

**ANALISIS PENGARUH INDEKS PASAR  
MODAL DUNIA TERHADAP INDEKS PASAR  
MODAL LOKAL DI ASIA PASIFIK**



**TESIS**

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

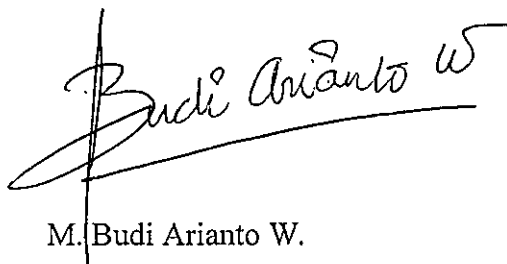
Oleh :  
**M. Budi Arianto W.**  
**NIM C4A000262**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN  
PROGRAM PASCA SARJANA  
UNIVERSITAS DIPONEGORO  
SEMARANG  
2002**



### *Sertifikasi*

Saya, *M. Budi Arianto W.*, yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program magister manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya.



M. Budi Arianto W.

24 September 2002

## PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul :

### **ANALISIS PENGARUH INDEKS PASAR MODAL DUNIA TERHADAP INDEKS PASAR MODAL LOKAL DI ASIA PASIFIK**

yang disusun oleh M. Budi Arianto W., NIM. C4A000262  
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 20 September 2002  
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima.

Pembimbing Utama

Drs. Kholiq Mahfud, MSi

Pembimbing Anggota

Dra. Irene Rini DP, ME.

Semarang, 20 September 2002  
Universitas Diponegoro  
Program Pasca Sarjana  
Program Studi Magister Manajemen  
Kelembagaan Program



Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo

*kupersembahkan teruntuk :*  
*Papa, Mama dan Kakak Tersayang*  
*yang selalu memberikan dorongan dan*  
*semangat.*

## ABSTRACT

*In effort to optimize of the profit will get investor from international diversification policy, so must know how to influence each the capital market institution dan relationship toward another the capital market. Because integration capital market actually is price stock in a capital market influenced not only domestic factors but also factors from market outside. With the result that move of the market indeks can also to influence move the other market indeks.*

*The purpose of result is know and analisis integration capital market condition from the stoks exchange in Asian Pacific (Jakarta, Singapura, Kuala Lumpur, Bangkok, Manila, Hong Kong, Seoul, Taipei, Tokyo, Sydney dan Wellington). The data of using is data from market indeks and foreign exchange money from 15 countries in the world from January 1999 to December 2001. The analisis instrument of using is regression of linear where the testing is done what  $\beta$  value sigificant on level 5% or not. If with use 2 world market indeks (Dow Jones World Index dan Average World Index) in fact show coefficient  $\beta$  significant on level 5% can classified as stock exchange which integrated. On the contrary in not significant both it classified as the stock exchange segmented, And if once significant so classified as bentuk antara.*

*The result of research how that the stock exchange in Asian Pasific integrated with world stock exchange, but spesial for Jakarta did not integrated as full yet. The matter is evidence from result of regression 10 stock exchanges in Asian Pasific on change profit level market indeks each stock exchange to Dow Jones World Index and Average World Index show significant on level 5%. But for Jakarta stock exchange shoe significant to just Average World Index.*

## ABSTRAK

Dalam upaya mengoptimalkan manfaat yang akan diperoleh investor dari kebijaksanaan diversifikasi internasional maka harus mengetahui bagaimana hubungan dan pengaruh masing-masing institusi pasar modal tersebut terhadap pasar modal lainnya, karena integrasi pasar modal pada dasarnya adalah harga saham di suatu pasar modal dipengaruhi bukan hanya oleh faktor-faktor domestik saja tetapi dipengaruhi juga faktor-faktor dari luar sehingga pergerakan suatu indeks pasar turut juga mempengaruhi pergerakan indeks pasar lainnya.

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menganalisis dan mengetahui kondisi integrasi pasar modal dari bursa-bursa di Asia Pasifik setelah terjadinya krisis ekonomi. Bursa-bursa yang diteliti dalam penelitian ini adalah 11 bursa di Asia Pasifik (Jakarta, Singapura, Kuala Lumpur, Bangkok, Manila, Hong Kong, Seoul, Taipei, Tokyo, Sydney dan Wellington). Data yang digunakan adalah data mingguan market indeks dan data nilai tukar valuta asing terhadap US Dollar dari 15 negara dunia dari Januari 1999 – Desember 2001. Alat analisis yang digunakan adalah regresi linear dimana pengujian dilakukan apakah nilai  $\beta$  signifikan pada level 5% atau tidak. Apabila dengan menggunakan 2 market indeks dunia (*Dow Jones World Index* dan *Average World Index*) ternyata menunjukkan koefisien  $\beta$  signifikan pada level 5% dapat diklasifikasikan sebagai bursa yang terintegrasi. Sebaliknya apabila tidak signifikan keduanya maka diklasifikasikan sebagai bursa yang tersegmentasi. Dan apabila hanya salah satu yang signifikan maka diklasifikasikan sebagai bursa bentuk antara.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa bursa di Asia Pasifik telah terintegrasi dengan bursa-bursa dunia, tetapi khusus untuk bursa di Indonesia belum terintegrasi secara penuh (bentuk antara). Hal ini dibuktikan dari hasil regresi 10 bursa di Asia Pasifik atas perubahan tingkat keuntungan market indeks masing-masing bursa terhadap perubahan tingkat keuntungan *Dow Jones World Index* dan *Average World Index* menunjukkan adanya signifikansi pada level 5%. Tetapi untuk bursa Jakarta menunjukkan adanya signifikansi terhadap *Average World Index*.

## UCAPAN TERIMA KASIH

Puji syukur penulis panjatkan kepada Tuhan Yang Maha Kuasa, karena atas rahmat dan karunia-Nya penulis dapat menyelesaikan penyusunan tesis ini sebagai salah satu syarat untuk menyelesaikan studi pada Program Studi Magister Manajemen UNDIP Semarang. Selanjutnya penulis ingin menyampaikan ucapan terima kasih yang sedalam-dalamnya kepada yang terhormat :

1. Bapak Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo selaku Direktur Program Studi Magister Manajemen UNDIP.
2. Bapak Drs. Kholiq Mahfud, MSi, selaku pembimbing utama yang selalu membimbing dan memberikan arahan dalam penyusunan tesis ini.
3. Ibu Dra. Irene Rini DP., ME, selaku pembimbing anggota yang telah berkenan memberikan petunjuk teknis dan saran berguna dalam penyelesaian tesis ini.
4. Pengelola, staf pengajar, staf administrasi, staf lab. komputer (Mbak Wati dan kawan-kawan) serta karyawan Program Magister Manajemen UNDIP yang telah memberikan bantuan dan sumbangsuhnya.
5. Papa, Mama, Kakak dan Tante Lies yang dengan doa yang tulus dan telah banyak mendampingi dalam menyelesaikan studi.
6. Sahabat-sahabatku Mas Anis, Beni, Lanny, Hani, Dyah, Anik, Ribkah dan angkatan XIV pagi dan pihak lain yang selalu memberikan semangat untuk segera menyelesaikan tesis ini.

Tak ada gading yang tak retak, bagaimanapun juga penelitian ini masih jauh untuk mendekati kesempurnaan. Peneliti berharap, banyak penelitian yang akan datang lebih kaya dengan pengembangan ilmiah. Semoga karya sederhana ini memberi manfaat bagi pihak-pihak yang memerlukan.

Semarang, 20 September 2002

M. Budi Arianto W.

## DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL.....	i
SURAT PERNYATAAN KEAHLIAN TESIS.....	ii
HALAMAN PERSETUJUAN DRAFT TESIS.....	iii
HALAMAN PENGESAHAN TESIS.....	iv
HALAMAN MOTTO / PERSEMBAHAN .....	v
ABSTRACT .....	vi
ABSTRAK .....	vii
UCAPAN TERIMA KASIH.....	viii
DAFTAR TABEL .....	xiii
DAFTAR GAMBAR .....	xv
DAFTAR LAMPIRAN.....	xvi
DAFTAR RUMUS.....	xvii
BAB I PENDAHULUAN.....	1
1.1. Latar Belakang Masalah.....	1
1.2. Perumusan Masalah.....	5
1.3. Tujuan Penelitian.....	5
1.4. Kegunaan Penelitian.....	6

BAB II	TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL.....	7
2.1.	Konsep-Konsep Dasar.....	7
2.1.1.	Pasar modal.....	7
2.1.2.	Teori Portofolio.....	8
2.1.2.	Portofolio Internasional.....	10
2.1.3.	Pasar Modal Terintegrasi Penuh Dan Pasar Modal Tersegmentasi Penuh.....	22
2.2.	Alasan Pemilihan Model.....	20
2.3.	Pengembangan Kerangka Berpikir Manajerial.....	21
2.4.	Hipotesis.....	28
2.5.	Definisi Operasional.....	29
BAB III	METODE PENELITIAN.....	31
3.1.	Obyek Penelitian.....	31
3.2.	Jenis Data Dan Pengumpulan Data.....	31
3.3.	Teknik Analisis Data.....	32
3.3.1.	Analisis Regresi Berganda.....	33
3.3.2.	Analisis Integrasi.....	34
3.3.3.	Uji t.....	35
BAB IV	PEMBAHASAN .....	36
4.1.	Gambaran Umum Obyek Penelitian dan Data Deskriptif.....	36
4.1.1.	Gambaran Umum Kondisi Ekonomi di Asia Pasifik.....	36
4.1.2.	Gambaran Tentang Market Indeks.....	39

4.1.3. Gambaran Tentang Nilai tukar Mata Uang.....	41
4.2. Proses dan Hasil Analisis.....	42
4.2.1. Tingkat Keuntungan dan Resiko Dari Bursa-Bursa di Asia Pasifik.....	42
4.2.2. Korelasi Antar Bursa di Asia Pasifik.....	45
4.2.3. Pengujian dengan Menggunakan Asumsi Klasik.....	47
1. Pengujian Normalitas.....	47
2. Pengujian Autokorelasi.....	49
3. Uji Multikolinieritas.....	50
4. Uji Heteroskedastisitas.....	51
4.2.4. Hasil Analisis Regresi.....	52
1. Bursa Jakarta.....	52
2. Bursa Singapura.....	53
3. Bursa Kuala Lumpur.....	54
4. Bursa Bangkok.....	55
5. Bursa Manila.....	56
6. Bursa Hong Kong.....	57
7. Bursa Seoul.....	58
8. Bursa Taipei.....	59
9. Bursa Tokyo.....	60
10. Bursa Sydney.....	61
11. Bursa Wellington.....	62
4.3. Pengujian Hipotesis.....	63

## BAB V KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5.1. Kesimpulan.....	65
5.2. Implikasi Kebijakan.....	69
5.3. Agenda Penelitian Mendatang.....	70

## DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 2.1. Tabel Hasil-Hasil Penelitian Terdahulu.....	18
Tabel 4.1. Tabel Nama Bursa dan Nama Index .....	38
Tabel 4.2. Tabel Pergerakan Market Indeks.....	39
Tabel 4.3. Tabel Pergerakan Nilai Tukar Terhadap US Dollar.....	42
Tabel 4.4. Tabel Resiko Domestik, Resiko Valuta Asing, Resiko Asing dan Kvd.....	43
Tabel 4.5. Tabel Rata-Rata Tingkat Keuntungan Domestik, Asing, dan Valuta Asing.....	45
Tabel 4.6. Tabel Koefisien Korelasi Antar Tingkat Keuntungan Market Indeks Setelah Dikonversi Ke US Dollar.....	46
Tabel 4.7. Tabel Hasil Pengujian Normalitas.....	48
Tabel 4.8. Tabel Hasil Pengujian Autokorelasi.....	50
Tabel 4.9. Tabel Hasil Uji t Terhadap Bursa Jakarta.....	52
Tabel 4.10. Tabel Hasil Uji t Terhadap Bursa Singapura.....	53
Tabel 4.11. Tabel Hasil Uji t Terhadap Bursa Kuala Lumpur.....	54
Tabel 4.12. Tabel Hasil Uji t Terhadap Bursa Bangkok .....	55
Tabel 4.13. Tabel Hasil Uji t Terhadap Bursa Manila.....	56
Tabel 4.14. Tabel Hasil Uji t Terhadap Bursa Hong Kong.....	57
Tabel 4.15. Tabel Hasil Uji t Terhadap Bursa Seoul.....	58
Tabel 4.16. Tabel Hasil Uji t Terhadap Bursa Taipei.....	59
Tabel 4.17. Tabel Hasil Uji t Terhadap Bursa Tokyo.....	60

Tabel 4.18. Tabel Hasil Uji t Terhadap Bursa Sydney.....	61
Tabel 4.19. Hasil Uji t Terhadap Bursa Wellington.....	62
Tabel 4.20. Hasil Analisis Integrasi Pasar Modal di Asia Pasifik.....	63

## DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1. Kerangka Pemikiran Teoritis.....	27

## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1. Data Market Indeks dan Kurs Valas

Lampiran 2. Tabel Frequencies Market Indeks Lokal, Market Indeks dalam US Dollar, Valas, Return Market Indeks Lokal, dan Return Market Indeks dalam US-Dollar.

