

**PENILAIAN KINERJA SAHAM YANG  
MEMBENTUK PORTOFOLIO BERDASAR  
PREDIKSI VARIABEL FUNDAMENTAL**  
(Studi Saham-saham Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar pada BEJ)



**TESIS**

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

**Oleh:  
Yuni Utami  
C4A000101**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN  
PROGRAM PASCA SARJANA  
UNIVERSITAS DIPONEGORO  
SEMARANG  
2003**

**PENILAIAN KINERJA SAHAM YANG  
MEMBENTUK PORTOFOLIO BERDASAR  
PREDIKSI VARIABEL FUNDAMENTAL**  
(Studi Saham-saham Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar pada BEJ)



**TESIS**

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

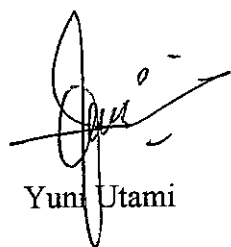
**Oleh:  
Yuni Utami  
C4A000101**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN  
PROGRAM PASCA SARJANA  
UNIVERSITAS DIPONEGORO  
SEMARANG  
2003**



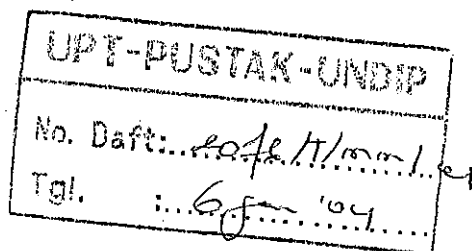
## Sertifikat

Saya, Yuni Utami, yang bertanda tangan dibawah 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 pada program lain. Karya ini adalah milik saya karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya di pundak saya.



Yuni Utami

7 Januari 2003



## PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis yang berjudul:

### **PENILAIAN KINERJA SAHAM YANG MEMBENTUK PORTOFOLIO BERDASAR PREDIKSI VARIABEL FUNDAMENTAL**

**(Studi Saham-saham Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEJ)**

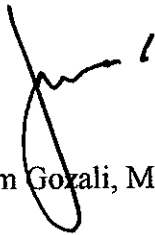
Yang disusun oleh Yuni Utami, NIM C4A000101

telah dipertahankan didepan Dewan Penguji pada tanggal 7 Januari 2003

dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima

Pembimbing Utama

Pembimbing anggota



Dr. Imam Gozali, M.Com, Akt



Dra. Niken Rahayu, MS

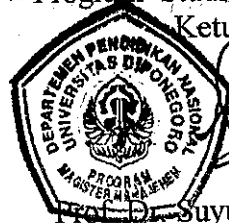
Semarang, 7 Januari 2003

Universitas Diponegoro

Program Pasca Sarjana

Program Studi Magister Manajemen

Ketua Program



Suyudi Mangunwihardjo

## MOTTO

**Dan Seandainya Pohon-Pohon Di Bumi Menjadi Pena,  
Dan Laut Menjadi Tinta, Lalu Ditambahkan kepadanya Tujuh  
Laut Lagi Sesudah Keringnya Niscaya Tidak Akan Habis-  
Habisnya Dituliskan Ilmu Allah (QS: Lukman 27)**

Tesis ini dipersembahkan untuk suami dan anakku tercinta :

**Victor Prasetya dan Primanda Yuvicha Chaerunnisa**

Semangatmu selalu mengilhami setiap langkahku

**Teruntuk pula Almarhummah nenekku**

kasih sayangmu selalu hidup dalam relung hatiku setiap waktu.

## ABSTRACT

Portfolio in capital market context resembles financial assets of combination of several shares invested by the investor in order to obtain optimal return with a minimum risk. The general load of minimum risk in portfolio each securities for return are not perfect and positive correlation (Jogiyanto, 2000; 143). The selected shares are shares with ultimate performance or out perform. One of the mathematics model employed to obtain out perform shares is by fundamental financial variable prediction.

The aim of this study is to acquire empirical evidence from the performance of each share that can be positively predicted by fundamental variable, and to measure how big is the influence of each variable. Populations in this study are manufacture shares listed at BEJ during 1996 – 2000 for as much as 134 company. Samples for this study are 117 selected company from population. Research data is obtained at Capital Market Directory and JSX Monthly Statistic. economic variables in predicting the performance of every share.

The entire model in this research is analyzed using logistic regression. This technique shows that the only variable that can predict an out perform share is cash flow variable. It has profitability level of 0,0861 and significance level  $\alpha$  at 10%. However, the remain five variables such as Closing Price, Earning Per Share (EPS), Return On Asset (ROA), Price Earning ratio (PER) and Price to Book Value (PBV) have profitability levels of 0,1776; 0,1428; 0,1020; 0,1617 and 0,2809, respectively, are not significant at  $\alpha$  10%, thus cannot predict an outperform share.

From classification matrix with 50% cut off this model can result overall classification value of 71,79%, which shows that the model is acceptable.

Recommendation for future research is that investor should not only apply microeconomic variable but also considering the macroeconomic variable and non economic variables in predicting the performance of every share.

## ABSTRAKSI

Portofolio dalam konteks pasar modal adalah aktiva finansial yang berupa kombinasi dari beberapa saham yang diinvestasikan oleh investor guna memperoleh return yang optimal dan tingkat resiko yang minimal. Persaratan utama untuk mengurangi besarnya resiko dalam portofolio ialah dengan melihat besarnya tingkat return untuk masing-masing securitas tidak berkorelasi secara positif dan sempurna (Jogiyanto,2000,143). Saham yang dipilih adalah saham-saham yang mempunyai kinerja unggul. Salah satu model perhitungan matematis untuk mendapatkan saham yang berkinerja unggul (out perform) adalah melalui hasil prediksi variabel fundamental keuangan.

Tujuan dari penelitian ini dalah untuk mendapatkan bukti empiris dari kinerja tiap-tiap saham yang mampu diprediksikan secara positif oleh variabel fundamental dan seberapa besar pengaruh yang dari masing-masing variabel tersebut. Populasi dalam penelitian ini adalah saham-saham manufaktur yang terdaftar di BEJ selama periode1996 sampai dengan 2000 sebanyak 134 perusahaan. Sampel yang terpilih sebanyak 117 perusahaan. Data penelitian diperoleh dari Capital Market Directory dan JSX Monthly Statistic.

Secara keseluruhan model dalam penelitian ini dianalisa dengan menggunakan analisa regresi logistik. Teknik ini menunjukkan hasil hanya satu variabel, yaitu cash flow, yang mampu memprediksi kinerja saham yang bersifat outperform. Variable ini mempunyai mempunyai tingkat profitabilitas 0,0861 dan signifikan pada  $\alpha$  10%. Sedangkan kelima variabel yaitu Closing Price, earning Per Share (EPS), Return On Asset (ROA), Price Earning Ratio (PER) dan Price to Book Value (PBV) yang mempunyai tingkat profitabilitas 0,1776; 0,1428; 0,1020; 0,1617 dan 0,2809 tidak signifikan pada  $\alpha$  10%, sehingga tidak mampu memprediksi kinerja saham yang bersifat outperform. Adapun dilihat dari matrik klasifikasi dengan cut off 50%, model ini menghasilkan nilai overall classification sebesar 71,79 % yang menandakan bahwa model dapat diterima.

Saran untuk penelitian yang akan datang adalah investor sebaiknya tidak hanya menggunakan variabel mikro ekonomi tapi juga mempertimbangkan variabel makro ekonomi dan non ekonomi memprediksi kinerja tiap-tiap saham.

## KATA PENGANTAR

Alhamdulillahirobil' aalamiin

Itulah kata yang pertama yang dapat penulis ucapkan sebagai ungkapan rasa syukur atas selesainya penulisan tesis ini. Rasa syukur ini penulis ucapkan karena telah dapat menyelesaikan tesis guna memenuhi salah satu syarat untuk menyelesaikan pendidikan pada Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang.

Dalam penulisan tesis ini, penulis menyadari telah banyak mendapatkan bantuan dari berbagai pihak. Oleh karena itu dalam kesempatan ini penulis ingin mengucapkan terima kasih kepada :

1. Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo selaku Direktur Program Studi Magister Manajemen Undip
2. Dr. Imam Ghozali, M.Com, Akt selaku Dosen Wali sekaligus Pembimbing Utama yang telah banyak membantu penyusunan tesis ini.
3. Dra. Niken Rahayu, MS selaku Dosen Pembimbing Anggota yang telah banyak membantu hingga terselesaikannya penulisan tesis ini.
4. Drs. Anis Chariri, M.Com, Akt Selaku Ketua Program Manajemen Keuangan Magister Manajemen Undip
5. Suami dan anak tercinta Victor prasetya dan Primanda Yuvicha Chaerunnisa yang selalu mendampingi dan memberikan semangat.
6. Bapak dan Ibu tercinta yang telah memberikan kepercayaan, dukungan serta doanya.

7. Nenek ( Alm) dan Kakek yang telah memberikan kepercayaan, dukungan secara moral dan material serta doa.
8. Bapak dan Ibu Dr. Herry Soeharsono, SE, MBA di Pekalongan atas perhatian, dukungan dan doanya.
9. Adik-adik tercinta : Dwi Asih, Edi Kurniawan, Ahdiyut Promono, dan Muhammad Jauhari.
10. Mbak Indah, Mas Mattoyib, Mas Agung dan segenap Staff dan karyawan Program Magister Manajemen.
11. Teman- teman angkatan XIII Sore yang selalu memberikan nuansa keakraban dan kekompakan baik didalam maupun diluar kelas.
12. Lina, Erna, Ninik dan Teman-teman Terumbu terima kasih atas dukungannya and thanks for nice relationship ,friend.
13. Pak Robert, Pak Suyudi thank for being my friend

Penulis menyadari bawa tesis ini masih jauh dari kesempurnaan yang disebabkan oleh keterbatasan berbagai hal yang ada, namun sunbangan pemikiran yang penulis sampaikan mudah-mudahan bermanfaat bagi pembaca.

Semarang, 7 Januari 2003

Penulis

(Yuni Utami)

## DAFTAR ISI

Halaman Judul.....	i
Surat Pernyataan Keaslian Tesis .....	ii
Halaman Pengesahan.....	iii
Motto .....	iv
Abstract .....	v
Absrtaksi.....	vi
Kata Pengantar .....	vii
Daftar Isi.....	ix
Daftar Tabel.....	xi
Daftar Lampiran .....	xii
<b>BAB I PENDAHULUAN</b>	
1.1. Latar Belakang Penelitian.....	1
1.2. Perumusan Masalah.....	6
1.3. Tujuan dan Kegunaan Penelitian.....	6
1.4. Manfaat Penelitian.....	7
<b>BAB II TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL</b>	
2.1. Landasan Teori .....	8
2.1.1. Pembentukan Portofolio Saham dan Penilaian Kinerja	8
2.1.2. Konsep Analisis Saham.....	9
2.1.3. Analisis Variabel Fundamental Rasio Keuangan.....	10
2.1.4. Return dan Abnormal Return .....	14
2.2. Penelitian Terdahulu.....	17
2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis dan Hipotesis.....	21
<b>BAB III METODE PENELITIAN</b>	
3.1. Populasi dan Prosedur Penentuan Sampel.....	24
3.2. Jenis dan Sumber Data .....	25

3.3. Devinisi Operasional Variabel dan Teknik Pengukuran .....	26
3.3.1. Variabel Dependen.....	26
3.3.2. Variabel Independen.....	26
3.4. Teknik Analisis Regresi Logistik.....	28
3.5. Uji Hipotesis dengan Pengujian Model Fit.....	30
<b>BAB IV ANALISIS DATA</b>	
4.1. Gambaran Umum dan Data Diskriptif.....	34
4.1.1. Gambaran Umum Sampel .....	34
4.1.2. Analisis Data Diskriptif.....	36
4.1.2.1. Closing Price .....	36
4.1.2.2. Return On Assets (ROA).....	38
4.1.2.3. Earning Per Share (EPS) .....	39
4.1.2.4. Price Earning Ratio (PER) .....	40
4.1.2.5. Cash Flow .....	41
4.1.2.6. Price Book Value (PBV).....	43
4.1.2.7. Perhitungan Return Saham .....	43
4.2. Hasil Penelitian.....	48
<b>BAB V SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN</b>	
5.1. Simpulan.....	57
5.2. Implikasi Kebijakan.....	58
5.3. Keterbatasan Penelitian .....	59
5.4. Saran dan Penelitian Mendatang .....	60
<b>DAFTAR REFERENSI</b>	
<b>DAFTAR RIWAYAT HIDUP</b>	

## DAFTAR TABEL

Tabel 2.1	Penelitian Terdahulu .....	20
Tabel 3.1	Definisi Operasional Variabel .....	28
Tabel 4.1	Seluruh Perusahaan Manufaktur yang Dijadikan Sampel.....	35
Tabel 4.2	Perusahaan Manufaktur tidak Memenuhi Kriteria Sampel.....	36
Tabel 4.3	Nilai Rata-rata Closing Price Selama Periode Pengamatan.....	37
Tabel 4.4	Nilai Rata-rata ROA Selama Periode Pengamatan .....	38
Tabel 4.5	Nilai Rata-rata EPS Selama Periode Pengamatan.....	40
Tabel 4.6	Nilai Rata-rata PER Selama Periode Pengamatan .....	41
Tabel 4.7	Nilai Rata-rata Cash Flow Selama Periode Pengamatan.....	42
Tabel 4.8	Nilai Rata-rata PBV selama Periode Pengamatan.....	43
Tabel 4.9	Rata-rata Variabel Fundamental Keuangan 117 Perusahaan Manufaktur .....	45
Tabel 4.10	Rata-rata Return Saham Pertahun dari 117 Perusahaan Sampel..	47
Tabel 4.11	Tingkat Signifikansi Variabel Fundamental Selama Periode Pengamatan .....	50
Tabel 4.12	Saham-saham Perusahaan Manufaktur yang Berkinerja Unggul..	55

## **DAFTAR LAMPIRAN**

Lampiran 1 Tabel Induk Rata-rata Per Tahun Variabel Fundamental

Lampiran 2 Tabel Induk Rata-rata Selama Lima Tahun Variabel Fundamental

Lampiran 3 Analisis Regresi Logistik

## **BAB I**

### **PENDAHULUAN**

#### **1.1. Latar Belakang Masalah**

Portofolio merupakan serangkaian dari kombinasi beberapa aktiva yang yang diinvestasikan dan dipegang oleh para investor, baik secara perorangan maupun lembaga. Kombinasi tersebut dapat berupa aktiva riil seperti emas, perak, riil estate maupun aktiva finansial berupa surat-surat berharga bukti dari kepemilikan suatu perusahaan yang berupa saham. Dalam konteks pasar modal, portofolio dikaitkan dengan aktiva finansial yaitu kombinasi dari beberapa saham yang diinvestasikan oleh investor guna memperoleh return yang optimal dan tingkat risiko yang minimal (Sunariah, 1997 :243).

