

ANALISIS FAKTOR YANG MEMPENGARUHI RETURN SAHAM

(Studi Kasus di Bursa Efek Jakarta)



TESIS

**Diajukan untuk memenuhi sebagian syarat guna
memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Manajemen
Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro**

**Oleh :
MICHAEL WIBOWO SUTANTO, SE
NIM C4A002063**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCA SARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO**

**SEMARANG
2007**

UPT-PUSTAK-UNDIP	
No. Daft:	5414.17/MM/07
Tgl.	24/8.07



Sertifikasi

Saya, *Michael Wibowo Sutanto*, yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program Magister Manajemen ini ataupun program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya.

Michael Wibowo Sutanto

18 April 2007

PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul :

**ANALISIS FAKTOR YANG
MEMPENGARUHI RETURN SAHAM**
(Studi Kasus Pada Perusahaan-Perusahaan di Bursa Efek Jakarta)

yang disusun oleh Michael Wibowo Sutanto, NIM C4A002063
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 25 April 2007
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima

Pembimbing Utama

Pembimbing Anggota

Drs. M. Kholig Mahfud, MS

Drs. Mulyo Haryanto, MS

Semarang, 20 April 2007

Universitas Diponegoro

Program Pascasarjana

Program Studi Magister Manajemen

Ketua Program



Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo

Abstraksi

Dalam berinvestasi di bursa saham, para investor memerlukan informasi dalam penilaiannya. Terdapat banyak faktor yang mempengaruhi pergerakan saham yang membawa keuntungan (return) bagi investor, faktor-faktor inilah yang menjadi tujuan dari penelitian ini. Faktor – faktor yang diteliti antara lain : laju pertumbuhan aset perusahaan, kebijakan deviden, rasio likuiditas, rasio keuntungan, tingkat utang, PER dan EPS terhadap Return Saham.

Penelitian ini menggunakan analisa regresi berganda dengan return saham sebagai variabel dependen dan variabel laju pertumbuhan aset, kebijakan deviden, rasio likuiditas, rasio keuntungan, tingkat utang, PER dan EPS sebagai variabel independen. Periode yang dipergunakan adalah tahun 2003 sampai dengan tahun 2005 dengan 34 emiten sebagai sampel. Pengambilan sampel dilakukan dengan cara purposive sampling.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel pertumbuhan aset, kebijakan deviden, rasio likuiditas, rasio keuntungan, tingkat utang, PER dan EPS terhadap *return* saham secara simultan. Selain itu terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel pertumbuhan aset, rasio keuntungan dan EPS terhadap return saham.

Kata kunci : return saham, laju pertumbuhan aset, kebijakan deviden, rasio likuiditas, rasio keuntungan, tingkat utang, PER, EPS

Abstract

In investing on stock market, the investors always need information on their judgments. There are to many factors that influence stock volatility that bring return to investor. The purpose of this research was to analyze the influences of assets growth, devidend payout ratio, liquidity ratio, ROE, financial leverage, PER and EPS to stock return in Jakarta Stock Exchange either individuality or simultaneously.

This research used double regression analysis with stock return as a dependent variable and assets growth, devidend payout ratio, liquidity ratio, ROE, financial leverage, PER and EPS as a independent variable. The period that was used was 2003 until 2005 with 34 emitents as the samples. These samples were collected by purposive sampling method.

The results of this research showed that there were significant influences of variabels assets growth, devidend payout ratio, liquidity ratio, ROE, financial leverage, PER and EPS to stock return simultaneously. There were also significant influences of variabel assets growth, ROE and EPS to stock return individually

Keywords : stock return, assets growth, devidend payout ratio, ROE, financial leverage, PER, EPS

KATA PENGANTAR

Penulis mengucapkan puji dan syukur kepada Tuhan yang Maha Esa yang telah melimpahkan berkat-Nya, sehingga tesis dengan judul “Analisis Faktor Yang Mempengaruhi *Return* Saham (Studi Kasus Perusahaan-Perusahaan di Bursa Efek Jakarta)” dapat terselesaikan dengan baik. Tesis ini disusun untuk memenuhi salah satu syarat dalam menyelesaikan pendidikan program Magister Manajemen pada Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang.

Dengan selesainya penyusunan tesis ini, penulis mengucapkan terima kasih kepada

1. Bapak Drs. M. Kholiq Mahfud, MS., selaku dosen pembimbing utama, yang telah banyak membantu, membimbing dan mendorong penulis, sehingga tesis ini dapat terselesaikan dengan baik.
2. Bapak Drs. Mulyo Haryanto, MS., selaku dosen pembimbing anggota, yang telah banyak membantu dan membimbing penulis, sehingga tesis ini dapat terselesaikan dengan baik.
3. Bapak Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo, selaku ketua program Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
4. Seluruh dosen pengajar program Magister Manajemen Universitas Diponegoro yang telah banyak membantu penulis selama menyelesaikan masa studi.
5. Orang tua yang telah bersabar dan memberikan dorongan serta bantuan, baik moral maupun material kepada penulis untuk menyelesaikan tesis ini

6. Rekan-rekan kuliah yang telah memberi dorongan moral kepada penulis untuk menyelesaikan tesis ini:
7. Pihak-pihak terkait lainnya yang tidak dapat penulis sebutkan satu per satu, yang telah memberikan bantuan dan informasi yang berguna bagi penyusunan tesis ini:

Penulis menyadari bahwa di dalam penyusunan tesis ini masih terdapat kekurangan-kekurangan. Oleh karena itu, penulis mengharapkan saran dan kritik yang membangun demi kesempurnaan tesis ini. Akhir kata, penulis berharap semoga tesis ini dapat berguna dan bermanfaat bagi kita semua

Semarang, 18 April 2007

Penulis,



Michael Wibowo Sutanto

Daftar Isi

	Halaman
Halaman Judul.....	i
Surat Pernyataan Keaslian Tesis.....	ii
Halaman Pengesahan.....	iii
Abstraksi.....	iv
Abstract.....	v
Kata Pengantar.....	vi
Daftar Tabel.....	xiii
Daftar Gambar.....	xiv
Daftar Lampiran.....	xv
Bab I: Pendahuluan	
1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Perumusan Masalah.....	5
1.3 Tujuan Penelitian.....	6
1.5 Kegunaan Penelitian.....	6
Bab II : Telaah Pustaka dan Kerangka Pemikiran Teoritis	
2.1 Arbitrage Pricing Theory (APT).....	9
2.2 Harga dan Return Saham.....	10
2.3 Konsep Teori Mekanisme Pengaruh Berbagai Faktor Fundamental Terhadap Harga Saham	11
2.4 Penelitian Terdahulu.....	12

2.5 Variabel Penelitian.....	16
2.6 Mekanisme Hubungan Faktor Yang Mempengaruhi Return Saham	
2.6.1 Pengaruh Laju Pertumbuhan Aset Terhadap Return Saham.....	17
2.6.2 Pengaruh Kebijakan Deviden Terhadap Return Saham.....	18
2.6.3 Pengaruh Likuiditas Terhadap Return Saham.	19
2.6.4 Pengaruh Rasio Keuntungan Terhadap Return Saham.....	20
2.6.5 Pengaruh Tingkat Hutang Terhadap Return Saham.....	20
2.6.6 Pengaruh PER Terhadap Return Saham.....	21
2.6.7 Pengaruh EPS Terhadap Return Saham.....	22
2.7 Kerangka Pemikiran Teoritis	
2.7.1 Hipotesa Yang Diajukan.....	23
2.7.2 Definisi Operasional Variabel.....	24
Bab III: Metode Penelitian	
3.1 Jenis dan Sumber Data.....	26
3.2 Populasi dan Sampel.....	26
3.3 Metode Pengumpulan Data.....	27
3.4 Tehnik Analisis	
3.4.1 Pengujian Asumsi Klasik.....	28

3.4.1.1 Uji Normalitas.....	28
3.4.1.2 Uji Multikolinieritas.....	29
3.4.1.3 Uji Heterokedastisitas.....	30
3.4.1.4 Uji Autokorelasi.....	30
3.4.2 Analisa Regresi Berganda.....	31
3.4.3 Pengajuan Hipotesis	
3.4.3.1 Uji Statistik.....	32
3.4.3.2 Uji F Statistik.....	33

BAB IV : ANALISA DATA

4.1 Gambaran Umum Obyek Penelitian

4.1.1 Gambaran Perusahaan Sampel Ditinjau Dari Sektor Industri.....	35
4.1.2 Gambaran Perusahaan Sampel Ditinjau dari Aset Total dan Pendapatan Setelah Pajak Perusahaan.....	38
4.1.3 Data Deskriptif.....	39

4.2 Analisis Data

4.2.1 Uji Asumsi Klasik.....	42
4.2.1.1 Uji Normalitas Data.....	42
4.2.1.2 Uji Uji Multikolinieritas.....	43
4.2.1.3 Uji Heterokedastisitas.....	45
4.2.1.4 Uji Autokorelasi.....	47

4.2.2 Uji Regresi

4.2.2.1 Uji Goodness of Fit.....	48
4.2.2.2 Uji Statistik F.....	50
4.2.2.3 Uji Parsial Variabel Penelitian.....	51
4.2.3 Pembahasan	
4.2.3.1 Analisis Pengaruh Pertumbuhan Aset Terhadap <i>Return Saham</i>	53
4.2.3.2 Analisis Pengaruh Kebijakan Deviden Terhadap <i>Return Saham</i>	54
4.2.3.3 Analisis Pengaruh Rasio Likuiditas Terhadap <i>Return Saham</i>	55
4.2.3.4 Analisis Pengaruh Rasio Keuntungan Terhadap <i>Return Saham</i>	56
4.2.3.5 Analisis Pengaruh Tingkat Utang Terhadap <i>Return Saham</i>	57
4.2.3.6 Analisis Pengaruh PER Terhadap <i>Return</i> <i>Saham</i>	59
4.2.3.7 Analisis Pengaruh EPS Terhadap <i>Return</i> <i>Saham</i>	60
4.2.3.8 Analisis Pengaruh Pertumbuhan Aset, Kebijakan Deviden, Rasio Likuiditas, Rasio Keuntungan, Tingkat Utang, PER dan EPS Secara Bersama-sama Berpengaruh Terhadap <i>Return Saham</i>	61

BAB V : KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan	62
5.2 Implikasi Kebijakan.....	63
5.3 Implikasi Teori.....	63
5.4 Keterbatasan Penelitian.....	64
5.5 Agenda Penelitian Mendatang.....	65

Daftar Pustaka

Lampiran

Daftar Riwayat Hidup

Daftar Tabel

	Halaman
Tabel 1.1	Perkembangan Kinerja Saham di BEJ 2003-2005 2
Tabel 2.2	Penelitian Terdahulu Faktor Yang Mempengaruhi <i>Return</i> Saham 15
Tabel 4.1	Klasifikasi Perusahaan Berdasarkan Sektor Industri 36
Tabel 4.2	Aset Total Obyek Penelitian 37
Tabel 4.3	EAT Obyek Penelitian 38
Tabel 4.4	Deskripsi Statistik Sampel Penelitian 39
Tabel 4.5	Hasil Uji Kolmogorov Smirnov Satu Arah 42
Tabel 4.6	Hasil Uji Multikolinieritas 44
Tabel 4.7	Koefisien Korelasi Masing-Masing Variabel Bebas 45
Tabel 4.8	Hasil Uji Heterokedastisitas 46
Tabel 4.9	Hasil Uji Autokorelasi 47
Tabel 4.10	Hasil Uji Goodness of Fit 49
Tabel 4.11	Hasil Uji Statistik F,..... 50
Tabel 4.12	Hasil Uji Statistik t..... 52

Daftar Gambar

Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran Teoritis	Halaman 23
----------------------------------------------	---------------

BAB I PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Bursa saham merupakan salah satu pilihan investasi karena dari perubahan-perubahan harga yang terjadi seorang investor bisa memperoleh pendapatan atau *return*. Perubahan yang terjadi sepanjang tahun dapat bersifat menghasilkan *return* positif (*capital gain*) atau laba dan *return* negatif (*capital loss*) atau kerugian. *Return* positif diperoleh apabila harga jual saham lebih besar daripada harga pembeliannya, dan sebaliknya *return* negatif terjadi apabila harga jual lebih rendah daripada harga pembelian.

Perubahan-perubahan harga saham mencerminkan penilaian investor terhadap perusahaan yang menjual sahamnya. Secara total penilaian investor terhadap perusahaan yang terdaftar BEJ dan penilaian investor terhadap perekonomian makro Indonesia akan meningkatkan ekspektasi atau harga saham. Ekspektasi investor secara keseluruhan akan mendorong perkembangan harga dan volume perdagangan saham di bursa (BEJ) dan akibat selanjutnya adalah peningkatan indeks harga saham, dalam hal ini IHSG. Perkembangan kinerja saham di BEJ setelah tahun 1998 dapat disajikan pada Tabel 1.1 berikut ini :

Tabel 1.1 Perkembangan Kinerja Saham di BEJ 2003-2005

No.	Keterangan	2003	2004	2005
1.	IHSG	691,895	1.000,23	1.162,63
2	Perkembangan IHSG	62,81%*)	44,56%	16,24%
3	Harga rata-rata	Rp. 1.865	Rp. 2.185	Rp. 2.610
4	Perkembangan harga rata-rata	46,625%*)	24,48%	14,23%
5	Perkembangan Volume Saham diperdagangkan (lembar – juta)	1.114*)	1.652	1.897
	Perkembangan volume (lembar)	52,31%*)	38,27%	21,11%

Sumber : ICMD – BEJ

*) Perkembangan tahun 2003 dihitung dari tahun 2002,

Dari tabel 1.1 tersebut diatas dapat dijelaskan bahwa terjadi peningkatan pertumbuhan nilai IHSG, perkembangan harga rata-rata, dan volume perdagangan saham dari tahun 2003 ke 2004 dan tahun 2004 ke tahun 2005 cukup besar. Dengan kembalinya kegairahan pasar yang terjadi, investor dihadapkan dengan peluang investasi dan para investor berharap untuk mendapatkan keuntungan dari saham-saham yang diperjualbelikan di BEJ.

