi terpusat, meskipun begitu hubungan jangka pendek variabel-variabel endogen tersebut tetap memiliki sifat yang dinamis.<sup>25</sup>

**Table 5 Hasil Panel *Vector Error Correction Model* (Return Saham)**

Variabel Jangka Panjang		Variabel Jangka Pendek	
RETURN(-1)	1.000000	D(PERDAGANGAN_USA(-1))	-10.11088** [-1.79843]
INFLASI_IDN(-1)	-11241989* [-42.3588]	D(PERDAGANGAN_USA(-2))	-11.77398* [-2.68791]
PERDAGANGAN_USA(-1)	-1798.376* [-60.8486]	D(PERDAGANGAN_IDN(-2))	0.608121* [ 2.12470]
M1(-1)	-77.96817* [-25.2993]	D(KURS_USD(-1))	150.9697* [ 2.45326]
PERDAGANGAN_IDN(-1)	107.5452* [ 26.7902]	D(IKK_USA(-1))	-5420.578** [-1.75885]
KURS_USD(-1)	27302.57* [ 43.5864]	C	-20991.07 [-1.51814]
INFLASI_USA(-1)	5897447.* [ 27.0368]		
IKK_USA(-1)	-1572109.* [-36.0497]	R-squared	0.457267
IKK_IDN(-1)	1362053.* [ 37.9963]	Adj. R-squared	0.410599
FED_FUND_RATE(-1)	-7933747.* [-12.7415]	Sum sq. resids	5.96E+12
DEVISA(-1)	1526.246* [ 24.1644]	S.E. equation	137801.0
BI_RATE(-1)	-2876467.* [-18.9066]	Angka dalam [ ] menyatakan nilai t-Statistik Nilai kritis t-statistik 5%; n>360= 1.967903; 10%= 1.649949 *) Signifikan dalam taraf 5% **) Signifikan dalam taraf 10 %	
WTI(-1)	86267.28* [ 9.78720]		
C	-5.08E+08		

Sumber : Data diolah.

Hasil analisis data pada Tabel 5 menjelaskan bahwa seluruh variabel independen memiliki pengaruh jangka panjang terhadap return dengan sifat atau jenis hubungan yang berbeda-beda. Sedangkan dalam jangka pendek variabel

<sup>25</sup> Agus Tri Basuki dan Nano Prawoto, *ANALISIS REGRESI DALAM PENELITIAN EKONOMI & BISNIS: Dilengkapi Aplikasi SPSS & Eviews* (Yogyakarta: PT RajaGrafindo Persada, 2016), hlm. 4

independen yang memiliki pengaruh yang signifikan terhadap return saham hanya empat variabel yakni neraca perdagangan Amerika Serikat, neraca perdagangan Indonesia, nilai tukar Dollar terhadap Rupiah dan IKK Amerika Serikat.

**Table 6 Hasil Panel Vector Error Correction Model (VaR Saham)**

Variabel Jangka Panjang		Variabel Jangka Pendek	
VAR_95_(-1)	1.000000	D(M1(-2))	0.118911** [ 1.76578]
PERDAGANGAN_USA(-1)	-6688.142* [-60.6293]	D(INFLASI_USA(-2))	14079.60* [ 2.01349]
PERDAGANGAN_IDN(-1)	402.7758* [ 26.8817]	D(INFLASI_IDN(-1))	-8521.488 ** [-1.73901]
M1(-1)	-288.1728* [-25.1701]	D(INFLASI_IDN(-2))	-8725.900* [-1.96205]
KURS_USD(-1)	102371.9* [ 43.7501]	D(IKK_IDN(-1))	2100.558* [ 3.23599]
INFLASI_USA(-1)	22171226* [ 27.0780]	D(IKK_IDN(-2))	1299.446* [ 2.28273]
INFLASI_IDN(-1)	-42688454* [-43.2225]	D(FED_FUND_RATE(-1))	-93269.67 * [-2.33208]
IKK_USA(-1)	-5969711.* [-36.4725]	D(WTI(-1))	1387.842* [ 3.12627]
IKK_IDN(-1)	5038956.* [ 37.5592]	C	-339.7499 [-0.13183]
FED_FUND_RATE(-1)	-29330072.* [-12.6629]		
DEVISA(-1)	5828.330* [ 24.6023]	R-squared	0.376128
BI_RATE(-1)	-10395591.* [-18.1481]	Adj. R-squared	0.322483
WTI(-1)	319942.9* [ 9.69630]	Sum sq. resids	2.09E+11
C	-1.90E+09	S.E. equation	25791.50
Angka dalam [ ] menyatakan nilai t-Statistik Nilai kritis t-statistik 5%; n>360= 1.967903; 10%= 1.649949 *) Signifikan dalam taraf 5% **) Signifikan dalam taraf 10 %			

Sumber : Data diolah.

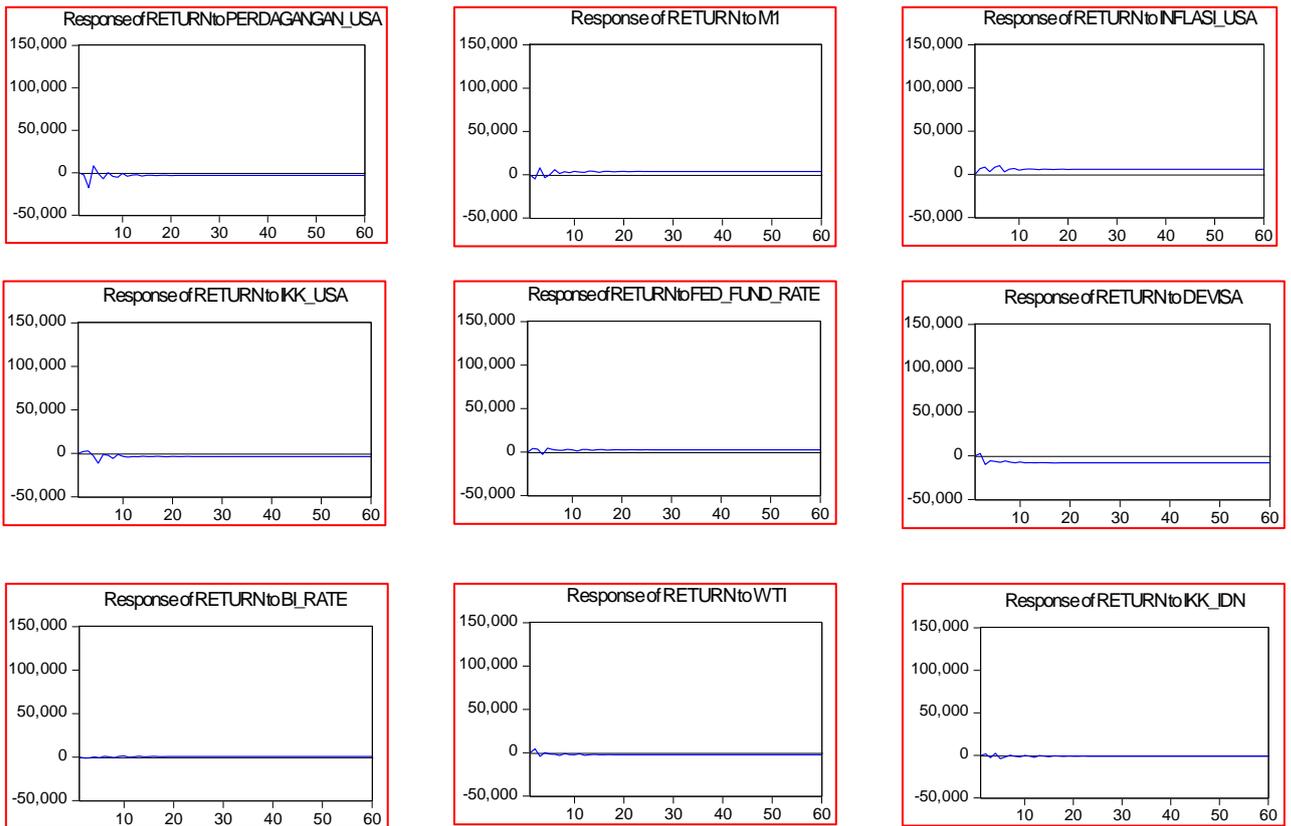
Tabel 6 menginformasikan bahwa semua variabel independen memiliki pengaruh jangka panjang terhadap tingkat risiko kerugian saham yang diukur