Saham-saham yang terbentuk dalam portofolio merupakan strategi diversifikasi investasi yang berguna untuk menurunkan tingkat resiko. (Pooh, Taylor dan Ward,1992 : 34) menyimpulkan bahwa portofolio saham melalui proses simulasi mampu memperkecil tingkat resiko dimana uji coba dilakukan dengan menggunakan 10, 25, 50 hingga 100 saham untuk membentuk suatu portofolio. Sesuai dengan teori, jika tingkat resiko suatu investasi tinggi, maka tingkat keuntungan dari investor akan semakin besar dan untuk memperkecil tingkat resiko dapat dilakukan dengan cara mendiversifikasikan saham dalam bentuk portofolio.

Saham-saham dalam portofolio dalam pembentukannya menunjukkan bahwa secara umum risiko dapat dikurangi dengan menggabungkan beberapa sekuritas tunggal ke dalam bentuk portofolio. Persyaratan utama untuk

mengurangi risiko di dalam portofolio ialah return untuk masing-masing sekuritas tidak berkorelasi secara positif dan sempurna (Jogiyanto,2000; 143). Namun dalam memilih saham-saham individual untuk dijadikan komposisi portofolio adalah tidak mudah karena masing-masing saham memiliki risiko unsistemik selain risiko sistemik. Risiko unsistemik adalah risiko yang bisa dihilangkan dengan pembentukan portofolio, risiko ini sering juga disebut sebagai risiko perusahaan karena dapat didiversifikasikan. Sedangkan risiko sistemik adalah risiko yang tidak dapat dihilangkan dengan membentuk portofolio. Risiko ini sering disebut sebagai risiko pasar, atau risiko umum atau risiko yang tidak dapat didiversifikasikan. Dalam pembentukan portofolio saham-saham secara individu perlu dikaji lebih mendalam untuk memilih saham-saham yang akan dijadikan kandidat calon saham yang akan dibeli atau dipilih oleh investor maupun *fund manager*. Saham yang mempunyai kinerja lebih unggul (*outperform*) akan masuk dalam daftar calon yang akan dipilih oleh para investor atau *fund manager*, sedangkan saham yang mempunyai kinerja lebih rendah (*underperform*) akan dijual atau dilepas.

Dari sudut pandang investor baik secara individu maupun *fund manager* yang mewakili suatu institusi pengelola dana menghadapi investasi yang berisiko (*systematic risk*), sehingga dalam usaha untuk memperkecil risiko, investor akan melakukan keputusan-keputusan investasi yang didasari oleh perhitungan-perhitungan matematis berdasar pada data historis saham-saham yang akan dibeli ( Trone dan Allbright, 1996 : 36). Didasarkan atas perhitungan-perhitungan yang dilakukan, investor yang rasional akan memilih saham-saham yang optimal.

Salah satu model penghitungan matematis untuk mendapatkan saham-saham yang mempunyai kinerja lebih unggul dalam komposisi portofolio dapat diperoleh dengan hasil dari prediksi variabel-variabel fundamental keuangan selain dengan menggunakan indeks tunggal yang dikembangkan oleh William Sharpe pada tahun 1963. Model indeks tunggal menggunakan perhitungan *Excess Return to Beta* (ERB) serta *Cutt off Reta* (Ci) dari masing-masing saham. Ci merupakan perbandingan antara *variance return* pasar dengan sensitifitas return saham individu terhadap variabel error saham. Jika (ERB) lebih besar dari Ci maka saham tersebut dapat dijadikan komposisi portofolio dan sebaliknya jika (ERB) lebih kecil dari Ci maka tidak dapat masuk dalam komposisi portofolio (Elton dan Gruber, 1995 : 128).

Sedangkan dengan model matematis prediksi variabel fundamental keuangan diperoleh dari hasil perhitungan tingkat total return bulanan dari tiap-tiap saham dalam portofolio saham, kemudian memperhitungkan *mean return* dari tiap-tiap saham pada tiap bulan dengan mengurangi tingkat *median return* untuk setiap bulannya, dari masing-masing return saham individu dengan total *mean return* portofolio saham. Sehingga diperoleh kategori kinerja saham yang lebih unggul (*outperform*) dan saham dengan kategori kinerja lebih rendah (*underperform*). Saham dikatakan mempunyai kategori kinerja lebih unggul (*outperform*) apabila hasil perbandingan atau pengurangan bernilai positif atau lebih besar dari *mean return* portofolio saham dan sebaliknya dikategorikan (*underperform*) jika hasil perbandingan atau pengurangan lebih kecil dari *mean return* portofolio saham (Sorensen, Miller dan Ooi, 2000: 47). Suatu saham dapat

dikategorikan lebih unggul (*outperform*) maupun lebih rendah (*underperform*) dari sisi return karena dipengaruhi oleh kenaikan pasar (*rising market*) atau penurunan pasar (*declining market*).

Penelitian yang dilakukan (Sorensen, Miller dan Ooi, 2000; 43) dalam memprediksi kinerja saham dengan menganalisis saham-saham sejenis pada sektor Teknologi yang masuk kelompok Index Russel 1000, pada periode 1993-1999. Sorensen, Miller dan Ooi memilih saham-saham yang mempunyai kinerja out perform maupun *underperform* dengan melihat dari *excess return*. teknik yang digunakan untuk melihat excess return dengan metode *Wilcoxon Signed Rank Test*. Sedangkan untuk melihat kemampuan variabel-variabel fundamental dalam memprediksi tingkat kinerja dilakukan dengan metode CART (*Classification and Regression Tree*). Dengan metode CART ini diperoleh hasil bahwa variabel *EPS-Mom*, *Cash Flow-price*, dan *ROA* mampu memprediksi tingkat kinerja tiap-tiap saham yang bersifat unggul (*out perform*).

Pada penelitian Sorensen, Miller dan Ooi hanya meneliti saham-saham sejenis untuk sektor Teknologi, belum diterapkan dalam berbagai sektor industri sehingga belum dapat diperoleh hasil prediksi secara optimal. Adanya pembatasan penggunaan variabel fundamental yang digunakan menyebabkan belum bisa diketahui variabel fundamental lain yang diperkirakan juga mampu memprediksi kinerja tiap-tiap saham.

Analisis secara fundamental menyajikan sumber-sumber informasi yang berhubungan dengan kondisi intern perusahaan. Dalam membuat keputusan investasi, investor maupun *fund manager* perlu mempertimbangkan faktor-faktor

fundamental dari perusahaan yang berupa rasio finansialnya yang meliputi *liquidity, debt, profitability* dan *coverage ratio* (Horne, 1994: 726) untuk mencapai tingkat return yang diharapkan.

Didasarkan adanya keterbatasan dari penelitian Sorensen Miller dan Ooi yang hanya meneliti dari saham sektor teknologi maka akan diadakan perluasan penelitian dengan menggunakan saham-saham sektor manufaktur yang terdiri dari beberapa sektor industri yaitu dari industri dasar dan kimia (*basic industry and chemicals*), berbagai macam industri (*miscellaneous industry*) dan industri barang-barang konsumen (*consumer goods Industry*). Untuk memprediksi kinerja tiap-tiap saham yang berkinerja unggul (*out perform*) maupun yang kinerja tidak unggul (*under perform*). Penggunaan industri manufaktur dalam penelitian ini disebabkan karena industri ini merupakan kelompok industri yang mempunyai jumlah emiten terbesar di Indonesia, dengan jumlah sampel atau emiten terbesar diharapkan hasil prediksi yang diperoleh lebih maksimal.

## 1.2. Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang tersebut penelitian ini akan mencoba kembali untuk memprediksi kinerja tiap-tiap saham yang kinerja unggul (*out perform*) maupun yang berkinerja tidak unggul (*under perform*) dengan menggunakan saham-saham dari sektor industri manufaktur. Berdasarkan hal tersebut maka perumusan masalah dalam penelitian ini adalah :

Apakah kinerja tiap-tiap saham industri manufaktur yang terbentuk dalam portofolio saham mampu diprediksi melalui variabel-variabel fundamental keuangan *Closing Price*, *Cash Flow*, *EPS (Earning Per Share)*, *ROA (Return On Asset)*, *PER (Price Earning Ratio)* dan *PBV (Price Book Value)*.

## 1.3. Tujuan Penelitian

Sesuai dengan perumusan masalah, maka penelitian ini mempunyai tujuan untuk :

Mendapatkan bukti empiris bahwa kinerja tiap-tiap saham manufaktur mampu diprediksi melalui variabel-variabel fundamental keuangan *Closing Price*, *Cash Flow*, *EPS (Earning per Share)*, *Return on Asset (ROA)*, *Price Earning Ratio (PER)* dan *Price to Book Value (PBV)*.

#### 1.4. Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi pihak-pihak yang berkepentingan, yaitu :

1. Dapat menjadi bukti empiris serta memberikan kontribusi dalam memperkaya hasil penelitian-penelitian sebelumnya.
2. Bagi para pelaku pasar modal (investor) penilaian kinerja saham secara individual dapat digunakan sebagai langkah awal dalam pembentukan portofolio investasinya sehingga dapat memberikan tingkat return yang optimal.
3. Bagi *fund manager* dapat digunakan sebagai bahan acuan dalam membentuk portofolio saham yang akan ditawarkan kepada investor maupun calon investor sehingga akan memberikan tingkat return yang optimal sesuai keinginan investor dan calon investor.
4. hasil penelitian diharapkan dapat dipergunakan sebagai bahan masukan dan bahan pertimbangan serta perbandingan bagi peneliti lain yang melakukan penelitian sejenis atau melakukan penelitian yang lebih luas.

## BAB II

### TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL

#### 2.1. Landasan Teori

##### 2.1.1. Pembentukan Portofolio Saham dan Penilaian Kinerja

Portofolio diartikan sebagai serangkaian kombinasi beberapa aktiva yang diinvestasikan oleh investor, baik perorangan maupun lembaga. Kombinasi dalam portofolio dapat berupa aktiva riil (seperti emas, perak, real estate), aktiva dari finansial (saham) ataupun keduanya. Pada konteks pasar modal, portofolio sering terkait dengan aktiva finansial yaitu merupakan kombinasi dari dua saham atau lebih yang oleh para investor digunakan untuk meraih tingkat return optimal dan memperkecil tingkat resiko (Sunariyah, 1997: 243).

Robert Ang (1997) menyatakan bahwa portofolio merupakan kumpulan dari instrumen investasi yang dibentuk untuk memenuhi sasaran investasi. Portofolio berarti sekumpulan sekuritas dimana dengan sejumlah dana relatif kecil kita dapat berinvestasi dengan membeli saham-saham dari perusahaan-perusahaan dari berbagai macam industri. Selain itu portofolio dapat mengurangi tingkat resiko (Farid H, 1998:128). Menurut (Suad Husnan, 1994: 96) portofolio saham merupakan strategi diversifikasi investasi ke dalam dua atau lebih saham untuk menurunkan tingkat resiko.

Dalam membentuk portofolio, diperlukan prosedur perhitungan melalui sejumlah data historis saham untuk mendapatkan saham-saham yang mempunyai kinerja *outperform* sebagai komposisi portofolio. Penggunaan model matematis dengan melalui prediksi variabel fundamental keuangan dilakukan dengan cara

menghitung hasil tingkat total return tahunan dari tiap-tiap saham dalam portofolio saham, kemudian diperbandingkan atau dikurangkan dengan total rata-rata return portofolio saham. Apabila hasil return saham tahunan diatas return portfolionya maka saham dikatakan mempunyai kategori unggul (*out perform*) dan sebaliknya apabila hasil return saham tahunan dibawah return portfolionya maka saham dikatakan berkinerja rendah (*under perform*).

### **2.1.2. Konsep Analisis Saham**

Pada dasarnya konsep analisis ini dapat dibagi menjadi dua yaitu analisis secara teknikal dan analisis secara fundamental. Analisis teknikal merupakan bentuk analisis yang didasarkan pada publikasi data pasar yang meliputi harga saham, volume perdagangan, indek saham dan indikator-indikator teknikal lainnya. Oleh karena itu analisis teknikal ini sering disebut pula sebagai analisi pasar (*market analysis*). Sedangkan analisis secara fundamental merupakan suatu studi yang mempelajari hal-hal yang berkaitan dengan laporan keuangan perusahaan untuk mengetahui kinerja dari perusahaan. (Ang, 1997:18.20) menyatakan bahwa apabila prospek perusahaan baik maka harga saham akan merefleksikan informasi tersebut, yang berupa peningkatan harga saham demikian pula sebaliknya.

Analisis fundamental pada dasarnya melakukan analisa secara historis atas kekuatan keuangan dari perusahaan yang disebut juga dengan *company analysis*. Dalam hal ini investor akan mempelajari laporan keuangan untuk mengetahui kekuatan dan kelemahan perusahaan, mempelajari kecenderungan yang mungkin ada, mengevaluasi efisiensi operasional dan memahami sifat dasar karakteristik

operasional perusahaan. Dengan kata lain investor akan mengetahui kinerja perusahaan emiten. Berdasarkan informasi tersebut, investor dapat memperkirakan tingkat kembalian (*rate of return*) atas investasinya untuk memutuskan apakah membeli, menahan atau menjual sahamnya.