Sudah lazim diketahui pada kalangan ekonom keuangan terutama pengamat bursa, bahwa para investor dalam menentukan nilai saham yang akan dibeli atau ditawarkannya dipengaruhi oleh berbagai faktor baik faktor fundamental perusahaan, faktor pasar (Bursa) maupun faktor ekonomi makro negara. Masih banyak perdebatan mengenai faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi pergerakan dari saham suatu perusahaan (Suad Husnan, 1997). Terdapat penelitian-penelitian yang menyelidiki apakah *return* saham dipengaruhi

oleh resiko yaitu beta pasar, faktor-faktor teori arbitrase harga dan faktor-faktor likuiditas dengan/tidak dengan karakteristik tidak beresiko seperti pembalikan atau momentum dan apakah faktor-faktor harga secara global atau lokal yang mempengaruhinya.(Serra, 2002)

Pengaruh dari laporan keuangan pada perilaku pasar saham merupakan topik utama dalam akuntansi dan keuangan. Beberapa studi menyelidiki bagaimana informasi keuangan dicerminkan pada harga-harga sekuritas dan mempengaruhi

Kilic et al (1998) melakukan penelitian pengaruh fundamental terhadap *return* saham perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Turki pada tahun 1993-1997, dalam penelitiannya dia mendapati adanya tiga dari enam kelompok yang berpengaruh terhadap *return* saham, yaitu kelompok pertama merupakan kelompok variable yang menunjukkan posisi likuiditas dan keuntungan yang terdiri dari CR, *Cash Flow Ratio*, ROA, *Net Profit Margin*, tingkat utang; kelompok dua merupakan kelompok yang menunjukkan keuntungan yang didapat oleh pemegang saham yang terdiri dari ROE dan EPS; dan kelompok terakhir menunjukkan pertumbuhan perusahaan yang terdiri dari tingkat pertumbuhan saham, tingkat pertumbuhan aset perusahaan, tingkat pertumbuhan keuntungan bersih dan *dividend yield*. Sedangkan ketiga kelompok lainnya termasuk diantara sejumlah variabel berikut, yaitu: DPR, PER, *Inventory Turnover*, *Receivables Turnover*, *Stock Turnover*, *Growth In Gross Sales* tidak berpengaruh terhadap *return* saham.

Penelitian lain dilakukan oleh Thomas Hartono (2002) yang meneliti

di Bursa Efek Jakarta pada periode Agustus 1997-2000 pada perusahaan properti, dalam penelitiannya yang menggunakan variabel DER, CR, ROE, PER dan PBV, dia menemukan bahwa semua variabel tersebut berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham, sedangkan penelitian oleh Ika Rahayu (2003) di Bursa Efek Jakarta pada periode 1999-2001 dengan menggunakan variabel CR, ROE, PER dan DER terhadap *return* saham, menemukan hanya variabel DER yang signifikan terhadap *return* saham, penelitian Marwan Asri dan Antonius N.H (1999) yang menguji kekonsistenan PER terhadap *return* saham pada Bursa Efek Jakarta pada periode tahun 1995-1997, dengan hasil PER tidak konsisten terhadap *return* saham. Analisis menggunakan PER perusahaan untuk menentukan apakah saham tersebut merupakan kemungkinan investasi yang beralasan, dan peneliti pasar menggunakan nilai rata-rata PER untuk saham-saham pada indeks pasar atau pasar secara keseluruhan untuk mengevaluasi level pasar. (Bierman, 2002). Secara lebih umum, pergerakan harga saham secara besar dapat dipengaruhi oleh konsumsi dan pengeluaran investasi dan secara keseluruhan mempengaruhi performa ekonomi. (Pu Shen, 2000).

Penelitian Suwandi (2003) menunjukkan bahwa variabel fundamental perusahaan (DPR, DER dan ROA) signifikan mempengaruhi *return* saham,. Sementara itu menurut (Achmed dan Nanda, 2004) variabel penting dan perlu dipergunakan dalam mengkaji *return* saham adalah : harga dan perubahan harga (*return*); EPS, PER, PBV, dan Volume perdagangan saham. Penelitian-penelitian terdahulu tersebut menunjukkan bahwa karena terjadi perubahan perilaku investor

dan kondisi fundamental pasar serta perusahaan maka perlu untuk melakukan penelitian lebih lanjut dalam menganalisis pengaruh variabel rasio-rasio keuangan yaitu laju pertumbuhan aset perusahaan, kebijakan deviden, rasio likuiditas, rasio keuntungan, tingkat utang, PER dan EPS terhadap *return* saham pada saham-saham perusahaan yang listing di Bursa Efek Jakarta.

1.2 Perumusan Masalah

Pengulangan penelitian diperlukan karena belum adanya kesamaan temuan perilaku variabel penelitian. Adanya "*inconsistency*" temuan ini menarik perhatian untuk diteliti. *Inconsistency* ini bisa terjadi karena perbedaan kondisi, dimana Syahib Natarsyah menggunakan data pada tahun yang dekat dengan masa krisis, sedang penelitian menggunakan data yang lebih jauh jangka waktunya.

Untuk menjawab permasalahan penelitian tersebut, maka diajukan pertanyaan penelitian yang disusun berdasarkan latar belakang masalah, yaitu :

1. Apakah laju pertumbuhan aset perusahaan berpengaruh terhadap *return* saham
2. Apakah kebijakan deviden berpengaruh terhadap *return* saham
3. Apakah rasio likuiditas berpengaruh terhadap *return* saham
4. Apakah rasio keuntungan berpengaruh terhadap *return* saham
5. Apakah tingkat utang berpengaruh terhadap *return* saham
6. Apakah PER berpengaruh terhadap *return* saham
7. Apakah EPS berpengaruh terhadap *return* saham

1.3 Tujuan Penelitian

Mengikuti saran dan kondisi yang berkembang maka penelitian ini merupakan “pengulangan” atau uji ulang studi atas variabel penelitian terdahulu karena menurut Huldah (1996) dan Raj Aggarwal (1990) perlu dikaji ulang baik periode maupun lokasi. Menjawab masalah diatas untuk itu sasaran dari penelitian berikut perlu dilakukan untuk :

1. Untuk menganalisis pengaruh laju pertumbuhan aset perusahaan terhadap *return* saham
2. Untuk menganalisis pengaruh kebijakan deviden terhadap *return* saham
3. Untuk menganalisis pengaruh rasio likuiditas terhadap *return* saham
4. Untuk menganalisis pengaruh rasio keuntungan terhadap *return* saham
5. Untuk menganalisis pengaruh tingkat utang terhadap *return* saham
6. Untuk menganalisis pengaruh PER terhadap *return* saham
7. Untuk menganalisis pengaruh EPS terhadap *return* saham

1.4 Kegunaan Penelitian

Manfaat atau kegunaan dari hasil penelitian yang dilakukan adalah :

1. Bagi perusahaan emiten, penelitian ini diharapkan dapat memberi masukan variabel mana yang penting dalam mengevaluasi perkembangan *return* saham
Kegunaan penelitian ini dapat diarahkan untuk para investor, yaitu : dengan dikenalnya (dapat diidentifikasikannya) variabel yang signifikan mempengaruhi *return* saham baik pada penelitian yang lalu maupun hasil

penelitian ini. Maka dapat disusun saran untuk memperhatikan faktor tersebut sebagai basis amatan perubahan harga saham atau *return* saham.

2. Bagi pemerhati dan calon peneliti bidang studi pasar modal terutama kajian *return* saham, dengan melihat hasil olahan regresi, dan uji kendala linier atas data-data yang diperoleh, maka dapat disusun saran pengembangan penelitian *return* saham di BEJ untuk periode mendatang. Yaitu mengadakan penelitian lebih mendalam pada faktor yang signifikansinya tidak konsisten antara penelitian yang lalu dan hasil penelitian ini, dan juga meneliti secara lebih seksama dan mendalam variabel yang memiliki sifat hubungan yang tidak konsisten.

Apabila terdapat pola hubungan yang tidak konsisten, yaitu apabila secara teori dan hipotetis pola hubungan ROA (misalnya) dengan *return* adalah positif, namun hasil pengolahan menunjukkan hasil yang negatif dan tidak signifikan, maka hal-hal yang demikian ini perlu dicermati dan dilakukan penelitian yang lebih mendalam pada periode yang akan datang.

3. Bagi calon investor dapat menemukan pedoman dalam memproyeksi harga saham kedepan. Faktor-faktor yang signifikan berpengaruh pada penelitian terdahulu dan sampai penelitian saat ini dapat diartikan sebagai faktor yang konsisten. Faktor yang konsisten adalah indikator kuat dan penting dalam memproyeksi harga saham.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL PENELITIAN

Return merupakan kembalian yang diperoleh seorang investor dalam bertransaksi dalam sebuah bursa. *Return* saham merupakan selisih antara harga jual atau harga saat ini, dengan harga pembelian atau harga awal periode (Suad Husnan, 1993). Pembahasan tentang penyebab perubahan harga saham dapat dikelompokkan dalam dua teori yaitu teori *Arbitrage Pricing Theory (APT)* dan *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*.

Arbitrage Pricing Theory menyatakan perubahan harga saham disebabkan oleh berbagai faktor, namun APT tidak menyebutkan faktor apa saja yang menyebabkan perubahan itu. Sebaliknya CAPM menyatakan bahwa perubahan harga saham ditentukan oleh perubahan atau *return* saham sebelumnya.

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 espektasi investor. (Weston Copeland, 1997). Selanjutnya harapan atau keberanian seorang investor untuk menawar harga saham sangat ditentukan oleh kondisi pasar, kondisi perekonomian dan nilai perusahaan itu sendiri. (Agus Sartono, 2001). Atas dasar pendapat ke tiga penulis buku ini dan juga kondisi yang nyata di lingkungan BEJ maka basis teori yang digunakan adalah teori APT.

2.1 *Arbitrage Pricing Theory (APT)*

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 diantara tingkat keuntungan dua sekuritas terjadi karena sekuritas-sekuritas tersebut dipengaruhi oleh faktor-faktor yang sama (Husnan, 2001). Kondisi dalam perekonomian mencakup kondisi ekonomi makro, kondisi dalam industri mencakup kondisi dalam industri perusahaan, maupun industri keuangan. Hal ini didasarkan pada pengertian industri sebagai suatu kegiatan usaha yang memiliki ciri yang sama:

Menurut Weston Copelland (1997) berdasarkan pendapat Gehr (19975) dan Roll and Ross (1980) menyatakan bahwa paling sedikit 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 itu dapat dilihat dari kinerja fundamental perusahaan, kinerja saham di pasar, ataupun keadaan pasar dan perekonomian.

Kinerja fundamental perusahaan dapat diukur dari rasio-rasio kinerja, rasio pertumbuhan, rasio efisiensi operasi, rasio manajemen beban biaya, rasio *leverage*, rasio likuiditas dan rasio penilaian ekuitas (Weston

Copeland, 1997, 239). Rasio-rasio penilaian ekuitas menurut Robert Ang (1995) adalah rasio –rasio : PER; EPS; PBV; DPS:

Dengan menggunakan dasar pendekatan kinerja fundamental perusahaan maka variabel yang mempengaruhi *return* saham, yaitu : *Assets Growth; Dividend Payout Ratio; Liquidity Ratio; ROE; Financial Leverage;* Sementara itu faktor-faktor yang diduga dapat mempengaruhi perubahan harga saham ditinjau dari aspek saham di pasar atau kinerja ekuitas adalah : *Price Earnings Ratio* dan *Earning Per Share*.

2.2 Harga dan *Return* Saham

Harga saham sering disebut sebagai kurs. Harga saham mencerminkan penilaian atau espektasi seorang investor pada sebuah perusahaan (Suad Husnan, 1998); Apabila seorang investor melihat adanya peluang pendapatan lebih baik di masa depan, atau adanya prospek usaha yang lebih baik di masa depan. Maka dia akan berani memberikan harga lebih tinggi pada selembar saham dibanding harga periode sebelumnya. Demikian sebaliknya apabila seorang investor merasa bahwa pendapatan saham yang dimiliki di masa depan akan lebih rendah dari sekarang, maka dia akan cepat-cepat menjual sahamnya dengan harga lebih rendah.

Espektasi seorang investor sangat dipengaruhi kondisi fundamental perusahaan, kondisi pasar *bearish* atau *bullish* dan kondisi perekonomian negara (Yogiyanto, 1998); Karena perbedaan espektasi maka terjadilah perbedaan harga saat membeli atau harga sebelumnya dengan harga jual atau harga saat ini. Selisih dua harga ini disebut sebagai *return*.

Return saham merupakan pendapatan yang diperoleh oleh pemegang saham sebagai hasil dari investasinya diperusahaan tertentu. Menurut Jogiyanto(1998) *Return* saham dapat dibedakan menjadi dua jenis, yaitu ; *return* realisasi (*realized return*) dan *return* ekspektasi (*expected return*); *Return* realisasi merupakan *return* yang sudah terjadi yang dihitung berdasarkan data historis. *Return* realisasi ini penting dalam mengukur kinerja perusahaan dan sebagai dasar penentuan *return* dan risiko di masa mendatang. Sedangkan *return* ekspektasi merupakan *return* yang diharapkan terjadi di masa mendatang dan masih bersifat tidak pasti.

Komponen penghitungan *return* saham (*total return*) terdiri dari *capital gain/loss* dan deviden; *Capital gain/loss* merupakan selisih laba/rugi yang dialami oleh pemegang saham karena harga saham sekarang relatif lebih tinggi/rendah dibandingkan harga saham periode sebelumnya. Sedangkan deviden merupakan bagian dari laba perusahaan yang dibagikan kepada para pemegang sahamnya. Deviden biasanya dibagikan pada periode tertentu sesuai dengan keputusan manajemen (*dividen policy*). Deviden yang dibagikan dapat menciptakan kepercayaan pemegang saham kepada manajemen; Pembagian deviden juga dapat mempengaruhi pemodal lain untuk membeli saham tersebut.