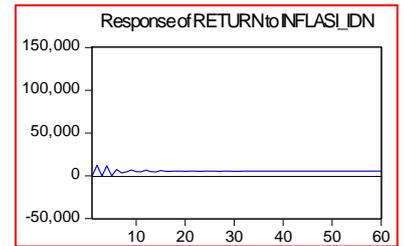
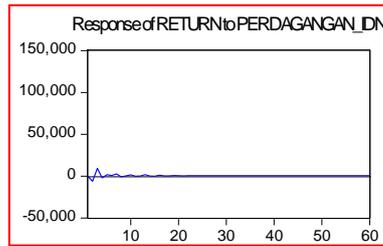
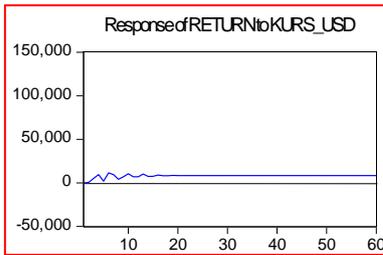
dengan VaR, dengan sifat hubungan yang bernilai positif maupun negatif. Sedangkan dalam periode yang lebih pendek variabel independen yang memiliki pengaruh yang signifikan adalah jumlah uang beredar, inflasi Indonesia, inflasi Amerika Serikat, IKK Indonesia, suku bunga acuan the FED dan harga minyak dunia WTI.

## 2. Uji *Impulse Response Function* (IRF)

Uji ini dilakukan untuk mengetahui respon positif atau negatif dari satu variabel terhadap variabel lain dengan cara menggambarkan respon suatu variabel di masa mendatang jika terjadi gangguan pada satu variabel lainnya.

**Grafik 1 Hasil Uji *Impuls Response Function* Return Saham**

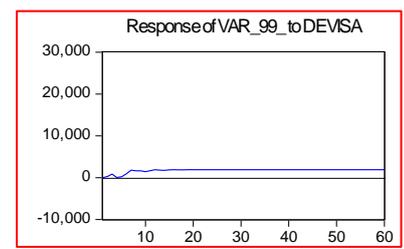
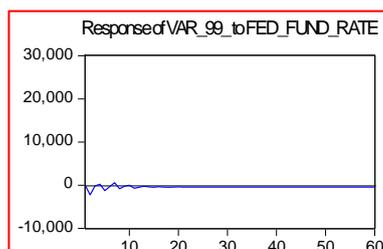
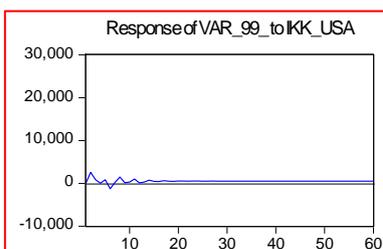
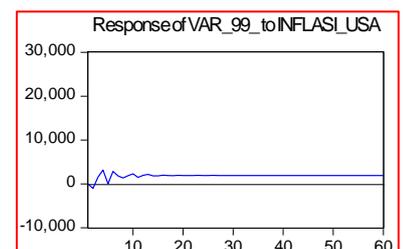
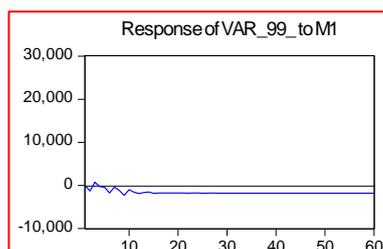
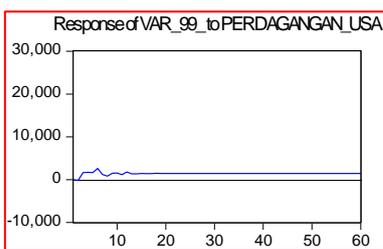


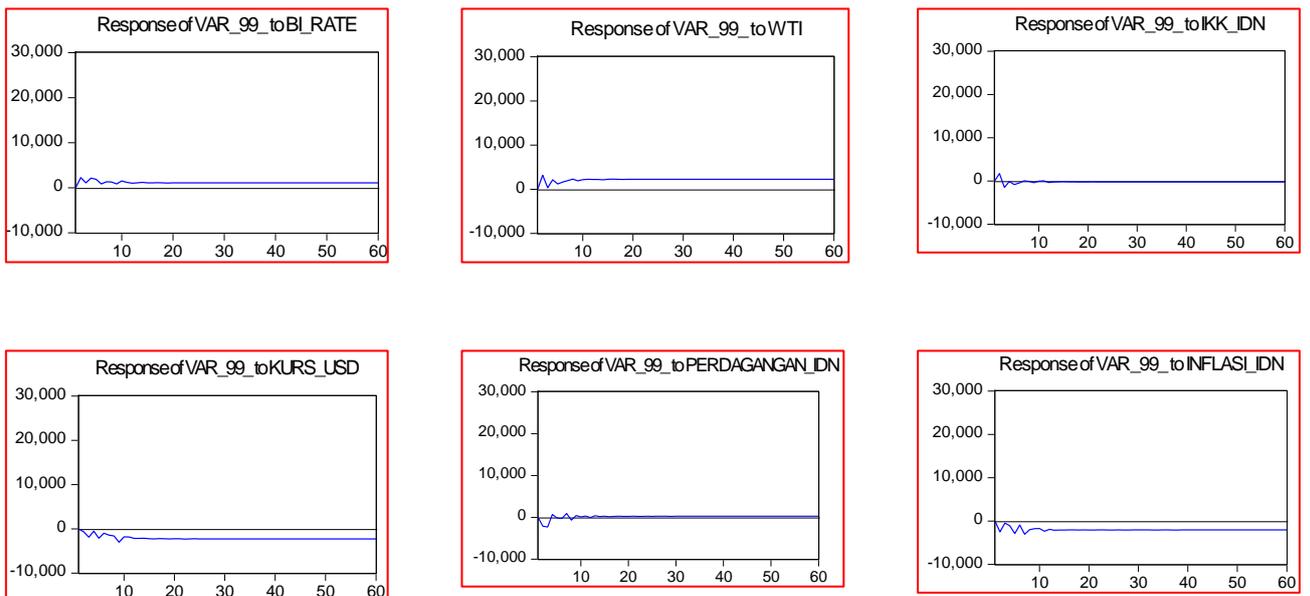


Sumber : Data diolah.