### 2.1.3. Analisis Variabel Fundamental dalam Bentuk Rasio Keuangan

Pengelompokkan rasio keuangan berdasarkan ruang lingkup dan tujuan yang diinginkan oleh (Ang, 1997:18.23) dibagi menjadi 5 yaitu likuiditas, aktivitas, solvabilitas, rentabilitas (profitabilitas) dan rasio pasar. Secara garis besar pengelompokan tersebut adalah :

1. Rasio likuiditas (*liquidity ratios*) digunakan untuk mempertimbangkan kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban jangka pendeknya. Rasio likuiditas terdiri dari *current ratio*, *acid test ratio* dan *net working capital*.
2. Rasio aktivitas (*activity ratios*). Rasio yang menunjukkan kemampuan serta efisiensi perusahaan dalam memanfaatkan aktiva yang dimilikinya atau tingkat perputaran (*turn over*) dari aktiva. Rasio ini terdiri dari *total asset turn over*, *fixed assets turn over*, *average collection period*, *days sales in inventory*, *account receivable turn over*, dan *inventory*
3. Rasio solvabilitas (*solvency ratio*) dan sering disebut leverage ratio digunakan untuk menganalisis kemampuan likuiditas perusahaan secara jangka panjang yang meliputi *debt to equity ratio*, *cash flow to net income*, *cash flow to total liabilities ratio*, *cash flow to long term*, *debt ratio* *debt ratio* dan *debt to net worth ratio*.

4. Rentabilitas atau profitabilitas (*profitability ratio*) menunjukkan keberhasilan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dibedakan menjadi dua yaitu rasio yang menunjukkan profitabilitas dalam hubungannya dengan sales dan investment. Kedua rasio tersebut secara bersama-sama menyatakan efisiensi operasi perusahaan. Profitability perusahaan dalam kaitannya dengan *sales* dapat ditunjukkan dengan *gross profit margin* dan *net profit margin*. Sedangkan profitabilitas yang berkaitan dengan investment ditunjukkan dengan *rate of return equity* (ROE) dan *return on asset* (ROA).
5. Rasio pasar (*market ratio*) menunjukkan suatu informasi penting perusahaan yang diungkapkan dalam per-saham. Rasio ini dibagi dalam 7 jenis: *dividend yield*, *divident per-share*, *earning per-share*, *divident pay out ratio*, *price earning ratio*, *book value per-share* dan *price to book value*.

Sejumlah penelitian empiris telah menguji kekuatan prediksi dari rasio finansial. Beberapa dari penelitian tersebut menggunakan rasio finansial untuk memprediksi *business failure*. Penelitian lain juga telah menggunakan kekuatan rasio finansial untuk memprediksi *corporate bond ratings*, yaitu dengan menggunakan rasio finansial sebagai variabel dependen melalui analisis determinan. Rasio finansial yang digunakan dalam penelitian adalah :

a. *Closing Price*

*Closing price* adalah harga penutupan saham yang terjadi pada saat suatu saham sedang diperjual belikan dibursa efek secara langsung. *Closing price* dapat berpengaruh terhadap naik turunnya saham yang diperdagangkan.

b. *Return on Asset (ROA)*

ROA merupakan perbandingan antara *net income after tax* (NIAT) dengan *total asset*, atau *profit margin* dikalikan dengan *asset turnover*. *Profit margin* merupakan hubungan antara pendapatan dengan penjualan. Sedangkan *asset turnover* merupakan hubungan antara penjualan dengan asset-asset perusahaan, atau dikatakan sebagai penggunaan dan pengukutan keefektifan tingkat penjualan secara menyeluruh dari asset-asset. *Return on asset* digunakan dalam pengevaluasian manajemen, analisa profitabilitas, peramalan laba perusahaan, perencanaan dan kontrol dari perusahaan.

c. *Earning Pre Share (EPS)*

*Earning Per Share* adalah hasil dari perbandingan antara pendapatan bersih setelah pajak dengan jumlah saham yang diterbitkan. Apabila dalam satu tahun ada deviden yang dibagikan maka *EPS* adalah pendapatan bersih setelah pajak (*NIAT*) dikurangi dengan jumlah deviden yang dibagikan dengan total saham yang diterbitkan. Jumlah saham berbanding terbalik dengan *earning presharenya*, semakin besar jumlah saham yang diterbitkan maka akan semakin kecil *earning presharenya*.

d. *Price Earning Ratio (PER)*

*Price earning ratio* adalah perbandingan antara harga sahan dipasar bursa (*market price*) dengan *earning persharenya*. Kegunaan dari *PER* adalah untuk melihat bagaimana pasar menghargai kinerja saham perusahaan terhadap kinerja dari perusahaan yang tercermin dari hasil *earning presharenya*.

e. *Cash Flow*

*Cash flow* merupakan selisih antara arus kas masuk (*cash inflow*) dengan arus kas yang keluar (*cash outflow*). *Cash flow* dalam aktifitas bisnis menurut ( John. Stain, Leopold and Subramanyam, 2001 :345 ) *cash flow* dibedakan menjadi tiga kategori yaitu :

1. *Cash flow* yang berasal dari aktifitas operasi (*Operating Activities*).
2. *Cash flow* yang berasal dari aktifitas investasi (*Investing activities*)
3. *Cash flow* yang berasal dari aktifitas keuangan (*Financing Activities*).

Adapun aliran kas yang masuk (*cash inflow*) terdiri :

1. Masuk terus menerus diperoleh dari hasil penjualan tunai dan hasil pengumpulan piutang.
2. Tidak masuk terus menerus diperoleh dari hasil penerimaan pinjaman bank, atau kreditur, penjualan surat-surat berharga atau aktiva tetap dan emisi saham.

Aliran kas yang keluar (*cash out flow*) terdiri dari:

1. Masuk terus menerus diperoleh dari pembelian bahan secara tunai, pembayaran upah dan gaji, pembayaran biaya-biaya operasi tunai, dan pembayaran hutang usaha.
2. Tidak masuk terus menerus diperoleh dari pembayaran hutang jangka panjang berikut bunga, pembelian kembali saham yang beredar, pembelian surat-surat berharga atau aktiva tetap, pembayaran pajak dan pembayaran dividen. (Handoyo Wibisono ,1997: 97)

Semakin besar cash flow perusahaan maka perusahaan mempunyai kinerja keuangan semakin baik.

f. *Price to Book Value* (PBV)

*Price to book value* merupakan perbandingan antara harga saham penutupan atau harga pasar (*closing price*) dengan nilai buku per lembar saham. Kegunaan dari *PBV* adalah untuk mengetahui besarnya kinerja harga saham dipasar dengan nilai buku saham.

#### **2.1.4. Return dan Abnormal Return / Excess Return**

Return merupakan hasil yang diperoleh dari suatu invesatsi. Return dapat berupa return realisasi (*realized return*) atau sering disebut aktual return dan return ekspektasi (*expected return*). Return realisasi (*realized return*) merupakan return yang telah terjadi dan dapat dihitung berdasarkan data historis. Return ini dapat digunakan sebagai salah satu pengukuran kinerja perusahaan dan sebagai dasar penentuan return yang diharapkan (*expected return*). *Expected return* merupakan retun yang diharapkan akan dicapai investor dimasa yang akan datang.

Terjadinya reaksi pasar terhadap suatu informasi akan ditunjukkan dengan adanya perubahan harga saham yang tercemin dalam *abnormal return*. Abormal return (*excess return*) merupakan kelebihan dari return yang sesungguhnya dengan *expected return* atau return yang diharapkan oleh investor dengan kata lain abnormal return merupakan selisih antara return yang sesungguhnya terjadi (*actual return*) dengan return yang diharapkan (*expected return*).

Return yang sesungguhnya merupakan return yang terjadi pada waktu ke-t yang merupakan selisih harga relatif sekarang terhadap harga sebelumnya dan

bisa dihitung dengan  $(P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1}$ . Adapun *expected return* merupakan return dari hasil estimasi menggunakan model pasar (*market model*).

Model pasar berbentuk sama dengan model dari indek tunggal (*single index*) perbedaan pokok terletak pada asumsi yang digunakan pada model *single index*, asumsi yang digunakan adalah kesalahan residu masing-masing sekuritas tidak berkorelasi satu dengan yang lain atau sama dengan nol. Sedangkan pada model pasar menggunakan asumsi sebaliknya bahwa kesalahan untuk masing-masing residu sekuritas dapat berkorelasi. Kenyataan yang akan menunjukkan bahwa sekuritas akan berkorelasi satu dengan yang lain sehingga membentuk model pasar yang lebih realistis. Model pasar juga telah banyak digunakan di pasar modal dalam menghitung abnormal return. Bentuk dari return dan *expected return* pada model pasar yang sama dengan single indek adalah :

$$R_i = \alpha_i + \beta_i \cdot R_m + e_i$$

$$E(R_i) = \alpha_i + \beta_i \cdot R_m$$

Return yang sesungguhnya *Actual return* terjadi dapat dihitung sebagai berikut :

*Actual return* atau return sesungguhnya terjadi pada periode ke-t yang merupakan perubahan relatif dari harga saham dari periode sebelumnya. *Actual return* dapat dirumuskan sebagai berikut :

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

$R_{it}$  = actual return atau return sesungguhnya terjadi untuk saham i pada periode ke-t

$P_t$  = harga saham pada periode t

$P_{t-1}$  = harga saham pada periode t-1

Sedangkan return dari portofolio adalah pengembalian yang diharapkan dari portofolio secara sederhana adalah rata-rata tertimbang dari pengembalian surat-surat berharga yang diharapkan, termasuk didalamnya portofolio . Penimbang-penimbang tersebut sama dengan proporsi dari total dana yang diinvestasikan dalam tiap-tiap surat berharga. Rumus dari return portofolio adalah sebagai berikut :

$$\bar{R}_p = \sum_{j=1}^m W_j \bar{R}_j$$

$W_j$  = Proporsi atau weight (penimbang) dari total dana-dana yang diinvestasikan dalam surat berharga.

$J$  =  $R_j$  adalah pengembalian yang diharapkan untuk surat berharga j.

$M$  = Angka total dari surat berharga yang berbeda-beda dalam portofolio.

## 2.2. Penelitian Terdahulu

Penelitian yang berkaitan dengan variabel-variabel fundamental terhadap return saham telah banyak dilakukan oleh peneliti terdahulu. (Mas'ud Machfudz 1999:68) mengujikan hubungan antara rasio finansial dengan return saham dimasa yang akan datang. Langkah-langkah yang dilakukan adalah dengan menyeleksi 31 rasio finansial dengan metode *stepwise* untuk menentukan rasio terbaik yang dapat digunakan dalam memprediksikan return saham yang akan datang. Hasil dari *stepwise* ini menunjukkan bahwa rasio finansial yang terdiri dari total *liabilities to net worth*, *income for common stock to net worth*, *cash flows to number of common stock*, *current liabilities to inventory* dan *earning pre share to price* dapat digunakan untuk memprediksikan return saham dimasa yang akan datang.

(Chan, Hamao dan Lakanishock, 1993 : 63) meneliti kemampuan prediksi faktor fundamental untuk bisa membantu menjelaskan tentang harga saham di AS, berpengaruh dengan harga saham di Jepang dengan tingkat lingkungan yang berbeda. Adapun faktor-faktor fundamental yang digunakan adalah *earning yield*, *company size*, *book to market ratio* dan *Cash flow yield* terhadap *stock return*. Data yang digunakan adalah data perusahaan manufaktur maupun jasa di Jepang pada tahun 1971-1988. Hasil dari penelitian ini menyatakan bahwa terdapat hubungan yang signifikan antara keempat variabel tersebut dengan *stock return*, akan tetapi diantara variabel tersebut *book to market ratio* dan *cashflow yield* yang paling mempunyai pengaruh signifikan positif terhadap *expected return*.

(Syamsul Bachri, 1996: 69) meneliti pengaruh prediksi variabel fundamental yang terdiri dari *profit margin on sales*, *ROA*, *basic earning power*, *ROE*, *P/E* dan *market to book ratio* terhadap return saham. Hasil dari penelitian menunjukkan bahwa hanya variabel *market to book ratio* yang berpengaruh terhadap harga saham dan secara keseluruhan hasil dari penelitian ini mengindikasikan bahwa investor cenderung belum memperhatikan variabel-variabel fundamental dari pihak emiten.

(Syahyunan, 1997: 72) meneliti pengaruh variabel *ROA*, *EPS*, *net profit margin* secara parsial maupun simultan terhadap perubahan harga saham perusahaan publik di BEJ. Sampel dari penelitian digunakan 25 perusahaan yang publik, dan sahamnya diperdagangkan secara aktif di bursa. Alat analisis yang digunakan adalah regresi berganda. Diperoleh hasil 40,9% deviasi perubahan harga saham dan dapat dijelaskan oleh ketiga variabel yang digunakan. Dapat disimpulkan bahwa investor mulai memperhatikan variabel-variabel fundamental yang dimiliki pihak emiten.

(Jones C. Robert, 1990: 27) meneliti pengaruh model multi faktor termasuk variabel-variabel fundamental di dalamnya. Terdiri dari *Value (DDM, K. Ratio)*, *Yield (Cash Flow Yield, Earning Yield)*, *Momentum (EPS, Price)*, *Growth (Historical, Sustainable)*, *Risk (Price Volatility, EPS Uncertainty)*, *Liquidity (Capitalization, Analysis Coverage)* terhadap pengidentifikasian saham-saham dari berbagai sektor untuk mengetahui tingkat kinerjanya yang unggul (*out perform*) dan guna disesuaikan dengan gaya investasi yang digunakan. Hasil dari penelitian ini diketahui bahwa model multi faktor berpengaruh secara signifikan terhadap penilaian kinerja saham baik yang bersifat *out perform* maupun *under*

*perform* begitu pula dengan gaya investasi (*investment style*) yang sesuai ditentukan oleh berbagai macam atau tipe saham dan model multi faktornya.