2.3 Konsep Teori Mekanisme Pengaruh Berbagai Faktor Fundamental Terhadap Harga Saham.

Dengan melihat bahwa telah terjadi perkembangan bursa BEJ dan berdasarkan berbagai penelitian-penelitian terdahulu yang dilaksanakan pada

waktu lalu maka perlu penelitian dalam periode setelah krisis dengan menggunakan variabel-variabel penting berdasarkan studi empiris yaitu :

1. variabel berkait dengan likuiditas perusahaan untuk menilai keamanan atau risiko fundamental perusahaan,
2. variabel berkait dengan rentabilitas yaitu ROA atau ROE;
3. variabel berkait dengan perkembangan perusahaan yang diukur dari *asset growth*,
4. variabel yang berkait dengan kinerja saham di bursa yaitu PER dan EPS

Atas dasar alasan ini, maka disusunlah penelitian untuk tesis di BEJ dengan periode pengamatan sesudah krisis (2003-2005) dengan menggunakan variabel tersebut diatas. Periode yang diambil berjarak cukup jauh dari periode krisis yaitu 2003-2005 alasannya adalah: menghilangkan faktor bias karena krisis. Suatu model prediksi dengan regresi hendaknya disusun dalam periode yang stabil dan bisa meramalkan dalam jangka panjang. (Gujarati 1998). Kondisi ini hanya bisa dicapai apabila tahun pengamatan periodenya tidak terlalu dekat dengan tahun krisis dan terbukti sudah mengalami kondisi yang baik

2.4 Penelitian Terdahulu.

Penelitian terdahulu telah dilaksanakan oleh beberapa peneliti baik yang pada umumnya meneliti tentang faktor-faktor yang berpengaruh terhadap *return* saham perusahaan-perusahaan di bursa efek dalam suatu waktu tertentu.

Penelitian yang dilakukan oleh Thomas Hartono(2002) yang

meneliti di Bursa Efek Jakarta pada periode Agustus 1997 hingga Agustus 2000 pada industri properti, dimana semua variabel penelitian, yaitu : DER, CR, ROE, PER dan PBV signifikan terhadap *return* saham

Sedangkan pada penelitian Ika Rahayu(2003) yang meneliti di Bursa Efek Jakarta pada periode penelitian tahun 1999 hingga tahun 2001 mendapatkan hasil penelitian dimana variabel CR, ROA dan PER tidak signifikan dan hanya variabel DER yang signifikan terhadap *return* saham.

Penelitian mengenai hubungan antara PER dengan *return* saham dilakukan oleh Marwan Asri dan Antonius N.H (1999). Penelitian tersebut menguji konsistensi PER di Bursa Efek Jakarta dari tahun 1995 hingga tahun 1997. Hasil penelitian ini menyatakan bahwa PER dari tahun penelitian tersebut tidak konsisten satu sama lain karena adanya perbedaan kondisi pasar modal dari tahun ke tahun sehingga penelitian mengenai PER dengan *return* saham harus dilakukan secara khusus pada tahun tertentu.

Kilic et al (1998) melakukan penelitian terhadap saham-saham di Bursa Efek Turki pada tahun 1993-1997 dan dari hasil penelitiannya dia menemukan bahwa CR, *Clash Flow Ratio*, ROA, *Net Profit Margin*, *Financial Leverage*, ROE, EPS, *Stock Growth*, AG, *Net Profit Growth*, *Dividend Yield* signifikan terhadap *return* saham sedangkan DPR, PER, *Inventory Turnover*, *Receivables Turnover*, *Stock Turnover Ratio* dan *Growth in Gross Sales* tidak signifikan terhadap *return* saham.

Basu (1997) melakukan penelitian yang membuktikan adanya anomali PER di *New York Stock Exchange*. Pada penelitian tersebut dilakukan analisis pada sebanyak 750 saham selama 14 tahun dengan periode

pengamatan dari September 1956 sampai Agustus 1971. Hasil penelitian yang didapat cukup membuktikan adanya anomali PER di *New York Stock Exchange* dan kesimpulan penelitian ini ikut mendukung strategi investasi dengan berdasarkan nilai PER yang rendah.

Syahib Natarsyah (2000) meneliti tentang pengaruh beberapa faktor fundamental dan risiko sistematis terhadap saham dengan kriteria perusahaan industri barang konsumsi dengan periode pengamatan dari tahun 1990 sampai tahun 1997. Variabel independen yang dipergunakan terdiri dari ROA, ROE, DPR, DER, BV dan indeks beta, sedangkan variabel dependennya (harga saham) diukur dari harga saat pada saat penutupan. Hasil dari penelitian menunjukkan bahwa ROA, DER dan BV berpengaruh signifikan terhadap *return* saham pada level kurang dari 1% dan risiko sistematis signifikan pada level kurang dari 10%, sedangkan variabel lainnya yaitu ROE, DPR dan indeks beta tidak signifikan terhadap *return* saham.

Adapun penelitian terdahulu atas faktor-faktor yang mempengaruhi *return* saham dapat dijelaskan sebagaimana terlihat pada tabel 2.2 dibawah ini

Tabel 2.2
PENELITIAN TERDAHULU FAKTOR YANG MEMPENGARUHI
RETURN SAHAM

No	Peneliti	Variabel	Alat Analisis	Hasil
1	Thomas Hartono, 2002	DER, CR, ROE, PER, PBV	Regresi	Semua variabel independen berpengaruh signifikan terhadap <i>return</i> saham
2	Ika Rahayu, 2003	DER, CR, ROA, PER	Regresi	Hanya DER yang signifikan, sedangkan CR, ROA dan PER tidak signifikan
3	Endang Kurniati, 2003	DPR, CR, G, <i>Leverage</i>	Regresi	Semua variabel independen berpengaruh signifikan terhadap <i>return</i> saham
4	Marwan Asri dan Anton N.H (1999)	PER	Regresi	PER tidak konsisten untuk mengukur <i>return</i> saham
5	Basu (1997)	PER	Regresi dan Korelasi	Terdapat hubungan negatif antara PER dan <i>return</i> saham
6	Syahib Natasyah (2000)	ROA, ROE, DPR, DER, BV, Resiko Sistematis	Regresi	Variabel ROA dan ROE terjadi multikolinieritas, ROE, DER, dan BV berpengaruh terhadap <i>return</i> saham
7	Kilic et al (1998)	F1(CR, CFR, ROA, NPM, FL) F2 (ROE, EPS) F3 (<i>Stock Growth Rate</i> , AG, NPG, DY) F4 (DPR, PER) F5 (ITO, RTO) F6 (STO dan <i>Growth in Gross Sales</i>)	Regresi	F1, F2 dan F3 signifikan terhadap <i>return</i> saham, F4, F5 dan F6 tidak signifikan terhadap <i>return</i> saham

Perbedaan penelitian ini dengan penelitian Thomas Hartono (2002) adalah dilakukan pada industri property pada periode Agustus 1997-Agustus 2000, Ika Rahayu (2003) dilakukan untuk saham-saham LQ45 pada periode

pengamatan, Kilic et al (1998) dilakukan pada tahun 1993-1997 di Bursa Efek Turki; Marwan Asri dan Antonius N.H (1999) penelitian pada tahun 1995-1997, Basu (1997) melakukan di Amerika, Syahib Natarsyah pada industri barang konsumsi pada tahun 1990-1997.

2.5. Variabel Penelitian

Berdasarkan teori APT yang dibahas dalam Weston Copeland (1998) dan Suad Husnan (1997) yang menyatakan bahwa faktor fundamental dapat mempengaruhi harga dan *return* saham. Faktor-faktor fundamental perusahaan yaitu : likuiditas, rentabilitas, aktivitas, dan efisiensi dan keputusan. Dari berbagai penelitian terdahulu faktor likuiditas, rentabilitas dan kebijakan deviden selalu menjadi faktor yang dijadikan variabel penelitian.

Faktor kinerja saham di pasar dipandang memiliki hubungan langsung, faktor kinerja dipasar berkait dengan kurs saham. Faktor-faktor kinerja saham di pasar yang penting dijadikan variabel penelitian berdasar konsep teori APT dan penelitian terdahulu adalah EPS, DPR dan PER.

Penelitian tesis ini menggunakan faktor yang diperkirakan secara langsung berpengaruh terhadap espektasi investor. Faktor itu ialah :

1. Faktor fundamental diukur dari : Pertumbuhan aktiva (*asset growth*); *Devident Payout Rario* (DPR); Likuiditas yang diukur dengan *Current Ratio* (CR); *Leverage* atau tingkat utang; Rentabilitas Modal Sendiri atau ROE;.
2. Faktor kinerja saham diikut dengan *Price Earning Ratio* (PER), dan *Earning Per Share* (EPS):

2.6 Mekanisme hubungan faktor yang mempengaruhi *Return Saham*

Return saham dipengaruhi oleh berbagai faktor yang termasuk dalam aspek fundamental, aspek pasar maupun ekonomi makro. Pengaruh faktor-faktor tersebut terhadap *return* saham dapat terjadi secara langsung dan juga bisa terjadi secara tidak langsung. Berikut ini disajikan diskripsi pengaruh berbagai faktor terhadap *return* saham:

2.6.1 Pengaruh Laju Pertumbuhan Aset terhadap *Return Saham*

Jika *cash flow* menjadi perhatian bagi para investor maka perusahaan yang memiliki aset yang besar dan memiliki pertumbuhan aset yang tinggi akan menjadi perhatian bagi investor; dengan kondisi ini permintaan atas saham terdapat kemungkinan meningkat sehingga ada perubahan peningkatan harga saham maka investor akan memperoleh *capital gain*. Perusahaan dengan ukuran aset yang lebih besar dan penambahan aset yang lebih tinggi lebih beresiko daripada perusahaan yang kecil dengan penambahan aset yang rendah, namun hal ini menandakan aliran kas mendatang yang lebih besar bagi para investor dan kreditor (Ryan, 1996)

Melalui pertumbuhan aset dapat terlihat semua aktivitas investasi dari perusahaan apakah mereka akan berekspansi pada bisnis yang baru, berekspansi pada bisnis yang ada (Walker, 2001) dan melalui penelitian Makhamreh (2000) dan Kilic et al (1998) ditemukan hubungan positif antara pertumbuhan aset dengan *return* saham

2.6.2 Pengaruh Kebijakan Deviden terhadap *Return Saham*

Menurut Baker dan Powell (1999); kebijakan deviden adalah kebijakan yang berkaitan dengan pembayaran deviden, berupa penentuan besarnya pembayaran deviden dan besarnya laba yang ditahan untuk kepentingan perusahaan.

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Baker, et.al (1985), para manager percaya bahwa kebijakan deviden mempengaruhi nilai saham dan para manager sangat memperhatikan kelangsungan pembayaran deviden. Dengan mengacu pendapat Baker dan Powell maka deviden dan pembayaran deviden dapat mempengaruhi perkembangan harga saham.

DPR merupakan perbandingan antara *dividend per share* (DPS) dengan *earnings per share* (EPS), semakin besar deviden yang dibagikan maka akan semakin besar DPR-nya, dan hal tersebut sangat menarik buat investor (Robert Ang, 1997). Penelitian terbaru yang menggunakan kebijakan deviden dalam hal ini *Debt Equity Ratio* (DER) adalah Kelic (1998); Syahib Natarsyah (2000) dan Endang Kurniati (2003):.

Secara teoritis apabila deviden tinggi, maka harapan investor untuk memperoleh total *return* juga akan semakin tinggi. Selain itu apabila deviden tinggi maka menandakan perusahaan itu memiliki dana dan kinerja keuangan yang kuat Dengan melihat kedua aspek ini, maka apabila deviden meningkat maka *return* saham akan meningkat karena investor akan semakin berani memberikan harga yang lebih tinggi:.

2.6.3 Pengaruh Likuiditas terhadap *Return Saham*

Current Ratio merupakan rasio keuangan yang paling sering digunakan untuk mengukur likuiditas suatu perusahaan. Likuiditas menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menyelesaikan kewajiban jangka pendeknya. *Current Ratio* merupakan perbandingan antara aktiva lancar dengan utang lancar. Aktiva lancar pada umumnya terdiri dari kas, surat-surat berharga, piutang dan persediaan. Utang lancar terdiri dari utang dagang, utang jangka pendek, utang jangka panjang, ujak pajak dan utang-utang lain. Suatu perusahaan yang memiliki likuiditas yang besar yaitu aset yang likuid akan mampu memenuhi kewajiban keuangannya maka perusahaan tersebut dapat dikatakan likuid namun jika sebaliknya yang terjadi maka dapat dikatakan bahwa perusahaan tersebut tidak likuid (Sartono, 1997)

Perusahaan yang memiliki nilai *Current Asset* yang tinggi akan cenderung memiliki kemampuan untuk dengan segera menyelesaikan kewajiban jangka pendeknya, perusahaan yang memiliki nilai *Current Asset* yang tinggi juga cenderung mempunyai aset lainnya yang dapat dicairkan sewaktu-waktu tanpa mengalami penurunan nilai pasarnya. Perusahaan dengan posisi tersebut tidak terganggu likuiditasnya, sehingga investor lebih menyukai untuk membeli saham perusahaan dengan nilai *Current Asset* yang tinggi dibandingkan perusahaan yang memiliki nilai *Current Asset* yang rendah. Dengan semakin tinggi kepercayaan investor, maka semakin tinggi nilai yang diberikan oleh investor dengan kata lain nilai saham juga akan semakin meningkat. (Thomas Hartono, 2000; Ika Rahayu, 2003 - lihat ringkasan penelitian pada Tabel 2.2).

2.6.4 Pengaruh Rasio Keuntungan terhadap *Return Saham*

Return On Equity merupakan ratio keuntungan yang memungkinkan analisis untuk menentukan kemampuan perusahaan untuk mendapat keuntungan pada penjualan, aset keseluruhan dan modal ditanam (Hirt dan Block, 1999) ROE merupakan perbandingan antara laba setelah pajak dengan modal.

Rasio keuntungan merupakan hasil akhir dari berbagai kebijakan yang ditempuh dan keputusan yang diambil oleh pihak manajemen perusahaan. Rasio keuntungan akan memberikan jawaban tentang seberapa efektif manajemen dalam mengelola perusahaan. Semakin besar nilai profitabilitas maka semakin efektif biaya yang dikeluarkan dan berarti semakin besar laba yang diperoleh.