---

Lampiran 3. Hasil Asumsi Klasik dan Hasil Pengujian Hipotesis

## DAFTAR RUMUS

	Halaman
Rumus 2.1. Rumus Model Indeks Tunggal.....	9
Rumus 2.2. Rumus Resiko Bagi Pemodal Asing.....	22
Rumus 2.3. Rumus Resiko Bagi Pemodal Domestik.....	23
Rumus 2.4. Rumus Resiko Valuta Asing.....	23
Rumus 2.5. Rumus Simple Market Model.....	25
Rumus 2.6. Rumus Tingkat Keuntungan Pasar Lokal.....	30
Rumus 2.7. Rumus Tingkat Keuntungan Pasar Dunia.....	30
Rumus 2.8. Rumus Tingkat Perubahan Valuta Asing.....	30
Rumus 2.9. Rumus Regresi Berganda.....	33
Rumus 2.10. Rumus Simple Market Model.....	33

# BAB I PENDAHULUAN

## 1.1. Latar Belakang Masalah.

Keberadaan pasar modal diperlukan sebagai alternatif sistem perbankan dalam memobilisasi dana masyarakat yang akan dialokasikan untuk investasi jangka panjang. Investasi menurut Koetin (1993) merupakan penggunaan uang untuk obyek-obyek tertentu dengan tujuan bahwa nilai obyek tersebut selama jangka waktu investasi akan meningkat, paling tidak bertahan, dan selama jangka waktu itu. Pertimbangan akan tingkat resiko dan tingkat keuntungan selalu menjadi bahan pertimbangan dalam keputusan yang diambil oleh para investor dalam berinvestasi.

Pasar modal merupakan pertemuan dan penawaran akan dana jangka panjang yang dapat dengan mudah ditransfer. Kalau tidak ada pasar modal maka akses ke sumber dana yang tersedia secara efisien akan berkurang dan perusahaan akan menanggung biaya modal yang lebih tinggi, atau bahkan mengurangi kegiatan usahanya yang pada akhirnya akan menyebabkan kegiatan perekonomian nasional secara umum terganggu. Keberhasilan pembentukan pasar modal dipengaruhi oleh permintaan dan penawaran tertentu.

Menurut Suad Husnan (1993) ada dua fungsi yang dijalankan suatu pasar modal, yaitu :

COPY - PUSTAKA - UNDIP

1. Fungsi ekonomi.

Dalam fungsi ekonominya maka pasar modal menyediakan fasilitas untuk mengalokasikan dana jangka panjang secara efisien dari pihak yang memiliki dana kepada pihak yang memerlukan dana.

2. Fungsi keuangan.

Fungsi keuangan dilakukan dengan membuka kemungkinan pemilik dana untuk memperoleh keuntungan atau imbalan sesuai dengan karakteristik investasi yang mereka pilih.

Pasar modal yang terdapat di berbagai negara umumnya membuka diri terhadap pemodal asing untuk membeli sekuritas-sekuritas yang diperdagangkan di bursa-bursa tersebut, meskipun kadang-kadang disertai dengan batasa-batasan tertentu. Bagi pemodal asing, kesempatan untuk membeli sekuritas di bursa-bursa tersebut memungkinkan mereka melakukan diversifikasi investasi secara internasional tanpa harus melakukan investasi langsung (*direct investment*).

Pertimbangan resiko dan keuntungan selalu mendasari keputusan pemodal, termasuk pemodal dalam melakukan diversifikasi internasional. Disamping itu dilihat dari institusi pasar modal lainnya dan sistem ekonomi dunia yang semakin mengglobal dan transparan semestinya dapat dimanfaatkan oleh para investor untuk dapat meraih manfaat melalui diversifikasi internasional.

Dalam upaya mengoptimalkan manfaat yang akan diperoleh investor dari kebijaksanaan diversifikasi portofolio internasionalnya semestinya harus mengetahui bagaimana hubungan dan pengaruh masing-masing institusi pasar modal tersebut.

terhadap lainnya. Shapiro (1996) mengatakan diversifikasi internasional dilakukan agar memperoleh tingkat resiko lebih kecil dibandingkan diversifikasi domestik dengan tingkat keuntungan yang sama. Manfaat yang diperoleh dari diversifikasi internasional disebabkan karena saham-saham pembentuk portofolio internasional berkorelasi lebih rendah dibandingkan saham-saham yang membentuk portofolio domestik. Menurut Elton dan Gruber (1995) hal-hal yang perlu diperhatikan dalam diversifikasi internasional antara lain adalah koefisien korelasi antar tingkat keuntungan market indeks pasar modal, tingkat resiko yang ada pada masing-masing pasar modal, dan tingkat keuntungan pada masing-masing pasar modal.

Portofolio yang efisien dalam pengukuran investasi salah satunya tergantung pada pasar modal dunia, yang dimaksud disini apakah pasar modal terintegrasi atau pasar modal tersegmentasi. Jika pasar modal terintegrasi, maka pilihan investasi yang paling tepat bagi para investor adalah melakukan portofolio domestik (Jogiyanto, 1998). Integrasi pasar modal pada dasarnya adalah harga saham disuatu pasar modal dipengaruhi bukan hanya oleh faktor-faktor domestik tetapi dipengaruhi juga faktor-faktor dari luar sehingga pergerakan suatu indeks pasar turut juga mempengaruhi pergerakan indeks pasar lainnya.

Penelitian Pudjiastuti dan Suad Husnan (1994) mengenai diversifikasi internasional menunjukkan adanya suatu *integrated markets* di beberapa pasar modal seperti Tokyo, Hong Kong, dan Singapura, beberapa diantaranya bisa dikatakan berada dalam suatu bentuk antara (pasar modal di Kuala Lumpur dan Wellington), sedangkan lainnya diklasifikasikan *segmented markets*.

Penelitian Surya (2000) tentang integrasi pasar modal di Eropa menunjukkan terjadinya integrasi pasar modal. Pergerakan harga saham di bursa-bursa di dunia mempengaruhi secara signifikan terhadap 11 bursa di Eropa (Austria, Belgium, Britain, Denmark, France, Germany, Italy, Netherland, Spain, Sweden dan Swiss). Adapun perkembangan muktahir di Bursa London ialah dengan adanya kebijaksanaan deregulasi yang disebut *The Big Bang* pada tanggal 27 Oktober 1986. Deregulasi ini menghapuskan tarif komisi, kemudahan listing dan sistem transaksi canggih elektronik. Belanda juga secara agresif siap menghadapi pasar tunggal Eropa dan bertekad menjadikan Amsterdam sebagai *Financial Gateway of Continental Europe* melalui deregulasi dan internasionalisasi. Salah satunya adalah pola *Amsterdam Security Account System* (ASAS) menghemat biaya investor sekitar 0,5%. Bursa Toronto di Canada menerapkan sistem pandangan elektronik yang disebut CATS (*Computer Assisted Trading System*) yang kemudian diadopsi oleh pasar pasar modal lainnya didunia termasuk di Perancis. Sekuritas ekuitas Eropa atau *Euroequity issues* adalah sekuritas yang pada awalnya dijual kepada investor di beberapa pasar nasional (AS) oleh sindikat internasional. Adanya *Euroequity issues* menunjukkan bahwa Eropa membuka diri terhadap investor asing dengan menjual *Euroequity issues* di Amerika Serikat yang merupakan pusat pasar saham dunia. Mulai tanggal 1 Januari 1999, 11 negara Uni Eropa memberlakukan mata tunggal yaitu Euro (Bowe dan Mylonidis, 1999).

Penelitian Harjum Muharam (2001) mengenai integrasi Bursa Efek Jakarta dengan pasar modal dunia menghasilkan informasi bahwa BEJ memang telah

terintegrasi dengan pasar modal dunia walaupun hanya integrasi parsial (karena data indeks yang digunakan dihitung dengan rupiah, sehingga analisis ini hanya dilihat dari sudut pandang orang Indonesia).

Penelitian ini memilih kawasan Asia Pasifik karena semakin dekatnya perdagangan bebas AFTA (2004) dan APEC (2010) menyebabkan kawasan Asia Pasifik diperkirakan semakin terintegrasi.

### **1.2. Perumusan Masalah.**

Dari latar belakang masalah diatas maka permasalahan dapat dirumuskan dalam pertanyaan penelitian sebagai berikut :

1. Bagaimana kondisi integrasi pasar modal dari bursa-bursa di Asia Pasifik setelah terjadinya krisis ekonomi ?
2. Bursa-bursa mana saja di Asia Pasifik yang telah terintegrasi ?

### **1.3. Tujuan Penelitian.**

Tujuan dari penelitian ini adalah :

1. Menganalisis kondisi integrasi bursa-bursa negara di Asia Pasifik setelah terjadinya krisis ekonomi.
2. Menganalisis bursa-bursa mana saja di Asia Pasifik yang telah terintegrasi.

#### 1.4. Kegunaan Penelitian.

Kegunaan dari penelitian adalah :

1. Membantu para investor terutama investor sekuritas dalam merancang dan menentukan kebijaksanaan diversifikasi investasi sekuritas internasional dengan mengetahui pasar modal mana saja yang tergolong *fully integrated markets* dan pasar modal yang termasuk *fully segmented markets*.
2. Mendorong pemerintah membantu terbentuknya pasar modal *fully integrated markets* Asia Pasifik khususnya di Bursa Efek Jakarta.

## **BAB II**

### **TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL**

#### **2.1. Konsep-Konsep Dasar.**

##### **2.1.1. Pasar modal.**

Pasar modal atau bursa efek adalah salah satu jenis pasar dimana para pemodal tertentu menjual atau membeli surat-surat berharga atau efek. Kata efek berasal dari Bahasa Belanda yaitu *effecten*. Menurut Koetin (1996) dalam bukunya “Analisis Pasar Modal” menulis bahwa menurut pengarang Belanda B. de Smalen, istilah *effecten* berasal dari bahasa latin *effectus* yang berarti dalam kata benda “pelaksanaan” sedangkan sebagai kata sifat artinya “sempurna”.

Menurut Suad Husan (1993) pasar modal didefinisikan sebagai pasar untuk berbagai instrumen keuangan (sekuritas) jangka panjang yang dapat diperjual belikan, baik dalam bentuk hutang ataupun modal sendiri yang diterbitkan pemerintah, perusahaan publik, maupun swasta. Pasar modal merupakan salah satu bentuk lembaga keuangan non bank sebagai sarana untuk memperluas sumber-sumber pembiayaan perusahaan.

Mobilisasi dana yang dilakukan melalui pasar modal dilakukan secara langsung tanpa harus melalui lembaga perbankan. Pengurangan keterkaitan unsur perbankan dalam memobilisasi dana ini membawa daya tarik tersendiri bagi para pemodal maupun peminjam. Keberadaan pasar modal juga memungkinkan perusahaan menghimpun dana dalam bentuk modal sendiri, sehingga dapat menghindari posisi

hutang yang terlalu tinggi karena hutang terlalu tinggi akan memperbesar peluang bagi perusahaan untuk mengalami kebangkrutan.