Analisis *impulse response* dilakukan untuk melihat dampak saat ini dan masa depan dari variabel independen terhadap variabel return. Dampak atau respons dari perubahan atau shock variabel independen baru akan tampak pada bulan kedua hingga akhir bulan ke-60. Respon yang diberikan oleh setiap variabel independen beragam, seperti terlihat pada Grafik 1. Diagram tersebut menginformasikan bahwa ada sejumlah variabel yang memberikan respons positif sehingga meningkatkan total return yaitu jumlah uang beredar, inflasi Amerika Serikat, suku bunga acuan the FED, suku bunga acuan BI, kurs USD, neraca perdagangan Indonesia, dan inflasi Indonesia. Sedangkan indikator lain, seperti neraca perdagangan Amerika Serikat, IKK Amerika Serikat, cadangan devisa, harga minyak dunia WTI, dan IKK Indonesia, memberikan respons negatif yang berdampak pada penurunan total return.

**Grafik 2 Hasil Uji *Impulse Response Function* Tingkat VaR saham**





Sumber : Data diolah.

Hasil analisis *impulse response* dilakukan untuk melihat dampak saat ini dan masa depan dari variabel independen terhadap variabel VaR. Dampak atau respons dari perubahan atau shock variabel independen baru akan terlihat pada bulan kedua hingga akhir bulan ke-60. Respon yang diberikan oleh setiap variabel independen beragam, seperti terlihat pada Grafik 2. Diagram tersebut menginformasikan bahwa ada sejumlah variabel yang memberikan respons positif sehingga meningkatkan total VaR saham yaitu inflasi Amerika Serikat, suku bunga acuan BI, neraca perdagangan Indonesia, IKK Indonesia, harga minyak dunia WTI, cadangan devisa, IKK Amerika Serikat dan neraca perdagangan Amerika Serikat. Sedangkan indikator lain, seperti jumlah uang beredar, suku bunga acuan the FED, kurs USD, dan inflasi Indonesia memberikan respons negatif yang berdampak pada penurunan total VaR saham.

### 3. Uji *Forecast Error Variance Decomposition* (FEVDs)

Uji ini berguna untuk menggambarkan seberapa besar pergerakan atau respon yang terjadi akibat dari guncangan atau shock yang terjadi pada diri sendiri atau dikarenakan variabel lain.<sup>26</sup> Atau dalam kata lain, uji ini berguna

<sup>26</sup> Agus Tri Basuki dan Nano Prawoto, *ANALISIS REGRESI DALAM PENELITIAN EKONOMI & BISNIS: Dilengkapi Aplikasi SPSS & Eviews* (Yogyakarta: PT RajaGrafindo Persada, 2016), hlm. 4

untuk mengetahui error variance pada suatu varian dengan melihat seberapa besar perbedaan yang terjadi antar varian saat sebelum dan sesudah shock yang berasal dari diri sendiri atau dari variabel lainnya. Akhirnya pengaruh relatif dari antar variabel penelitian terhadap variabel lainnya dapat diketahui dengan baik.<sup>27</sup>

**Table 7 Hasil Forecast Error Variance Decomposition VaR Saham**

Perio d	S.E.	VAR _99_	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1-10	50061.6 9	90.1	0.8	0.4	0.5	1.1	1.3	1.5	0.4	0.2	0.3	0.5	0.8	1.5
11-20	68738.4 6	88.9	0.8	0.2	0.9	1.5	1.4	1.7	0.3	0.1	0.2	0.9	0.7	1.8
21-30	83436.1 4	88.3	0.8	0.1	1.0	1.8	1.5	1.7	0.2	0.1	0.1	1.1	0.6	1.9
31-40	95915.4 3	88.07	0.9	0.1	1.1	1.9	1.5	1.8	0.2	0.0 8	0.1	1.2	0.6	2.0
41-50	106948. 8	87.8	0.9	0.1	1.2	2.0 2	1.5	1.8	0.1	0.0 7	0.1	1.3	0.5	2.0 7
51-60	116945. 9	87.7	0.9 0	0.1 0	1.2	2.0 7	1.5	1.8	0.1 8	0.0 6	0.1 3	1.3	0.5	2.1

Keterangan :

1 : Neraca perdagangan USA

2 : Neraca perdagangan Indonesia

3 : Jumlah uang beredar (M1)

4 : Kurs USD

5 : Inflasi Amerika Serikat

6 : Inflasi Indonesia

7 : IKK USA

8 : IKK Indonesia

9 : The FED *fund rate*

10 : Cadangan devisa

11 : BI *rate*

12 : Harga minyak WTI

*Sumber : Data diolah.*

Berdasarkan hasil Tabel 7 terlihat bahwa variabel independen memiliki kontribusi tersendiri terhadap variabel dependen yakni variabel independen yang memiliki kontribusi besar dalam naik atau turunnya total return saham adalah nilai tukar Dollar terhadap Rupiah memiliki kontribusi terbesar dalam menurunkan total VaR saham sebesar 2.073195 saat terjadi guncangan ke atas sesuai dengan hasil uji *impulse* dan panel VECM sebelumnya. Sedangkan variabel harga minyak dunia WTI merupakan variabel yang memiliki kontribusi terbesar dalam meningkatkan total VaR saham sebesar 2.102095 saat terjadi guncangan ke atas sesuai dengan hasil uji *impulse* dan panel VECM sebelumnya.

<sup>27</sup> Badriyah, S. (2016). Pengaruh Belanja Daerah Terhadap PDRB Jawa Tengah Menggunakan Panel vector Error Correction Model (PVECM). In Prosiding Seminar nasional Matematika dan Pendidikan Matematika Universitas Yogyakarta. Hlm (pp. 171-178).

**Table 8 Hasil Uji Forecast Error Variance Decomposition Return Saham**

Period	S.E.	RETURN	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1-10	235332.5	94.5	0.88	0.25	0.29	0.92	0.72	0.79	0.37	0.07	0.15	0.80	0.01	0.11
11-20	310822.7	94.3	0.61	0.14	0.29	1.21	0.75	0.74	0.36	0.05	0.14	1.13	0.01	0.12
21-30	371348.4	94.2	0.50	0.10	0.30	1.35	0.77	0.72	0.35	0.04	0.14	1.27	0.01	0.12
31-40	423302.9	94.1	0.44	0.08	0.30	1.43	0.77	0.71	0.35	0.04	0.15	1.35	0.01	0.13
41-50	469543.8	94.1	0.41	0.06	0.30	1.40	0.70	0.75	0.33	0.05	0.15	1.40	0.01	0.13
51-60	511622.3	94.1	0.38	0.05	0.30	1.51	0.78	0.70	0.35	0.03	0.15	1.43	0.01	0.13

Sumber : Data diolah.

Berdasarkan hasil Tabel 8, variabel independen memiliki kontribusi tersendiri terhadap variabel dependen yakni variabel independen yang memiliki kontribusi besar dalam naik atau turunnya total return saham adalah nilai tukar Dollar terhadap Rupiah memiliki kontribusi terbesar dalam meningkatkan total return sebesar 1.514238 saat terjadi guncangan ke atas sesuai dengan hasil uji *impulse* dan *panel* VECM sebelumnya. Sedangkan variabel neraca perdagangan Amerika Serikat merupakan variabel yang memiliki kontribusi terbesar dalam menurunkan total return saham sebesar 0.386272 saat terjadi guncangan ke bawah sesuai dengan hasil uji *impulse* dan panel VECM sebelumnya.