Apabila harga saham mencerminkan kapitalisasi dari laba yang diharapkan di masa mendatang maka peningkatan laba akan meningkatkan harga saham dengan kata lain ROE berhubungan positif dengan *return* saham (Heri, 2002). Semakin tinggi ROE akan memberikan keuntungan bagi para investor karena berarti manajemen perusahaan semakin efektif dalam mengelola perusahaannya (Syahib Natasyah, 2000; dan Ika Rahayu 2003; lihat ringkasan penelitian Tabel 2.2):

2.6.5 Pengaruh Tingkat Utang terhadap *Return Saham*

Tingkat utang merupakan perbandingan antara total utang dengan total aktiva. Hal ini menggambarkan seberapa besar perusahaan menggunakan utang dalam struktur modalnya. Bagi investor, tingkat utang merupakan proxy

risiko finansial karena tingkat utang merupakan penggunaan dana yang disertai dengan beban tetap. Perubahan dalam penggunaan utang akan mengakibatkan perubahan laba per saham dan mengakibatkan perubahan harga saham. Sehingga makin tinggi persentasi utang, makin tinggi risiko utang tersebut yang disebabkan makin tinggi suku bunga yang akan dibebankan kepada perusahaan. P/E Ratio akan menurun sejalan dengan naiknya risiko perusahaan. (Weston dan Brigham, 1994)

Semakin rendah nilai rasio utang ini semakin baik, karena perusahaan mampu membiayai kebutuhan operasinya dengan dana yang dimilikinya sendiri yang berarti risiko tidak dapat memenuhi kewajiban jangka panjangnya kecil, bagi investor menjadi menarik, karena ada harapan bahwa harga saham perusahaan tersebut cenderung meningkat dan memberikan keuntungan bagi para investor.

2.6.6 Pengaruh PER terhadap Return Saham

PER merupakan ratio penilaian yang paling sering dipergunakan. PER menunjukkan seberapa besar pasar bersedia membayar untuk tiap pendapatan yang diperoleh oleh perusahaan dan juga petunjuk seberapa besar persepsi pasar berkenaan dengan pendapatan dan arus kas perusahaan dimasa datang. Investor membeli saham hari ini dengan mengambil posisi harapan apa yang akan diterima dimasa datang. (Eiteman et.al, 2000)

PER mencerminkan hubungan perusahaan dengan para pemegang saham, dimana semakin tinggi nilai PER akan semakin baik karena dapat menunjukkan tingginya tingkat pertumbuhan yang diharapkan oleh para

pemilik modal dan rendahnya resiko pada saham tersebut (Amiruddin dan A. Sonny, 1997)

PER yang tinggi diasosiasikan dengan harapan pertumbuhan pendapatan yang tinggi atau tingkat pengembalian pada ekuitas kapital yang rendah. Keduanya pertanda bagus. Faktor – faktor ini dipengaruhi dengan prospek investasi perusahaan dan risiko dan keuntungannya. Perusahaan dengan kesempatan investasi yang bagus pada umumnya mempunyai kesempatan yang lebih besar untuk mendapat pendapatan yang lebih baik. Pertumbuhan pada pendapatan akan membuat saham perusahaan sangat menarik. (Shapiro dan Balbirer, 2000)

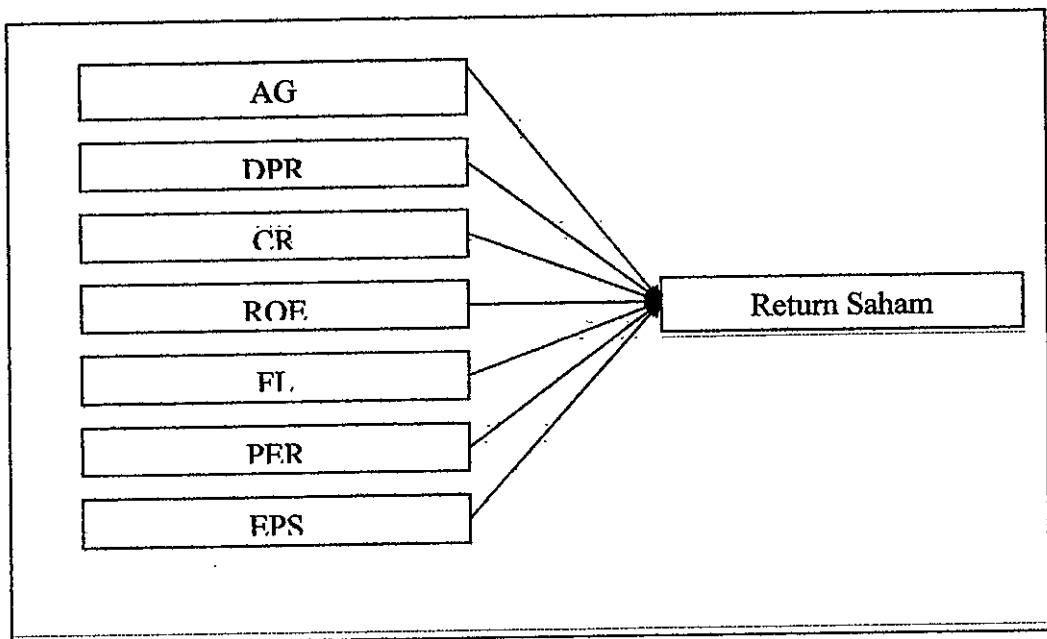
2.6.7 Pengaruh EPS terhadap *Return* Saham

Pada umumnya pemegang saham dan calon investor akan tertarik pada EPS, karena EPS menggambarkan jumlah uang yang diperoleh untuk setiap lembar saham dan karena EPS yang besar menjadi indikator keberhasilan dari emiten. Dengan memperhatikan pertumbuhan laba per lembar saham tersebut dapat dilihat prospek perusahaan di masa yang akan datang sehingga akan mempengaruhi keputusan investor dalam berinvestasi. Bila harga saham mencerminkan kapitalisasi dari laba yang diharapkan di masa yang akan datang, maka peningkatan laba akan meningkatkan harga saham dan total kapitalisasi pasar.

2.7 Kerangka Pemikiran Teoritis

Berdasarkan latar belakang permasalahan, perumusan masalah, tujuan penelitian, dan landasan teori yang telah dikemukakan diatas maka rencana kerangka pemikiran teoritis yang diajukan adalah sebagai berikut :

Gambar 2.3
Kerangka Pemikiran Teoritis



Sumber : dikembangkan untuk penelitian ini.

2.7.1 Hipotesa Yang Diajukan

Hal yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

- H1 : Laju pertumbuhan aset perusahaan berpengaruh positif terhadap *return* saham
- H2 : Kebijakan deviden berpengaruh positif terhadap *return* saham
- H3 : Rasio likuiditas berpengaruh positif terhadap *return* saham.
- H4 : Rasio keuntungan berpengaruh positif terhadap *return* saham

H5 : Tingkat utang berpengaruh negatif terhadap *return* saham a

H6 : PER berpengaruh positif terhadap *return* saham

H7 : EPS berpengaruh positif terhadap *return* saham

2.7.2 Definisi Operasional Variabel

Dalam penelitian ini, definisi variabel yang digunakan adalah :

1. Laju pertumbuhan aset perusahaan mencerminkan variabel laju pertumbuhan aset perusahaan yang diukur dengan menggunakan natural logarithma dari *total asset* pada tahun tertentu dibandingkan dengan natural log *total asset* pada tahun sebelumnya.

$$AG = \frac{\log TA_t}{\log TA_{t-1}}$$

2. Kebijakan deviden mencerminkan kebijakan perusahaan dalam membagikan keuntungan yang dibagikan kepada para pemegang saham berupa deviden dari sebagian keuntungan yang dimilikinya.

$$DPR = \frac{\text{dividend per share}}{\text{earning per share}}$$

3. Rasio likuiditas mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menyelesaikan kewajiban jangka pendeknya. Ratio Likuiditas diukur dengan menggunakan :

$$CR = \frac{\text{Current Assets}}{\text{Current Liabilitie}}$$

4. Tingkat utang mencerminkan kemampuan manajemen dalam menggunakan utang dalam struktur modal. Rumus yang dipergunakan

adalah (Agus Sartono, 1996). Ratio Tingkat Utang diukur dengan menggunakan :

$$\text{Tingkat Utang} = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Aset}}$$

5. ROE mencerminkan seberapa efektifitas manajemen perusahaan dalam mengelola perusahaan melalui profitabilitas yang diperolehnya.

$$\text{ROE} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Common Equity}}$$

6. PER mencerminkan kepercayaan pasar terhadap perusahaan, dalam hal ini diukur dengan melalui :

$$\text{PER} = \frac{\text{Harga Penutupan}}{\text{Laba Perlembar Saham}}$$

7. EPS mencerminkan jumlah uang yang diperoleh untuk setiap lembar saham perusahaan

$$\text{EPS} = \frac{\text{EAT}}{\text{Jumlah Saham}}$$

8. *Return* saham mencerminkan hasil investasi surat berharga yang berupa *capital gain* yaitu selisih antara harga investasi sekarang relatif dengan harga periode yang lalu.

$$\text{Actual Return} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

BAB III METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder (*secondary data*) yang terdapat dan dipublikasikan di Bursa Efek Jakarta, yang diperoleh secara langsung dari Referensi MM Universitas Diponegoro.

Data yang diambil adalah rasio-rasio yang relevan, angka laporan keuangan yang dipergunakan untuk menghitung variabel penelitian adalah AG (Pertumbuhan Aset Perusahaan), EPS (*Earning Per Share*), FL (Tingkat Utang); ROE (*Return On Equity*), RS (*Return Saham*); data rasio yang dipergunakan adalah CR (*Current Ratio*), PER (*Price Earning Ratio*), DPR (*Dividend Payout Ratio*)

3.2 Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh saham biasa perusahaan publik yang listed di BEJ pada tahun 2003, 2004 dan 2005. Penentuan sampel dilakukan secara *purposive*, artinya populasi yang dijadikan sampel penelitian adalah populasi yang memenuhi kriteria sampel tertentu sesuai dengan tujuan penelitian yaitu perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Penentuan kriteria sampel diperlukan untuk menghindari timbulnya kesalahan

dalam penentuan sampel yang dalam proses selanjutnya akan mempengaruhi hasil analisa.

Sampel diambil yang memenuhi kriteria sebagai berikut :

1. Perusahaan-perusahaan yang labanya tidak negatif selama metode pengamatan.
2. Perusahaan-perusahaan yang ROEnya tidak negatif selama metode pengamatan.
3. Perusahaan-perusahaan yang membagikan DPR selama tiga tahun berturut-turut.

Dari seluruh perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) selama periode 2003 2004 dan 2005, didapatkan 34 emiten. (nama-nama perusahaan terlampir). Sampel diambil pada tahun 2003-2005 dengan tujuan untuk meneliti bagaimana kondisi perusahaan pada era yang sudah jauh dari era 1998.

3.3 Metode Pengumpulan Data

Prosedur yang dilakukan dalam pengumpulan data menggunakan cara dokumentasi data yang berasal dari laporan keuangan perusahaan yang telah go publik di Bursa Efek Jakarta dan informasi lain yang berisi tentang BEJ serta literatur-literatur lainnya.

Data laporan keuangan tahunan menggunakan data-data yang terdapat pada *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2002 hingga *Indonesian Capital*

Market Director tahun 2005 yang diterbitkan oleh *Institute for Economic and Financial Research*.

3.4 Tehnik Analisis

Tehnik analisis yang dipergunakan untuk menguji hipotesis yang diajukan adalah regresi berganda. Sebelum melakukan uji hipotesis dengan regresi berganda dilakukan uji lolos kendala linier atau uji asumsi klasik. Uji ini untuk menentukan kelayakan data dalam proyeksi / prediksi dengan regresi. dengan cara-cara sebagai berikut :

3.4.1 Pengujian Asumsi Klasik

Untuk mengetahui apakah hasil estimasi regresi yang dilakukan menunjukkan hubungan yang valid atau *BLUE (Best Linier Unbiased Estimator)* yaitu terbebas dari adanya gejala Multikolinieritas, Gejala Autokorelasi dan Gejala Heteroskedastitas perlu dilakukan pengujian. Pengujian asumsi klasik yang digunakan dalam penelitian ini meliputi Uji Normalitas, Uji Multikolinieritas, Uji Heteroskedastisitas dan Uji Autokorelasi yang dapat dijelaskan sebagai berikut :

3.4.1.1 Uji Normalitas

Uji Normalitas digunakan untuk menguji apakah dalam model regresi, baik variabel independen maupun dependennya mempunyai distribusi normal. Uji Normalitas yang digunakan dalam penelitian ini adalah uji Kolmogorov Smirnov

satu arah. Hair et al (1996) dalam Arkanuddin Nur (2002) mengemukakan bahwa normalitas data dapat dilihat dengan uji Kolmogorov Smirnov.

Apabila nilai Z statistiknya tidak signifikan maka suatu data disimpulkan terdistribusi secara normal. Uji Kolmogorov Smirnov dipilih dalam penelitian ini karena uji ini dapat dipergunakan untuk menyimpulkan apakah data penelitian terdistribusi secara normal atau tidak. Sementara uji normalitas lainnya seperti statistik deskriptif kurang efisien karena masih memerlukan kesimpulan tambahan.

3.4.1.2 Uji Multikolinieritas

Pengujian asumsi kedua adalah dengan menggunakan Uji Multikolinieritas (*Multicolinearity*). Uji ini bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel-variabel independen yang masuk kedalam model.

Untuk mendiagnosa adanya *Multicolinearity* di dalam model regresi dilakukan dengan cara-cara sebagai berikut :

- a. Melihat nilai R^2 dan signifikansi nilai t dari hasil estimasi regresi seluruh variabel.
- b. Melihat pada marik korelasi antar variabel bebas.
- c. Melihat nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) yang dihitung dengan rumus sebagai berikut :

$$VIF = 1/Tolerance$$

Jika VIF lebih besar dari 5, maka antar variabel bebas (independence variable) terjadi persoalan multikolinieritas. (Santoso, 1999).

3.4.1.3 Uji Heteroskedastisitas

Pengujian asumsi ketiga adalah Uji Heteroskedastisitas untuk mengetahui apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan (Heteroskedastisitas) *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Untuk mendeteksi ada tidaknya Heteroskedastisitas dilakukan dengan Glejser *test*. Dalam uji Glejser, model regresi linier yang digunakan dalam penelitian ini diregresikan untuk mendapatkan nilai residualnya, kemudian nilai residual tersebut diabsolutkan dan dilakukan regresi dengan semua variabel independennya. Bila terdapat variabel independen yang berpengaruh secara signifikan terhadap residual absolute maka dalam model regresi tersebut terjadi heterokedastisitas.