### **2.1.2. Teori Portofolio.**

Shapiro mengatakan bahwa diversifikasi internasional dilakukan agar memperoleh tingkat resiko lebih kecil dibandingkan dengan diversifikasi domestik dengan tingkat return yang sama (Surya 2000). Diversifikasi mengisyaratkan pilihan suatu portofolio. Jika ada saham mempunyai tingkat keuntungan yang sama tetapi mempunyai tingkat resiko yang berbeda, maka para investor akan memilih saham yang mempunyai resiko lebih rendah, atau ada dua saham yang mempunyai resiko sama tetapi memberikan tingkat keuntungan yang berbeda maka investor akan memilih saham yang mempunyai tingkat keuntungan lebih tinggi. Semakin berfluktuasi keuntungan suatu saham maka semakin tinggi resiko yang harus ditanggung oleh para pemodal, tetapi semakin tinggi pula tingkat keuntungan yang disyaratkan atau secara statistik *mean*nya. Tujuan dari diversifikasi saham adalah untuk mengurangi fluktuasi keuntungan yang diharapkan oleh para pemodal, dengan cara memiliki saham bukan hanya satu jenis. Alasan dibalik keputusan tersebut adalah tingkat keuntungan yang diperoleh dari masing-masing jenis saham cenderung mengkompensasi, sehingga resiko yang dihadapi tidak terlalu besar.

Teori portofolio pertama kali dipublikasi oleh Harry Markowitz. Teori ini didasarkan pada kenyataan bahwa pada umumnya para pemodal dalam surat-surat berharga tidak menginvestasikan seluruh dana yang dimilikinya pada satu jenis

saham. Tetapi membagi-baginya dalam berbagai jenis saham atau mereka melakukan diversifikasi.

Teori portofolio yang lain dikembangkan Milton Friedman cenderung pada aspek teori ekonomi mikro. Menurut Milton uang bagi pemilik kekayaan adalah sama dengan barang konsumsi bagi konsumen. Kekayaan dapat diwujudkan dalam bentuk uang, obligasi, saham, dan lain-lain. Tingkat manfaat masing-masing bentuk kekayaan akan mempengaruhi perilaku pemiliknya dalam memilih banyaknya kekayaan yang dipegang. Pemilik kekayaan akan berusaha untuk memilih kombinasi bentuk-bentuk kekayaan yang dapat mendatangkan manfaat yang maksimal.

William Sharpe (1983) mengembangkan suatu model yang disebut dengan indeks tunggal atau *single index model*. Model ini dapat dipergunakan untuk menyederhanakan perhitungan model Markowitz dengan cara menyediakan parameter-parameter input yang dibutuhkan dalam perhitungan model Markowitz. Model indeks tunggal didasarkan pada pengamatan bahwa harga dari suatu sekuritas berfluktuasi searah dengan indeks harga pasar (Jogiyanto, 1998).

Dalam buku *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis* (Elton and Gruber, 1995) model indeks tunggal dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$R_i = \alpha + \beta_i R_w + e_i \dots\dots\dots(2.1.)$$

Dimana :

$R_i$  = tingkat keuntungan

$\alpha$  = bagian keuntungan dari saham  $i$  yang tidak dipengaruhi oleh perubahan pasar

$\beta_i$  = resiko

$R_w$  = tingkat keuntungan pasar

$e_i$  = *error term*

### 2.1.3. Portofolio Internasional.

Teori tentang portofolio internasional merupakan perluasan dari konsep portofolio secara umum (Eitman, Stonehill, dan Moffet; 1992: 368). Oleh sebab itu jika mengacu kepada definisi portofolio secara umum, maka portofolio internasional dapat diartikan sebagai serangkaian atau kombinasi aktiva yang diinvestasikan pada berbagai pasar modal di dunia oleh seorang investor individual maupun lembaga. Kombinasi aktiva tersebut dapat berbentuk aktiva riil, aktiva finansial ataupun kombinasi keduanya.

Berdasarkan pilihan aktiva tersebut, maka secara spesifik portofolio aktiva finansial internasional dapat diartikan sebagai kombinasi berbagai saham yang diinvestasikan seorang investor pada berbagai pasar saham di dunia (Said Musnadi, 1999).

Ada dua pelaku investor berkenaan dengan investasi portofolio, baik itu portofolio sekuritas domestik maupun portofolio sekuritas internasional, yaitu :

1. Investor selalu berusaha memaksimalkan nilai kini keuntungan yang diharapkan (*discounted expected return*).

2. Investor selalu mempertimbangkan keuntungan yang diharapkan sebagai hal yang diinginkan, sedangkan varians keuntungan yang diharapkan sebagai sesuatu yang dihindari (Markowitz, 1952 :469-477).

Penelitian Solnik (1974: 17) menemukan bahwa diversifikasi portofolio internasional oleh investor Amerika Serikat dapat mengurangi hampir dari setengah resiko yang timbul jika mereka melakukan investasi dalam pasar domestik. Namun seberapa besar diversifikasi portofolio internasional dapat mengurangi resiko sangat tergantung pada koefisien korelasi antar pasar saham dunia.

Untuk mewujudkan kedua perilaku diatas, D'Ambrosio (1976:360), menyarankan tiga hal yang harus dianalisis oleh investor, yaitu :

- a. *Asset Selection*, bagaimana memilih aset yang tepat. Dalam konteks ini, investor melakukan analisis terhadap aset/investasi/pasar modal negara dan difokuskan pada peramalan pergerakan harga dari aset-aset tersebut secara individual.
- b. *Asset Timing*, bagaimana menentukan waktu yang tepat untuk membeli aset yang tepat atau menginvestasikan pada pasar modal/negara yang tepat.
- c. *Proper Diversification*, bagaimana membuat diversifikasi yang tepat untuk membentuk portofolio yang dapat meminimalkan resiko dengan batasan tingkat keuntungan tertentu.

Untuk mengoperasionalkan ketiga hal tersebut diatas, maka ada 3 tahap analisis :

- a. Analisa investasi, yaitu memperkirakan tingkat keuntungan dan resiko setiap elemen investasi. Dalam kaitannya dengan portofolio internasional, seseorang investor harus menghitung return dan resiko pasar dari masing-masing pasar modal berdasarkan data-data indeks pasar masa lalu.
- b. Analisa portofolio, yaitu menentukan probabilitas keuntungan dan resiko portofolio dimasa yang akan datang.
- c. Pemilihan portofolio, yaitu memilih satu portofolio yang efisien dari sejumlah kemungkinan hasil analisis portofolio yang disesuaikan dengan tujuan investor (Francis dan Archer; 1971: 5).

#### **2.1.4 Pasar Modal Terintegrasi Penuh Dan Pasar Modal Tersegmentasi Penuh.**

Menurut Suad Husnan (1991) secara teoritis apabila para pemodal bisa melakukan investasi dimana saja, tanpa hambatan yang berarti, pasar-pasar modal tersebut mengarah ke pasar modal terintegrasi penuh (*fully integrated markets*). Sebaliknya apabila pemodal asing menghadapi hambatan yang cukup berarti untuk menginvestasikan dananya di suatu pasar modal, dan para pemodal setempat tidak melakukan diversifikasi internasional, kemungkinan pembentukan harga lebih dipengaruhi oleh keadaan pasar lokal sehingga pasar mengarah pada pasar modal tersegmentasi penuh (*fully segmented markets*).

Apabila mengarah pada *fully integrated markets* maka resiko dan keuntungan tidak lagi dalam batasan negara tertentu. Manfaat yang diperoleh adalah bahwa harga saham akan lebih tinggi dibandingkan dengan keadaan dimana *fully segmented markets*. Diantara kedua bentuk ekstrem tersebut terdapat bentuk-bentuk antara. Bentuk antara tersebut bisa terjadi antara lain karena :

1. Pemodal asing diijinkan melakukan investasi di bursa tersebut, tetapi mempunyai batasan-batasan tertentu.
2. Pemodal domestik juga melakukan diversifikasi internasional, meskipun barangkali terbatas.

Dipandang dari sisi perusahaan, harga saham yang lebih tinggi berarti *cost of capital* perusahaan. Dengan demikian investasi yang dilakukan oleh perusahaan akan diharapkan memberikan *net present value* yang lebih tinggi, sehingga investasi akan meningkat, dan penyerapan tenaga kerja akan meningkat pula.

Integrasi pasar modal menurut Jorion dan Schwartz (1986) dapat dikatakan sebagai suatu keadaan dimana investasi dapat menerima resiko yang sama dengan keuntungan yang diperkirakan pada instrumen keuangan yang sama pada pasar modal yang berbeda. Pasar modal terintegrasi terdapat aliran modal antar negara selain itu pada *integrated markets* terbukti kesempatan bagi para investor untuk membeli dan menjual saham pada tingkat harga yang sama.

## 2.2. Penelitian Terdahulu.

Penelitian-penelitian tentang pasar modal internasional dibagi menjadi 3 fokus utama (Harjum Muharam, 2001). Pertama penelitian difokuskan pada diversifikasi internasional yang dipelopori oleh Grubel (1968), Levy dan Sarnat (1970) Grubel dan Fadner (1971), mereka membentuk portofolio dari index-index pasar internasional dan membandingkan dengan index pasar di Amerika Serikat, dari penelitian ini ditemukan bahwa diversifikasi internasional memberikan keuntungan bagi investor Amerika Serikat.

Kedua, penelitian yang memfokuskan pada pola koefisien korelasi antar pasar modal internasional dari waktu ke waktu. Pada bidang ini penelitian telah dilakukan oleh Makridakis dan Wheel-Wright (1974), Haney dan Lloyd (1978), Watson (1980), Maldonado dan Sounders (1981). Secara umum penelitian mereka menyimpulkan bahwa koefisien korelasi pairwise antar waktu kecil dan tidak stabil. Hal ini memberikan indikasi bahwa pasar modal-pasar modal dunia masih tersegmentasi.

Ketiga, penerapan metodologi untuk menginvestigasi pergerakan bersama pasar modal-pasar modal dunia, Ripley (1973) menggunakan analisis faktor untuk melihat hubungan antar harga saham. Hal sama juga dilakukan Lessig dan Joy (1976) tetapi dengan menggunakan analisis cluster, Hilliard (1979) menggunakan spectral methods untuk mempelajari interdependen antar pasar dunia.

Stehle (1977) adalah peneliti pertama yang melakukan tes empiris terhadap isu segmentasi dan integrasi pasar modal. Dengan menggunakan teknik Fama-MacBeth, Stehle menguji hipotesis apakah pasar modal Amerika Serikat tersegmentasi atau

terintegrasi dengan pasar modal dunia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa hipotesis yang menyatakan bahwa pasar modal Amerika Serikat tersegmentasi relatif terhadap pasar modal dunia tidak dapat ditolah. Begitu juga dengan hipotesis bahwa pasar modal Amerika Serikat terintegrasi relatif terhadap pasar modal dunia.

Pudjiastuti (1990) menunjukkan bahwa koefisien korelasi antar tingkat keuntungan market index, baik sebelum maupun setelah dikonversi ke US dollar, cukup rendah. Dalam penelitian Tak dan Kuen (1988) juga sudah mengkaji potensi diversifikasi internasional yang melibatkan pasar saham Amerika dan Asia Pasifik dan mendapatkan korelasi return yang positif dan kurang dari satu, tetapi tidak stabil antar pasar saham tersebut. Berdasarkan indikasi koefisien korelasi tersebut, kemudian Cheung dan Ho (1989) mengkaji pengaruh pasar saham Amerika Serikat terhadap empat buah pasar saham Asia Pasifik (Australia, Singapura, HongKong, dan Malaysia). Hasilnya informasi dan kecenderungan yang terjadi di pasar saham Amerika Serikat dapat dijadikan indikator untuk memprediksi perubahan-perubahan yang bakal terjadi di pasar saham Asia Pasifik.

Shapiro (1993) meneliti hubungan pasar modal diluar Amerika Serikat terhadap pasar modal Amerika Serikat untuk periode 1974-1983. Korelasi tertinggi dengan *world index (Morgan World Index)* kemudian Kanada dan Belanda, yang paling rendah adalah dengan Italia. Dari penelitian tersebut terlihat bahwa kapitalisasi di dunia sebagian besar ditentukan oleh transaksi di Amerika Serikat.

Pudjiastuti dan Suad Husnan (1994) meneliti tentang diversifikasi internasional. Penelitian pada dasarnya dilakukan dengan menggunakan *simple*

*market model* yang merupakan pengembangan dari model indeks tunggal. Mereka menggunakan dua world market portofolio, yaitu *Morgan World Portfolio* dan *Average World Portfolio* yang terdiri dari 13 indeks pasar termasuk New York (disebut dengan *Average World Index*). Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa dari 11 negara yang diteliti ternyata enam mengarah pada bentuk *segmented capital markets*, tiga mengarah pada *integrated capital markets*, dan dua termasuk bentuk antara.