(Sorensen, Miller dan Ooi, 2000: 49) menganalisis saham-saham dalam industri Rusel 1000 pengujian dilakukan selama periode tahun 1993-1999. Untuk mendapatkan saham-saham yang mempunyai kategori kinerja yang lebih unggul (*outperform*) maupun kategori yang lebih rendah (*underperform*) dengan melihat dari tingkat kelebihan pengembalian (*excess return*), dengan menggunakan metode *Wilcoxon Signed Rink Test* kemudian dilanjutkan dengan memprediksikan kinerja-kinerja saham melalui variabel fundamental keuangan, seperti *Cash Flow-Price*, *Sale-Price*, *EPS-Price*, *ROA*, *EPS-Momentum*, *Price-Stock Return*, dengan model keputusan Pohon atau CART (*Clasification and Regression Tree*). Diperoleh hasil bahwa variabel *Cash Flow*, *ROA*, dan *EPS-Mom* mampu memprediksi kinerja saham secara positif yaitu kinerja saham yang bersifat *out perform*.

**Tabel 2.1.**  
**Penelitian Terdahulu**

Nama Peneliti	Tahun	Variabel	Sampel	Hasil
Jones. C. Robert	1990	Value, Yield, Momentum, Growth, Risk, Liquidity terhadap kinerja saham.	Seluruh saham yang masuk dalam kelompok S&P 500 dari berbagai sektor (tahun 1969-1987)	Value, Yield, Momentum, Risk, Liquidity dan Growth berpengaruh secara signifikan terhadap penilaian kinerja saham.
Chan Hamao & Lokanisock	1993	Earning Yield, Company Size, Book To Market Ratio, Cashflow Yield Terhadap Return Saham.	Perusahaan manufaktur maupun jasa di Jepang tahun 1971-1988	Ada hubungan yang signifikan antara keempat variabel terhadap return saham variabel yang paling berpengaruh book to market ratio, dan cashflow Yield.
Syamsul Bachri	1996	Profit Margin on Sales, ROA, basic earning power, ROE, PER dan MBV terhadap return saham.	Perusahaan yang ada di BEJ tahun 1996	Hanya variabel MBV yang berpengaruh terhadap return saham.
Syahyunan	1997	ROA, EPS, Netprofit Margin terhadap perubahan harga saham.	25 perusahaan yang go public di BEJ tahun 1997	Perubahan harga saham dapat dijelaskan oleh ketiga variabel yang digunakan
Mas'ud Machfudz	1999	31 Rasio Finansial terhadap return saham dengan metode step wise	Perusahaan yang terdaftar dalam BEJ tahun 1999.	Variabel Total liability to net worth income for common stock to net worth, Cashflow to number stock, curren liability to in ventory EPS-Price dapat digunakan untuk memprediksi return saham.
Sorensen, Miller, dan Ooi	2000	Sale-Price, Cashflow-Price, EPS-Price, ROA, EPS-Momentum, Price-Momentum terhadap penilaian kinerja saham dengan teknik uji Wilcoxon Signed Rink Test dan Model CART	Perusahaan teknologi yang masuk dalam Russell 1000 tahun 1993-1999	Variabel-variabel Cashflow-Price, ROA dan EPS-Momentum mampu memprediksi kinerja saham

### 2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis dan Hipotesis

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan sebelumnya penelitian ini akan mencoba kembali untuk memprediksi kinerja tiap-tiap saham baik kinerja yang lebih unggul (*outperform*) maupun kinerja yang lebih rendah (*underperform*) dengan mepergunakan saham-saham dari sektor industri manufaktur, yang saham-sahamnya di Bursa Efek Jakarta memiliki jumlah emiten terbesar di Indonesia.yaitu sebanyak 134 perusahaan pada tahhun 1996 sampai dengan 2000. Penggunaan jumlah sampel yang besar diharapkan mampu menghasilkan prediksi yang lebih optimal.

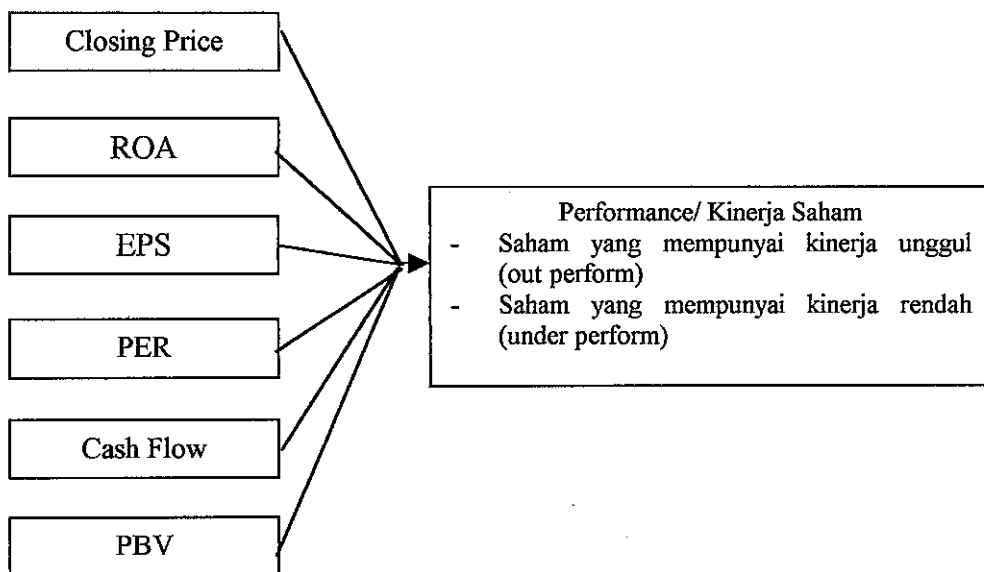
Penelitian ini menggunakan alat analisis yang berbeda dengan sebelumnya yang dilakukan oleh Sorensen Miller dan Ooi yang menggunakan teknik analisis CART (Clasification Regresion Tree) dalam penelitian ini menggunakan *logistic Regression*, teknik ini digunakan karena dalam analisis ini dipakai asumsi bahwa multi variabel distribusi normal tidak terpenuhi (Imam ghozali, 2001: 125), sedangkan variabel dependen yang diukur bersifat dikotomus (diukur secara normal) yaitu dengan membuat kategori pengukuran size dan variabel independen diukur secara nominal (Gujarati, 1999:165 ).

Adapun kelebihan regresi logistik dibandingkan dengan teknik analisis lain menurut (Mudrajad Kuncoro,2001:217) adalah :

1. Regresi logistik tidak memiliki asumsi normalitas atas variable bebas yang digunakan dalam dalam model.Artinya variable penjelas tidak harus memiliki varian yang sama dalam setiap grup.
2. Variabel bebas dalam regresi logistik bisa campuran dari variable kontinyu, distrik dan dikotomis.
3. Regresi logistik tidak membutuhkan keterbatasan dari variable bebasnya.
4. Ketentuan kesalahan dari distribusi normal tidak diasumsikan.
5. Regresi logistik tidak mengharuskan bahwa variabel bebasnya dalam bentuk interval.
6. Regresi logistik tidak memerlukan homokedastisitas untuk masing-masing tingkat daripada variable bebasnya.
7. Regresi logistik lebih bermanfaat digunakan apabila distribusi respon atas varibel terikat diharapkan nonlinear dengan satu atau lebih variabel bebas.

Dari hal tersebut dapat dibuat model kerangka pemikiran teoritis sebagai berikut :

**Gambar 2.1**  
**Model Paradigma**  
**Penilaian Faktor-faktor Fundamental Terhadap Kinerja Saham**



Sumber : Model yang dikembangkan untuk tesis ini

Dari Model kerangka pemikiran tersebut maka hipotesis yang dapat diajukan adalah :

Variabel-variabel fundamental keuangan *Closing Price*, *Cash flow*, *EPS* (*earning per share*), dan *ROA* (*return on asset*), *PER* (*price earning ratio*) dan *PBV* (*price book value*) mampu memprediksi secara signifikan terhadap kinerja saham - saham perusahaan manufaktur.

## BAB III

### METODE PENELITIAN

#### 3.1. Populasi dan Prosedur Penentuan Sampel

Populasi yang digunakan untuk pengujian kerangka atau model dalam penelitian ini adalah saham-saham sektor manufaktur yang terdaftar dalam Bursa Efek Jakarta selama periode 1996 - 2000. Jumlah keseluruhan populasi terdiri dari 134 perusahaan. Prosedur pengambilan sampel dalam penelitian adalah dengan teknik *purposive sampling*. *Purposive sampling* merupakan teknik pemilihan sampel yang didasarkan pada tujuan penelitian.

*Purposive sampling* dilakukan secara non-random karena diketahuinya sifat populasi tersebut sehingga dalam pemilihan sampel dapat dilokalisir tanpa pemilihan secara random. Sedangkan tipe yang digunakan adalah judgement sampling yaitu pemilihan sample dengan mendasarkan beberapa kriteria tertentu (Salamah Wahyuni, 1993: 56). Sifat populasi yang dipilih berdasarkan kriteria yang ditentukan. Kriteria tersebut adalah :

1. Merupakan perusahaan yang sejenis yaitu kelompok perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ selama periode 1996 - 2000 yang berturut-turut menerbitkan laporan keuangan tahunan serta melampirkan laporan cash flownya selama periode tersebut.
2. Saham-sahamnya diperdagangkan secara aktif di BEJ, yang didasarkan pada surat edaran PT. BEJ No. SE - 1 /1/ 1994 yaitu apabila frekuensi perdagangan selama 3 bulan sebanyak 75 kali atau lebih.
3. *No missing data*, tidak ada data yang hilang selama periode penelitian.

Dari kriteria-kriteria yang ditentukan hanya 117 saham-saham perusahaan manufaktur yang masuk dalam kategori tersebut.

### **3.2. Jenis dan Sumber Data**

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder adalah data yang telah tersedia karena data-data tersebut dikumpulkan guna tujuan tertentu bukan digunakan untuk memecahkan masalah-masalah khusus data-data sekunder tersebut berupa data harga saham perusahaan manufaktur pada saat penutupan secara tahunan yaitu dari tahun 1996 sampai dengan tahun 2000, data laporan keuangan periode 31 Desember 1996 sampai dengan 31 Desember 2000 perusahaan manufaktur yang telah go publik dan terdaftar di BEJ. Sampel data laporan keuangan dan data harga saham penutupan (closing price) perusahaan diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* dari tahun 1998 sampai dengan tahun 2001 dan *JSX Monthly Statistic*.

Periode penelitian mencakup data pada periode 31 Desember 1996 - 31 Desember 2000. Digunakannya data lebih dari satu tahun dimaksudkan agar dapat mengungkapkan kondisi perusahaan lebih baik dan hasil yang lebih akurat.

**UPT-PUSTAK-UNDIP**

### **3.3. Definisi Operasional Variabel dan Teknik Pengukuran**

#### **3.3.1. Variabel Dependen**

Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah variabel yang bersifat dikotomus (diukur secara nominal) yaitu menganalisis tingkat kinerja saham secara individu guna menentukan tingkat kinerjanya baik secara *out perform* maupun *underperform* yang mampu diprediksikan dari variabel-variabel fundamental. Saham dikatakan mempunyai kategori kinerja lebih unggul (*outperform*) apabila hasil perbandingan atau pengurangan positif atau lebih besar dari *mean return* portofolio saham dan sebaliknya dikategorikan (*underperform*) jika hasil perbandingan atau pengurangan negatif atau lebih kecil dari *mean return* portofolio saham. Karena dalam hal ini dipakai asumsi bahwa multi variabel normal distribution tidak terpenuhi, sehingga model analisis yang digunakan adalah *logistic regression*.

#### **3.3.2. Variabel Independen**

Definisi dan pengukuran variabel-variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini didasarkan pada (Ang,1997: 6.27) dan (Horne,1992: 715 ). Variabel independen dalam penelitian ini adalah :

##### *a. Closing Price*

*Closing price* atau harga pasar merupakan harga yang pasti dan telah ditentukan karena harga pasar merupakan suatu harga saham pada pasar yang sedang berlangsung. Jika pasar bursa efek dalam keadaan penutupan maka harga pasar ini adalah harga penutupan (*closing price*). Harga pasar ini dapat berpengaruh pada naik turunnya saham. Harga pasar dapat dihitung dengan

membagi *market value* atau nilai pasar dengan jumlah saham yang diterbitkan (*outstanding share*).

b. *Return on Asset (ROA)*

*ROA* digunakan untuk mengukur efektifitas perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan aktiva yang dimilikinya. Return on asset merupakan rasio terpenting diantara rasio rentabilitas (profitabilitas) lainnya. Semakin besar nilai *ROA* berarti semakin baik karena tingkat pengembaliannya semakin besar. *ROA* diperoleh dengan membagikan *net income after tax (NIAT)* dengan total assetnya.

c. *EPS (earning pre share)*

*EPS* merupakan perbandingan antara laba bersih setelah pajak (*NIAT*) pada satu tahun buku dengan jumlah saham yang diterbitkan (*outstanding*)

$$EPS = \frac{NIAT [- DP]}{S_s}$$

d. *PER (price earning ratio)*

*PER* merupakan perbandingan antara harga pasar suatu saham dengan *market price* dengan *earning pre share* dari saham yang bersangkutan. Makin besar *PER* harga saham semakin tinggi.

e. *Cash Flow*

Diperoleh dari selisih antara arus kas yang masuk (*cash inflow*) dengan arus kas yang keluar (*cash outflow*) dalam suatu perusahaan (John, Stain, Leopold and Subramanyam, 2001) Perusahaan yang memiliki arus kas yang positif (*cash inflow > cash outflow*) akan mempunyai kinerja baik.

f. *PBV (price to book value)*

*PBV* digunakan untuk mengukur kinerja harga pasar terhadap nilai bukunya. Dihitung dengan membagi harga saham (*closing price*) dengan nilai buku per lembar (*book value per share/BVS*)

**Tabel 3.1**  
**Definisi Operasional Variabel**

Jenis Variabel	Keterangan	Simbol	Skala	Pengukuran
Dependen	Kategori Kinerja Saham	(Y)	Nominal	Kategori kinerja : Outperform diberi size 1 (satu) Underperform diberi size 0 (nol)
Independen	Closing Price	CP (X <sub>1</sub> )	Rasio	MV/Ss
	Return On Asset	ROA(X <sub>2</sub> )	Rasio	NIAT/TA
	Earning Pre Share	EPS (X <sub>3</sub> )	Rasio	$\frac{NIAT[-Dp]}{Ss}$
	Price Earning Ratio	PER (X <sub>4</sub> )	Rasio	Ps/EP
	Cash Flow	CF (X <sub>5</sub> )	Rasio	Selisih antara arus kas yang masuk dan keluar
	Price Book Value	PBV(X <sub>6</sub> )	Rasio	$\frac{Ps}{BVS}$

### 3.4. Teknik Analisis Regresi Logistik

Penelitian ini menggunakan teknik analisis regresi logistik (*logistic regression*). Teknik analisis ini digunakan untuk menganalisis tingkat kinerja saham secara individu guna menentukan tingkat kinerjanya yang lebih unggul (*outperform*) maupun tingkat kinerja yang lebih rendah (*underperform*) yang

mampu diprediksikan dari variabel-variabel fundamental yang digunakan dalam penelitian. Analisis ini digunakan untuk menguji secara bersama-sama faktor-faktor yang mempengaruhi kinerja saham secara individu. Pada proses penganalisaannya analisis logistik ini tidak memerlukan asumsi normalitas data pada variabel bebasnya. Pada umumnya analisis ini dipakai jika asumsi multi variabel normal distribution tidak terpenuhi, sedangkan variabel dependennya bersifat dikotomus (diukur secara nominal) dan variabel independennya diukur secara nominal dan interval.