3.4.1.4 Uji Autokorelasi

Pengujian asumsi ke empat dalam model regresi klasik adalah *auto correlation*. Uji Autokorelasi yang digunakan untuk menguji apakah dalam model regresi linier ada korelasi di antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode sebelumnya.

Untuk mendeteksi keberadaan *Autocorrelation* dalam penelitian ini digunakan metode Durbin-Watson *test*, dimana angka-angka yang diperlukan

dalam metode tersebut adalah d_l , d_u , $4-d_l$, $4-d_u$. Pedoman pengambilan keputusan tentang ada tidaknya autokorelasi menurut Gujarati(1995) dan Gozali (2001) adalah sebagai berikut :

- Bila nilai D_w sebesar kurang dari d_l , berarti terjadi autokorelasi.
- Bila nilai D_w terletak diantara d_l sampai dengan d_u , berarti tidak dapat disimpulkan.
- Bila nilai D_w terletak diantara d_u sampai dengan $4-d_u$, berarti tidak ada autokorelasi.
- Bila nilai D_w terletak diantara $4-d_u$ sampai dengan $4-d_l$, berarti tidak dapat disimpulkan.
- Bila nilai D_w lebih besar dari $4-d_l$, berarti tidak ada autokorelasi.

3.4.2 Analisis Regresi Berganda

Analisis regresi berganda digunakan untuk menguji adanya pengaruh variabel independen (ukuran perusahaan dan likuiditas perusahaan) terhadap variabel dependen (*return* saham) dengan model matematis sebagai berikut :

$$RS = \alpha + \beta_1. AG + \beta_2. DPR + \beta_3. CR + \beta_4. ROE + \beta_5. FL + \beta_6. PER + \beta_7. EPS + e$$

dimana :

RS = *return* saham

AG = laju pertumbuhan aset perusahaan

DPR = kebijakan deviden

CR = rasio likuiditas

ROE = rasio keuntungan

FL = tingkat utang

PER = *Price Earnings Ratio*

EPS = *Earnings Per Share*

α = konstanta

β = koefisien regresi

e = *error*

Koefisien determinasi (R^2) dari hasil analisis menunjukkan tingkat kejelasan yang dapat diberikan oleh model terhadap perubahan variabel terikat. Secara umum nilai R^2 terletak antara nilai 0 sampai dengan 1 ($0 < R^2 < 1$). Nilai R^2 dapat dirumuskan sebagai berikut (Gujarati, 1995) :

$R^2 = ESS/TSS$; $ESS = \text{Explained Sum of Square}$, $TSS = ESS + RSS$; $RSS = \text{Residual Sum of Square}$, Koefisien korelasi ganda dihitung dengan : $r = \sqrt{R^2}$

3.4.3 Pengujian Hipotesis

Untuk menguji hipotesis yang diajukan, maka pengujian hipotesis akan dilakukan dengan menggunakan uji t statistik (*t-test*) dan uji F statistik (*F-test*)

3.4.3.1 Uji t statistik

Uji t statistik digunakan untuk menguji pengaruh variabel bebas (independen) secara parsial terhadap variabel dependennya.

Suatu variabel bebas memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen apabila t hitung lebih besar dari t tabel atau $VIF < 5\%$.

Nilai t statistik hitung dapat dicari dengan menggunakan rumus :(Gujarati, 1995)]

$$t \text{ hitung}(i) = \frac{\text{Koefisien Regresi}(b_i)}{\text{Standar Deviasi}(b_i)}$$

untuk menentukan nilai t statistik tabel, ditentukan tingkat signifikansi 5% dengan derajat kebebasan $df=(n-k-1)$, dimana n adalah jumlah observasi dan k adalah jumlah variabel termasuk intersep, dengan kriteria uji adalah :

Jika $t \text{ hitung} > t \text{ tabel}(\alpha, n-k-1)$, maka H_0 ditolak, artinya terdapat pengaruh yang signifikan variabel bebas terhadap variabel tergantung.

Jika $t \text{ hitung} < t \text{ tabel}(\alpha, n-k-1)$, maka H_0 diterima, artinya tidak terdapat pengaruh yang signifikan variabel bebas terhadap variabel tergantung..

3.4.3.2 Uji F statistik

Uji F statistik digunakan untuk menguji apakah secara serentak atau bersama-sama memiliki pengaruh terhadap variabel dependennya. Apabila F-tabel lebih kecil dari t-tabel atau yang diukur dengan program, maka hal itu menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan secara bersama-sama (serentak) dari seluruh variabel independen terhadap variabel dependen.

Sebaliknya apabila F-hitung lebih besar dari yang ditentukan dalam program atau F-tabelnya, maka hal itu diartikan terdapat pengaruh yang signifikan secara

bersama-sama (serentak) dari seluruh variabel independen terhadap variabel dependen.

Nilai F hitung dapat dicari dengan menggunakan rumus : (Gujarati, 1995)

$$F \text{ hitung} = \frac{R^2(k+1)}{(1+R^2)(n-k)}$$

untuk menentukan nilai F tabel, tingkat signifikansi yang digunakan sebesar 5% dengan derajat kebebasan (*degree of freedom*) $df=(n-k)$ dan $(k-1)$ dimana n adalah jumlah observasi dan k adalah jumlah variabel termasuk intersep, dengan kriteria uji adalah :

Jika $F \text{ hitung} > F \text{ tabel} (\alpha, n-k-1)$, terdapat pengaruh signifikan secara serentak variabel bebas (independen) terhadap variabel tergantung (dependen).

Jika $F \text{ hitung} < F \text{ tabel} (\alpha, n-k-1)$, maka hal itu berarti tidak terdapat pengaruh signifikan secara serentak variabel bebas (independen) terhadap variabel tergantung (dependen).

BAB IV

ANALISIS DATA

4.1 Gambaran Umum Obyek Penelitian

Pada bagian ini disajikan diskripsi pengolahan data yang diperoleh. Diskripsi yang dilakukan dimulai dari gambaran sample sampai diskripsi perusahaan berdasar variabel yang digunakan dalam penelitian.

4.1.1 Gambaran Perusahaan Sampel Ditinjau dari Sektor Industri

Perusahaan-perusahaan di Bursa Efek Jakarta diklasifikasikan menjadi sembilan sektor industri, yaitu : pertanian, pertambangan, industri dasar dan kimia, aneka industri, industri barang konsumsi, properti dan real estate, infrastruktur, utilitas dan transportasi, keuangan dan perbankan, perdagangan, jasa dan investasi (Fakhrudin dan Hadianto, 2001). Namun tidak semua perusahaan dalam sektor industri termasuk didalam penelitian ini, adapun sektor industri yang ada dalam sampel penelitian ini seperti tampak pada tabel 4.1 sebagai berikut :

Tabel 4.1
Klasifikasi Perusahaan Berdasarkan Sektor Industri

No.	Sektor Industri	Jumlah	Prosentase (%)
1	Pertanian	1	2,94
2	Pertambangan	0	0,0011
3	Industri Dasar dan Kimia	6	17,65
4	Aneka Industri	5	14,71
5	Industri Barang Konsumsi	10	29,41
6	Properti dan Real Estate	0	0,0091
7	Infrastruktur, Utilitas dan Transportasi	5	14,71
8	Keuangan dan Perbankan	0	0,00875
9	Perdagangan, Jasa dan Investasi	7	20,59
Jumlah		34	100

Sumber : data sekunder, diolah

Sample yang diambil dari seluruh perusahaan menggunakan metode *proporsional random sampling*. Dari seluruh perusahaan yang terdaftar masing-masing kelompok industri diwakili sejumlah perusahaan berdasarkan proporsi, dan dalam semua perusahaan dalam industri itu memiliki kemungkinan yang sama untuk menjadi sample.

Perusahaan yang terdaftar di BEJ jumlah terbesarnya adalah industri barang konsumsi proporsinya 29,41% disusul industri jasa perdagangan sebesar 20,59%. Perusahaan yang paling sedikit terdaftar dalam BEJ adalah kelompok pertambangan dan perbankan. Pertambangan sebanyak 0,11% dan perbankan sebesar 0,875%. Hal ini sejalan dengan fakta empiris, perusahaan pertambangan adalah perusahaan yang padat modal dan teknologi serta bersifat khas sehingga tidak mudah di masuki oleh perusahaan baru. Demikian juga dengan perusahaan perbankan, diperlukan persyaratan khusus untuk mendirikan sebuah bank sehingga tidak mudah perusahaan untuk masuk dalam industri perbankan.

4.1.2 Gambaran Perusahaan Sampel Ditinjau dari Aset Total dan Pendapatan Setelah Pajak Perusahaan.

Aset total dari sampel perusahaan diambil dari data laporan keuangan pada tahun terakhir penelitian (2003-2005) dihitung secara rata-rata. Hasil perhitungan dan pengelompokan perusahaan menurut jumlah modalnya adalah sbb:

Tabel 4.2
Aset Total Obyek Penelitian

No.	Aset Total	Jumlah Perusahaan	Prosentase (%)
1	< 600 M	18	52,94
2	600 - 6000 M	13	38,24
3	> 6000 M	3	8,82
Total		34	100

Sumber : data sekunder, diolah.

Dari 34 *sample* yang diambil setelah dilakukan sortasi (pengurutan) ternyata perusahaan yang ada mayoritas berada pada kelompok bawah sebanyak 52,94, menengah 38,24% dan proporsi terkecil pemodal kuat sebesar 8,82%. Dalam dunia nyata hal demikian juga terjadi di mana kelompok yang lemah atau perusahaan dengan modal proporsi kecil selalu berjumlah proporsi paling besar. Bentuk penguasaan aset maupun kinerja secara statistik selalu berbentuk kerucut atau segitiga. Proporsi lemah berjumlah mayoritas (terbanyak) disusul kelompok sedang berada pada level menengah dengan proporsi sedang, dan kelompok kuat berada pada proporsi terkecil dan berada di puncak

Dari tabel 4.2 dapat dilihat bahwa penyebaran aset total, jumlah perusahaan terbanyak dimiliki oleh perusahaan dengan aset kurang dari 600 milyar rupiah dengan jumlah sebesar 18 perusahaan atau sebesar 52,94%, jumlah perusahaan dengan aset total sebesar 600 milyar hingga 6 trilyun sebanyak 13 perusahaan atau sebesar 38,24%, sedangkan sisanya, perusahaan dengan aset total lebih dari 6 trilyun dimiliki oleh tiga perusahaan atau sebesar 8,82%.

Pendapatan setelah pajak dari sampel perusahaan diambil dari data laporan keuangan pada tahun terakhir penelitian (2003), adapun data sampel adalah sebagai berikut :

Tabel 4.3
EAT Obyek Penelitian

No.	EAT	Jumlah Perusahaan	Prosentase (%)
1	< 900 M	19	55,88
2	900 - 9000 M	13	38,24
3	> 9000 M	2	5,88
Total		34	100

Sumber : data sekunder, diolah.

Fenomena segitiga atau fenomena mengerucut terjadi pada perolehan laba di mana jumlah perusahaan yang memperoleh jumlah laba sedikit merupakan jumlah mayoritas, jumlah perusahaan yang memperoleh laba dalam kelompok sedang jumlahnya relatif pada proporsi sedang dan jumlah perusahaan yang memperoleh laba besar hanya sedikit.

4.1.3 Data Deskriptif

Pada bagian 4.1.2 ini akan diperlihatkan data deskriptif dan variabel-variabel independen dan variabel dependen yang dipergunakan dalam penelitian ini. Hal ini dapat dilihat pada tabel 4.4 berikut ini.

Tabel 4.4
Deskripsi Statistik Sampel Penelitian

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
AG	34	0,99384	1,05551	1,0101115	1,148216E-02
DPR	34	1,06287	1,54433	1,3609121	0,2072058
CR	34	0,70000	8,01000	2,4465682	1,4866657
ROE	34	2,29000	61,09667	23,2583341	17,4301410
FL	34	0,00000	0,85000	0,4475494	0,2041955
PER	34	1,52333	31,07333	8,3716669	5,5581440
EPS	34	15,33333	4629,33333	808,7549018	1234,7082023
RS	34	-0,44788	0,77381	-0,1024862	0,2582975

Sumber : data sekunder, diolah.

Data yang ada dilihat dari maksimum dan minimum serta standar deviasinya menunjukkan bahwa :

Perkembangan aset berkisar -1% sampai dengan 10% dan kisaran perbedaan antar perusahaan (deviasi standar) adalah 1,2%. Proporsi laba bersih yang dibagi sebagai deviden (DPR) berkisar 6-54%. Kinerja perusahaan yang diukur dengan ROE pada periode setelah krisis (2003-2005) ternyata cukup baik yaitu mereka memperoleh laba positif 2,30% sampai 61,09% dengan rata-rata 23%.

1. Pertumbuhan aset yang terendah dimiliki oleh P.T Sucaco tbk yaitu sebesar 0,99384 sedangkan pertumbuhan aset yang tertinggi dimiliki oleh P.T Bimantara Citra tbk yaitu sebesar 1,05551.