Penelitian Said Musnadi (1999) menunjukkan pasar-pasar saham di Asia Tenggara relatif masih independen, sehingga keputusan investasi para investor cukup mempertimbangkan faktor-faktor fundamental dari masing-masing pasar saham itu sendiri.

Surya (2000) dalam penelitiannya tentang integrasi pasar modal Eropa, menunjukkan adanya pergerakan harga saham di bursa-bursa di dunia mempengaruhi secara signifikan terhadap 11 bursa di Eropa (Austria, Belgium, Britain, Denmark, France, Germany, Italy, Netherland, Spain, Sweden dan Swiss).

Penelitian Jorion dan Schwartz (1986) dengan menggunakan metode *maximum likelihood* menguji hipotesis apakah pasar modal Canada terintegrasi atau tersegmentasi dengan pasar modal dunia. Hasilnya pasar modal Canada sudah menjadi bagian yang tak terpisahkan dengan pasar modal dunia maka hanya resiko global saja yang tercermin dalam harga, karena resiko domestik sudah menyatu dengan resiko global.

Cheung dan Lee melakukan penelitian mengenai segmentasi dan integrasi pasar modal Korea (KSE). Penelitian didasari bahwa tahun 1989, Pasar modal Korea masuk dalam sepuluh besar dunia, tetapi pemerintah Korea tak mengizinkan pemodal asing menanamkan modalnya dalam bentuk portofolio langsung, dan perusahaan-perusahaan Korea tak boleh listed di pasar modal luar negeri. Penelitian ini menghasilkan bahwa pasar modal Korea masih tersegmentasi.

Penelitian Elton dan Gruber (1991) meneliti koefisien korelasi terhadap 18 bursa saham dan obligasi di dunia menghasilkan bahwa koefisien korelasi baik untuk saham maupun obligasi, lebih kecil dari +1. Fenomena ini menunjukkan diversifikasi internasional memang efektif untuk mengurangi resiko portofolio.

Eun dan Resnick (1987) meneliti tingkat keuntungan dan resiko dari 15 pasar modal dunia, hasilnya Pasar modal Spanyol dan Italia umumnya memiliki koefisien korelasi rendah dengan pasar modal negara lain. Koefisien korelasi antar pasar modal negara-negara di benua Eropa cukup tinggi, hal ini mencerminkan semakin terintegrasinya perekonomian diantara negara-negara tersebut. Kemudian Eun dan Resnick (1988) meneliti kinerja portofolio internasional Di semua pasar modal ditemukan kovarian yang positif, berarti jika terjadi apresiasi kurs terhadap US\$, tingkat keuntungan domestik akan naik. Eun dan Resnick menyarankan ditempuhnya dua metode pengurangan resiko secara bersamaan, yaitu mendiversifikasikan portofolio dalam beberapa jenis mata uang dan melakukan hedging di pasar forward.

Penelitian Heni (2000) tentang transfer informasi harga saham yang listing di JSX dan NYSE menghasilkan bahwa transfer informasi harga saham

berjalan 2 arah dari JSX ke NYSE dan dari NYSE ke JSX. Tetapi dampak lebih kuat bergerak dari JSX ke NYSE.

Bowe dan Mylonidis (1999) meneliti tentang adanya integrasi pasar dalam sektor *ecu-denominated* obligasi pemerintah di Eropa dengan menggunakan analisa *Johansen's multivariate cointegration*. Perilaku *ecu* sangat penting, seperti kurva *ecu yield* yang dapat dipergunakan untuk memprediksi ekspektasi dari komunitas keuangan internasional dengan melihat prospek untuk mata uang tunggal Eropa, seperti juga meramal tingkat bunga jangka pendek, tingkat inflasi dan aktivitas riil ekonomi dari pasar tunggal Eropa (Surya, 2000).

Untuk lebih jelasnya hasil-hasil penelitian terdahulu tersebut dapat dirangkum dalam tabel 2.1. berikut ini :

**Tabel 2.1. Hasil-Hasil Penelitian Terdahulu**

NAMA PENELITI	MODEL ANALISIS	SAMPEL	VARIABEL YANG DIGUNAKAN	HASIL ANALISIS
1. Jorion & Schwartz (1986)	Maximum Likelihood	Bursa Canada	- harga saham harian saham yang dijual di bursa Canada. - kurs valas thdp US\$ - market index Bursa Toronto	Hasilnya pasar modal Canada sudah menjadi bagian yang tak terpisahkan dengan pasar modal dunia maka hanya resiko global saja yang tercermin dalam harga, karena resiko domestik sudah menyatu dengan resiko global.
2. Eun & Resnick (1987)	Koefisien korelasi & ukuran kinerja Sharpe	15 bursa besar dunia	- market index (Jan1973 – Des 1982) - kurs valas thdp US\$	Pasar modal Spanyol dan Italia umumnya memiliki koefisien korelasi rendah dengan pasar modal negara lain. Koefisien korelasi antar pasar modal negara-negara di benua Eropa cukup tinggi, hal ini mencerminkan semakin terintegrasi nya perekonomian diantara negara-negara tersebut.

3. Eun & Resnick (1988)	Korelasi, kovarian, & varians	7 bursa besar dunia	- market index (Jan1980 – Des 1985) - kurs valas thdp USS	Di semua pasar modal ditemukan kovarian yang positif, berarti jika terjadi apresiasi kurs terhadap US\$, tingkat keuntungan domestik akan naik.
4. Cheung & Lee (1993)	Regresi linear	Bursa Korea (KSE)	- kurs valas thdp USS - market index Bursa Korea, Asia Pasifik, Amerika Utara, Dunia. - 23 portfolio di KSE	Menghasilkan bahwa pasar modal Korea masih tersegmentasi. Indeks Amerika (AS & Kanada), Pasifik (Australia, HongKong, Japan, New Zealand, & Malaysia) dan indeks dunia yang digunakan sebagai variabel independen tidak ada yang signifikan secara statistik mempengaruhi pasar modal Korea.
5. Pudjiastuti & Husnan (1994)	Simple Market Index	12 bursa Asia Pasifik	- market index - kurs valas thdp USS - MSCI World	Dapat diklasifikasikan 3 bursa masuk dalam <i>integrated markets</i> (Tokyo, HongKong, & Singapura), 6 bursa <i>segmented markets</i> (Seoul, Taipei, Bangkok, Jakarta, Manila, & Sydney), dan 2 bursa bentuk antara (Kuala Lumpur & Wellington)
6. Elton & Gruber (1995)	Koefisien korelasi	18 bursa saham & obligasi di dunia	- market index (1980-1993) - index obligasi dari Salomon Brother - kurs valas thdp USS	Hasil koefisien korelasi menunjukkan bahwa diversifikasi internasional memang efektif untuk mengurangi resiko portofolio
7. Musnadi (1999)	Matrik korelasi & regresi berganda	7 bursa Asia Pasifik dan AS	- market index (1992-1995) - kurs valas	Pasar saham Singapura, Malaysia, dan Thailand signifikan berhubungan dengan pasar saham AS dan Jepang. Tetapi untuk Indonesia dan Filipina sama sekali tidak terpengaruh.
8. Surya (2000)	Simple Market Index	11 bursa Eropa, 1 bursa AS & 1 bursa Australia	- market index (Mei 1998 – Maret 1999) - kurs valas thdp USS - MSCI World	Pergerakan harga saham di bursa-bursa di dunia mempengaruhi secara signifikan terhadap 11 bursa di Eropa (Austria, Belgium, Britain, Denmark, France, Germany, Italy, Netherland, Spain, Sweden dan Swiss).

9. Heni Setia Wardhani (2000)	Regresi sederhana	Bursa New York & Jakarta	<ul style="list-style-type: none"> <li>- harga saham harian saham yang dijual di NYSE dan JSX</li> <li>- kurs valas thdp USS</li> <li>- market index NYSE &amp; JSX</li> </ul>	Transfer informasi harga saham berjalan 2 arah dari JSX ke NYSE dan dari NYSE ke JSX. Tetapi dampak lebih kuat bergerak dari JSX ke NYSE.
-------------------------------	-------------------	--------------------------	--	---

Sumber : dari beberapa jurnal

Berdasarkan uraian tentang penelitian terdahulu diatas, maka perbedaan penelitian ini dibandingkan dengan penelitian sebelumnya terletak pada penggunaan jenis indeks dunia. Dalam banyak penelitian terdahulu memakai *MSCI World Index* untuk mewakili indeks dunia sedangkan dalam penelitian ini memakai *Dow Jones World Index* untuk mewakili indeks dunia. Selain itu penelitian tentang integrasi pasar modal di Asia Pasifik banyak dilakukan sebelum terjadinya krisis ekonomi di Asia Pasifik. Padahal terjadi krisis menyebabkan perubahan dari sistem mata uang beberapa negara (Krisna Wijaya, 2000), seperti di Indonesia, Thailand dan Korea dari sistem nilai tukar mengambang terkendali menjadi sistem nilai tukar mengambang bebas, sedangkan Malaysia justru melakukan kontrol devisa ketat dengan mematok nilai tukar tetap, oleh karenanya penelitian ini perlu dilakukan terlebih dengan semakin dekatnya perdagangan bebas AFTA (2004) dan APEC (2010) menyebabkan kawasan Asia Pasifik semakin terintegrasi.

### 2.3. Alasan Pemilihan Model.

Alasan digunakannya *simple market model* dalam penelitian ini selain karena sederhana juga adanya pertimbangan bahwa pasar modal yang terintegrasi dengan

pasar dunia dipengaruhi oleh faktor-faktor intern dan ekstern negara tersebut, faktor ekstern dalam hal ini adalah pergerakan index pasar dunia. *Single index model* yang pada dasarnya adalah persamaan regresi linear (merupakan hubungan kausal) dapat menyelesaikan permasalahan tersebut.

Dengan penempatan tingkat keuntungan suatu pasar modal lokal/setempat sebagai variabel dipengaruhi (dependen) dan tingkat keuntungan dari pasar modal dunia sebagai variabel yang mempengaruhi (independen), akan dapat diketahui tingkat integrasinya. Jika pergerakan indeks suatu pasar modal lokal signifikan dengan pergerakan pergerakan indeks pasar dunia menandakan adanya integrasi. Pada penelitian yang terdahulu yang dilakukan oleh Pudjiastuti (1990) dan Suad Husnan & Pudjiastuti (1994), model ini mampu menerangkan tingkat integrasi pasar modal.

Penelitian ini menggunakan dua indeks dunia yaitu *Dow Jones World Index* dan *Average World Index* untuk mewakili keadaan pasar dunia. Hal ini didasarkan pada pertimbangan bahwa jika hanya menggunakan satu indeks pasar saja misalnya *Dow Jones World Index* yang tidak diketahui secara pasti komposisi yang ada didalamnya, maka kemungkinan terjadi kesalahan dalam pemilihan indeks itu ada. Jadi tujuan dari penggunaan dua indeks adalah untuk menjaga agar tidak terjadi kesalahan dalam pemilihan indeks yang kita dipergunakan.

#### 2.4. Pengembangan Kerangka Berpikir Manajerial.

Shapiro (1996) mengatakan bahwa diversifikasi internasional dilakukan agar memperoleh tingkat resiko lebih kecil dibandingkan dengan diversifikasi domestik dengan tingkat keuntungan yang sama. Manfaat yang diperoleh dari diversifikasi internasional disebabkan karena saham-saham pembentuk portofolio internasional berkorelasi lebih rendah dibandingkan saham-saham yang membentuk portofolio domestik. Menurut Elton dan Gruber (1995) hal-hal yang perlu diperhatikan dalam diversifikasi internasional antara lain adalah koefisien korelasi antar pasar modal, resiko yang ada pada masing-masing pasar modal, dan keuntungan pada masing-masing pasar modal.