Persamaan model *logistic regresion* adalah sebagai berikut:

$$Ln = \frac{P(\text{kategori kinerja saham})}{1 - P(\text{kategori kinerja saham})}$$

$$= b_0 + b_1 x_1 + b_2 x_2 + b_3 x_3 + b_4 x_4 + b_5 x_5 + b_6 x_6$$

$$Y = b_0 + b_1 (\text{Closing - Price}) + b_2 (\text{ROA}) + b_3 (\text{EPS}) + b_4 (\text{PER}) + b_5 (\text{Cash flow}) + b_6 (\text{PBV})$$

$$Y = \text{kategori kinerja saham}$$

$$1 = \text{Untuk kategori yang berkinerja unggul (outperform)}$$

$$0 = \text{Untuk kategori yang berkinerja rendah (underperform)}$$

$$\text{Closing Price} = \text{harga penutupan}$$

$$\text{ROA} = \text{Return on Asset}$$

$$\text{EPS} = \text{Earning pre share}$$

$$\text{PER} = \text{Price earning ratio}$$

$$\text{Cash flow} = \text{Selisih arus kas yang masuk dan arus kas keluar}$$

$$\text{PBV} = \text{Price to book value.}$$

$$b_0 ; b_1 ; b_2 ; b_3 ; b_4 ; b_5 ; b_6 = \text{Koefisien regresi}$$

- 1) Untuk model yang hanya memasukkan konstanta. Pada pengujian untuk tingkat signifikansi 0,05  $H_0$  ditolak, berarti model yang hanya menggunakan konstanta saja tidak fit dengan data.
- 2) Untuk model yang menggunakan konstanta dan variabel-variabel bebas (independen) pengujian pada tingkat signifikansi 0,05  $H_0$  diterima, berarti model yang digunakan telah fit dengan data.

Statistik  $-2 \log L$  dapat juga digunakan untuk menentukan apabila variabel bebas ditambahkan kedalam model apakah secara signifikan memperbaiki model fit. Selisih dari  $-2 \log L$  untuk model yang menggunakan konstanta saja dengan  $-2 \log L$  untuk model dengan konstanta ditambahkan variabel bebas didistribusikan sebagai  $X^2$  dengan *degree of freedom* (df) pada selisih dua model.

b. Cox and Snell's R – Square

Adalah ukuran yang mencoba meniru ukuran  $R^2$  pada *multiple regression* yang berdasarkan pada teknik estimasi likelihood dengan nilai maksimum kurang dari 1 (satu) sehingga sulit untuk diinterpretasikan.

c. Nagelkerke's R- Square

Adalah modifikasi dari koefisien Cox and Snell's untuk memastikan bahwa nilai bervariasi dari 0 (nol) sampai 1 (satu), dilakukan dengan cara membagi nilai Cox and Snell's  $R^2$  dengan nilai maximumnya. Nilai nagelker's  $R^2$  dapat diinterpretasikan seperti nilai  $R^2$  pada *multiple regression*.

d. Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit Test.

Digunakan untuk menguji hipotesis nol bahwa data secara empiris cocok dengan model yang berarti tidak ada perbedaan antara model dengan data sehingga model dapat dikatakan fit. Jika nilai *Hosmer and Lemeshow Goodness of Fit test Statistics* sama dengan atau kurang dari 0,05 maka hipotesis nol ditolak yang berarti ada perbedaan yang signifikan antara model dengan nilai observasinya. Jika nilai statistik *Hosmer and Lemeshow Goodness of Fit Test* lebih besar dari 0,05 maka hipotesis nol diterima berarti model mampu memprediksi nilai observasinya.

e. Classpot

Adalah salah satu cara untuk menilai ketepatan prediksi dengan regresi logistic. Dalam penggunaannya memakai dua sumbu yaitu sumbu X merupakan probabilitas prediksi dari 0 (nol) sampai 1 (satu) dari variabel dependen. Sumbu Y menyatakan frekwensi dari jumlah kasus yang dikelompokkan.

Pengamatan terhadap plot data dapat menunjukkan seberapa baik model mampu mengelompokkan kasus yang sulit (yaitu kasus yang mendekati  $p = 0,5$ ).

f. wald statistic

Statistik wald biasanya digunakan untuk pengujian hipotesis nol dalam regresi logistik dimana koefisien logit (efek) adalah nol. Rasio ketidaksesuaian koefisien logit dinamakan standard error. Uji statistik wald menguji signifikansi koefisien logit yang berkaitan dengan variabel bebas tertentu.

g. Maximum Likelihood Estimation

MLE adalah metode yang digunakan untuk menghitung koefisien logit. MLE digunakan untuk mencari log likelihood yang maksimum yang kemungkinan dapat digambarkan dari odds nilai observasi variabel terikat yang diprediksikan dari nilai observasi variabel-variabel bebasnya.

h. Log Likelihood Test

Log Likelihood Test sering disebut sebagai *Likelihood Ratio Test* atau *Chi-square Difference Tests* adalah alternatif untuk statistik Wald. Test ini kelihatan dari signifikan Log LR dalam output SPSS. Apabila test log-likelihood memperlihatkan P value kecil untuk model dengan efek ukuran yang besar maka mengabaikan statistik Wald.

i. Classification Tables

adalah table berukuran  $2 \times 2$  dalam regresi logistik output untuk variabel dikotomis, atau  $2 \times n$  table untuk *ordinal* dan *polychotomous logistic regression* dimana memperlihatkan benar dan tidaknya estimasi. Kolom-kolom adalah dua nilai prediksi variabel terikat sedangkan baris menunjukkan dua nilai observasi aktual dari variabel terikatnya.

## BAB IV

### ANALISIS DATA

#### 4.1. Gambaran Umum dan Data Diskriptif

##### 4.1.1. Gambaran Umum Sampel

Perusahaan yang masuk dalam kelompok manufaktur dibedakan dalam tiga sub kelompok industri yaitu sub kelompok industri dasar dan kimia (*Basic Industry and Chemicals*), Sub kelompok aneka industri (*miscellaneous industry*) dan industri untuk barang-barang konsumen (*consumers goods Industries*). Sejak tahun 1996 sampai dengan tahun 2000 jumlah perusahaan yang go publik melalui Bursa Efek Jakarta berjumlah 134 perusahaan.

Jumlah perusahaan dalam sub kelompok industri dasar dan kimia berjumlah 47 perusahaan. Yang terdiri dari 7 kelompok industri yaitu : (3) *cement*; (4) *ceramic, glass and porcelain*; (12) *metal and allied product*; (11) *Chemicals*; (7) *Plastic and packaging* ; (4) *Wood Industries* dan (6) *pulp and paper*. Sedangkan jumlah perusahaan dalam sub kelompok aneka industri (*miscellaneous Industries*) berjumlah 49 perusahaan yang terdiri dari 6 kelompok yaitu: (2) *machinery and heavy equipment*; (14) *authomotive and components*; (16) *textile garment*; (3) *footware*; (6) *cable*; (5) *electronic*; (3) *other*. Jumlah perusahaan dalam sub kelompok industri barang-barang konsumen (*consumer goods industries*) berjumlah 38 perusahaan. Ada 6 perusahaan yang masuk dalam kelompok ini yaitu :(20) *food and baverages*; (3) *tobacco manufacturer*; (8) *pharmaceuticals*; (4) *cosmetics and household*; (3) *houseware*. Untuk lebih jelasnya dapat ditunjukkan dalam tabel 4.1. di bawah

**Tabel 4.1.**  
**Seluruh Perusahaan Manufaktur yang Menjadi Sampel**  
**Periode 31 Desember 1996 - 31 Desember 2000**

No	Sub Kelompok Perusahaan	Jumlah Perusahaan	Kelompok Perusahaan
1	Basic Industry & Chemical	47	(3) cement; (4) ceramic, glass and porcelain; (12) metal and allied products; (11) chemicals; (7) plastic and packaging; (4) wood industry; (6) pulp and paper
2	Miscellaneous Industry	49	(2) machinery and heavyequipment; (14) automotive and component; (16) textile, garment; (3) footwear; (6) cable; (5) electronic; (3) other
3	Consumers Goods Industry	38	(20) food and baverages; (3) tobacco manufacturer; (8) Pharmautecals; (4) cosmetics and household; (3) houseware

Sumber : data sekunder yang diolah

Berdasarkan jumlah perusahaan manufaktur sebanyak 134 perusahaan yang selalu menunjukkan laporan keuangan tahunan sejak 31 Desember 1996-31 Desember 2000 dan telah memperdagangkan saham secara aktif di Bursa Efek Jakarta serta memenuhi kriteria dalam penelitian hanya berjumlah 117 perusahaan sedangkan 17 perusahaan tidak dapat memenuhi kriteria. Perusahaan-perusahaan tersebut adalah:

1. Masuk dalam kategori sub kelompok industri dasar dan kimia ada 7 perusahaan yaitu : PT. Daya Sakti Unggul C. dan PT.Surya Dumai (wood industries); PT. Lautan Luas, dan PT. Tri Polyta Ind (Chemicals); PT. Alumindo Light MI, PT. Jakarta Kyoei Steel, dan PT. Pelangi Indah C. (*Metal and allied products*)
2. Masuk dalam kategori sub kelompok berbagai barang industri ada 5 perusahaan yaitu : PT. Sumi Indokable (*cable*); PT. Wania Indah Busana

(*electronic*); PT. Indomobil Sukses International, PT. Lippo Enterprises, dan PT. Selamat Sempurna (*authomotive and Component*).

3. Masuk dalam kategori industri barang-barang konsumen (*consumers goods industries*) ada 5 perusahaan yaitu: PT. Asia Intiselera, PT. Cahaya kalbar, PT. Siantar Top, dan PT. Sierad Produce (*food and baverages*) PT. Kedawung Setia Ind (*Houseware*).

Selama periode pengamatan Ke-17 perusahaan tersebut tidak selalu aktif menyajikan laporan keuangan tahunan dan memperdagangkan saham secara aktif, sehingga tidak dapat digunakan sebagai sampel dalam penelitian. Ke-17 perusahaan yang tidak masuk sebagai sampel dapat dilihat pada tabel dibawah ini.

**Tabel 4.2.**  
**Perusahaan Manufaktur tidak Memenuhi Persyaratan Sampel**  
**Periode 31 Desember 1996 – 31 Desember 2000**

No	Sub Kelompok Perusahaan	Jumlah Perusahaan	Kelompok Perusahaan
1	Basic Industry and Chemicals	7	(2) wood industries; (2) Chemicals; (3) metal and allied products.
2	Miscellaneous Industry	5	(1) cable; (1) electronics; (3) automotive and component
3	Consumers Goods Industry	5	(4) food and baverages; (1) houseware

Sumber : Data sekunder yang diolah

#### 4.1.2. Analisis Data Diskriptif

##### 4.1.2.1. Closing Price

Closing price atau harga penutupan adalah harga saham pada saat berlangsungnya proses jual beli saham di pasar bursa efek sampai dengan pada saat penutupan. Closing Price sangat berpengaruh terhadap naik turunnya saham di bursa efek. Dari tabel 4.3. dibawah ini dapat dilihat tingkat kenaikan

dan penurunan closing price selama setahun. Yaitu pada periode 31 Desember 1996 sampai dengan periode 31 Desember 2000. Sedangkan hasil proses perhitungan secara lebih terperinci dalam lampiran 1

**Tabel 4.3.**  
**Nilai Rata-rata Closing Price Selama Lima Tahun Periode Pengamatan**  
**Periode 31 Desember 1996 – 31 Desember 2000**

Tahun	Besarnya nilai rata-rata	Perubahan nilai rata-rata	Dalam prosentase
1996	3.353,85		
1997	2.210,90	-1142,95	-34,08%
1998	2.436,97	226,07	10,22%
1999	4.630,56	2193,59	90,01%
2000	2.598,29	-2032,27	-43,89%

Sumber : data sekunder yang diolah

Dari analisis rata-rata closing price selama 5 periode dapat dilihat bahwa terjadi penurunan pada periode 1996 sampai dengan 1997 yaitu sebesar -34,08%, sedangkan pada periode 1997 sampai dengan periode 1999 terjadi kenaikan yang cukup tajam rata-rata sebesar 10,22% untuk tahun 1998 dan 90,01% untuk periode 1998 sampai dengan 1999. Sedangkan pada periode 1999 sampai dengan periode 2000 terjadi penurunan kembali closing price rata-rata sebesar -43,89%. Data diatas menunjukkan adanya tingkat kenaikan dan penurunan yang cukup tajam yang menandakan adanya kondisi perekonomian yang tidak stabil di Indonesia.