2. Kebijakan deviden terendah dimiliki oleh P.T Bimantara Citra Tbk yaitu sebesar 0,06287 sedangkan kebijakan deviden terbesar yaitu 1,14433 dimiliki oleh P.T Tigaraksa Satria Tbk.
3. Rasio likuiditas P.T Golden Aqua Mississippi Tbk merupakan rasio terendah dalam sampel penelitian ini, yaitu sebesar 0,7 sedangkan rasio likuiditas P.T Duta Pertiwi Nusantara Tbk merupakan rasio likuiditas tertinggi yaitu sebesar 8,01.
4. Rasio keuntungan yang terbesar dimiliki oleh P.T Sucaco Tbk, yaitu sebesar 91,09667 sedangkan rasio keuntungan terendah dimiliki oleh P.T Centris Multi Persada Pratama Tbk yaitu sebesar 2,29.
5. Tingkat utang yang terendah dimiliki oleh P.T Multi Bintang Indonesia Tbk yaitu : 0 atau tidak memiliki utang sedangkan tingkat utang tertinggi dimiliki oleh P.T Eratex Djaja Limited Tbk yaitu sebesar 0,85.
6. PER yang terendah dimiliki oleh P.T Humpus Intermoda Transportasi Tbk yaitu sebesar 1,52333 sedangkan PER yang tertinggi dimiliki oleh P.T Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk yaitu sebesar 31,07333.
7. EPS yang terendah dimiliki oleh P.T Igarjaya Tbk yaitu sebesar 15,33333 sedangkan EPS yang tertinggi dimiliki oleh P.T Multi Bintang Indonesia Tbk yaitu sebesar 4629,33333
8. *Return* saham terendah dimiliki oleh P.T Duta Pertiwi Nusantara Tbk yaitu sebesar -0,44788 sedangkan *return* saham tertinggi dimiliki oleh P.T Aqua Golden Mississippi Tbk yaitu sebesar 0,77381

9. Standar deviasi pada data-data cukup besar, contohnya pada variabel ROE yaitu sebesar 17,43 dan pada variabel PER yaitu sebesar 5,582 dan pada variabel EPS yaitu sebesar 1234,98. Hal ini menunjukkan bahwa ketiga variabel tersebut memiliki sebaran data yang tinggi. Hal ini juga terlihat dari nilai tengah yang didapat. Nilai tengah ini juga jauh dibandingkan dengan nilai minimum maupun maksimumnya. Sedangkan pada variabel pertumbuhan aset, kebijakan deviden dan tingkat utang memiliki sebaran data yang rendah, begitu juga dengan nilai tengahnya yang tidak memiliki jarak yang jauh dengan nilai minimum dan maksimumnya.

4.2 Analisis Data

Analisis data pada penelitian ini bertujuan untuk mengetahui hubungan antara variabel pertumbuhan aset, kebijakan deviden, rasio likuiditas, rasio keuntungan, rasio utang, PER dan EPS sebagai variabel independen dan *return* saham sebagai variabel dependen.

Untuk melakukan kajian sebelum dilakukan uji regresi dilakukan uji asumsi klasik untuk menentukan apakah perilaku data sudah memenuhi syarat sebagai prediktor yang baik. Apabila data diharapkan menjadi prediktor yang baik maka harus memenuhi BLUE – *best linier un biased estimator*, data yang demikian memiliki perilaku lolos uji kendala linier (Gujarati 1993).

4.2.1 Uji Asumsi Klasik

Suatu model dinyatakan baik untuk alat prediksi apabila mempunyai sifat-sifat tak bias linear terbaik suatu penaksir (*Best, Linearity, Unbiased, Estimated*) (Gujarati, 1997). Di samping itu suatu model dikatakan cukup baik dan dapat dipakai untuk memprediksi apabila sudah lolos dari serangkaian uji asumsi ekonometrik yang melandasinya.

4.2.1.1 Uji Normalitas Data

Uji Kolmogorov Smirnov satu arah dilakukan guna mengetahui apakah suatu data terdistribusi secara normal atau tidak secara statistik. Uji Kolmogorov Smirnov satu arah dilakukan dengan menggunakan tingkat signifikansi 5%. Pada Tabel 4.5 berikut ini akan disajikan hasil uji Kolmogorov Smirnov satu arah.

Tabel 4.5

Hasil Uji Kolmogorov Smirnov Satu Arah

Variabel	Zhitung	Ztabel
AG	1,225	1,96
DPR	0,848	1,96
CR	1,137	1,96
ROE	1,130	1,96
FL	0,456	1,96
PER	1,141	1,96
EPS	1,517	1,96
RS	0,835	1,96

Sumber : data sekunder, diolah

Dari Tabel 4.5 tersebut di atas disimpulkan bahwa semua data yang ada terdistribusi secara normal. Hal ini dapat dilihat pada nilai Z hitung yang lebih kecil dari nilai Z tabel.

Data yang terdistribusi normal merupakan data yang mewakili perusahaan *sample* menurut distribusinya. Dengan distribusi yang normal maka kelompok *sample* terdistribusi secara merata pada masing-masing perilaku atau pada masing-masing nilai yang dicapai kelompok *sample*, kelompok dengan nilai minimum sejajar dengan kelompok bernilai maksimum dan kecenderungan umum berada pada nilai-nilai yang berada di tengah (Gujarati,1993).

4.2.1.2 Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat korelasi yang sempurna diantara beberapa variabel bebas yang digunakan dalam model. Apabila terjadi gejala multikolinieritas maka bisa mengakibatkan hal-hal sebagai berikut (Arief, 1993)

1. Nilai koefisien regresi menjadi kurang dapat dipercaya.
2. Kesulitan dalam memisahkan pengaruh masing-masing variabel bebas terhadap variabel tergantung

Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan korelasi antar variabel-variabel bebas yang akan digunakan dalam persamaan regresi. Apabila sebagian atau seluruh variabel bebas berkorelasi kuat berarti terjadi multikolinieritas.

Metode lain yang dapat dilakukan untuk menguji adanya multikolinieritas ini dapat dilihat pada *tolerance value* atau *Variance Inflation Factors (VIF)*. Batas *tolerance value* adalah 0,10 dan *Variance Inflation Factors (VIF)* adalah 10 (Hair, et al, 1995). Jika nilai *tolerance value* di bawah 0,10 atau nilai *Variance Inflation Factors (VIF)* di atas 10 maka terjadi multikolinieritas. Pada tabel 4.6 berikut ini akan disajikan hasil uji multikolinieritas

Tabel 4.6
Hasil Uji Multikolinieritas

Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
AG	0,915	1,093
DPR	0,739	1,354
CR	0,498	2,007
ROE	0,801	1,249
FL	0,470	2,128
PER	0,793	1,261
EPS	0,618	1,619

a Dependent Variable: RS
Sumber : data sekunder, diolah

Dari Tabel 4.6 di atas dapat dilihat bahwa nilai *tolerance value* semua variabel berada di atas 0,10 dan nilai *Variance Inflation Factors (VIF)* di bawah 10. Dari Tabel 4.6 di atas dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinieritas dalam persamaan regresi berganda dalam penelitian ini.

Untuk memperkuat kesimpulan tersebut, dilakukan analisis korelasi untuk menggambarkan hubungan antar variabel bebas. Untuk mengetahui adanya kolinieritas, terutama dalam model regresi linier berganda dapat dilakukan dengan

melihat nilai koefisien korelasi antara variabel yang satu dengan variabel yang lain. Menurut Gujarati (1995) apabila koefisien korelasi berada di atas 0,80 berarti terjadi gejala multikolinieritas.

Pada Tabel 4.7 berikut ini akan ditampilkan korelasi antar masing-masing variabel bebas.

Tabel 4.7
Koefisien Korelasi Masing-Masing Variabel Bebas

Model	EPS	DPR	AG	PER	ROE	CR	FL
Correlations EPS	1,000	-0,046	-0,096	0,260	-0,311	0,443	0,444
DPR	-0,046	1,000	0,046	-0,333	0,075	-0,090	0,282
AG	-0,096	0,046	1,000	-0,088	0,162	0,002	-0,173
PER	0,260	-0,333	-0,088	1,000	-0,027	0,240	-0,017
ROE	-0,311	0,075	0,162	-0,027	1,000	0,094	-0,106
CR	0,443	-0,090	0,002	0,240	0,094	1,000	0,570
FL	0,444	0,282	-0,173	-0,017	-0,106	0,570	1,000

a Dependent Variable: RS

Sumber : data sekunder, diolah

Dari Tabel 4.7 di atas, tampak bahwa korelasi antara variabel-variabel bebas menunjukkan tidak adanya korelasi yang mempunyai nilai yang lebih besar dari 0,80. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat multikolinieritas pada variabel-variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini.

4.2.1.3 Uji Heterokedastisitas.

Heterokedastisitas berarti varians variabel dalam model tidak sama(konstan). Konsekuensi adanya heterokedastisitas dalam model regresi adalah penaksir (estimator) yang diperoleh menjadi tidak efisien, baik dalam sampel kecil maupun sampel besar meskipun penaksir yang diperoleh

menggambarkan populasinya dan bertambahnya sampel yang digunakan akan mendekati nilai sebenarnya (konsisten). Hal ini disebabkan variansnya yang tidak minimum atau dengan kata lain tidak efisien (Algifari,1996)

Dalam penelitian ini pengujian heterokedastisitas dilakukan dengan uji Glejser, hal ini dilakukan karena data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data *cross section*. Uji Glejser dilakukan dengan meregresi residual persamaan regresi dengan nilai variabel terikatnya. Apabila hasilnya signifikan maka dapat dikatakan terjadi heterokedastisitas (Gunawan Sumodiningrat, 1996).

Tabel 4.8
Hasil Uji Heterokedastisitas

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	-2,101	1,776		-1,183	0,247
AG	2,161	1,762	0,230	1,226	0,231
DPR	4,064E-02	0,109	0,078	0,374	0,712
CR	2,448E-03	0,018	0,034	0,133	0,895
ROE	-6,179E-04	0,001	-0,100	-0,498	0,623
FL	0,167	0,138	0,317	1,208	0,238
PER	-2,198E-03	0,004	-0,113	-0,562	0,579
EPS	1,563E-05	0,000	0,179	0,784	0,440

a Dependent Variable: AbsUt
Sumber: data sekunder, diolah

Dari uji heterokedastisitas diatas dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heterokedastisitas dalam penelitian ini. Hal ini dapat dilihat dari signifikansi hitung yang lebih besar dari tingkat signifikansi yang dipergunakan, yaitu $\alpha=5\%$

4.2.1.4 Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk mengetahui apakah dalam suatu model regresi linier terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode $t-1$. Autokorelasi lebih sering ditemukan pada data *time series* sedangkan pada data *cross section*, masalah autokorelasi jarang terjadi karena gangguan pada observasi yang berbeda berasal dari individu atau kelompok yang berbeda (Imam Ghozali, 2001)

Untuk mengetahui ada atau tidak autokorelasi dalam penelitian ini dipergunakan uji Durbin Watson. Berikut adalah hasil uji Durbin Watson.

Tabel 4.9
Hasil Uji Autokorelasi

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.887	.74456	.296	.2166652	2,118

a Predictors: (Constant), EPS, DPR, AG, PER, ROE, CR, FL

b Dependent Variable: RS

Sumber data : data sekunder, diolah.

Dari tabel 4.9 dapat dilihat bahwa nilai hasil uji Durbin Watson adalah 2,118. Nilai ini terletak di atas batas atas ($du = 1,957$) maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat autokorelasi positif pada model regresi pada penelitian ini. Data yang tidak terdapat autokorelasi berarti memiliki perilaku yang random atau acak. Perilaku ini merupakan salah satu syarat utama dalam uji regresi.

4.2.2 Uji Regresi

Sesuai dengan melakukan analisis regresi berganda, bahwa persamaan regresi harus memiliki data yang terdistribusi normal, bebas dari autokorelasi, heterokedastisitas dan multikolinieritas agar memperoleh persamaan regresi yang baik dan tidak bias. Dari persamaan diatas telah memenuhi persyaratan untuk melakukan analisis berganda dengan baik. Uji regresi ini sekaligus untuk menjawab permasalahan yang dirumuskan dalam penelitian ini.

4.2.2.1 Uji *Goodness of Fit*

Ketepatan fungsi regresi sampel dalam menaksir nilai aktual dapat diukur dari *goodness of fit*nya. Secara statistik, setidaknya hal ini dapat diukur dari nilai statistik t, nilai statistik F dan koefisien determinasinya (R^2). Koefisien determinasi (R^2) dipergunakan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai koefisien determinasi ini diantara nol dan satu. Nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen sangat terbatas. Nilai yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen mampu memberikan informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variabel dependen (Imam Ghozali,2001)

Berikut ini Tabel 4.10 merupakan hasil *uji goodness of fit*.

Tabel 4.10
Hasil Uji *Goodness of Fit*

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.887	.74456	.296	.2166652	2,118

a Predictors: (Constant), EPS, DPR, AG, PER, ROE, CR, FL

Sumber : data sekunder, diolah

Dari tabel 4.10 dapat dilihat bahwa koefisien determinasi yang diperoleh dari penelitian ini sebesar 0,7446. Hal ini berarti variabel-variabel dependen dalam model regresi ini dapat menjelaskan variabel dependen sebesar 74,46% sedangkan sisanya sebesar 25,54% dijelaskan oleh faktor-faktor lain diluar variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini. Secara total model yang disusun memiliki kelayakan yang cukup untuk digunakan sebagai alat prediksi

Dalam membuat keputusannya seorang investor akan melihat obyek atau sasaran kinerja yang akan menjadi lahan investasi. Apabila kinerjanya baik maka ia akan memilih perusahaan tersebut. Penelitian ini menggunakan alat-alat pengukuran kinerja fundamental (kinerja perusahaan) : *Asset Growth* (AG), *Return on Equity* (ROE), *Current Ratio* (CR) dan *Financial Leverage* (FL), serta aspek kinerja saham yaitu *Earning Per Share* (EPS), dan *Price Earnig Ratio* (PER). Dari R-square diketahui daya ramal (*goodness of fit*) sebesar 74,46% maka 25,54% ditentukan oleh variabel diluar faktor fundamental dan faktor saham yang disebut di atas. Faktor di luar model yang lazim berpengaruh adalah faktor makro antara lain kurs dan bunga kredit. Kedua faktor makro tersebut tidak

dijadikan variabel penelitian ini karena pada periode 2003-2004-2005 kedua variabel tersebut relatif stabil.

4.2.2.2 Uji Statistik F

Uji statistik F dipergunakan untuk mengetahui apakah semua variabel independen yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel dependen (Imam Ghozali,2001).

Tabel berikut merupakan hasil uji statistik F

Tabel 4.11
Hasil Uji Statistik F

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,981	7	,140	22.986	.002
	Residual	1,221	146	4,694E-02		
	Total	2,202	153			

a Predictors: (Constant), EPS, DPR, AG, PER, ROE, CR, FL

b Dependent Variable: RS

Sumber : data sekunder, diolah.