### 1) Pengaruh Inflasi terhadap Return dan VaR

Inflasi Indonesia memiliki pengaruh terhadap return saham. Pengaruh tersebut dapat dilihat dari hasil perhitungan di atas yang menunjukkan bahwa inflasi Indonesia memiliki hubungan negatif terhadap return saham dalam jangka panjang dan jangka pendek. Akan tetapi pengaruh yang dihasilkan dari hubungan negatif tersebut hanya signifikan dalam jangka panjang dan tidak signifikan pengaruhnya dalam jangka pendek. Pengaruh dalam jangka panjang tersebut didukung oleh respons return dari bulan keenam hingga bulan

keenampuluh memiliki respons yang positif atau inflasi Indonesia meningkatkan return saham dengan kontribusi sebesar 0,36%.

Inflasi Amerika Serikat memiliki pengaruh terhadap return saham. Pengaruh tersebut dapat dilihat dari hasil perhitungan di atas yang menunjukkan bahwa inflasi Amerika Serikat memiliki hubungan positif terhadap total return saham dengan pengaruh yang signifikan dalam jangka panjang dan tidak berpengaruh signifikan dalam jangka pendek. Pengaruh dalam jangka panjang tersebut didukung oleh respons yang dihasilkan oleh total return saat inflasi Amerika Serikat mengalami guncangan dimana dari bulan kedua hingga bulan keenampuluh respons yang dihasilkan bersifat positif yang berarti memberikan peningkatan terhadap total return dengan kontribusi dalam total return sebesar 1,07%. Meskipun hubungan tersebut memiliki anomali, akan tetapi anomali tersebut dapat dijelaskan dengan teori yang menyatakan bahwa Inflasi memiliki hubungan yang searah dengan harga saham sehingga jika inflasi meningkat maka harga saham juga akan meningkat.<sup>28</sup>

Inflasi Amerika Serikat memiliki pengaruh terhadap VaR saham. Pengaruh tersebut dapat dilihat dari hasil perhitungan di atas yang menunjukkan bahwa inflasi Amerika Serikat memiliki hubungan positif terhadap total VaR saham. Hubungan positif tersebut memiliki pengaruh yang signifikan dalam jangka panjang dan pendek terhadap VaR saham. Pengaruh dalam jangka panjang dan pendek tersebut terlihat dari respons yang dihasilkan yakni meningkatkan total VaR dengan kontribusinya dalam total VaR saham sebesar 1,40%.

Inflasi Indonesia memiliki pengaruh terhadap VaR saham. Pengaruh tersebut dapat dilihat dari hasil perhitungan di atas yang menunjukkan bahwa inflasi Indonesia memiliki hubungan negatif terhadap VaR saham dengan pengaruh yang signifikan dalam jangka pendek dan panjang. Pengaruh dalam jangka pendek dan panjang tersebut dapat terlihat dari respons yang dihasilkan

---

<sup>28</sup> Azis, M., Mintarti, S., & Nadir, M. (2015). *Manajemen Investasi Fundamental, Teknikal, Perilaku Investor dan Return Saham*. Yogyakarta: Depublisher.

yakni inflasi Indonesia menurunkan VaR jika terjadi guncangan yang meningkat dan kontribusi Inflasi Indonesia terhadap VaR sebesar 1,46%. Pengaruh dari hubungan tersebut sesuai dengan teori Musdalifah Azis, S. E., et al (2015:262) yakni jika dihubungkan dengan teori ini menjadi inflasi yang tinggi akan membuat return meningkat sehingga VaR menurun.<sup>29</sup>

## 2) Pengaruh Nilai Tukar Dollar terhadap Rupiah terhadap Return dan VaR

Nilai tukar mata US Dollar terhadap Rupiah memiliki pengaruh terhadap return saham. Pengaruh tersebut terlihat dari hasil perhitungan di atas yakni nilai tukar mata US Dollar terhadap Rupiah pada return saham memiliki hubungan yang positif terhadap return saham. Hubungan positif tersebut memiliki pengaruh yang signifikan baik dalam periode yang panjang dan pendek. pengaruh dalam jangka waktu tersebut tergambar melalui respons yang dihasilkan yakni bersifat positif atau guncangan yang terjadi akan meningkatkan total Return dengan kontribusi sebesar 0,9%. Pengaruh dari hubungan tersebut mengalami anomali dari teori awal dan dapat dijelaskan dengan teori menurut Samsul (2006) bahwa perusahaan berbasis ekspor seperti perusahaan yang digunakan dalam sampel ini akan mengalami peningkatan profit disaat Rupiah mengalami depresiasi dikarenakan barang ekspor Indonesia akan bisa bersaing harganya diluar negeri.<sup>30</sup>

Nilai tukar mata US Dollar terhadap Rupiah memiliki pengaruh terhadap VaR saham. Pengaruh tersebut terlihat dari hasil perhitungan di atas yakni nilai tukar mata US Dollar terhadap Rupiah memiliki hubungan yang bersifat positif terhadap VaR saham dalam jangka panjang dan jangka pendek. Akan tetapi, hubungan positif tersebut hanya memiliki pengaruh yang signifikan dalam jangka panjang dan tidak signifikan pengaruhnya dalam jangka pendek. pengaruh dalam jangka panjang tersebut terlihat dari hasil respons yang dihasilkan hingga bulan keenampuluh yakni menurunkan VaR dengan kontribusi sebesar 2,07%.

---

<sup>29</sup> Ibid

<sup>30</sup> Mohamad Samsul, (2006). *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*. Jakarta: Erlangga.

### 3) Pengaruh Neraca Perdagangan terhadap Return dan VaR Saham

Neraca perdagangan Indonesia memiliki pengaruh terhadap return saham. Pengaruh tersebut terlihat dari hasil perhitungan di atas yakni neraca perdagangan Indonesia memiliki hubungan positif terhadap return saham. Hubungan yang positif tersebut memiliki pengaruh yang signifikan dalam jangka panjang dan pendek. Pengaruh dari hubungan dalam jangka panjang dan pendek tersebut terlihat dari hasil respons yang menunjukkan neraca perdagangan Indonesia meningkatkan total return dengan kontribusi pada total return sebesar 0,05%.

Neraca perdagangan Amerika Serikat memiliki pengaruh terhadap return saham. Pengaruh tersebut terlihat dari hasil perhitungan di atas yakni neraca perdagangan Amerika Serikat memiliki hubungan negatif terhadap return saham. Hubungan ini memiliki pengaruh yang signifikan dalam jangka panjang dan pendek. Pengaruh dari hubungan dalam jangka panjang dan pendek tersebut terlihat dari hasil respons yang menunjukkan neraca perdagangan Amerika Serikat menurunkan return saham dengan kontribusi sebesar 0,3%.

Pengaruh dari hubungan tersebut merupakan suatu anomali. Kondisi ini dapat dijelaskan menggunakan data dan pernyataan dari Kepala BPS Suhariyanto dalam Tirto.id yang menyatakan Amerika Serikat merupakan tujuan ekspor kedua perusahaan Indonesia sehingga jika neraca perdagangan Amerika Serikat mengalami surplus maka nilai US Dollar akan meningkat sehingga return saham perusahaan Indonesia akan menurun akibat dari harga barang ekspor yang tidak dapat bersaing dengan produk lokal.<sup>31</sup>

Neraca perdagangan Amerika Serikat memiliki pengaruh terhadap VaR saham. Pengaruh tersebut terlihat dari hasil perhitungan di atas yakni neraca perdagangan Amerika Serikat memiliki hubungan negatif terhadap VaR saham. Hubungan negatif tersebut memiliki pengaruh yang signifikan dalam jangka panjang.