Bagi pemodal asing, mereka dihadapkan pada resiko total (notasi  $\sigma_{IP}$ ), dirumuskan :

$$\sigma_{IP}^2 = \frac{\sum_{i=1}^n (R_{IP} - \bar{R}_{IP})^2}{N-1} \dots\dots\dots(2.2.)$$

Dimana :

$\sigma_{IP}^2$  = variance investor asing       $\sigma_{IP}$  = deviasi standart investor asing

$R_{IP}$  = return ke I investor asing       $\bar{R}_{IP}$  = rata-rata return investor asing

N = jumlah minggu pengamatan

Resiko ini diukur dengan deviasi standart keuntungan setelah dikonversikan ke mata uang pemodal asing tersebut (misal US dollar). Resiko total akan berbeda dengan resiko domestik yang ditanggung oleh pemodal domestik (notasi  $\sigma_{DP}$ ). Resiko domestik diukur dengan tingkat keuntungan dalam satuan moneter setempat dan dapat dirumuskan :

$$\sigma_{DP}^2 = \frac{\sum_{t=1}^n (R_{DP} - \bar{R}_{DP})^2}{N-1} \dots\dots\dots(2.3.)$$

Dimana :

$\sigma_{DP}^2$  = variance pemodal domestik

$\sigma_{DP}$  = deviasi standart pemodal domestik

$R_{DP}$  = return ke I pemodal domestik

$\bar{R}_{DP}$  = rata-rata return pemodal domestik

N = jumlah minggu pengamatan

Hal ini disebabkan oleh adanya faktor resiko valuta asing (notasi  $\sigma_V$ ) yang dapat dirumuskan :

$$\sigma_V^2 = \frac{\sum_{t=1}^n (R_V - \bar{R}_V)^2}{N-1} \dots\dots\dots(2.4.)$$

Dimana :

$\sigma_v^2$  = variance valas

$\sigma_v$  = deviasi standart valas

$R_v$  = return ke 1 valas

$\bar{R}_v$  = rata-rata return valas

N = jumlah minggu pengamatan

Sejauh koefisien korelasi antara perubahan tingkat keuntungan yang dinyatakan dalam satuan moneter setempat dengan perubahan kurs valuta asing (Kvd) ternyata positif, maka resiko total akan lebih besar dari resiko domestik (Pudjiastuti dan Suad Husnan; 1994).

Meskipun para pemodal asing menanggung resiko lebih besar di pasar domestik, diversifikasi internasional memberi manfaat dalam hal perluasan kesempatan melakukan diversifikasi berupa penurunan resiko. Pada masing-masing bursa dipergunakan market indeks untuk mewakili keadaan bursa yang bersangkutan. Hal itu berdasarkan pertimbangan bahwa market portofolio yang dipergunakan sebagai indeks pasar merupakan portofolio yang terdiversifikasi dengan baik.

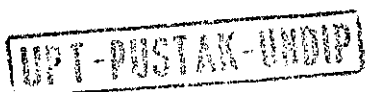
Ukuran resiko yang akan dipergunakan adalah deviasi standart tingkat keuntungan, dalam penelitian ini deviasi standart indeks pasar dipakai untuk mengetahui tingkat resiko yang diperoleh investor dari investasinya di pasar domestik

ataupun resiko dalam diversifikasi internasionalnya di pasar modal di Asia Pasifik. Dalam teori portofolio dijelaskan bahwa deviasi standart portofolio yang didiversifikasikan dengan baik akan tergantung sebagian besar pada beta ( $\beta$ ) sekuritas-sekuritas yang membentuk portofolio tersebut, karena beta ( $\beta$ ) saham merupakan suatu ukuran populer di dalam mengukur tingkat resiko suatu sekuritas di dalam hubungannya dengan pasar sekuritas itu sendiri. Dengan demikian, meskipun dipergunakan deviasi standart sebagai pengukur resiko, pada level sekuritas individual sebenarnya digunakan beta sebagai ukuran resiko (Husnan, 1993).

Sebagai titik tolak dipergunakan pandangan pemodal Amerika Serikat yang akan melakukan diversifikasi internasional, karena itu semua keuntungan dan resiko akan dikonversikan ke US dollar. Teori portofolio menjelaskan bahwa diversifikasi akan makin efektif mengurangi resiko ( $\sigma_{\text{portofolio}}$ ) apabila koefisien korelasi antar tingkat keuntungan saham-saham yang membentuk portofolio tersebut rendah (Pudjiastuti dan Husnan, 1994 : 109).

Selanjutnya untuk menganalisis integrasi bursa di Asia Pasifik digunakan suatu metode *simple market model* yang pada dasarnya adalah berasal dari *single index model*. *Simple market model* menyatakan bahwa tingkat keuntungan suatu indeks pasar ( $R_i$ ) dipengaruhi oleh tingkat keuntungan portofolio pasar dunia ( $R_w$ ). Secara format dirumuskan (Husnan dan Pudjiastuti, 1994) :

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_w + e_i \dots\dots\dots(2.5.)$$



Dimana :

$R_i$  = tingkat keuntungan suatu indeks pasar

$\alpha_i$  = nilai pengharapan dari bagian tingkat keuntungan dari saham  $i$  yang tidak dipengaruhi oleh pasar.

$\beta_i$  = resiko

$R_w$  = tingkat keuntungan portofolio pasar dunia.

$e_i$  = elemen acak dari bagian tingkat keuntungan saham  $i$  yang tidak dipengaruhi oleh perubahan pasar.

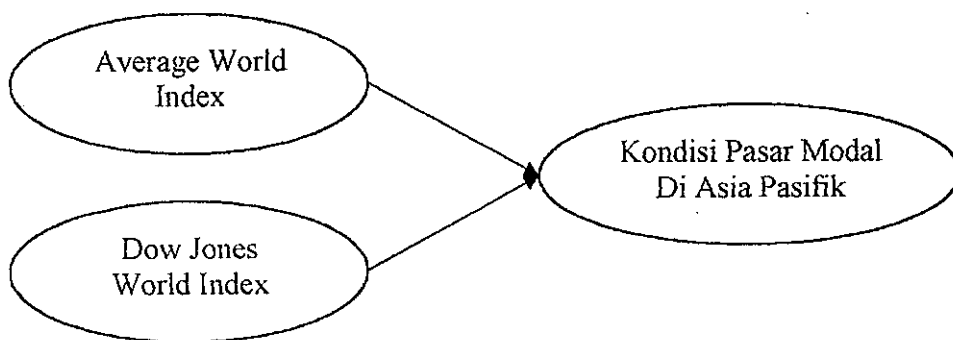
Pengujian dilakukan apakah nilai  $\beta$  signifikan pada level tertentu atau tidak. Dalam pemilihan portofolio pasar dipergunakan dua *world market index* yaitu *Dow Jones World Index* dan *Average World Index*. Apabila dengan menggunakan kedua *world market index* tersebut menunjukkan koefisien  $\beta$  signifikan pada level 5 atau 10%, dapat diklasifikasikan bursa tersebut sebagai bursa yang *integrated*. Sebaliknya apabila tidak signifikan keduanya diklasifikasikan sebagai bursa yang *segmented*. Dan apabila salah satu signifikan maka diklasifikasikan sebagai bentuk antara.

Adapun alasan penggunaan *Dow Jones World Index* karena indeks ini merupakan *major benchmark* selain *MSCI World Index* (*MSCI = Morgan Stanley Capital Index*), yang lazim dipakai para manajer investasi global dengan transaksi mencapai ratusan milyar US\$ (Anwar Kanowijoyo, 2001). Tidak digunakannya *MSCI World Index* karena adanya penerapan metode baru yang diumumkan sejak Desember 2000, bahwa secara bertahap mulai 31 Mei 2001 terdapat perubahan cara perhitungan

indeks dari metode *market capitalization* menjadi metode *free float*. Sehingga pada saat penerapan, perhitungan MSCI index yang baru terkoreksi tetapi dalam pada perhitungan lokal market index di bursa setempat dapat justru sedang naik atau terkoreksi kecil saja, sehingga penerapan metode ini kurang menguntungkan bursa Asia.

Selain itu akibat penerapan metode baru tersebut maka di Jepang hanya sekitar 65% perusahaan yang sahamnya bebas diperdagangkan, HongKong 46%, Malaysia 30%, sedangkan Indonesia 0,8% (sebelumnya 1,3%), hal ini berbeda dengan AS yang memiliki *free float* 94% dan Eropa 90%. Metode *free float* itu sendiri merujuk pada jumlah saham yang dapat ditransaksi secara bebas di pasar (dipegang publik), tidak mencakup kepemilikan pemilik (*owner*). Sementara itu *market capitalization* merujuk pada total jumlah saham yang dimiliki secara keseluruhan.

Gambar 2.1. : Kerangka Pemikiran Teoritis



## 2.5. Hipotesis.

Berdasarkan pendapat dan teori yang telah dikemukakan sebelumnya, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini yaitu :

H1 = terdapat pengaruh yang signifikan antara *Dow Jones World Index* dan *Average World Index* terhadap pasar saham Jakarta.

H2 = terdapat pengaruh yang signifikan antara *Dow Jones World Index* dan *Average World Index* terhadap pasar saham Singapura.

H3 = terdapat pengaruh yang signifikan antara *Dow Jones World Index* dan *Average World Index* terhadap pasar saham Kuala Lumpur.

H4 = terdapat pengaruh yang signifikan antara *Dow Jones World Index* dan *Average World Index* terhadap pasar saham Bangkok.

H5 = terdapat pengaruh yang signifikan antara *Dow Jones World Index* dan *Average World Index* terhadap pasar saham Manila.

H6 = terdapat pengaruh yang signifikan antara *Dow Jones World Index* dan *Average World Index* terhadap pasar saham Hong Kong.

H7 = terdapat pengaruh yang signifikan antara *Dow Jones World Index* dan *Average World Index* terhadap pasar saham Seoul.

H8 = terdapat pengaruh yang signifikan antara *Dow Jones World Index* dan *Average World Index* terhadap pasar saham Taipei.

H9 = terdapat pengaruh yang signifikan antara *Dow Jones World Index* dan *Average World Index* terhadap pasar saham Tokyo.

H10= terdapat pengaruh yang signifikan antara *Dow Jones World Index* dan *Average World Index* terhadap pasar saham Sydney.

H11= terdapat pengaruh yang signifikan antara *Dow Jones World Index* dan *Average World Index* terhadap pasar saham Wellington.

## 2.6. Definisi Operasional.

Variabel operasional dan pengukurannya dalam penelitian ini adalah :

1. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah kondisi pasar modal dunia yang diwakili oleh :
  - *Dow Jones World Index* merupakan rata-rata indeks dunia yang dikeluarkan Dow Jones
  - *Average World Index* merupakan rata-rata indeks yang dibentuk dari 11 market indeks bursa dunia yang diteliti ditambah 4 market indeks bursa lain, sebagai wakil keadaan bursa-bursa dunia..
2. Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah kondisi pasar modal-pasar modal di Asia Pasifik yang diwakili indeks lokal dari bursa setempat.

Adapun indikator variabel independen dan dependen yang digunakan dalam penelitian ini :

1. Tingkat keuntungan pasar lokal, dapat dirumuskan :

$$R_{it} = \frac{(R_{it} - R_{i(t-1)})}{R_{i(t-1)}} \dots\dots\dots(2.6.)$$

Dimana :

$R(t-1)$  = merupakan indeks pasar lokal pada minggu sebelumnya

$R_t$  = merupakan indeks pasar lokal pada minggu ke t

2. Tingkat keuntungan pasar dunia, dapat dirumuskan :

$$R_{wt} = \frac{(R_{wt} - R_{w(t-1)})}{R_{w(t-1)}} \dots\dots\dots(2.7.)$$

Dimana :

$R_w(t-1)$  = merupakan indeks pasar dunia pada minggu sebelumnya

$R_{wt}$  = merupakan indeks pasar dunia pada minggu ke t

3. Tingkat perubahan valuta asing, dapat dirumuskan :

$$R_{vt} = \frac{(R_{vt} - R_{v(t-1)})}{R_{v(t-1)}} \dots\dots\dots(2.8.)$$

Dimana :

$R_v(t-1)$  = merupakan nilai valuta asing pada minggu sebelumnya

$R_{vt}$  = merupakan nilai valuta asing pada minggu ke t

## **BAB III METODE PENELITIAN**

### **3.1. Obyek Penelitian.**

Dalam penelitian ini akan dilakukan pengamatan *time series* selama bulan Januari 1999 sampai bulan Desember 2001 di berbagai bursa di Asia Pasifik (Jakarta, Singapura, Kuala Lumpur, Bangkok, Manila, Hong Kong, Seoul, Taipei, Tokyo, Sydney dan Wellington). Pemilihan kawasan ini sebagai obyek penelitian karena hasil pengamatan menunjukkan bahwa kawasan Asia Pasifik pernah memiliki tingkat pertumbuhan ekonomi yang dinamis tetapi kemudian mengalami penurunan ekonomi akibat krisis moneter, dan saat ini sebagian besar negara-negara di kawasan ini telah berhasil bangkit dan keluar dari keterpurukan ekonomi.