Dari tabel 4.11 dapat diketahui bahwa variabel-variabel independen yang digunakan dalam model regresi ini berpengaruh secara bersama-sama terhadap variabel dependen (RS). Hal ini dapat dilihat angka F-hitung yang besar (22,986) lebih besar dari F-tabel ($df = 7, \text{ dan } 146$) = 2,01 dan tingkat signifikansinya = 0,02 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi yang digunakan ($\alpha = 0,05$). Dari hasil uji F dapat mendukung R^2 . (*goodness of fit*) karena secara

simultan variabel bebas penelitian (X) EPS, DPR, AG, PER, ROE, CR, FL, yaitu secara bersama-sama atau secara simultan signifikan berpengaruh terhadap RS.

Hasil uji statistik dengan uji F menunjukkan bahwa faktor fundamental dan faktor kinerja pasar secara serentak berpengaruh pada perubahan harga saham. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa perilaku data perusahaan dalam BEJ sesuai dengan teori, yaitu bahwa faktor-faktor fundamental dan juga faktor kinerja pasar secara bersama-sama (serentak) berpengaruh pada *return* saham. Temuan ini juga sesuai dengan penelitian terdahulu Syahib Natarsyah (2000), Ika Rahayu (2003) dan *Teori Arbitrage Pricing (APT)*. Teori menyatakan bahwa perubahan harga saham disebabkan oleh berbagai faktor, namun teori APT tidak membatasi faktor-faktor penyebab yang menyebabkan perubahan harga saham tersebut.

Dengan dasar ini maka sekaligus dapat dinyatakan bahwa untuk penelitian tentang *return* saham penggunaan faktor fundamental dan faktor pasar merupakan sesuatu yang tidak bisa diabaikan. Dengan kata lain variabel fundamental keuangan dan variabel kinerja saham dapat dijadikan variabel bebas dalam penelitian.

4.2.2.3 Uji Parsial Variabel Penelitian

Uji t-statistik bertujuan untuk menunjukkan seberapa jauh pengaruh suatu variabel independen secara individual dapat menerangkan variabel dependen (Imam Ghazali, 2001).

Berikut ini adalah tabel hasil uji t-statistik .

Tabel 4.12
Hasil Uji Statistik t

Coefficients		Unstandardized Coefficients	Std. Error	Standardized Coefficients	t	Sig.
Model	B					
1	(Constant)	-8,184	3,460		-2,365	,026
	AG	7,896	3,434	,351	2,300	,030
	DPR	-0.06567	,212	-,053	-0.314	.756
	CR	-0.01674	,036	-,096	-,466	.365
	ROE	0.00843	,002	,202	3.846	.033
	FL	0.73225	,269	,178	2.718	.041
	PER	-0.03156	,008	-,140	4.144	.032
	EPS	0.0009875	,000	,323	2.541	.039

a Dependent Variable: RS

Sumber : data sekunder, diolah

Dari tabel 4.12 dapat diketahui bahwa variabel independen AG, ROE, FL, PER dan EPS berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen *return* saham karena memiliki signifikansi yang lebih kecil dari yang dipergunakan yaitu $\alpha = 0.05$. Persamaan regresi berganda dalam penelitian ini dapat ditulis sebagai berikut :

$$RS = -8,184 + 7,896.AG - 0,06567. DPR - 0,01674. CR + 0,00843. ROE + 0,73225. FL - 0,03156. PER + 0,0009875. EPS + e$$

4.2.3 Pembahasan

4.2.3.1 Analisis Pengaruh Pertumbuhan Aset Terhadap *Return* Saham

Variabel *Asset Growth* (AG) memiliki koefisien positif, ini berarti bila perkembangan AG meningkat maka *Return* saham juga positif atau meningkat harga saham. Variabel AG dapat dijadikan sebagai indikator bagi para investor dalam berinvestasi karena jika AG meningkat maka *return* saham juga akan naik, atau investor berani membayar saham dengan harga lebih tinggi. Mereka berani membayar lebih tinggi karena memiliki harapan bahwa perusahaan makin berkembang sehingga prospek dan potensinya di masa depan makin baik. Dengan prospek dan potensi yang positif, maka nilai perusahaan juga akan meningkat. Hal itu dicerminkan dengan penghargaan investor yang berani membayar saham dengan harga lebih tinggi.

Tanda positif ini sesuai dengan asumsi semula yaitu bahwa pertumbuhan aset yang tinggi akan menyebabkan kenaikan *return* saham yang menyebabkan para investor akan tertarik pada saham perusahaan tersebut. Apabila faktor pertumbuhan aset naik maka *return* saham akan naik pula sehingga investor dapat menjadikan AG sebagai salah satu indikator dalam berinvestasi. Tanda koefisien regresi dalam penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Sahid Natasya (2000), Ika Hartono (2003) dan Makhamreh (2000) dan Kilic et al (1998).

Nilai koefisien regresi yang terbesar nilainya dibandingkan dengan variabel independen yang lain mempunyai arti bahwa variabel pertumbuhan aset

mempunyai pengaruh terbesar terhadap *return* saham dibandingkan dengan variabel-variabel independen lainnya dan variabel pertumbuhan aset (AG) berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham (RS), hal ini dilihat pada nilai t-hitung = 2,365 dengan signifikansi sebesar 0,03 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi yang dipergunakan ($\alpha = 0,05$). Oleh karena itu penelitian ini menerima H_{01} yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh positif yang signifikan dari pertumbuhan aset terhadap *return* saham.

4.2.3.2 Analisis Pengaruh Kebijakan Deviden Terhadap *Return* Saham

Hasil pengolahan data yang ada menunjukkan bahwa DPR memiliki tanda negatif. Tanda negatif tidak sesuai dengan hipotesa semula bahwa para investor menyukai saham yang memiliki kebijakan deviden yang tinggi karena memberikan keuntungan bagi mereka. Pada pasar bursa investor memiliki dua pilihan, mereka akan mengejar *capital gain* dan yang kedua investor dapat mengejar *total return* yang terdiri dari *capital gain* ditambah deviden. Investor di BEJ nampaknya memilih pilihan pertama yaitu mengejar besarnya perubahan harga saham dan mengabaikan DPR. Oleh karena investor berperilaku demikian maka bisa terjadi variabel DPR bertanda negatif. Hal ini sejalan dengan teori Miller dan Modigliani (Weston dan Copeland, 1999) yaitu bagaimana perusahaan membagi pendapatan antara dividen dan laba ditahan tidak berpengaruh bagi perusahaan.

Dari tanda koefisien regresi yang negatif dapat dijelaskan, bahwa apabila DPR turun (atau proporsi deviden dibagi semakin kecil) maka *return* saham akan naik. Hal ini bertentangan dengan teori yang menyatakan bahwa apabila deviden dibagi semakin besar maka *return* saham akan meningkat pula. Kondisi yang bertentangan dengan teori ini dapat terjadi karena :

1. investor menaruh kepercayaan pada perkembangan perusahaan di masa depan
2. investor lebih mengutamakan memperoleh hasil dari *return* harian dibanding deviden dibagikan

Dilihat dari tingkat signifikansinya yang sebesar 0,756 (atau 75,6%) yang lebih besar dari 0,05. maka penelitian ini menolak H_0 yang menyatakan bahwa tidak terdapat pengaruh positif yang signifikan terhadap *return* saham. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa perilaku investor BEJ sesuai dengan teori Miller dan Modigliani (MM), yaitu mengabaikan kebijakan deviden.

4.2.3.3 Analisis Pengaruh Rasio Likuiditas Terhadap *Return* Saham

Koefisien beta variabel Current Ratio (CR) sebagai proksi dari Likuiditas menunjukkan tanda negatif. Hal ini tidak sesuai dengan hipotesa semula dan dalam hal ini mencerminkan bahwa rasio likuiditas yang meningkat akan menyebabkan risiko yang dihadapi oleh investor menurun dan hal ini membuat saham tersebut diminati oleh para investor. Likuiditas perusahaan merupakan variabel yang kurang dipertimbangkan. Secara praktis likuiditas

merupakan kebijakan yang temporer, kebijakan dan rasio likuiditas bisa berubah kurang dari satu tahun sejalan dengan perubahan aktiva lancar dan hutang lancar yang bisa bersifat fluktuatif. Oleh karena itu adalah wajar bila faktor likuiditas sebagai faktor operasi perusahaan secara harian kurang diperhatikan.

Variabel ini tidak signifikan mengingat besarnya signifikansinya sebesar 0,365 yang jauh lebih besar dari tingkat signifikansi yang dipergunakan 0,05. Maka dapat disimpulkan karena $t_{hitung} > t_{tabel}$ maka H_0 ditolak. Hal ini sejalan dengan penelitian Ika Rahayu (2003) dimana CR tidak signifikan terhadap *return* saham. Secara praktis likuiditas perusahaan berubah dari waktu- ke waktu bergantung pada kondisi masing-masing perusahaan dan industri. Tidak adanya hubungan antara kegiatan riil / sektor riil yang menjadi ajang kegiatan usaha dan sektor finansial dimana saham diperdagangkan merupakan sesuatu yang wajar. Dengan demikian hal tersebut di atas merupakan sesuatu yang wajar atau bisa terjadi, apabila likuiditas yang operasionalnya ada dalam kegiatan sektor riil (operasi kegiatan usaha) tidak signifikan dengan harga saham yang kegiatannya di bursa (sektor finansial). Hal itu bisa terjadi karena antara sektor riil dan sektor keuangan tidak memiliki hubungan yang langsung, sehingga wajar apabila Likuiditas tidak signifikan terhadap perubahan harga saham (Return Saham).

4.2.3.4 Analisis Pengaruh Rasio Keuntungan Terhadap *Return* Saham

Rasio Keuntungan yang diukur dengan ROE bertanda positif, menunjukkan bahwa perusahaan yang keuntungannya meningkat atau memiliki

laba positif, maka harga sahamnya akan meningkat pula. Hal ini sejalan dengan penelitian Thomas Hartono(2002) dan Kilic et al (1998). Variabel ini memiliki tingkat signifikansi yang lebih kecil daripada tingkat signifikansi yang dipergunakan yaitu $0,033 > 0,05$. Oleh karena itu maka H_{04} yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh positif yang signifikan dari rasio keuntungan terhadap *return* saham diterima.

Keadaan yang diterangkan diatas menunjukkan bahwa para investor mempertimbangkan faktor ROE untuk menilai harga saham. Bila ROE positif maka harga saham meningkat. Hal ini menunjukkan kondisi yang sesuai dengan teori yaitu apabila perusahaan mampu memperoleh laba maka penilaian investor pada saham yang diperjual belikan juga akan positif sehingga semakin besar ROE maka semakin baik espektasi investor dan selanjutnya harga saham akan meningkat sejalan dengan espektasi investor.

Karena berdasarkan uji tanda atau diskripsi perilaku perubahan ROE hasilnya sejalan dengan teori dan juga pengaruhnya ROE terhadap return saham signifikan, maka variabel ini dapat dijadikan sebagai indikator oleh para investor dalam berinvestasi. Apabila ada saham yang memiliki ROE positif dan makin besar, maka dapat dipastikan harga dan return akan positif.

4.2.3.5 Analisis Pengaruh Tingkat Utang Terhadap *Return* Saham

Financial Leverage, tingkat utang memiliki tanda positif artinya bila utang meningkat maka harga saham akan meningkat. Hasil uji hipotesis ini tidak

sesuai dengan hipotesa semula dan penelitian sebelumnya yang menyatakan bahwa semakin tinggi tingkat utang perusahaan, resiko yang dihadapi oleh investor akan semakin tinggi, hal ini dapat disimpulkan bahwa investor tidak menyukai perusahaan dengan tingkat utang yang tinggi karena memiliki resiko yang tinggi. Kondisi ini menunjukkan bahwa investor dalam menentukan nilai saham atau harga saham tidak memperhatikan perkembangan utang, karena walau utang perusahaan meningkat return saham tetap saja meningkat. Hal ini sesuai dengan teori ekspektasi yaitu bahwa nilai perusahaan yang tercermin dalam harga saham cenderung ditentukan oleh harapan investor akan *return* dan perkembangan pasar. Kondisi pasar sekunder (bursa) yang cenderung tidak memiliki hubungan langsung dengan fundamental emiten akan berakibat bahwa harga saham akan lebih ditentukan oleh besarnya permintaan dan penawaran serta kondisi pasar.

Variabel *Financial Leverage* memiliki nilai yang signifikan terhadap *return* saham, dilihat dari besarnya t -hitung = 2,718 > t -tabel = 1,196 serta tingkat signifikansinya yang sebesar 0,041 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi yang dipergunakan, yaitu 0,05 maka H_0 diterima. Artinya variabel *financial leverage* (FL) terbukti signifikan mempengaruhi *return* saham. Dari tabel hasil olahan regresi dapat diketahui bahwa variabel ini memiliki *standarized coefficients* yang cukup signifikan dan dapat dijadikan sebagai indikator oleh para investor dalam pengambilan keputusan berinvestasi.

Hal ini tidak sejalan dengan penelitian Kilic et al (1998) dimana rasio tingkat utang merupakan salah satu variabel yang berpengaruh terhadap *return* saham akan tetapi hal ini sejalan dengan *Modigliani and Miller's Proposition I*, dimana dikatakan bahwa apabila pajak tidak diperhitungkan, maka biaya kebangkrutan dan perbedaan pada pandangan investor terhadap pembayaran perusahaan maka tingkat utang tidak memiliki pengaruh pada nilai perusahaan. Dengan kondisi ini investor akan lebih memperhatikan prospek atau harapan di pasar daripada kondisi utang perusahaan.

4.2.3.6 Analisis Pengaruh PER Terhadap *Return* Saham

Hasil olahan data menunjukkan tanda koefisien regresi bertanda negatif, artinya apabila PER meningkat, maka *return* saham akan menurun. Temuan pada penelitian ini tidak sesuai dengan hipotesa semula yang mengatakan bahwa PER berpengaruh positif terhadap *return* saham. Namun temuan penelitian ini sesuai dengan temuan Basu (1997) yaitu bahwa PER berpengaruh secara negatif (berkebalikan) terhadap *Return* Saham (RS). Kondisi ini menunjukkan pula bahwa harga saham bisa naik atau turun secara bebas tidak berkait dengan *Earning*, artinya harga saham lebih banyak dipengaruhi oleh kondisi pasar. Pada kondisi PER yang menurun, harga saham meningkat tetapi peningkatan itu lebih kecil dibanding dengan *Earning*, sehingga secara relatif PER menurun. Apabila dilihat dari kondisi pasar, maka PER yang semakin kecil mengindikasikan nilai *Earning* sebagai pembagi meningkat nilainya, dengan kata lain penerimaan pemegang saham dalam kurun waktu penelitian meningkat.