#### 4.1.2.2. Return on Assets (ROA)

Return on Assets adalah hasil perkalian antara profit margin dengan tingkat perputaran assetnya, atau dapat pula dikatakan bahwa return on assets adalah perbandingan antara laba bersih setelah pajak (NIAT) dengan jumlah asset (total assets). Return On Assets (ROA) digunakan sebagai penganalisaan profitabilitas, peramalan laba perusahaan dan sebagai perencanaan serta kontrol dari perusahaan. Dalam hubungannya dengan tingkat return saham adalah dapat dilihat dari hasil Return On Assetnya (ROA) apabila tingkat ROA yang dihasilkan bernilai positif dan semakin besar maka tingkat return yang diharapkan akan meningkat. tabel 4.4. menunjukkan tingkat kenaikan dan penurunan Return On Assets (ROA) dalam lima tahun periode penelitian yaitu dari tahun 1996 sampai dengan 2000.

**Tabel 4.4.**  
**Nilai Rata-rata ROA Selama Lima Tahun Periode Pengamatan**  
**Periode 31 Desember 1996 – 31 Desember 2000**

Tahun	Besarnya nilai rata-rata	Perubahan nilai rata-rata	Dalam prosentase
1996	0,05		
1997	-0,03	-0,08	-160%
1998	-0,10	-0,07	233%
1999	0,04	0,14	140%
2000	-0,03	-0,70	-175%

Sumber : data sekunder yang diolah

Dari hasil tabel diatas menunjukkan bahwa pada periode 1996 sampai dengan 1997, nilai rata-rata Return On Assets (ROA) mengalami penurunan

sebesar -160%. Sedangkan pada tahun periode 1997 sampai dengan 1998 nilai rata-rata mengalami peningkatan sebesar 233%, tahun periode 1998 sampai periode 1999 juga mengalami penurunan sebesar 140% dan mengalami penurunan kembali pada periode 1999 sampai dengan periode 2000 sebesar -175%. Hasil tabel diatas dapat diambil suatu kesimpulan bahwa nilai rata-rata ROA yang positif terjadi pada periode 31 Desember 1997 – 31 Desember 1998 dan periode 31 Desember 1998 – 31 Desember 1999. Yaitu masing-masing sebesar 233% dan 140% menandakan bahwa pada periode tersebut tingkat return yang diperoleh oleh para investor adalah menurun dengan cukup tajam. Sedangkan untuk hasil proses perhitungan secara lebih terperinci terlampir dalam lampiran 1

#### **4.1.2.3. Earning Per Share (EPS)**

Earning Per Share adalah hasil perbandingan antara net income after tax (NIAT) dengan jumlah saham yang diterbitkan oleh perusahaan. Nilai earning per share akan semakin besar apabila jumlah saham yang diterbitkan semakin kecil. Dalam hubungannya dengan tingkat kinerja perusahaan adalah bila nilai earning per share semakin kecil, maka tingkat kinerja yang dihasilkan juga akan semakin meningkat. pada tabel 4.5. dibawah, ditunjukkan nilai rata-rata earning per share dari periode 31 Desember 1996 sampai dengan 31 Desember 2000.

**Tabel 4.5.**  
**Nilai Rata-rata EPS Selama Lima Tahun Periode Pengamatan**  
**Periode 31 Desember 1996 – 31 Desember 2000**

Tahun	Besarnya nilai rata-rata	Perubahan nilai rata-rata	Dalam prosentase
1996	264,73		
1997	-97,27	-362	-136,74%
1998	-363,57	-266,3	273,77%
1999	179,96	-543,53	149,50%
2000	245,66	65,7	36,51%

Sumber : data sekunder yang diolah

Dari tabel diatas ditunjukkan bahwa untuk periode 1996 sampai dengan periode 1997 earning per share mengalami penurunan sebesar -136,74%, sedangkan pada periode 1997 sampai dengan periode 1998 mengalami kenaikan yang cukup tajam yaitu sebesar 273,77% dan periode 1998 sampai dengan periode 2000 kembali mengalami penurunan sebesar 149,50% pada 1998 dan 36,51% pada periode 2000. Hasil tersebut mengindikasikan semakin kecil tingkat earning per share yang dihasilkan akan semakin meningkat tingkat prosentase yang dihasilkan dan berlaku sebaliknya sehingga akan semakin baik pula tingkat kinerja suatu perusahaan.

#### 4.1.2.4. Price Earning Ratio (PER)

Price Earning Ratio (PER) merupakan perbandingan antara harga pasar (market price) dengan tingkat earning per sharenya. PER sendiri digunakan untuk menilai kinerja saham dari suatu perusahaan. Kenaikan dan penurunan tingkat Price Earning Ratio (PER) yang dihasilkan dapat ditunjukkan dalam

Tabel 4.6. dibawah ini, sedangkan hasil proses perhitungan secara lebih terperinci terlampir dalam lampiran 1

**Tabel 4.6.**  
**Nilai Rata-rata PER Selama Lima Tahun Periode Pengamatan**  
**Periode 31 Desember 1996 – 31 Desember 2000**

Tahun	Besarnya nilai rata-rata	Perubahan nilai rata-rata	Dalam Prosentase (kali)
1996	21,70		
1997	12,21	-9,49	-0,4373
1998	3,36	-8,85	-0,7248
1999	27,06	23,70	0,7054
2000	12,04	-15,02	-0,5550

Sumber : data sekunder yang diolah

Tabel diatas menunjukkan bahwa nilai terbesar dari hasil prosentase perubahan terjadi pada periode 1998 sampai dengan periode 1999, yang besarnya adalah 0,7054 X. Sedangkan untuk nilai rata-rata PER sebesar – 0,4373 X terjadi pada periode 1996 sampai dengan periode 1997. Sedangkan untuk periode 1997 sampai dengan 1998 adalah sebesar –0.7248 X dan – 0,5550 X untuk periode 1999 sampai dengan periode 2000. Sehingga dapat diambil suatu kesimpulan dari analisa diatas menunjukkan bahwa semakin kecil nilai PER yang dihasilkan yaitu periode 1997 sampai dengan periode 1998 sebesar -0,7248 X adalah nilai yang terbaik.

#### **4.1.2.5. Cash Flow**

Aliran kas merupakan selisih dari aliran kas yang masuk (cash flow) dengan aliran kas yang keluar (cash outflow). Besarnya aliran kas masuk (cash inflow) yang lebih besar daripada aliran kas yang keluar (cash outflow) maka

akan semakin baik pula kinerja suatu perusahaan. Tabel 4.7. dibawah ini menunjukkan adanya kenaikan dan penurunan cash flow selama lima tahun periode pengamatan. Hasil perhitungan cash flow secara lebih terperinci dapat ditunjukkan dalam lampiran 1

**Tabel 4.7.**  
**Nilai Rata-rata Cash Flow Selama Lima Tahun Periode Pengamatan**  
**Periode 31 Desember 1996 – 31 Desember 2000**

Tahun	Besarnya nilai Rata-rata	Perubahan nilai rata-rata	Dalam Prosentase
1996	52.001,22		
1997	7.139,56	-44.861,66	-0,8627
1998	-162.790,53	-169.930,09	-23,8011
1999	-45.773,11	117.017,42	-0,7188
2000	-611.648,60	-565.875,49	12,3626

Sumber : data sekunder yang diolah

Hasil tabel 4.7. diatas menunjukkan bahwa pada periode sebesar 1996 sampai dengan periode 1998 mengalami penurunan sebesar -0,8627 persen untuk periode 1996 sampai dengan periode 1997 dan menurun lagi sebesar -23,8011 pada periode 1997 sampai dengan periode 1998. Sedangkan untuk periode 1998 sampai dengan periode 1999 mengalami peningkatan sebesar -0,7188 persen serta kenaikan kembali pada tahun atau periode 1999 sampai dengan periode 2000 sebesar 12,3626 persen. Dari hasil yang telah ditunjukkan dalam tabel 4.7. dapat diindikasikan bahwa hasil cash flow yang terbaik terjadi pada periode 1999 sampai dengan periode 2000 yaitu sebesar 12,3626 persen.

#### 4.1.2.6. Price to Book Value (PBV)

Price to Book Value (PBV) merupakan hasil perbandingan antara harga penutupan saham (closing price) dengan nilai buku per lembar saham. Price to Book Value digunakan untuk mengetahui besarnya kinerja harga saham bila dilihat dari nilai buku saham. Adanya tingkat kenaikan dan penurunan dari PBV dapat dilihat dalam tabel 4.8. dibawah ini, sedangkan uraian perhitungan PBV secara lebih terperinci dapat dilihat dalam lampiran 1

**Tabel 4.8.**  
**Nilai Rata-rata PBV Selama Lima Tahun Periode Pengamatan**  
**Periode 31 Desember 1996 – 31 Desember 2000**

Tahun	Besarnya nilai Rata-rata	Perubahan nilai rata-rata	Dalam Prosentase (kali)
1996	1,86		
1997	1,35	-0,51	-0,2742
1998	4,14	2,79	2,067
1999	2,41	-1,73	-0,4178
2000	0,09	-2,32	-0,9626

Sumber : data sekunder yang diolah

Hasil tabel diatas mengindikasikan bahwa terjadi penurunan PBV pada periode 1996 – periode 1997 nilai rata-ratanya sebesar  $-0,2742$  (kali) sedangkan pada periode 1997 sampai periode 1998 terjadi kenaikan sebesar  $2,067$  X, dan kemudian terjadi penurunan kembali pada periode 1998 sampai dengan periode 1999  $-0,4178$  X serta pada periode 1999 - periode 2000 kembali mengalami penurunan sebesar  $-0,9626$  X. Hal ini dapat diartikan bahwa kondisi terbaik kinerja harga saham dilihat dari nilai bukunya terjadi pada saat periode 1997 sampai dengan periode 1998, yaitu sebesar  $2,067$  X.

Perhitungan dari rasio-rasio keuangan sebelum dilakukan proses analisis lebih lanjut, melalui tahapan awal terlebih dahulu berdasarkan proses perhitungan pada data mentah (raw data) yang diperoleh dari proses pengumpulan data.

Berdasarkan dari hasil data-data yang telah terlampir dalam lampiran 1, maka dalam perhitungan pada proses analisis lebih lanjut dihitung dengan menggunakan rasio-rasio keuangan (sebagai faktor fundamental) dan sekaligus berfungsi sebagai variabel independen return saham perusahaan sebagai variabel yang bersifat nominal, karena nantinya dari return tersebut dimasukkan dalam dua kategori yaitu return yang berkinerja unggul (*out perform*) dan return yang berkinerja tidak unggul (*under perform*).

Hasil dari perhitungan yang diperoleh dari variabel-variabel fundamental keuangan dalam penelitian ini yaitu : Closing Price, Return on Assets (ROA), Earning Pershare (EPS), Price Earning Ratio (PER), Cash Flow, dan Price Book to Value (PBV). Secara lebih terperinci ditunjukkan pada lampiran 2 sedangkan untuk rata-rata 5 periode penelitian mulai dari 31 Desember 1996 sampai dengan 31 Desember 2000 dapat ditunjukkan dalam tabel 4.9. dibawah ini.

**Tabel 4.9.**  
**Rata-rata Variabel Fundamental Keuangan 117 Perusahaan Manufaktur**  
**yang Digunakan Sebagai Sampel Selama 5 Periode Pengamatan**  
**(dalam jutaan rupiah)**

No	Jenis Rasio Keuangan	Periode 31 Des 1996 – 31 Des 2000
1	Closing Price	3046,11
2	ROA	- 0,02
3	EPS	45,90
4	PER	15,27
5	Cash Flow	-152.214,31
6	PBV	1,97

Sumber : Data sekunder yang diolah

Hasil dari perhitungan variabel-variabel fundamental keuangan secara pertahun dalam 5 periode penelitian dapat ditunjukkan dalam lampiran 3. Hasil perhitungan selama 5 periode diperoleh berdasarkan konsep atau rumus yang digunakan dalam penelitian ini, sebagai salah satu contoh rata-rata cash flow selama periode penelitian diperoleh dari penjumlahan rata-rata cash flow pertahunnya dibagi dengan lima tahun periode yang digunakan dalam penelitian yaitu dari periode 1996 sampai dengan periode 2000. Sedangkan untuk rata-rata pertahun dari cash flow diperoleh dari jumlah total cash flow dari seluruh perusahaan sampel selama 1 tahun dibagi dengan jumlah seluruh perusahaan sampel. Demikian pula dengan dengan variabel-variabel fundamental keuangan yang lain.

Dari ke-enam variabel fundamental keuangan yang dipergunakan menunjukkan bahwa ada empat variabel yang bernilai positif yaitu closing price, earning per share (EPS), price earning ratio (PER), dan price book to value (PBV). Sedangkan untuk variabel fundamental keuangan cash flow dan return on assets (ROA) yang diperkirakan mempunyai pengaruh lebih besar

dalam kinerja keuangan perusahaan bernilai negatif. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa secara rata-rata keseluruhan kinerja keuangan perusahaan selama periode pengamatan adalah negatif. Hal ini dapat terjadi karena dipengaruhi oleh kondisi perekonomian Indonesia pada periode 1997 sampai dengan periode 2000 yang kurang stabil sehingga kurang menguntungkan bagi perusahaan-perusahaan yang telah go publik. Kondisi yang kurang menguntungkan tersebut disebabkan adanya krisis ekonomi yang berkepanjangan di Indonesia.

Hasil perhitungan rata-rata variabel fundamental keuangan selama 5 periode pengamatan digunakan bersama-sama dengan hasil perhitungan rata-rata return saham selama 5 periode dan kemudian diperbandingkan dengan total rata-rata return selama 5 periode penelitian guna menentukan variabel mana saja yang mampu memprediksi tingkat return saham yang positif atau return saham yang memiliki kinerja out perform.

#### **4.1.2.7. Perhitungan Return Saham**

Perhitungan return saham didasarkan pada harga penutupan (*closing price*) seperti yang telah ditunjukkan pada lampiran 1. Berdasarkan data dalam perhitungan lampiran 1, maka perhitungan return masing-masing saham perusahaan menggunakan data dua periode sebagai salah satu contoh adalah perhitungan return saham untuk periode 1997 dapat dihitung berdasarkan harga penutupan (*closing price*) pada periode 31 Desember 1997 dikurangi harga penutupan (*closing price*) periode 31 Desember 1996 kemudian

dibagikan dengan harga penutupan (*closing price*) periode 31 desember 2000.