---

<sup>31</sup> Tirto, "BPS Klaim Indonesia Belum Terima Dampak Buruk Perang Dagang AS-Cina", <https://tirto.id/bps-klaim-indonesia-belum-terima-dampak-buruk-perang-dagang-as-cina-cMXA> (diakses pada 22 Januari 2019, pukul 10.00)

Neraca perdagangan Indonesia memiliki pengaruh terhadap VaR saham. Pengaruh tersebut terlihat dari hasil perhitungan di atas yakni neraca perdagangan Indonesia memiliki hubungan positif terhadap VaR saham. Hubungan positif tersebut memiliki pengaruh yang signifikan dalam jangka panjang. Pengaruh dari hubungan jangka panjang tersebut terlihat dari respons yang dihasilkan yakni meningkatkan VaR saham dengan kontribusi sebesar 0,1%. Pengaruh dari hubungan tersebut mengalami anomali dari teori awal dan dapat dijelaskan menggunakan data komoditas impor Indonesia dari BPS tahun 2016-2018 dan pernyataan dari Tim Riset CNBC Indonesia yang menyatakan bahwa neraca perdagangan yang surplus dapat meningkatkan VaR saham dikarenakan adanya penurunan impor migas. Dengan adanya penurunan impor migas tersebut maka perusahaan akan lebih mengeluarkan biaya tinggi untuk membeli bahan bakar dalam operasional perusahaannya.<sup>32</sup>

#### **4) Pengaruh Suku Bunga Acuan Bank Indonesia terhadap Return dan VaR Saham**

Suku bunga acuan BI memiliki pengaruh terhadap return saham. Pengaruh tersebut terlihat dari hasil perhitungan di atas yakni suku bunga acuan BI memiliki hubungan yang bersifat negatif terhadap return saham dengan pengaruh yang signifikan hanya dalam jangka panjang dan tidak signifikan dalam jangka pendek. Pengaruh dalam jangka panjang tersebut terlihat dari respons yang dihasilkan saat suku bunga acuan BI mengalami penurunan maka akan meningkatkan return saham dengan kontribusi sebesar 0,011% hingga bulan keenampuluh.

Suku bunga acuan BI memiliki pengaruh terhadap VaR saham. Pengaruh tersebut terlihat dari hasil perhitungan di atas yakni Suku Bunga Acuan BI memiliki hubungan yang bersifat negatif terhadap VaR saham dengan pengaruh yang signifikan hanya dalam jangka panjang dan tidak signifikan dalam jangka pendek. Pengaruh dalam jangka panjang tersebut terlihat dari respons yang dihasilkan saat suku bunga acuan BI mengalami penurunan maka akan

---

<sup>32</sup> CNBC Indonesia, "Kenapa IHSG Naik-Turun Walau Neraca Dagang Surplus?", <https://www.cnbcindonesia.com/market/20181015140946-17-37420/kenapa-ihsg-naik-turun-walau-neraca-dagang-surplus> (Dakses 4 Februari 2019, pukul 12.00)

meningkatkan VaR saham dengan kontribusi sebesar 0,57% hingga bulan keenampuluh. Pengaruh dari hubungan suku bunga acuan BI terhadap VaR saham mengalami anomali. Investor akan melihat kinerja laba perusahaan setelah pajak disaat suku bunga meningkat sehingga jika laba perusahaan tetap meningkat saat suku bunga meningkat maka investor akan menanamkan modal mereka pada perusahaan tersebut dengan prediksi laba perusahaan akan semakin meningkat di kemudian hari.<sup>33</sup>

#### **5) Pengaruh Indeks Keyakinan Konsumen (IKK) terhadap Return dan VaR**

IKK Indonesia memiliki pengaruh terhadap return saham. Pengaruh tersebut terlihat dari hasil perhitungan di atas yakni IKK Indonesia memiliki hubungan yang Positif terhadap Return saham. Hubungan positif tersebut memiliki pengaruh yang signifikan dalam jangka waktu yang panjang dan tidak signifikan dalam jangka pendek. Pengaruh dalam jangka panjang tersebut terlihat dari respons yang dihasilkan saat IKK Indonesia mengalami guncangan menurun maka akan menurunkan return saham dengan kontribusi penurunan sebesar 0,037% hingga bulan keenampuluh.

IKK Amerika Serikat memiliki pengaruh terhadap return saham. Pengaruh tersebut terlihat dari hasil perhitungan di atas yakni IKK Amerika Serikat memiliki hubungan yang negatif terhadap Return saham. Hubungan negatif tersebut memiliki pengaruh yang signifikan dalam jangka panjang dan pendek. Pengaruh dalam jangka panjang tersebut terlihat dari respons yang dihasilkan saat IKK Amerika Serikat mengalami guncangan peningkatan maka akan menurunkan return saham dengan kontribusi penurunan sebesar 0,35% hingga bulan keenampuluh. Pengaruh IKK Amerika Serikat terhadap return saham ini mengalami anomali dari teori awal dan dapat dijelaskan dengan hasil laporan kebijakan moneter yang dituliskan oleh BI yang menyatakan bahwa saat ekonomi global mengalami ketidakpastian maka investor asing yang memiliki

---

<sup>33</sup> Dewi, G. A. K. C., & Sudiarta, G. M., "Pengaruh Pice Earning Ratio, Dividen Payout Ratio, Return On Assets, Tingkat Suku Bunga SBI, Serta Kurs Dollar AS Terhadap Harga Saham". E-Jurnal Manajemen, 3(1), hal 129–148.

kepercayaan rendah terhadap pasar Saham Amerika Serikat akan memilih negara *emerging market* sebagai tempat berinvestasi dikarenakan penerapan *exit policy* atau kebijakan darurat yang ditarik pascakrisis akan memiliki tingkat penerapan yang lebih cepat dibandingkan dengan negara maju seperti Amerika Serikat.

IKK Indonesia memiliki pengaruh terhadap VaR saham. Pengaruh tersebut dapat dijelaskan dari hasil perhitungan di atas yang mengungkapkan hubungan antara IKK Indonesia terhadap VaR saham adalah positif dengan pengaruh yang signifikan dalam jangka pendek dan jangka panjang. Pengaruh dalam jangka pendek dan panjang tersebut terlihat dari respons yang dihasilkan VaR saat IKK Indonesia mengalami guncangan menurun maka akan menurunkan juga VaR dengan kontribusi penurunan sebesar 0,068% hingga bulan keenampuluh. Hasil analisis menunjukkan bahwa terjadi anomali pada pengaruh indeks keyakinan Indonesia terhadap VaR saham. Penjelasannya mengacu pada studi yang dilakukan Fisher (2003) yang menyatakan bahwa ada hubungan negatif antara IKK terhadap tingkat return saham sehingga dapat disimpulkan bahwa hubungan antara IKK terhadap VaR saham adalah positif karena masih adanya sentimen negatif yang lebih memberikan dampak lebih besar terhadap pergerakan saham seperti *non-farm payroll* Amerika.<sup>34</sup>

IKK Amerika Serikat memiliki pengaruh terhadap VaR saham. Pengaruh tersebut dapat dijelaskan dari hasil perhitungan di atas yang mengungkapkan hubungan antara IKK Amerika Serikat terhadap VaR saham adalah negatif dengan pengaruh yang signifikan dalam jangka panjang. Pengaruh dalam jangka panjang tersebut dapat dijelaskan dari respons yang dihasilkan saat IKK Amerika Serikat mengalami guncangan penurunan pada bulan keenampuluh maka VaR-nya akan mengalami peningkatan dengan kontribusi peningkatan sebesar 0,18%.

---

<sup>34</sup>Fisher, K. L., & Statman, M. (2003). Consumer confidence and stock returns. *Journal of Portfolio Management*, 30(1), 115-127.