Tingkat signifikansi dengan t-statistik sebesar 4,144 yang lebih besar dari 1,96, dan angka signifikansi 0,032 yang lebih kecil dari 0,05 maka H_0 diterima, artinya PER berpengaruh secara signifikan terhadap *Return Saham*. Hal ini sejalan dengan penelitian Teguh Prasetya (2000), Marwan Asri dan Anton N.H (1999) dan Basu (1997). PER berpengaruh signifikan negatif terhadap *Return Saham (RS)* menunjukkan kondisi bahwa perubahan-perubahan dalam PER juga mempengaruhi perubahan harga saham dan akhirnya *return* saham. Perubahan PER dapat terjadi karena perubahan harga saham, perubahan saat ini akan mempengaruhi ekspektasi investor pada harga saham yang akan datang. Apabila PER menurun hal itu menunjukkan *earning* secara relatif meningkat, sehingga dengan jumlah uang tertentu (*price*) akan diperoleh pendapatan saham yang lebih besar. Kondisi ini akan mendorong investor berani membeli saham dengan harga yang lebih baik dari harga sebelumnya, karena terdorong oleh harapan memperoleh pendapatan yang lebih tinggi.

4.2.3.7 Analisis Pengaruh EPS Terhadap *Return Saham*

EPS bertanda positif, artinya apabila pendapatan perlembar saham naik, maka *return* saham juga meningkat. Hal ini sejalan dengan teori yaitu apabila *earning* meningkat, maka ekspektasi investor meningkat sehingga dia lebih berani menawar dengan harga lebih tinggi atau *return* saham bersifat positif.

Tingkat t-statistik sebesar 2,541 yang lebih besar dari t-tabel 1,96 dan angka signifikan sebesar 0,039 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi yang

dipergunakan 0,05, hal tersebut menunjukkan bahwa variabel EPS memiliki pengaruh yang signifikan dan positif terhadap *return* saham. Maka H_0 7 diditerima.

Hal ini sejalan dengan penelitian Kilic et al (1998) dan hal ini dapat dikatakan karena investor melihat EPS sebagai suatu faktor yang berpengaruh secara langsung terhadap *return* saham, dimana hal ini dapat terjadi karena investor mengharapkan adanya *earning* dari investasinya. Kondisi ini sejalan dengan teori yaitu bahwa investor selain mengharapkan dari *capital gain* juga mengharapkan adanya EPS yang selanjutnya akan menjadi DPS sebagai suatu nilai rupiah tertentu yang diterima pemegang saham atau investor

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Setelah melakukan analisis terhadap hasil penelitian yang telah dijelaskan pada bab IV, maka dapat ditarik kesimpulan sebagai jawaban permasalahan dan sekaligus sebagai tujuan yang berhasil dicapai. Beberapa kesimpulan tersebut adalah :

1. Dalam penelitian ini terdapat 5 variabel bebas (AG,ROE,FL, PER dan EPS) yang signifikan mempengaruhi *Return Saham (RS)*, dan 2 variabel bebas (DPR dan CR) tidak signifikan mempengaruhi RS..
2. Persamaan regresi memiliki signifikansi F hitung sebesar 22,98 yang lebih besar F-tabel =2,01 serta penelitian ini juga memiliki tingkat signifikansi 0,02 yang nilainya lebih kecil dibanding angka signifikansi yang dipergunakan (0,05), hal ini menunjukkan bahwa semua variabel independen yang digunakan secara bersama-sama mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen. Dapat dikatakan bahwa variabel-variabel independen yang dipergunakan dalam penelitian ini dapat menjadi faktor penjelas bagi variabel dependen. Kemampuan persamaan regresi dalam penelitian ini hanya mampu menjelaskan variabel dependen sebesar 74,46% sementara sisanya 25,54% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dipergunakan dalam persamaan regresi ini.

5.2 Implikasi Kebijakan

Adapun saran-saran yang dapat diberikan melalui hasil penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Berdasarkan model di mana variabel AG, FL, ROE, EPS dan PER berpengaruh signifikan terhadap RS, hal ini berarti pada masa transisi setelah krisis ekonomi yang terjadi pada tahun 1998 variabel tersebut di atas dapat dijadikan pedoman dalam memprediksi *return* saham.
2. Dengan memperhatikan koefisien regresi, maka faktor pertumbuhan aktiva (AG atau *asset growth*) merupakan faktor penting yang signifikan mempengaruhi *return*. Ini berarti bahwa saham perusahaan yang berkembang pesat akan memberikan *return* yang lebih tinggi. Selain variabel terlihat bahwa variabel EPS memiliki angka koefisien regresi yang tinggi, ini menunjukkan bahwa variabel ini besar pengaruhnya pada pertimbangan penentuan harga saham.

5.3 Implikasi Teori

Secara teori dan penelitian terdahulu DPR, CR, ROE, FL, PER dan EPS signifikan tetapi dalam penelitian ini dimana periodenya adalah masa transisi. Variabel ROE, FL, PER dan EPS tersebut signifikan oleh karena itu pada penelitian lebih lanjut variabel-variabel tersebut penting untuk dimasukkan karena pada penelitian terdahulu maupun penelitian ini variabel tersebut konsisten

berpengaruh secara signifikan. Beberapa faktor perlu diteliti lebih jauh terutama faktor CR, PER dan FL karena sifat pengaruh yang tidak selalu sejalan dengan teori.

Teori Ekspektasi, dan teori Miller dan Modigliani yaitu bahwa investor tidak memperhatikan utang terbukti berlaku pada investor yang melakukan transaksi di BEJ. Dengan demikian faktor pasar kiranya lebih diperhatikan oleh investor dibanding fundamental utang.

5.4 Keterbatasan Penelitian

Sampel dalam penelitian ini menggunakan waktu penelitian tiga tahun dan tidak membedakan volume perdagangan antara saham yang likuid dan tidak likuid dan persamaan regresi dalam penelitian ini hanya mampu menjelaskan variabel dependen sebesar 74,46%. Terdapat kemungkinan penyebab kurang baiknya penelitian ini :

1. Terlalu menitikberatkan pada faktor fundamental, sehingga jumlah variabel faktor fundamental tidak sebanding dengan faktor pasar. Padahal saham merupakan asset finansial yang keterkaitannya lebih banyak pada faktor pasar. Penelitian yang akan datang perlu menjadikan teori Miller dan Modigliani (MM) sebagai teori penting.
2. Perlu mengevaluasi variabel PER dan DPR sebagai variabel penelitian karena tidak konsisten pengaruhnya pada beberapa penelitian.

3. Perlu menyusun variabel dengan didahului studi preferensi investor. Studi ini dimaksudkan untuk menguji faktor apa yang berkaitan dengan preferensi investor dalam membuat keputusan harga.
4. Perlu adanya kajian pada kelompok yang lebih seragam / homogen. Dengan kata lain kajian hendaknya dilakukan per sektor usaha agar lebih fokus dalam analisis dan jenis datanya sehingga dapat diharapkan R-square atau *goodness of fit* yang lebih baik lagi.

5.5 Agenda Penelitian Mendatang

Sesuai dengan temuan penelitian ini, dan juga bedasar konsep teori Miller dan Modigliani, maka :

1. Perlu dilakukan penelitian yang mempergunakan atau mengkaji secara mendalam pengaruh faktor pasar terhadap nilai saham, *return* saham dan kinerja saham di bursa.
2. Perlu dilakukan penelitian persepsi dan penilaian investor pada perusahaan (emiten) dan saham dengan membedakan menurut proporsi dan perkembangan *leverage*.

Daftar Referensi

- Aggarwal, R.; Rao, R. P dan Hiraki, T., 1990, **Regularities in Tokyo Stock Exchange Security Returns : P/E, Size and Seazonal Influences**, The Journal of Financial Research, Vol. XIII. No. 3, hal 249-263
- Alli, K. L; Khan, A.Q dan Ramirez, G. G; 1993, **"Determinan of Corporate Dividends Policy : A Factorial Analysis"**, The Financial Review Vol. 28, No. 4, November, hal 523-547
- Annuttara D. Giripati, 2000, **Analisis Konsistensi Price-Earnings Ratio pada Bursa Efek Jakarta periode 1997-1999**, Tesis Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro, Semarang. (tidak dipublikasikan)
- Arif Budiarto dan Zaki Baridwan, 1999, **Pengaruh Pengumuman Right Issue Terhadap Tingkat Keuntungan dan Likuiditas Saham**, Jurnal Riset Akutansi Indonesia (JRAI), Vol. 2, No. 1, Januari 1999, hal 91-116
- Carlson, J.B.; Pelz, E.A. dan Wohar, M.E., 2002, **Will Valuation Ratios Revert to Historical Means?**, The Journal of Portfolio Management, hal 23-35
- Cohen J.E, Z. dan A. Zenkel, 1973, **Investments Analysis and Portfolio Management**, Homewood, III, Richard D. Irwin
- Dr. Jogiyanto H.M, MBA,Akt, 2000, **Teori Portofolio dan Analisis Investasi** edisi dua, BPFE Yogyakarta
- Fischer, R.J dan Farrel, Jr. J.L., 1987, **Modern Investment and Security Analysis**, Mc Graw-Hill International Edition, Finance Series, Singapore.
- F.X. Heri Purwanto Seputro, 2002, **Analisis Pengaruh Rasio Likuiditas, Rasio Solvabilitas, Rasio Aktivitas, Rasio Provabilitas dan Rasio Kepemilikan Terhadap Price Earning Ratio**, Tesis, Universitas Diponegoro, Semarang (tidak dipublikasikan)
- Grossman, S.J dan Stiglitz, J.E, 1980, **On The Impossibility of Informationally Efficient Markets**, American Economies Review, Vol. 70, hal 393-408
- Gujarati, D., 1995, **"Ekonometrika Dasar"** Penerbit Erlangga, Jakarta

Gruber M, 1971, **The Determinants of Common Stock Prices**, Pennsylvania State University

Hariato dan Sudomo, 1998, **Perangkat dan Teknik Analisis Investasi di Pasar Modal Indonesia**, P.T Bursa Efek Jakarta, Jakarta

Hirt, G.A dan Block S.B., 1999, **Fundamental of Investment Management**, sixth edition, McGraw Hill International Edition

Imam Gozali, 2001, **"Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS"** Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang

Jacobs, B. I dan Levy, K. N, 1998, **Disentangling Equity Return Regularities : New Insights and Investment Opportunities**, Financial Analysis Journal, May-June, hal 18-43

Jones Charles, 1991, **Investment Analysis and Management**, third edition, John Wiley and Sons New York

Mamduh Hanafi, 1998, **Efisiensi Emisi Saham Baru di Bursa Efek Jakarta (1989-1994)**, Kelola Gadjah Mada University Business Review (VII), No. 17 : hal 88-105

Mpaata A. Kaziba dan Agus Sartono, 1997, **Factor Determining Price Earnings (PIE) Ratio**, Kelola Gadjah Mada University Business Review (VI), No. 15 : hal 133-150

Marwan Asri S.W dan Faizal A.S., 1998, **Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Peristiwa Politik Dalam Negeri (Event Study pada Peristiwa 27 July 1996)**, Jurnal Kelola Magister Manajemen Universitas Gajah Mada, No. 18, hal 137-153

Marwan Asri S. W dan Anton N. Heveadi, 1999, **Price Earnings Ratio (PER, Model Consistency : Evidence from Jakarta Stock Exchange)**, Gajah Mada International Journal of Business, (Vol. 1) No. 2 : hal 85-97

Megginson, W.L., 1997, **Corporate Finance Theory**, Addison-Wesley Educational Publishers Inc

- Muljono, 2002, **Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Risiko Sistematis Saham Industri Barang-Barang Konsumsi Pada Bursa Efek Jakarta**, Tesis Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro, Semarang (tidak dipublikasikan)
- Reilly, F.K. dan Brown, K.C., 2000, **Investment Analysis and Portfolio Management**, sixth edition, Harcourt College Publishers
- Robert Ang, 1997, **Buku Pintas Pasar Modal Indonesia**, edisi pertama, Mediasoft Indonesia
- Salmi, T., Virtanen, I. dan Yli-Olli, P., 1990, **On The Classification of Financial Ratios**, Tesis School of Business Studies, University of Vaasa, Finland
- Santoso, S., 1999, "SPSS (Statistical Product and Service Solutions), Penerbit PT. Elex Media Komputindo-Kelompok Gramedia, Jakarta
- Sardjananto, 2002, **Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Price Earnings Ratio Saham Perusahaan Industri Barang-Barang Konsumsi Pada Bursa Efek Jakarta**, Tesis Program Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro, Semarang (tidak dipublikasikan)
- Sharpe, William F; Alexander, Gordon J dan Bailey, Jeffrey V., 1997, **Investasi**, edisi bahasa Indonesia jilid II, PT Prenhallindo, Jakarta
- Suad Husnan, 1994, **Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Investasi**, edisi I, Andi Offset, Yogyakarta
- Umar Amiruddin dan A. Sonny Nursutomo Utama, 1997, **Faktor – Faktor Yang Berpengaruh Terhadap Price Earnings Ratio, Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta**, Seminar Nasional Komunikasi Penelitian Manajemen dan Bisnis (21-22 November 1997)
- Tjiptono Darmadji dan Hendy M. Fakhruddin, 2001, **Pasar Modal Di Indonesia**, Salemba Empat
- Waspada Tedja Bhirawa, ST, 2000, **Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Price-Earnings Ratio Pada Saham-Saham Blue Chips di Bursa Efek Jakarta (Periode 1995-1997)**, Tesis Program Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro, Semarang (tidak dipublikasikan)

Weston, J.F dan Thomas E. Copeland, 1992, **Managerial Finance**, Tokyo CBS Publishing, Japan Ltd

Weston, J. F dan Brigham, E.F, 1994, **Dasar-Dasar Manajemen Keuangan** edisi ketujuh, jilid satu, Erlangga

Weston, J. F dan Brigham, E.F, 1994, **Dasar-Dasar Manajemen Keuangan** edisi kesembilan, jilid dua, Erlangga