Demikian pula untuk return-return saham pada periode berikutnya.

Berdasarkan pada lampiran 1 maka return saham dari 5 tahun periode pengamatan diperoleh, yaitu dari jumlah keseluruhan rata-rata return saham pertahun selama 5 periode pengamatan dibagikan dengan 5 periode pengamatan. Hasil yang diperoleh tersebut merupakan hasil perhitungan rata-rata secara sederhana yang dapat ditunjukkan dalam tabel 4.10. dibawah ini.

**Tabel 4.10.**  
**Rata-rata Return Saham Pertahun dari 117 Perusahaan Sampel**  
**Selama Lima Tahun Periode Pengamatan**

Tahun	Besarnya nilai Rata-rata	Perubahan nilai rata-rata	Dalam Prosentase
1996	0,13		
1997	-0,41	-0,54	-4,154
1998	0,04	0,45	-1,097
1999	2,16	2,12	53
2000	-0,24	-2,4	-1,111
<b>Rata-rata</b>	<b>0,33</b>		

Sumber : Data sekunder yang diolah

Dari tabel diatas dapat dilihat bahwa telah terjadi penurunan return saham pada periode 1996 sampai dengan periode1997 rata-rata sebesar -4,154 persen sedangkan untuk periode 1997 dan periode 1998 telah terjadi peningkatan return rata-rata sebesar -1,097 persen menjadi 53 persen pada periode 1998 sampai periode 1999, sedangkan pada periode 1999 sampai dengan periode 2000 terjadi penurunan return kembali rata-rata sebesar -1,11. Berdasarkan dari hasil perhitungan rata-rata return pertahun maka akan diperoleh rata-rata return

portofolio saham selama 5 periode pengamatan sebesar 0,33 sama dengan perhitungan return portofolio saham. Rata-rata return portofolio saham tersebut mempunyai asumsi bahwa bobot untuk masing-masing saham yang membentuk portofolio adalah sama. Hasil dari rata-rata return portofolio saham ini digunakan sebagai dasar dalam mencari saham-saham perusahaan manufaktur yang berkinerja unggul (*out perform*) dan saham-saham manufaktur yang berkinerja tidak unggul (*under perform*).

#### 4.2. Hasil Penelitian

Sebelum melakukan pengujian regresi logistic perlu dilakukan pengujian hipotesis dengan menggunakan model fit. Hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

$H_0$  = model yang dihipotesakan fit dengan data

$H_1$  = model yang dihipotesakan tidak fit dengan data

Sedangkan test-test statistik yang harus dilakukan untuk menguji model fit adalah dengan : *-2Log L*, *Cox and Snell's R Square*, *Negelkerke's R-square*, *Hosmer and Lemeshow's Goodness of fit Test Wald statistic* dan *Classpot*.

Output yang dihasilkan dari data yang diolah dengan SPSS memberikan dua nilai  $-2 \log L$  yaitu untuk model yang hanya menggunakan konstanta sebesar 151,56432 dan memiliki distribusi  $X^2$  dengan df 116 (117-1), Nilai  $-2 \log$  Likelihood untuk konstanta ini tidak signifikan pada  $\alpha$  10 % berarti untuk model yang hanya menggunakan konstanta saja tidak fit dengan data. Nilai  $-2 \log$  Likelihood untuk 6 konstanta dengan 6 variabel bebas yaitu closing Price, Cash Flow, EPS, ROA, PER dan PBV signifikan pada  $\alpha$  10 % yang berarti model yang

terbentuk fit dengan data. Nilai  $-2 \log L$  yang dihasilkan sebesar 130,029 dan distribusi  $X^2$  dengan df 111 (117 - 6), sehingga hipotesis nolnya dapat diterima. Adanya selisih antara  $-2\log L$  model yang hanya menggunakan konstanta dengan model  $-2\log L$  yang menggunakan konstanta dan variabel bebas apabila didistribusikan sebagai  $X^2$  mempunyai df (selisih df kedua model) yaitu sebesar 21.53532 (151,56432 - 130,029) dengan df 5 (116 - 111) angka ini menjadi signifikan secara statistik. Hal ini dapat diartikan bahwa hipotesis nol diterima sehingga adanya penambahan variabel bebas Closing Price, Cash Flow, EPS, ROA, PER dan PBV dalam model akan memperbaiki model. Adanya nilai Cox snell's R square sebesar 0,168 dan nilai Nagelkerke  $R^2$  sebesar 0,231 mempunyai arti bahwa variabilitas dari variabel dependen yang mampu dijelaskan oleh variabilitas variabel independennya sebesar 23,10%.

Pengaruh nilai T *Hosmer and Lemershow' goodness of Fit Test* adalah sebesar 4,6156 dengan probabilitas signifikansi sebesar 0,7978. Hasil ini dapat diartikan bahwa nilai *Hosmer and Lemershow Goodness of Fit Test* di atas 0,10 sehingga dapat disimpulkan bahwa model dapat diterima.

Tabel klasifikasi dapat ditunjukkan pada lampiran 3. Menunjukkan bahwa Perusahaan yang berkategori kinerja *under perform* sejumlah 76 perusahaan setelah diprediksi diperoleh hasil 70 perusahaan tetap masuk dalam kategori kinerja *under perform* sedangkan sisanya sebanyak 6 perusahaan meningkat masuk dalam kategori kinerja *out perform*. Sedangkan perusahaan yang masuk dalam kategori kinerja *out perform* sebanyak 41 perusahaan setelah diprediksi menghasilkan 14 perusahaan tetap masuk dalam kategori kinerja *out perform* dan

sisanya sebanyak 27 perusahaan kinerjanya mengalami penurunan menjadi under perform. Sehingga dapat disimpulkan bahwa ketepatan dari keseluruhan model adalah 71,79 %.

Hasil tersebut juga menyajikan koefisien regresi, statistik wald dan odd ratio serta interval keyakinan dengan keyakinan 90% atas odd ratio untuk masing-masing variabel *Closing price*, *Cash Flow*, *EPS*, *ROA*, *PER* dan *PBV*. Menurut Kriteria Wald hanya Variabel *Cash Flow* yang dapat memprediksi kinerja saham yang outperform. Ini terlihat dari nilai z sebesar 2,9455 dengan  $p < 0,01$ . Odd ratio 1,000 menunjukkan adanya sedikit perubahan pada kinerja saham yang disebabkan oleh Cash Flow. Keseluruhan dari hasil uji test-test statistik pada analisis logistic regression dapat ditunjukkan dalam output data pada lampiran 3.

**Tabel 4.11**  
**Tingkat Signifikansi Variabel Fundamental**  
**Selama Lima Tahun Periode Pengamatan**

Variable	Significance
Cash Flow	0,0861**
Closing Prise	0,1776
Earning Preshare (EPS)	0,1428
Price Earning Rasio (PER)	0,1617
Price To Book Value (PBV)	0,2809
Return On Asset (ROA)	0,1020

Sumber : Data sekunder yang diolah

Diketahui dari tabel 4.11 bahwa variabel yang signifikan pada  $\alpha$  10% adalah variabel Cash flow yang signifikan pada probabilitas 0,0861. Sedangkan variabel Closing Price pada  $\alpha$  10% tidak signifikan dengan probabilitas 0,1776, variabel EPS pada  $\alpha$  10% tidak signifikan dengan probabilitas 0,1428, variabel

PBV tidak signifikan pada  $\alpha$  10% probabilitas 0,2809, variabel PER pada  $\alpha$  10% tidak signifikan dengan probabilitas 0,1617 dan variabel ROA pada  $\alpha$  10% tidak signifikan dengan probabilitas 0,1020.

Persamaan regresi logistik dan estimasi dari parameter yang digunakan adalah sebagai berikut :

$$\begin{aligned} \ln \frac{P}{1-P} &= -0,8572 + 1,17E-06 \text{ Cash} + 0,0001 \text{ Close} + 0,0008 \text{ EPS} - \\ & 0,0680 \text{ PBV} + 0,0054 \text{ PER} - 4,2310 \text{ ROA} \\ & \text{atau} \\ & = e^{(-0,8572 + 1,17E-06 \text{ Cash} + 0,0001 \text{ Close} + 0,0008 \text{ EPS} + 0,068 \text{ PBV} + 0,0054 \text{ PER} - 4,2310 \text{ ROA})} \\ & = e^{-0,8572} \times e^{1,17E-06 \text{ Cah}} \times e^{0,0001 \text{ Close}} \times e^{0,0008 \text{ EPS}} \times e^{0,068 \text{ PBV}} \times e^{0,0054 \text{ PER}} \times \\ & e^{-4,2310 \text{ ROA}} \end{aligned}$$

Sedangkan dari model persamaan diatas dapat diartikan bahwa setiap kenaikan Cash sebesar 1 akan meningkatkan kinerja saham sebesar 1,17E-06. Kenaikkan Closing Price sebesar Rp 1,- akan meningkatkan kinerja saham sebesar 0,0001 angka. Setiap kenaikan EPS sebesar 1 juta akan mengakibatkan kenaikan kinerja saham sebesar 0,0008 angka. Setiap kenaikan PBV sebesar 1 kali akan mengakibatkan penurunan kinerja saham sebesar 0,0680. Kenaikkan PER sebesar 1 angka akan mengakibatkan meningkatnya kinerja saham sebesar 0,0054 angka. Sedangkan setiap kenaikan ROA sebesar 1 kali akan menurunkan saham sebesar 4,2310.

Hubungan antara odds dan variabel bebas dapat dijelaskan sebagai berikut :

1. Jika variabel Close, EPS, PBV, PER dan ROA konstan, maka odds kinerja saham Out Perform sebesar 1,000001 kali lebih tinggi dari pada kinerja saham Under Perform.
2. Jika variabel Cash, EPS, PBV, PER dan ROA konstan, maka odds kinerja saham Out Perform sebesar 1,0001 kali lebih tinggi dari pada kinerja saham Under Perform.
3. Jika variabel Cash, Close, PBV, PER dan ROA konstan, maka odds kinerja saham Out Perform sebesar 1,0008 kali lebih tinggi dari pada kinerja saham Under Perform.
4. Jika variabel Cash, Close, EPS, PER dan ROA konstan, maka odds kinerja saham Out Perform sebesar 1,070365 kali lebih tinggi dari pada kinerja saham Under Perform.
5. Jika variabel Cash, Close, EPS, PBV dan ROA konstan, maka odds kinerja saham Out Perform sebesar 1,005415 kali lebih tinggi dari pada kinerja saham Under Perform.
6. Jika variabel Cash, Close, EPS, PBV dan PER konstan, maka odds kinerja saham Out Perform sebesar 68,78598 kali lebih tinggi dari pada kinerja saham Under Perform.

Dilihat dari matrik klasifikasi dengan cut off 50%, menghasilkan nilai overall classification rate sebesar 71,79%.

Kelima variabel Closing Price, EPS, ROA, PER dan PBV tidak mampu memprediksi kinerja saham yang positif karena mempunyai nilai probabilitas sebesar 0,1776 ; 0,1428; 0,1020; 0,1617; dan 0,2809 diatas tingkat signifikansi 0,10 atau pada  $\alpha$  10 %. Ketidak mampuan dalam memprediksi mungkin disebabkan :

1. Variabel *Closing Price* tidak mampu untuk memprediksi kategori kinerja saham yang out perform dalam kenyataannya harga penutupan atau harga pasar yang tinggi seperti terlihat dalam table 4.9 yang memperlihatkan nilai rata-rata positif selama lima tahun, pada kenyataannya belum mampu menunjukkan kinerja saham yang out perform, karena masih banyak faktor-faktor lain yang harus dipertimbangkan oleh investor misalkan kondisi ekonomi pada tahun pengamatan 1996-2000 yang tidak stabil. Kecenderungan Closing Price hanya mempengaruhi naik turunnya atau banyak tidaknya saham yang diperdagangkan dalam pasar bursa.
2. Earning Pre Share (EPS) yang dihasilkan selama lima periode penelitian tidak mampu untuk memprediksi tingkat kinerja saham yang bersifat out perform hal ini dapat disebabkan karena semakin kecilnya nilai net income after tax dan semakin besar saham-saham yang diterbitkan seperti diperlihatkan dalam table 4.5 sehingga menyebabkan tingkat earning pre share yang semakin tinggi sedangkan tingkat EPS yang semakin besar akan akanmenurunkan tingkat kinerja saham. Adanya tingkat perekonomian yang kurang stabil juga sangat mempengaruhi tinggi rendahnya earning pre share dari perusahaan

3. Return on asset (ROA) mempunyai nilai rata-rata yang negatif selama lima periode penelitian dapat dilihat dalam table 4.9 sehingga tidak mampu untuk memprediksi tingkat kinerja saham. Kondisi ini disebabkan adanya tingkat perekonomian yang terjadi selama periode pengamatan yang tidak stabil.
4. Price earning ratio (PER) yang dihasilkan selama lima periode penelitian menunjukkan nilai yang positif dapat dilihat dalam tabel 4.9, hasil ini mengindikasikan bahwa harga saham semakin tinggi sedangkan tingginya harga saham belum mampu untuk memprediksi tingkat kinerja dari saham yang bersifat out perform. Faktor perekonomian sangat mempengaruhi hasil penelitian selama lima periode pengamatan.
5. Price book value (PBV) yang dihasilkan selama lima periode pengamatan sangatlah rendah dapat diketahui dari tabel 4.9 sehingga dapat diindikasikan bahwa tingkat kinerja harga saham bila dilihat dari nilai buku saham tidak mampu untuk memprediksi tingkat kinerja dari saham yang bersifat *out perform*. Tingkat perekonomian yang kurang stabil sangat berpengaruh terhadap hasil prediksi.

Dari kelima variable yaitu *Closing Price*, *Earning pre Share (EPS)*, *Return On Asset (ROA)*, *Price Earning Ratio (PER)*, dan *Price Book Value (PBV)* yang tidak mampu untuk memprediksi tingkat kinerja saham yang *out perform* secara garis besarnya kemampuan dalam memprediksi tingkat kinerja saham sangat dipengaruhi oleh kondisi perekonomian yang kurang stabil yang terjadi pada saat periode pengamatan.