## **6) Pengaruh Suku Bunga Acuan The FED terhadap Return dan VaR Saham**

Suku bunga acuan the FED memiliki pengaruh terhadap Return Saham. Pengaruh tersebut dapat dijelaskan dari hasil perhitungan di atas yang mengungkapkan hubungan antara suku bunga acuan the FED terhadap return saham adalah negatif. Hubungan ini memiliki pengaruh yang signifikan hanya dalam jangka waktu yang panjang. Pengaruh dalam jangka panjang tersebut dapat dijelaskan dari respons yang dihasilkan saat suku bunga acuan the FED mengalami guncangan menurun maka akan meningkatkan tingkat return saham dengan kontribusi sebesar 0,15% hingga bulan keenampuluh.

Suku bunga acuan the FED memiliki pengaruh terhadap VaR saham. Pengaruh tersebut dapat dijelaskan dari hasil perhitungan di atas yang mengungkapkan hubungan antara suku bunga acuan the FED terhadap VaR saham adalah negatif. Hubungan negatif ini memiliki pengaruh yang signifikan dalam jangka panjang dan jangka pendek. Pengaruh dalam jangka panjang tersebut dapat dijelaskan dari respons yang dihasilkan saat suku bunga acuan the FED mengalami guncangan meningkat maka akan menurunkan VaR saham dengan kontribusi sebesar 0,13%. Pengaruh suku bunga acuan the FED terhadap VaR saham ini serupa dengan penelitian yang dilakukan Anggara (2014) yang menyatakan bahwa suku bunga the FED memiliki pengaruh yang positif terhadap return saham sehingga pengaruhnya terhadap VaR yakni negatif.<sup>35</sup> Hal tersebut dapat terjadi karena jika suku bunga the FED mengalami kenaikan yang disertai dengan meredanya sentimen negatif dalam negara tersebut seperti perang dagang dan presiden Amerika Serikat yang menentang kenaikan suku bunga tersebut maka harga saham seperti infrastruktur, konsumen, industri dasar akan tetap mencetak return yang tinggi atau tingkat VaR-nya yang menurun.

## **7) Pengaruh Harga Minyak Dunia WTI terhadap Tingkat Return dan VaR Saham**

Harga minyak dunia WTI memiliki pengaruh terhadap return saham. Pengaruh tersebut dapat dijelaskan dari hasil perhitungan di atas yang

---

<sup>35</sup> Roma Anggara, Pengaruh Harga Emas Dunia Dan Tingkat Suku Bunga The FED Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) Periode Juni 2011–November 2013. Management Bachelor, hal. 1-88.

mengungkapkan hubungan antara harga minyak dunia terhadap return saham adalah positif. Hubungan ini memiliki pengaruh yang signifikan hanya dalam jangka waktu yang panjang dan tidak signifikan pengaruhnya dalam jangka waktu yang pendek. Pengaruh dalam jangka panjang tersebut dapat terlihat dari hasil response return saham ketika harga minyak dunia WTI mengalami guncangan menurun maka akan menurunkan tingkat return dengan kontribusi 0,13% selama 60 bulan. Pengaruh harga minyak dunia WTI terhadap return saham mengalami anomali. Kondisi ini sebagaimana yang dijelaskan oleh Lenny dan Handoyo (2008) dalam Antonio (2013), bahwa pasar modal masih didominasi oleh saham perusahaan pertambangan sebesar 39,7%, selain itu investor asing masih memiliki volume perdagangan terbesar. Oleh karena itu jika harga minyak dunia WTI mengalami kenaikan maka harga saham dan return saham juga meningkat.<sup>36</sup>

Harga minyak dunia WTI memiliki pengaruh terhadap VaR Saham. Pengaruh tersebut dapat dijelaskan dari hasil perhitungan di atas yang mengungkapkan hubungan antara harga minyak dunia terhadap VaR saham adalah positif. Hubungan ini memiliki pengaruh yang signifikan dalam jangka waktu yang pendek dan jangka waktu yang panjang terhadap VaR Saham. Pengaruh dalam jangka panjang tersebut dapat terlihat dari hasil response VaR saham ketika harga minyak dunia WTI mengalami guncangan yang menaik maka akan meningkatkan tingkat VaR saham dengan kontribusi sebesar 2,10% hingga bulan keenampuluh.

## **8) Pengaruh Cadangan Devisa terhadap Tingkat Return dan VaR Saham**

Cadangan devisa memiliki pengaruh terhadap tingkat return saham. Pengaruh tersebut terlihat dari hasil perhitungan di atas yang mengungkapkan hubungan cadangan devisa terhadap return saham adalah positif. Hubungan yang positif ini memiliki pengaruh yang signifikan dalam jangka waktu yang panjang dan tidak berpengaruh signifikan dalam jangka waktu pendek. Pengaruh dalam jangka panjang tersebut dijelaskan melalui response yang dimiliki oleh return

---

<sup>36</sup> Antonio, M. S., Hafidhoh, H., & Fauzi, H. (2013). The Islamic Capital Market Volatility: A Comparative Study Between In Indonesia And Malaysia. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, 15(4), 377-400.

yang merupakan hasil dari guncangan yang mengarah pada penurunan cadangan devisa maka akan menurunkan tingkat return saham dengan kontribusi penurunan sebesar 1,4%.

Cadangan devisa memiliki pengaruh terhadap tingkat VaR Saham. Di mana terlihat dari hasil perhitungan di atas yang mengungkapkan hubungan cadangan devisa terhadap VaR saham adalah positif. Hubungan yang positif ini memiliki pengaruh yang signifikan dalam jangka waktu yang panjang dan tidak berpengaruh signifikan dalam jangka waktu pendek. Pengaruh dalam jangka panjang tersebut dijelaskan melalui response yang dimiliki oleh VaR yang merupakan hasil dari guncangan yang mengarah pada kenaikan cadangan devisa maka akan meningkatkan tingkat VaR saham dengan kontribusi peningkatan sebesar 1,38%.

Kondisi anomali juga ada dalam hubungan antara cadangan devisa terhadap VaR saham dalam studi ini. Hal serupa sesuai dengan pernyataan hasil analisis yang dilakukan oleh Reza Priyambada selaku Analis senior CSA Research Institute dalam *harnas.co* yang menyatakan bahwa cadangan devisa yang menurun akan tetap bisa meningkatkan return saham serta menurunkan VaR saham selama masih ada sentimen positif yang menyertainya seperti pertumbuhan ekonomi.<sup>37</sup>

#### **9) Pengaruh Jumlah Uang Beredar (M1) terhadap Tingkat Return dan VaR Saham**

Jumlah uang beredar (M1) memiliki pengaruh terhadap return saham. Pengaruh tersebut terlihat dari hasil perhitungan di atas yang mengungkapkan hubungan jumlah uang beredar (M1) terhadap return saham adalah negatif. Hubungan negatif ini memiliki pengaruh yang signifikan hanya dalam jangka waktu yang panjang dan tidak dalam jangka waktu yang pendek. Pengaruh dalam jangka panjang tersebut dijelaskan melalui response yang dimiliki oleh return yang merupakan hasil dari guncangan yang mengarah pada penurunan

---

<sup>37</sup> Harian Nasional, "IHSG Menguat 19,59 Poin", <http://www.harnas.co/2018/08/08/ihsg-menguat-1959-poin> (diakses pada tanggal 6 Februari 2019 pukul 15.00)

jumlah uang beredar (M1) maka akan meningkatkan tingkat return saham dengan kontribusi peningkatan sebesar 0,30% hingga bulan keenampuluh.