### **3.2. Jenis Data Dan Pengumpulan Data.**

Pada masing-masing bursa dipergunakan data *market index* untuk mewakili keadaan bursa yang bersangkutan. Hal ini didasarkan pada pertimbangan bahwa market portofolio yang dipergunakan sebagai indeks pasar merupakan portofolio yang terdiversifikasi dengan baik.

Data yang digunakan adalah data market index dari 11 pasar modal Asia Pasifik. Untuk Jakarta diwakili JSX Comp, Singapura diwakili ST Times, Kuala Lumpur diwakili KLSE Comp, Bangkok diwakili SET, Manila diwakili PSE, Hongkong diwakili Index Hang Seng, Seoul diwakili Kospi, Taipei diwakili Taipei

Weightened, Tokyo diwakili Nikkei-225, Sydney diwakili All Ords, dan Wellington diwakili NZSE-40.

Selain data market index tersebut dibutuhkan pula data data market index dari 5 pasar modal besar dunia sebagai penyeimbang dalam Average World Index, yaitu New York diwakili Dow Jones, Mumbai diwakili Sensitive Index, Colombo diwakili All Share Index, dan Karachi diwakili KSE-100.

Dipergunakan juga data nilai tukar mata uang 11 negara Asia Pasifik dan 4 negara lainnya terhadap US dollar untuk mengkonversi market indeks lokal ke dalam ukuran yang sama (US dollar), karena tingkat keuntungan dan tingkat resiko akan dilihat dari sisi pemodal asing (Amerika Serikat). Guna memperoleh jumlah observasi yang memadai digunakan interval waktu mingguan.

### **3.3. Teknik Analisis Data**

Adapun jenis analisis data dalam penelitian ini yaitu analisis kuantitatif untuk menganalisis masalah yang dapat diukur dalam satuan tertentu atau data yang dinyatakan dengan angka.

Data yang dianalisis dari penelitian merupakan data *Financial Indicators (stock market)*, berupa *Market Index* dalam satuan uang masing-masing, *Dow Jones World Index* dan *Average World Index* dalam US dollar. Alat analisis yang digunakan adalah:

### 3.3.1. Analisis Regresi Berganda.

Digunakan untuk mengetahui kondisi integrasi pasar modal dari negara-negara di Asia Pasifik digunakan model persamaan analisis regresi berganda, rumusnya :

$$\Delta R_i = \alpha_i + \beta_1 \Delta R_{djwi} + e_i \dots\dots\dots(2.9.)$$

Dimana :

$\Delta R_i$  = perubahan tingkat keuntungan suatu indeks pasar lokal

$\alpha_i$  = nilai pengharapan dari bagian tingkat keuntungan dari saham I yang tidak dipengaruhi oleh perubahan pasar.

$\beta_1$  = resiko

$\Delta R_{djwi}$  = perubahan tingkat keuntungan *Dow Jones World Index*

$e_i$  = elemen acak dari bagian tingkat keuntungan saham i yang tidak dipengaruhi oleh perubahan pasar.

$$\Delta R_i = \alpha_i + \beta_i \Delta R_{avwi} + e_i \dots\dots\dots(2.10.)$$

Dimana :

$\Delta R_i$  = perubahan tingkat keuntungan suatu indeks pasar lokal

$\alpha_i$  = nilai pengharapan dari bagian tingkat keuntungan dari saham I yang tidak dipengaruhi oleh perubahan pasar.

$\beta_i$  = resiko

$\Delta R_{avwi}$  = perubahan tingkat keuntungan *Average World Index*

$e_i$  = elemen acak dari bagian tingkat keuntungan saham  $i$  yang tidak dipengaruhi oleh perubahan pasar.

Dari *Singke Index Model* yang digunakan kemudian dilakukan regresi dengan menggunakan *Software SPSS for MS Windows release 7.5.1*. Hasil regresi kemudian dianalisa dengan melihat signifikan beta yang merupakan koefisien regresi pada level tertentu.

### 3.3.2. Analisis Integrasi.

Kemudian untuk mengetahui apakah suatu pasar modal lokal terintegrasi, tersegmentasi atau bentuk antara maka akan diklasifikasikan sebagai berikut (Pudjiastuti dan Suad Husnan; 1994):

- a. **Pasar modal terintegrasi**, apabila dengan menggunakan kedua *world market index* tersebut menunjukkan koefisien  $\beta$  signifikan pada level 5 atau 10%.
- b. **Pasar modal tersegmentasi**, apabila dengan menggunakan kedua *world market index* tersebut menunjukkan koefisien  $\beta$  tidak signifikan pada level 5 atau 10%.
- c. **Pasar modal bentuk antara**, apabila dengan menggunakan kedua *world market index* tersebut menunjukkan koefisien  $\beta$  salah satunya signifikan pada level 5 atau 10%.

### 3.3.3. Uji t

Uji ini dilakukan untuk melihat signifikansi dari pengaruh dependent variabel, dengan menganggap independent variable lainnya konstan. Untuk uji t ini dipergunakan hipotesis sebagai berikut :

$$H_0 = b = 0$$

$$H_a = b \neq 0$$

Jika  $b = 0$  berarti variabel independen (x) tidak berpengaruh terhadap variabel dependen (y).

Jika  $b \neq 0$  berarti variabel independen (x) berpengaruh terhadap variabel dependen (y).

Langkah berikutnya adalah membandingkan nilai t hitung dengan t tabel. Jika t hitung lebih besar dari nilai t tabel, maka keputusannya menolak hipotesis nol dan menerima hipotesis alternatif. Kesimpulannya adalah bahwa secara statistik variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen.

## **BAB IV PEMBAHASAN**

### **4.1. Gambaran Umum Obyek Penelitian dan Data Deskriptif.**

#### **4.1.1. Gambaran Umum Kondisi Ekonomi di Asia Pasifik.**

Kawasan Asia Pasifik merupakan kawasan yang cepat berkembang, Pada awal tahun 1990-an banyak mengamat dunia menjadikan kawasan Asia Pasifik sebagai kawasan ekonomi baru. Tingkat pertumbuhan ekonomi yang rata-rata negara di kawasan ini diatas 10%, ditunjang dengan jumlah penduduk yang sangat besar menjadikan kawasan ini suatu potensial ekonomi yang luar biasa. Bahkan John Naisbit dengan bukunya "Megatrend Asia" memprediksi abad 21 sebagai abadinya bangsa Asia.

Selain itu dimulai pada tahun 1993 di Seattle, Amerika Serikat menjadi tuan rumah konfrensi APEC dan disepakati mengadakan pertemuan informal antar kepala negara anggota dan komitmen untuk mencapai perdagangan dan investasi bebas di kawasan Asia Pasifik. Kemudian tahun 1994 di Bogor disepakatinya target 2010/2020 untuk perdagangan bebas. Dasar pemikiran APEC memberikan keyakinan kepada anggotanya untuk terus melakukan program reformasi dan liberalisasi ekonomi.

Tetapi masih di abad 20 ternyata cobaan itu datang, perkembangan ekonomi negara-negara Asia yang begitu cepat ternyata sangat rapuh. Dimulai tepat 2 Juli 1997, mata uang bath Thailand dicampakkan fund manager asing, akibatnya

terjadilah kemerosotan dratis nilai Bath dari 24 bath/US dollar menjadi 40 bath US dollar. Menyulutlah prahara keuangan dari Thailand ke Malaysia, Hong Kong, Korea Selatan, Singapura dan Indonesia. Hal ini menjadikan kawasan perekonomian Asia Pasifik penuh ketidakpastian (Mari Pangestu, 2000). Ketidakpuasan rakyat terhadap permasalahan ekonomi mengakibatkan jatuhnya beberapa pemerintahan di kawasan ini.

Januari 1998-1999 ketika pasar modal dunia terjadi *excess liquidity* (kelebihan likuiditas) secara luar biasa. Kelebihan itu melahirkan *spilled over effect* (efek tumpahan) terhadap negara-negara Asia. Tak heran kinerja bursa-bursa Asia juga mnejadi meningkat (Simon Saragih, 2000).

Sedangkan tahun 1999 sampai Januari 2000 ada kontraksi luar biasa, turunnya indeks harga saham. Sekitar Januari 2000 indeks harga saham gabungan di Bursa Efek Jakarta mencapai puncaknya sejak krisis ekonomi tahun 1997 yaitu 700 poin, dan kemudian menjadi hanya sekitar 420 poin pada November 2000.

Terlebih lagi fenomena gelembung yang pecah (menggelembung secara cepat dan surut secara cepat pula) terjadi pada saham-saham teknologi informasi pada awal tahun 2000 menyebabkan bursa-bursa dunia menurun dan keterpurukan ini ditambah peristiwa 11 September 2001 yang memperparah kondisi ekonomi dunia.

Tetapi optimisme masih tetap ada, hal ini ditandai dengan menguatnya nilai tukar mata uang regional kawasan Asia Pasifik terhadap US Dollar secara terus dan menerus penguatan market indeks (dibandingkan saat krisis tahun 1997 terjadi), serta meningkatnya pertumbuhan ekonomi kawasan Asia Pasifik (5%-10%).

Berikut ini daftar tabel bursa-bursa yang digunakan dalam penelitian ini beserta nama market indeks yang dipakai

**Tabel 4.1.**  
**Nama Bursa dan Nama Index**

<b>NEGARA ASIA PASIFIK</b>	<b>NAMA BURSA</b>	<b>NAMA INDEX</b>
<b>INDONESIA</b> (Jakarta)	Jakarta Stock Exchange (JSX)	Jakarta Composite Index
<b>SINGAPURA</b> (Singapura)	Singapore Exchange (SGX)	Strait Times Industrial Index
<b>MALAYSIA</b> (Kuala Lumpur)	Kuala Lumpur Stock Exchange (KLSE)	Kuala Lumpur Composite Index
<b>THAILAND</b> (Bangkok)	Stock Exchange of Thailand (SET)	Bangkok SET Index
<b>FILIPINA</b> (Manila)	Philippine Stock Exchange (PSE)	PSE
<b>HONG KONG</b> (Hong Kong)	Hong Kong Exchanges (HKEX)	Hang Seng Index 33
<b>KOREA SELATAN</b> (Seoul)	Korea Stock Exchange (KSE)	Korea SE Composite (Kospi) Index
<b>TAIWAN</b> (Taipei)	Taiwan Stock Exchange	Taiwan Weighted Index
<b>JEPANG</b> (Tokyo)	Tokyo Stock Exchange (TSE)	Nikkei-Stock Average 225 Index
<b>AUSTRALIA</b> (Sydney)	Australian Stock Exchange (ASX)	Australia All Ordinary Index
<b>SELANDIA BARU</b> (Wellington)	The New Zealand Stock Exchange (NZSE)	NZSE-40
<b>NEGARA LUAR ASIA PASIFIK</b>	<b>BURSA</b>	<b>JENIS INDEX</b>
<b>INDIA</b> (Mumbai or Bombay)	Mumbai Stock Exchange (Bombay Stock Exchange "BSE")	Sensitive Index
<b>SRILANGKA</b> (Colombo)	Colombo Stock Exchange (CSE)	All Share Index
<b>PAKISTAN</b> (Karachi)	Karachi Stock Exchange (KSE)	KSE-100
<b>AMERIKA SERIKAT</b> (New York)	Dow Jones Stock Exchange	Dow Jones Industrial Average

Sumber : Bisnis Indonesia (2002)

#### 4.1.2. Gambaran Tentang Market Indeks.

Market indeks saham merupakan suatu nilai yang biasa digunakan untuk mengukur kinerja saham-saham yang tercatat pada suatu bursa efek. Dalam suatu market indeks, saham-saham yang dimasukkan kedalamnya dapat 20 saham, 40 saham ataupun seluruh saham yang diperdagangkan dalam suatu bursa.

Mempertimbangkan cara terbentuknya angka market indeks maka analisis dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan market indeks untuk mewakili keadaan masing-masing bursa yang diteliti, dengan asumsi bahwa portofolio pasar yang digunakan sebagai dasar perhitungan indeks merupakan portofolio yang terdiversifikasi dengan baik.