Sedangkan hasil dari saham-saham perusahaan yang masuk dalam kategori saham yang berkinerja unggul (*out perform*) dan saham-saham yang masuk dalam

kategori yang berkinerja rendah (*under perform*) dapat ditunjukkan dalam tabel 4.14 menunjukkan saham - saham perusahaan manufaktur yang berkinerja unggul (*out perform*).

**Tabel 4.12.**  
**Saham-saham Perusahaan Manufaktur yang Berkinerja Unggul (Out Perform) Selama Lima Tahun Periode Pengamatan**

No	Sub Kelompok Industri	Kelompok Industri Mempunyai Kinerja Out perform	Jumlah	Kategori Saham	
				Out perform	Under perform
1	Basic Industry and Chemicals	Metal and allied products (2); Chemicals (2); Plastic and Packaging (3)	7	7	32
2	Miscellaneous Industry	Machinery & Heavy equipment (2); automotive & components (7); Textile Garment (5); footwear (1); cable (1); electronic (1); Other (1)	18	18	27
3	Consumers Goods Industry	Food & beverages (8); Tobacco manufacturer (2); Pharmaceuticals (4); Cosmetic & household (2)	16	16	17
Jumlah			41	41	76

Sumber : data sekunder yang diolah

Dari tabel tersebut tampak dengan jelas ada 41 perusahaan yang masuk dalam kategori out perform sedangkan 76 perusahaan masuk dalam kategori saham yang under perform. Dari 41 perusahaan yang masuk dalam kategori *out perform* terdiri dari 7 perusahaan yang masuk dalam sub kelompok basic industry and chemicals terdiri dari (2) *metal and allied products*; (2) *chemicals* dan (3) *plastic and packaging*. Sedangkan 18 perusahaan yang masuk dalam sub kelompok marcellaneous industry yaitu (2) *machinery and heavyequipment*; (7) *automotive and component*; (5) *textile, garment*; (1) *footware*; (1) *cable*; (1) *electronic* dan (1) *other*. Untuk sub kelompok consumers goods industry ada 16

perusahaan yang terdiri dari (8) *food and beverages*; (2) *tobacco manufacturer*; (4) *Pharmaceuticals* dan (2) *cosmetic and household*.

Berdasarkan uraian tersebut dapat terlihat dengan jelas bahwa untuk periode 1996 sampai dengan periode 2000 perusahaan manufaktur yang sahamnya mempunyai kinerja tidak unggul (*under perform*) berjumlah lebih besar dari perusahaan yang mempunyai kinerja saham unggul (*out perform*). Hal ini mungkin disebabkan adanya kondisi perekonomian di Indonesia yang tidak stabil sehingga menyebabkan para investor dalam negeri dan luar negeri kurang berminat untuk menanamkan modal, karena tidak mencapai hasil yang maksimal.

## BAB V

### SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

#### 5.1. Simpulan

Berdasarkan pada hasil penelitian dan analisis yang telah dilakukan pada periode 31 Desember 1996 sampai dengan 31 Desember 2000 maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut :

1. Dari berbagai hal yang telah diuraikan dalam penelitian pada periode 31 Desember 1996 sampai dengan 31 Desember 2000, sebagian besar industri di Indonesia khususnya pada sektor manufaktur terkena adanya krisis moneter yang ditandai dengan saham-saham yang mempunyai kinerja under perform sebanyak 76 perusahaan dari 117 perusahaan yang digunakan sebagai sampel.
2. Sebagian besar perusahaan-perusahaan yang masuk dalam kategori saham berkinerja unggul (*out perform*) berasal dari saham dalam sub kelompok *Macellaneous Industry* sebanyak 18 perusahaan sedangkan sisanya 16 perusahaan berasal dari *Consumer good Industry* dan hanya 7 perusahaan yang bersal dari *Basic Industry and Chemical Industry*.
3. Pada periode 31 Desember 1996 sampai dengan 31 Desember 2000 dalam penelitian saham-saham perusahaan manufaktur yang mempunyai kinerja tidak unggul (*under perform*) lebih besar daripada saham-saham perusahaan yang berkinerja unggul (*out perform*), yaitu 65% berkinerja under perform dan 35% berkinerja out perform .

4. Perusahaan-perusahaan yang cenderung mempunyai nilai Cash flow positif cenderung mempunyai return saham di atas total return rata-rata sehingga saham perusahaan tersebut bisa masuk dalam kategori *out perform*.
5. Dari model logistic regression dapat diketahui bahwa hanya variabel Cash flow yang mampu memprediksi secara positif kinerja saham yang *out perform* dengan tingkat signifikan pada probabilitas 0,0861 pada tingkat  $\alpha$  10 %. Sedangkan ketepatan model secara keseluruhan adalah 0,7179 atau 71,79%.
6. Ke-lima variable Closing Price, Earning per Share (EPS), Return on Asset (ROA), Price Earning Ratio (PER), dan Price Book Value (PBV) tidak mampu untuk memprediksi tingkat kinerja saham yang bersifat *out perform* karena disebabkan adanya kondisi perekonomian yang tidak stabil pada saat dilakukan penelitian

## 5.2. Implikasi Kebijakan

Implikasi kebijakan yang dapat diperoleh dari penelitian ini adalah:

1. Sebaiknya investor harus lebih jeli dalam melakukan investasi karena dengan adanya fenomena ini pada tahun dilakukan penelitian banyak perusahaan manufaktur yang mengalami perkembangan surut. Sehingga perlu melihat dari berbagai faktor yang ada tidak hanya dari faktor mikro ekonomi.
2. Berdasarkan dari hasil analisis dapat terindikasi bahwa para investor untuk jangka yang lebih panjang perlu menggunakan variabel fundamental perusahaan sebagai alat dalam memprediksi kinerja tiap-tiap saham yang akan dijadikan portofolionya.

3. Bagi perusahaan dari hasil penelitian ini, variabel cash flow dapat dijadikan sebagai variabel yang strategik sebagai bahan pertimbangan kebijakan manajemen perusahaan dalam penganalisaan dan sumber penyediaan informasi yang berguna bagi perusahaan dalam mengetahui penggunaan kas baik yang masuk maupun yang keluar dari berbagai aktivitas operasi, investasi dan finansial yang pada akhirnya sangat bermanfaat bagi peningkatan nilai perusahaan juga berfungsi sebagai alat kontrol perusahaan.

### 5.3. Keterbatasan Penelitian

Seperti yang telah diuraikan bahwa hasil penelitian ini tidak menggunakan periode tahun pengamatan yang stabil, sehingga hasil yang diperoleh belum optimal dan dengan sampel yang masih terbatas yaitu industri manufaktur. Faktor-faktor fundamental keuangan yang digunakan juga terbatas pada *closing price*, *return on assets (ROA)*, *earning per share (EPS)*, *Price earning ratio (PER)*, *cash flow* dan *price to book value (PBV)*. Diperkirakan akan lebih mendapatkan hasil yang lebih optimal bila dimasukkan variabel-variabel makro ekonomi (tingkat suku bunga, nilai kurs rupiah terhadap valuta asing, neraca pembayaran, besarnya tingkat ekspor dan impor) sedangkan keterbatasan yang tidak dapat dimasukkan dalam penelitian ini adalah berbagai kondisi ekonomi yang sedang berlangsung disuatu negara. Sedangkan untuk variabel non ekonomi (kondisi politik suatu negara) mungkin berpengaruh secara signifikan terhadap nilai kinerja saham baik yang bersifat out perform maupun yang bersifat under perform.

#### 5.4. Saran Penelitian Mendatang

Adanya kemampuan tingkat prediksi hanya terbatas pada variabel Cash flow yang secara positif mampu memprediksi kinerja saham unggul (out perform) dengan tingkat signifikan pada probabilitas 0,0861, tingkat  $\alpha$  10 % dan ketepatan model secara keseluruhan adalah 0,7179 atau 71,79% apabila diujikan dengan menggunakan metode *logistic regression*. Mengindikasikan bahwa masih ada variabel-variabel yang cukup besar yang perlu dimasukkan dalam penelitian. Variabel-variabel tersebut mungkin dari variabel-variabel makro ekonomi seperti tingkat suku bunga, nilai kurs rupiah terhadap valuta asing, nilai ekspor impor, neraca pembayaran, dan berbagai kondisi ekonomi yang telah terjadi serta dari variabel non ekonomi seperti kondisi politik.

Disamping itu perlu dilakukan perluasan dalam penelitian yang akan datang dengan menghubungkan antara variabel makro ekonomi dengan non ekonomi terhadap tingkat kinerja saham, serta disarankan untuk lebih memperpanjang periode penelitian.

Diperlukan sampel yang lebih besar lagi yang dapat diambil dari seluruh perusahaan yang telah melakukan go publik di Bursa Efek Jakarta agar penelitian selanjutnya lebih tergeneralisasi.

## DAFTAR REFERENSI

- Ang, Robert, 1997. *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia*, 1<sup>st</sup> Edition. Mediasoft Indonesia.
- Chan, Hamao, and Lakonishok, 1993. "Can Fundamentals, Predict Japanese Stock Returns?". *Financial Analysis Journal*. July – August. PP. 63 – 69.
- Elton, J. Edwin and J. Martin Gruber, 1995. *Modern Portfolio Theory and Investment Alalysis*. John Wriley and Son Inc.
- Farid Haryanto, 1998. *Perangkat dan Teknik Analisis Investasi*. PT. BEJ Jakarta.
- Grigham Eugene, F. Gapenski Louis, C. and Daves Phillip, 1999. *Intermediate Financial Management*. Sixth Edition. The Dryden Press. Harcourt Brace College Publishers.
- Gujarati, D.N, 1999. *Basic Econometric*. Third Edition. Mc Graw-Hill Inc. Singapore.
- Handoyo Wibisono, 1997 *Manajemen Modal Kerja*, Penerbit Universitas Atmajaya Yogyakarta.
- Horne, J.C. 1992. *Financial Management and Policy*, 9<sup>th</sup> Ed. Englewood Cliff, Prentice Hill.
- [Http://www2ChasNesu.Edu/Garson/Pa765/LogisticRegression.Htm](http://www2ChasNesu.Edu/Garson/Pa765/LogisticRegression.Htm). 6/26/2001.
- Imam Ghozali, 2001. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*, Badan Penerbit Universitas Diponegoro Semarang.
- Jogiyanto, 2000. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi 2. BPFE Yogyakarta.
- Jones, C. Robert, 1990. "Designing Factor Models for Different Types of Stock: What's Good for The Goose Ain't Always Good for The Sander", *Financial Analysis Journal*. March - April. PP. 25 - 30.
- Marzuki Usman, Singgih R, Syahrir, I, 1997. *Pengetahuan Dasar Pasar Modal*. Penerbit Jurnal Keuangan dan Moneter. Jakarta.
- Mas'ud Machfoedz, 1999. "Profil Kinerja Finansial Perusahaan-Perusahaan Yang Go Public di Pasar Modal Asean". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol. 14, No. 3 PP 56 – 72.
- Mudrajat Kuncoro, 2001, *Metode Kuantitatif Teori dan Aplikasi untuk Bisnis dan Ekonomi*, YKPN Yogyakarta.

- Pooh, J. Taylor and C.W.R. Ward, 1992. "Portfolio diversification : A Pictorial Analysis of The U.K. Stock Market." *Journal of Business Finance and Accounting*.
- Salamah Wahyuni,1993, *Metodologi Penelitian Bisnis*, Penerbit Universitas Sebelas Maret, Surakarta.
- Singih Santoso, 2000. "*SPSS Profesional*". Penerbit PT. Elex Media Komputindo. Kelompok Gramedia Jakarta.
- Sorensen, Miller and Ooi, 2000. "The Decision Tree Approach to Stock Selection". *The Journal of Portofolio Management*. PP. 42 – 52.
- Suad Husnan, 1994. *Dasar-dasar Teori portofolio dan Analisis Sekuritas*. Edisi Penerbit UUP AMP YKPN. Yogyakarta.
- Sunariyah, 1997. "Teori Portofolio". *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. Penerbit UUP AMP YKPN. Yogyakarta
- Syahyunan, 1997. *Pengaruh Probabilitas dan Nilai Pasar Perusahaan Terhadap Perubahan Harga Saham pada Perusahaan Go Publik di BEJ*. Tesis Program Pasca Sarjana UGM (tidak dipublikasikan).
- Syamsul Bahri, 1996. *Analisis Beberapa Faktor Yang Mempengaruhi Perubahan Harga Saham Perusahaan Publik di BEJ*. Tesis Program Pasca Sarjana Universitas Gadjah Mada (tidak dipublikasikan).
- Trone, Donald B. and W.R. Allright, 1996. "The Procedurally Prudent Investment Process". *Journal of Asset Protection* 4.
- Van Horne, James C. John M. Wachowiez. Jr. 1995. *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan*. Edisi 9. Salemba Empat, Simon & Schuster (Asia). Pte. Ltd. Prentice – Hill.
- Wild John, J. Bern Stain, Leopold, A. and Subramanyam, K.R. 2001. *Financial Statement Analysis*. Seventh Edition. Mc Graw-Hill Inc. Singapore.

## DAFTAR RIWAYAT HIDUP

Nama : Yuni Utami  
Tempat/Tgl Lahir : Pemalang, 16 Juni 1976  
Agama : Islam  
Alamat : Jl. Raya Pekajangan No. 99 Kedungwuni Pekalongan

### Riwayat Pendidikan :

1982 - 1988 : SDN Kendalsari 01, Petarukan, Pemalang  
1988 - 1991 : SMPN 1 Petarukan, Pemalang  
1991 - 1994 : SMAN 1 Pemalang  
1995 - 1999 : Jurusan Ilmu Manajemen Ekonomi Universitas Semarang

### Riwayat Kursus :

- Bahasa Inggris Di Asia Pasific Semarang, Sampai Tingkat Elementary
- Bahasa Inggris Di Departement Of Education And Culture Diponegoro University Service English Unit Semarang Toefl Class
- Komputer Operator Windows Di Lembaga IKIN Semarang