Jumlah uang beredar (M1) memiliki pengaruh terhadap return saham. Pengaruh tersebut terlihat dari hasil perhitungan di atas yang mengungkapkan hubungan jumlah uang beredar (M1) terhadap return saham adalah negatif dan positif. Hubungan negatif dan positif ini memiliki pengaruh yang signifikan dalam jangka waktu yang panjang untuk hubungan negatif dan dalam jangka waktu yang pendek untuk hubungan positif. Pengaruh dalam jangka pendek tersebut terjadi pada bulan ketiga sebesar 715.9649 pada hasil response dari guncangan keatas yang terjadi pada M1 sehingga membuat total VaR mengalami peningkatan. Pengaruh dalam jangka panjang variabel ini dapat terlihat dari hasil respons return saat jumlah uang beredar (M1) mengalami guncangan yang mengarah pada kenaikan maka responnya akan menurunkan tingkat VaR saham dengan kontribusi dalam jangka pendek dan panjang tersebut sebesar 1,27%.

Anomali yang terjadi dalam hubungan antara jumlah uang beredar (M1) terhadap tingkat Return dan tingkat VaR seperti dalam riset yang dilakukan oleh Shim & Lansner (2016) dengan latar belakang jumlah uang beredar yang menurun dapat menyebabkan tingkat return meningkat dan tingkat VaR menurun yakni menaiknya suku bunga acuan BI dan hal ini sesuai dengan teori kebijakan uang ketat yang telah dijelaskan sebelumnya.<sup>38</sup>

---

<sup>38</sup> Shim, J. K., & Lansner, J. (2016). *101 Investment Tools for Buying Low & Selling High*. CRC Press.

## 10) Hasil Hipotesis Penelitian

Kode Hipotesis	Hipotesis	Keterangan
H <sub>1a</sub>	Inflasi Indonesia memiliki pengaruh terhadap <i>return</i> saham	Diterima
H <sub>1b</sub>	Inflasi Indonesia memiliki pengaruh terhadap <i>VaR</i> (tingkat kerugian) saham	Diterima
H <sub>2a</sub>	Inflasi US memiliki pengaruh terhadap <i>return</i> saham	Diterima
H <sub>2b</sub>	Inflasi US memiliki pengaruh terhadap <i>VaR</i> (tingkat kerugian) saham	Diterima
H <sub>3a</sub>	Kurs memiliki pengaruh terhadap <i>return</i> saham	Diterima
H <sub>3b</sub>	Kurs memiliki pengaruh terhadap <i>VaR</i> (tingkat kerugian) saham	Diterima
H <sub>4a</sub>	Neraca perdagangan Indonesia memiliki pengaruh terhadap <i>return</i> saham	Diterima
H <sub>4b</sub>	Neraca perdagangan Indonesia memiliki pengaruh terhadap <i>VaR</i> (tingkat kerugian) saham	Diterima
H <sub>5a</sub>	Neraca Perdagangan US memiliki pengaruh terhadap <i>return</i> saham	Diterima
H <sub>5b</sub>	Neraca Perdagangan US memiliki pengaruh terhadap <i>VaR</i> (tingkat kerugian) saham	Diterima
H <sub>6a</sub>	BI Rate memiliki pengaruh terhadap <i>return</i> saham	Diterima
H <sub>6b</sub>	BI Rate tidak memiliki pengaruh terhadap <i>VaR</i> (tingkat kerugian) saham	Diterima
H <sub>7a</sub>	IKK Indonesia memiliki pengaruh terhadap <i>return</i> saham	Diterima
H <sub>7b</sub>	IKK Indonesia memiliki pengaruh terhadap <i>VaR</i> (tingkat kerugian) saham	Diterima
H <sub>8a</sub>	IKK Amerika Serikat memiliki pengaruh terhadap <i>return</i> saham	Diterima
H <sub>8b</sub>	IKK Amerika Serikat memiliki pengaruh terhadap <i>VaR</i> (tingkat kerugian) saham	Diterima
H <sub>9a</sub>	The FED Fund Rate memiliki pengaruh terhadap <i>return</i> saham	Diterima
H <sub>9b</sub>	The FED Fund Rate memiliki pengaruh terhadap <i>VaR</i> (tingkat kerugian) saham	Diterima
H <sub>a10a</sub>	Harga Minyak Dunia WTI memiliki pengaruh terhadap <i>return</i> saham	Diterima
H <sub>10b</sub>	Harga Minyak Dunia WTI memiliki pengaruh terhadap <i>VaR</i> (tingkat kerugian) saham	Diterima
H <sub>11a</sub>	Cadangan Devisa memiliki pengaruh terhadap <i>return</i> saham	Diterima
H <sub>11b</sub>	Cadangan Devisa memiliki pengaruh terhadap <i>VaR</i> (tingkat kerugian) saham	Diterima
H <sub>12a</sub>	Jumlah Uang Beredar (M1) memiliki pengaruh terhadap <i>return</i> saham	Diterima
H <sub>12b</sub>	Jumlah Uang Beredar (M1) memiliki pengaruh terhadap <i>VaR</i> (tingkat kerugian) saham	Diterima

## KESIMPULAN DAN SARAN

### Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh indikator fundamental perekonomian Indonesia dan Amerika Serikat melalui variabel inflasi, nilai tukar US Dollar terhadap Rupiah, neraca perdagangan Indonesia dan Amerika Serikat, suku bunga acuan BI dan the FED, IKK Indonesia dan Amerika Serikat, harga minyak dunia

WTI, cadangan devisa Indonesia dan Amerika Serikat, serta jumlah uang beredar terhadap total return dan VaR saham, khususnya saham syariah yang termasuk dalam indeks *IDX High Dividend 20*. Dengan menggunakan metode *purposive sampling*, terpilih enam saham syariah sebagai sampel. Data yang diperoleh diolah menggunakan *panel* VECM.

Hasil studi ini menunjukkan bahwa indikator fundamental ekonomi Indonesia yang dianalisis memiliki pengaruh yang signifikan dalam meningkatkan return saham dan menurunkan tingkat kerugian saham yang diukur menggunakan VaR. Hal sebaliknya terjadi pada indikator fundamental ekonomi Amerika Serikat yang diamati dalam penelitian ini. Variabel-variabel tersebut diketahui memiliki pengaruh yang signifikan dalam menurunkan tingkat keuntungan saham dan menaikkan tingkat kerugian saham.

#### **DAFTAR PUSTAKA**

- Antonio, M. S., Hafidhoh, & Fauzi, H. (2013). The Islamic Capital Market Volatility: A Comparative Study Between in Indonesia and Malaysia. *Bulletin Monetary, Economics and Banking*, 15(4), 377–400. <https://doi.org/10.21098/bemp.v15i4.73>
- Anggara, R. (2014). Pengaruh Harga Emas Dunia Dan Tingkat Suku Bunga The FED Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) Periode Juni 2011–November 2013. *Management Bachelor*, 1-88.
- Ardana, Y. (2016). Pengaruh Variabel Makroekonomi terhadap Indeks Saham Syariah di Indonesia: Model ECM. *Esensi: Jurnal Bisnis Dan Manajemen*, 6(1), 17–28. <https://doi.org/10.15408/ess.v6i1.3118>
- Azis, M., Mintarti, S., & Nadir, M. (2015). *Manajemen Investasi: Fundamental, Teknikal, Perilaku Investor dan Return Saham* (1st ed.). Yogyakarta: Deepublish.
- Badriyah, S. (2016). Pengaruh Belanja Daerah Terhadap PDRB Jawa Tengah Menggunakan Panel Vector Error Correction Model ( PVECM ). In *Seminar Nasional Matematika dan Pendidikan Matematika UNY 2016* (pp. 171–178).
- Bank Indonesia. (2018). *Laporan Kebijakan Moneter: Ekonomi, Moneter, dan*

*Keuangan Triwulan II 2018.* [www.bi.go.id](http://www.bi.go.id). Jakarta.  
[https://doi.org/https://id.wikipedia.org/wiki/Kebijakan\\_moneter](https://doi.org/https://id.wikipedia.org/wiki/Kebijakan_moneter)

Basuki, A. T., & Prawoto, N. (2016). *Analisis Regresi dalam Penelitian Ekonomi dan Bisnis*. Jakarta: PT Raja Grafindo Persada.