**Tabel 4.2.**  
**Pergerakan Market Indeks**

NEGARA	1999-2001	1999	2000	2001
INDONESIA	-0,50	84,19	-39,53	-5,71
SINGAPURA	15,96	66,52	-20,83	-16,79
MALAYSIA	23,94	39,10	-16,96	3,12
THAILAND	-14,81	28,16	-41,41	2,71
FILIPINA	-41,03	0,92	-30,24	-26,17
HONG KONG	16,19	70,78	-4,75	-26,17
KOREA	18,06	70,18	-48,89	18,25
TAIWAN	-13,51	33,10	-47,94	6,99
JEPANG	-21,42	36,69	-24,23	-23,98
AUSTRALIA	18,62	12,11	1,68	4,75
SELANDIA BARU	-0,58	2,62	-12,49	7,53
INDIA	4,49	72,06	-28,02	-20,83
SRILANGKA	6,63	0,72	-18,28	38,36
PAKISTAN	34,86	56,36	0,52	-16,36
AMERIKA SERIKAT	8,38	19,22	-6,38	-6,01

Sumber : data sekunder yang diolah (2002)

Antara tahun 1999-2001 kenaikan market indeks diperoleh hampir semua bursa (Singapura, Malaysia, Hong Kong, Korea, Australia, India, Srilangka, Pakistan, dan Amerika Serikat) adapun kenaikan market indeks tertinggi terdapat pada Bursa Pakistan yaitu sebesar 34,86%. Sedangkan penurunan market indeks terjadi pada bursa di Indonesia, Thailand, Filipina, Taiwan, Jepang, dan Selandia Baru tetapi penurunan market indeks terbesar terdapat pada Bursa Filipina yaitu sebesar -41,03%.

Pada tahun 1999, semua bursa yang diteliti mengalami kenaikan market indeks, dimana peningkatan terbesar didapat oleh Bursa Indonesia (84,19%), Hong Kong (70,78%), dan Korea (70,18%). Hal ini disebabkan pada tahun tersebut bursa-bursa diseluruh dunia mengalami masa-masa keemasan (*bullish*).

Tahun 2000, hampir semua bursa yang diteliti mengalami penurunan market indeks, dimana penurunan terbesar didapat oleh Bursa Korea (-48,89%), Taiwan (-47,94%), dan Thailand (-41,41%). Bursa yang mengalami peningkatan tipis market indeks adalah Australian (1,68%) dan Pakistan (0,52%).

Tahun 2001, merupakan masa perbaikan ekonomi dimana beberapa bursa mengalami peningkatan market indeksnya, tetapi peningkatan relatif kecil dibandingkan peningkatan yang terjadi pada tahun 1999. Terlebih terjadinya peristiwa WTC di Amerika Serikat yang menyebabkan indeks DJIA kembali meluncur turun secara cepat (8235,81), tetapi hingga akhir tahun 2001 market indeks sudah mencapai 10021,05 bahkan melampaui indeks DJIA sebelum terjadi peristiwa WTC (9605,50). Peningkatan terbesar diperoleh dari Bursa Srilangka (38,36%),

Korea (18,25%) dan Selandia Baru (7,53%), sedangkan penurunan terbesar adalah Bursa HongKong (-26,17%), Jepang (-23,98%), dan Filipina (-26,17%).

Adapun Bursa Indonesia selama periode 1999-2001 mempunyai rata-rata market indeks sebesar 483,8127. Sedangkan indeks tertinggi yang pernah terjadi adalah 716,46 dan terendah adalah 346,41.

#### **4.1.3. Gambaran Tentang Nilai tukar Mata Uang.**

Nilai tukar mata uang merupakan salah satu variabel penting bagi perekonomian suatu negara, nilai mata uang yang berfluktuasi akan menyebabkan terganggunya kegiatan kegiatan perekonomian karenanya semua negara selalu berusaha menjaga kestabilan nilai tukar mata uangnya. Berikut ini dapat dilihat pergerakan nilai tukar terhadap US Dollar (Tabel 4.3).

Perubahan nilai tukar yang terjadi dari tahun awal tahun 1999 sampai akhir tahun 2001 yang terbesar adalah Srilangka (37,48%), Filipina (34,53%) dan Indonesia (31,50%). Tetapi jika dilihat dari persentase perubahan antara nilai maksimum dan minimum dari nilai tukar tersebut maka Indonesia-lah yang terbesar, yaitu 78,99% (nilai maksimum 11920,52 dan nilai minimum 6659,79). Diikuti kemudian oleh Filipina (42,87%) dan Australia (37,60%).

**Tabel 4.3.**  
**Pergerakan Nilai Tukar Terhadap US Dollar**

NEGARA	1999-2001	1999	2000	2001
INDONESIA	31,50	-15,08	31,64	9,09
SINGAPURA	10,98	-1,25	3,90	6,85
MALAYSIA	0,00	0,00	0,00	0,00
THAILAND	21,70	1,39	15,97	2,34
FILIPINA	34,53	5,02	26,01	0,90
HONG KONG	0,64	0,38	0,27	-0,03
KOREA	12,76	-3,76	11,82	4,00
TAIWAN	8,79	-3,93	7,13	7,16
JEPANG	16,81	-7,81	8,66	12,51
AUSTRALIA	22,14	-3,46	17,50	10,11
SELANDIA BARU	28,07	5,25	16,96	8,16
INDIA	13,37	2,29	7,39	3,37
SRILANGKA	37,48	6,20	10,81	16,23
PAKISTAN	16,69	1,56	13,13	0,90

Sumber : data sekunder yang diolah (2002)

Adapun Malaysia nilai tukarnya memakai sistem nilai tukar tetap (*fixed rate*) sejak Oktober 1997 yaitu sebesar 3,8 ringgit per dollarnya. Sedangkan Thailand sebagai negara pertama yang terkena krisis moneter mempunyai fluktuasi nilai tukar yang lebih baik dari Indonesia yaitu sebesar 21,70% sedangkan persentase perubahan nilai tukar maksimum dan minimum sebesar 25,96%.

#### 4.2. Proses dan Hasil Analisis.

##### 4.2.1. Tingkat Keuntungan dan Resiko Dari Bursa-Bursa di Asia Pasifik.

Pemodal asing perlu memperhatikan faktor perubahan kurs valuta asing (resiko valas) selain perubahan harga saham (resiko domestik) dalam perhitungan

resiko investasi, sehingga bisa diperkirakan resiko total yang dihadapi pemodal asing akan cenderung lebih tinggi apabila dibandingkan dengan pemodal domestik.

Saat pemodal menggunakan deviasi standart tingkat keuntungan sebagai pengukur resiko investasi , parameter tersebut cenderung meningkat nilainya saat dikonversi ke mata uang US Dollar. Sehingga dipandang dari pemodal Amerika Serikat, investasi di bursa tersebut memberikan resiko yang lebih besar dibandingkan dengan pemodal domestik. Resiko bursa Indonesia bagi pemodal domestik (0,0473) meningkat nilainya menjadi (0,0484) bagi pemodal asing (tabel 4.4.).

**Tabel 4.4.**  
**Resiko Domestik, Resiko Valuta Asing, Resiko Asing dan Kvd**

NEGARA	SD Domestik	SD Valas	SD Total	Kvd
INDONESIA	0,0473	0,0282	0,0484	-0,0191
SINGAPURA	0,0424	0,0049	0,0423	-0,0079
MALAYSIA	0,0451	0,0000	0,0452	-0,0230
THAILAND	0,0512	0,0074	0,0486	0,0042
FILIPINA	0,0381	0,0117	0,0367	-0,0074
HONG KONG	0,0439	0,0001	0,0441	0,0044
KOREA	0,0626	0,0107	0,0606	-0,0039
TAIWAN	0,0541	0,0049	0,0533	0,0052
JEPANG	0,0351	0,0116	0,0360	-0,0078
AUSTRALIA	0,0226	0,0122	0,0257	-0,0004
SELANDIA BARU	0,0240	0,0161	0,0273	0,0069
INDIA	0,0498	0,0029	0,0496	-0,0090
SRILANGKA	0,0349	0,0131	0,0371	0,0472
PAKISTAN	0,0466	0,0081	0,0481	-0,0062
AMERIKA SERIKAT	0,0286	0,0000	0,0287	1,0000

Sumber : data sekunder yang diolah (2002)

Tetapi resiko yang ditanggung pemodal asing (resiko total) dapat menjadi lebih rendah daripada resiko pemodal domestik, apabila koefisien korelasi antara perubahan tingkat keuntungan yang dinyatakan dalam satuan moneter setempat dengan perubahan kurs valuta asing (Kvd) negatif/sangat rendah. Pada tabel 4.4, beberapa negara mempunyai Kvd negatif seperti Indonesia (-0,0191), Singapura (-0,0079), Malaysia (-0,0230), Filipina (-0,0074), Korea (-0,0039), Jepang (-0,0078), Australia (-0,0004), India (-0,0090), dan Pakistan (-0,0062). , maka di bursa negara tersebut pemodal asing menanggung resiko lebih rendah dari pemodal domestik.

Dipandang dari pertimbangan tingkat keuntungan, tingkat keuntungan yang diperoleh oleh pemodal asing akan lebih rendah dari pemodal domestik kalau mata uang pemodal asing tersebut (US Dollar) mengalami apresiasi dan sebaliknya. Perbandingan antara tingkat keuntungan pemodal Amerika Serikat disajikan pada tabel 4.5.

Tabel 4.5. tersebut menunjukkan bahwa US Dollar melemah terhadap semua mata uang di bursa negara-negara yang diteliti kecuali Malaysia (0,000). Karena itu di bursa-bursa tersebut keuntungan yang diperoleh oleh pemodal Amerika Serikat akan lebih tinggi dari pemodal domestik.

Rata-rata tingkat keuntungan bursa Indonesia dilihat pemodal domestik (0,107) dan dilihat dari pemodal Amerika Serikat (0,323) sedangkan mata uang US Dollar ternyata melemah terhadap Rupiah (0,216). Karena itu di bursa Indonesia, tingkat keuntungan yang diperoleh oleh pemodal Amerika Serikat akan lebih tinggi dari pemodal domestik.

**Tabel 4.5.**  
**Rata-Rata Tingkat Keuntungan Domestik, Asing, dan Valuta Asing**

NEGARA	R. DOMESTIK	R. VALAS	R. ASING
INDONESIA	0,107	0,216	0,323
SINGAPURA	0,186	0,068	0,254
MALAYSIA	0,239	0,000	0,239
THAILAND	0,029	0,129	0,158
FILIPINA	-0,266	0,197	-0,068
HONG KONG	0,193	0,004	0,197
KOREA	0,301	0,083	0,384
TAIWAN	0,056	0,055	0,111
JEPANG	-0,093	0,106	0,013
AUSTRALIA	0,135	0,136	0,271
SELANDIA BARU	0,025	0,172	0,197
INDIA	0,152	0,081	0,233
SRILANGKA	0,098	0,212	0,310
PAKISTAN	0,301	0,102	0,403
AMERIKA SERIKAT	0,093	0,000	0,093

Sumber : data sekunder yang diolah (2002)

Adapun bagi pemodal Malaysia, resiko yang dihadapi sama dengan yang dihadapi pemodal Amerika Serikat karena nilai ringgit berpatokan secara tetap terhadap US Dollar.

#### 4.2.2. Korelasi Antar Bursa di Asia Pasifik.

Teori portofolio mengatakan bahwa diversifikasi akan makin efektif mengurangi resiko bila koefisien korelasi antar tingkat keuntungan saham-saham yang membentuk portofolio tersebut rendah.

Beberapa penelitian Elton dan Gruber (1991) dan Pudjiastuti (1990) menunjukkan bahwa koefisien korelasi antar tingkat keuntungan market indeks setelah dikonversi ke US dollar cukup rendah.