Baumohl, B. (2013). *The Secrets of Economic Indicators: Hidden Clues to Future Economic Trends and Investment Opportunities* (3rd ed.). New Jersey: Pearson Education, Inc.

CNBC Indonesia. (2018, Oktober 15). Kenapa IHSG Naik-Turun Walau Neraca Dagang Surplus?. Dipetik Februari 4, 2019, dari Market: <https://www.cnbcindonesia.com/market/20181015140946-17-37420/kenapa-ihsg-naik-turun-walau-neraca-dagang-surplus>

Dewi, G. A. K. C., & Sudiarta, G. M. (2014). Pengaruh Pice Earning Ratio, Dividen Payout Ratio, Return On Assets, Tingkat Suku Bunga SBI, Serta Kurs Dollar AS Terhadap Harga Saham. *E-Jurnal Manajemen*, 3(1), 129–148. Retrieved from <https://ojs.unud.ac.id/index.php/Manajemen/article/view/6537>

Fisher, K. L., & Statman, M. (2003). Consumer Confidence and Stock Returns. *The Journal of Portfolio Management*, 30(1), 115–127. <https://doi.org/10.2139/ssrn.317304>

Hartomo, D. D. (2010). Pengaruh Multifaktor Makroekonomi terhadap Return Pasar. Retrieved from <https://www.coursehero.com/file/35940287/Hartomo-Pengaruh-Multifaktor-MakroEkonomi-Terhadap-Return-Pasarpdf/>

Kalyanaraman, L. (2015). Long-run and Short-run Relationship between Macroeconomic Factors and Returns on Sectoral Indices in Saudi Arabia: An Empirical Analysis. *Mediterranean Journal of Social Sciences*, 6(2), 333–344. <https://doi.org/10.5901/mjss.2015.v6n2p333>

Nasional, Harian. (2018, Agustus 08). IHSG Menguat 19,59 Poin. Dipetik Februari 6, 2019, dari Harian Nasional: <http://www.harnas.co/2018/08/08/ihsg-menguat-1959-poin>

- Rizky, C. (2018). *Pengaruh inflasi, suku bunga acuan, kurs dan cadangan devisa terhadap pergerakan pergerakan Jakarta Islamic Index (Januari 2013–Desember 2017)*. Universitas Islam Negeri Sumatera Utara. Retrieved from [http://repository.uinsu.ac.id/4479/1/SKRIPSI\\_CHAIRI\\_RIZKY\\_51141057\\_EKI\\_FEBI\\_UINSU.pdf](http://repository.uinsu.ac.id/4479/1/SKRIPSI_CHAIRI_RIZKY_51141057_EKI_FEBI_UINSU.pdf)
- Samsul, M. (2006). *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*. Jakarta: Erlangga.
- Shim, J. K., & Lansner, J. (2001). *101 Investment Tools for Buying Low & Selling High* (1st ed.). USA: CRC Press LLC.
- Suwanda, H. (2009). *Rahasia Bebas Finansial dengan Berinvestasi di Pasar Modal*. Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama.
- Tandelilin, E. (2010). *Portofolio dan Investasi: Teori dan Aplikasi* (1st ed.). Yogyakarta: Kanisius.
- Tirto. (2018, Juni 25). BPS Klaim Indonesia Belum Terima Dampak Buruk Perang Dagang AS-Cina. Dipetik Januari 22, 2019, dari Tirto.id: <https://tirto.id/bps-klaim-indonesia-belum-terima-dampak-buruk-perang-dagang-as-cina-cMXA>
- Zakaria, Aminu, A., & Pattiasina, V. (2018). Determinan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di Bursa Efek Indonesia. *Future Jurnal Manajemen Dan Akuntansi*, 5(2), 119–131. <https://doi.org/10.25105/me.v22i3.3200>

UNIVERSITAS MUHAMMADIYAH YOGYAKARTA  
FAKULTAS AGAMA ISLAM

FORMULIR PERSETUJUAN NASKAH PUBLIKASI

Yang bertanda tangan di bawah ini :

Nama : Amelia Pratiwi, S.E.M.E.  
NIK : 19740623201510113056

adalah Dosen Pembimbing Skripsi dari mahasiswa :

Nama : Muhammad Lutfon Hafizhuddin  
NPM : 20150730172  
Fakultas : Fakultas Agama Islam  
Program Studi : Ekonomi Syariah  
Judul Naskah Ringkas : Analisis Risk Return Saham Syariah Dalam IDX  
High Dividend 20 Berdasarkan Fundamental  
Perkonomian Indonesia Dan Amerika Serikat

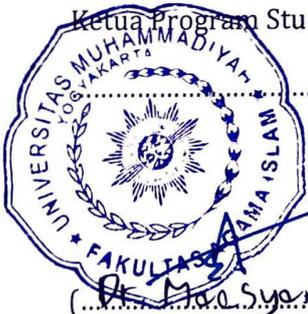
Hasil Tes Turnitin\* : 6%

Menyatakan bahwa naskah publikasi ini telah diperiksa dan dapat digunakan untuk memenuhi syarat tugas akhir.

Yogyakarta, 5 April 2019

Mengetahui,  
Ketua Program Studi

Dosen Pembimbing Skripsi,



(Dr. M. A. Syaroh, M.A.)

(Amelia Pratiwi, S.E.M.E.)

\*Wajib menyertakan hasil tes Turnitin atas naskah publikasi.



**PERPUSTAKAAN**  
**UNIVERSITAS MUHAMMADIYAH YOGYAKARTA (UMY)**  
Terakreditasi "A" (Perpustakaan Nasional RI No : 29/1/ee/XII.2014)

---

Perpustakaan Universitas Muhammadiyah Yogyakarta menyatakan bahwa atas nama :

Nama : Muhammad Lutfan Hafizhuddin  
Prodi/Fakultas : Ekonomi Syariah/Fakultas Agama Islam  
NIM : 20150730172  
Judul : Naskah Publikasi: Analisis Risk Return Saham IDX High Dividend 20 Berdasarkan Fundamental Perekonomian Indonesia Dan Amerika Serikat (Studi Kasus Saham Syariah Dalam IDX High Dividend 20)  
Dosen Pembimbing : Amelia Pratiwi S.E., M.E., CFP

Telah dilakukan tes Turnitin filter 1%, dengan tingkat similaritasnya sebesar 6%.  
Semoga surat keterangan ini dapat digunakan sebagaimana mestinya.

Mengetahui  
Ka.Ur. Pengolahan dan Layanan

Laela Niswatin, S.I.Pust.



Yogyakarta, 2019-02-15  
yang melaksanakan pengecekan

Raisa Fadelina