**Tabel 4.6.**  
**Koefisien Korelasi Antar Tingkat Keuntungan Market Indeks Setelah Dikonversi Ke US Dollar.**

NEGARA	ID	SG	MY	TH	PH	HK	KR	TW
INDONESIA	1,000							
SINGAPURA	0,336	1,000						
MALAYSIA	0,196	0,486	1,000					
THAILAND	0,348	0,660	0,436	1,000				
FILIPINA	0,203	0,501	0,208	0,454	1,000			
HONG KONG	0,304	0,694	0,341	0,559	0,407	1,000		
KOREA	0,291	0,568	0,233	0,453	0,443	0,567	1,000	
TAIWAN	0,142	0,426	0,384	0,358	0,272	0,349	0,333	1,000
JEPANG	0,234	0,477	0,353	0,339	0,273	0,492	0,527	0,324
AUSTRALIA	0,282	0,435	0,330	0,340	0,241	0,501	0,388	0,220
SELANDIA BARU	0,164	0,411	0,309	0,330	0,318	0,335	0,360	0,244
INDIA	0,255	0,496	0,269	0,335	0,422	0,465	0,478	0,416
SRI LANGKA	-0,057	0,179	0,044	0,056	0,076	0,102	-0,043	0,074
PAKISTAN	0,126	0,287	0,234	0,233	0,094	0,181	0,079	0,138
AMERIKA SERIKAT	0,177	0,523	0,325	0,345	0,453	0,489	0,419	0,316

NEGARA	JP	AU	NZ	IN	LK	PK	US
JEPANG	1,000						
AUSTRALIA	0,420	1,000					
SELANDIA BARU	0,317	0,619	1,000				
INDIA	0,401	0,370	0,368	1,000			
SRI LANGKA	0,062	0,048	0,046	0,106	1,000		
PAKISTAN	0,191	0,195	0,116	0,260	0,175	1,000	
AMERIKA SERIKAT	0,367	0,395	0,291	0,400	0,100	0,263	1,000

Sumber : data sekunder yang diolah (2002)

Keterangan : ID = Indonesia	JP = Jepang
SG = Singapura	AU = Australia
MY = Malaysia	NZ = Selandia Baru
TH = Thailand	IN = India
PH = Filipina	LK = Srilangka
HK = HongKong	PK = Pakistan
KR = Korea	US = Amerika Serikat
TW = Taiwan	

Penelitian ulang dalam studi ini (tabel 4.6.) menunjukkan hasil yang sama, bahwa koefisien korelasi antar tingkat keuntungan setelah dikonversi ke dalam US Dollar relatif masih cukup rendah, bahkan ada yang negatif. Koefisien korelasi yang negatif terjadi antara Srilangka terhadap Indonesia (-0,057) dan Srilangka terhadap Korea (-0,043)

Hasil ini sesuai dengan penelitian Pudjiastuti (1990) serta Suad Husnan & Pudjiastuti (1994) yang menunjukkan bahwa diversifikasi dilihat dari sudut pemodal Amerika Serikat (US Dollar) ke bursa-bursa di Asia Pasifik akan efektif untuk mengurangi resiko.

#### **4.2.3. Pengujian dengan Menggunakan Asumsi Klasik.**

##### **1. Pengujian Normalitas.**

Uji normalitas data dilakukan untuk mengetahui apakah suatu data terdistribusi secara normal atau tidak secara statistik. Uji normalitas data dilakukan dengan menggunakan model Kolmogorov-Smirnov satu arah. Hair et al (1996) mengatakan Kolmogorov-Smirnov merupakan metode umum dipakai menguji normalitas data.

Hipotesis yang menyatakan bahwa data terdistribusi tidak normal dengan nilai Z. Hair et al (1996) mengemukakan bahwa normalitas data dapat dilihat dengan model Kolmogorov-Smirnov. Bila nilai Z statistik tidak signifikan maka suatu data disimpulkan terdistribusi normal.

Hal yang sama juga ditegaskan oleh Imam Ghozali (2001) yang menyatakan bahwa nilai  $Z_{hit} > Z_{tabel}$ , maka distribusi tidak normal. Model Kolmogorov-Smirnov satu arah dilakukan dengan menggunakan tingkat kepercayaan 5%. Pada tabel 4.7. berikut ini akan disajikan hasil uji normalitas data.

**Tabel 4.7.**  
**Hasil Pengujian Normalitas**

NEGARA	Kolmogorov Smirnov Z	Asymptotic Significant
INDONESIA	0,976	0,297
SINGAPURA	1,134	0,152
MALAYSIA	1,35	0,052
THAILAND	0,822	0,509
FILIPINA	0,617	0,841
HONG KONG	0,61	0,851
KOREA	0,954	0,322
TAIWAN	0,993	0,278
JEPANG	0,414	0,995
AUSTRALIA	0,977	0,295
SELANDIA BARU	1,008	0,262
INDIA	1,206	0,109
SRILANGKA	1,935	0,245
PAKISTAN	0,853	0,461
AMERIKA SERIKAT	0,691	0,725
DJWI	0,678	0,748
AVWI	0,964	0,31

Sumber : data sekunder yang diolah (2002)

Dari data tersebut diatas dapat disimpulkan bahwa data return market index dalam US Dollar terdistribusi secara normal.

## 2. Pengujian Autokorelasi.

Model Durbin-Watson statistik dilakukan untuk menguji ada tidaknya autokorelasi pada suatu data time series. Konsekwensi dari adanya autokorelasi dalam suatu model regresi adalah bahwa varians sampel tidak menggambarkan varians populasi. Lebih jauh lagi, model regresi yang dihasilkan tidak dapat dipakai untuk menaksir variabel dependen pada nilai variabel independen tertentu.

Untuk mendignosis adanya autokorelasi dalam suatu modal regresi dapat dilakukan melalui pengujian terhadap nilai Durbin-Watson dengan ketentuan sebagai berikut : (Algifari, 1999)

- < 1,1 : Ada autokorelasi
- 1,54- 2,46 : Tanpa simpul autokorelasi
- 1,54 – 2,46 : Tidak ada autokorelasi
- 2,46 – 2,91 : Tanpa autokorelasi
- > 2,91 : Ada autokorelasi

Nilai Durbin-Watson pada penelitian ini kesemuanya berada pada kisaran kriteria tidak ada autokorelasi. Berdasarkan hal tersebut diatas maka dapat disimpulkan tidak terdapat autokorelasi pada variabel terikat yang akan digunakan (tabel 4.8.).

**Tabel 4.8.**  
**Hasil Pengujian Autokorelasi**

NEGARA	Durbin	Watson
	DJWI	AVWI
INDONESIA	2,1685	2,1396
SINGAPURA	2,3919	2,4517
MALAYSIA	2,0541	2,0566
THAILAND	2,4585	2,4553
FILIPINA	1,9133	1,9411
HONG KONG	2,4250	2,2825
KOREA	2,2937	2,2310
TAIWAN	2,3684	2,3082
JEPANG	1,9928	1,9623
AUSTRALIA	2,3870	2,2217
SELANDIA BARU	2,4032	2,3899

Sumber : data sekunder yang diolah (2002)

### 3. Uji Multikolinieritas.

Uji Multikolinieritas ini dimaksud untuk mengetahui apakah terdapat interkorelasi yang sempurna diantara beberapa variabel bebas yang digunakan dalam model. Bila terjadi gejala multikolinieritas maka bisa mengakibatkan hal-hal sebagai berikut (Algifari, 1999) :

1. nilai koefisien regresi menjadi kurang dipercaya.
2. kesulitan dalam memisahkan pengaruh masing-masing variabel bebas terhadap variabel terikat.

Metode yang dapat dilakukan untuk menguji adanya multikolinieritas ini dapat dilihat dengan *tolerance value* atau VIF. Batas *tolerance value* adalah 0,10 dan

OPT-PUSTAKA-UNDIP

VIF adalah 10. Jika *tolerance value* dibawah 0,1 atau nilai VIF diatas 10 maka terjadi multikolinieritas.

Karena persamaan regresi dalam penelitian ini kesemuanya memakai 1 variabel independen dan 1 variabel independen maka nilai *tolerance value* dan VIF dari penelitian ini adalah 1, sehingga dapat dikatakan tidak terjadi multikolinieritas.

#### **4. Uji Heteroskedastisitas.**

Heteroskedastisitas berarti varians dalam model tak sama (konstan). Konsekwensi adanya heteroskedastisitas dalam model regresi adalah penaksir (estimator) yang diperoleh tidak efisien, baik dalam sampel kecil maupun sampel besar, meskipun penaksir yang diperoleh menggambarkan populasinya dan bertambahnya sampel yang digunakan akan mendekati nilai sebenarnya (konsisten). Hal ini disebabkan variansnya yang tidak minimum atau lebih efisien.

Untuk menguji ada tidaknya heteroskedastisitas dapat dilihat dari grafik plot antara nilai prediksi variabel terikat dengan residualnya.

- Jika ada pola tertentu, seperti titik-titik dengan pola teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas.
- Jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

Pulp & Paper, Lippo Life Insurance, Lippo Securities, Mayora Indah, Polysindo Eka Perkasa dan Telekomunikasi Indonesia. Selanjutnya diantara emiten di atas rata-rata tersebut, maka Citra Marga Nushapala Persada termasuk yang tertinggi yaitu sebesar 149,08%. Hal ini dapat dimengerti karena selama periode pengamatan, Citra Marga Nushapala Persada mengalami fluktuasi per lembar saham yang sangat tajam. Sehingga hal ini berdampak pada pertumbuhan laba per lembar sahamnya. Dengan fluktuasi laba tersebut mengakibatkan semakin tinggi penyimpangan pertumbuhan labanya. Dengan demikian secara rata-rata standar deviasi pertumbuhan laba Citra Marga Nushapala Persada sangat tinggi. Sedangkan Tambang Timah termasuk yang terendah yaitu sebesar 4,28%. Hal ini dapat dipahami karena Tambang Timah sebagai salah satu Badan Usaha Milik Negara, selama periode pengamatan memperoleh laba per lembar saham relatif stabil. Dengan stabilnya pertumbuhan laba per lembar saham tersebut menyebabkan rendahnya penyimpangan nilai yang terjadi. Sehingga secara rata-rata deviasi pertumbuhan laba Tambang Timah sangat rendah. Hal ini menunjukkan bahwa di satu pihak ada emiten yang mempunyai pertumbuhan laba relatif stabil. Kemudian melihat pada perkembangan standar deviasi pertumbuhan laba saham-saham Blue Chips Bursa Efek Jakarta, maka selama periode pengamatan mengalami peningkatan dari tahun ke tahun yaitu 56,20% tahun 1995, 57,52% tahun 1996 dan 58,76% pada tahun 1997 (lihat Lampiran 11).

### 5.2.5. Financial Leverage (FL)

Financial Leverage merupakan perbandingan antara jumlah total hutang dengan total aktiva. Hal ini menggambarkan seberapa besar perusahaan menggunakan hutang dalam struktur modalnya. Bagi investor Financial Leverage merupakan proksi resiko finansial, karena Financial Leverage merupakan penggunaan dana yang disertai dengan beban tetap, semakin besar pula bunga yang harus dibayar oleh emiten yang bersangkutan. Hal ini mempengaruhi earning per share (Syafuddin Alwi, 1991 : 273). Menurut Lukman Syamsudin (1995, 119), bahwa dengan meningkatnya Financial Leverage akan memperbesar resiko yang harus memaksa perusahaan untuk mempertahankan tingkat EBIT yang lebih besar. Disamping itu nilai jaminan hutang atas kekayaan semakin meningkat. Dan resiko financial ini dapat menimbulkan ancaman kebangkrutan.

Perkembangan rata-rata Financial Leverage saham-saham blue chips Bursa Efek Jakarta yang menjadi sampel penelitian dari tahun 1995-1997 mengalami peningkatan dari tahun ke tahun, yaitu berturut-turut sebesar 53,31%, 59,14% dan 65,48% (lihat Lampiran 4 dan 12). Jadi setiap tahun selama periode pengamatan ada penambahan penggunaan hutang dalam struktur modalnya sebesar  $\pm 6\%$  per tahun. Kenaikan penggunaan hutang pada struktur modalnya, relatif stabil selama periode pengamatan. Dengan begitu dapat dikatakan bahwa emiten terus menambah hutang untuk membiayai operasi perusahaan

dalam melakukan ekspansi baik untuk investasi maupun modal kerja. Secara individual rata-rata Financial Leverage saham-saham blue chips Bursa Efek Jakarta selama periode pengamatan dapat dilihat pada Tabel 5.8.

Tabel 5.8  
Financial Leverage  
Saham-saham Blue Chips Bursa Efek Jakarta  
Periode 1995 - 1997

No.	Emiten	1995 (%)	1996 (%)	1997 (%)	Rata-rata (%)
1	Bank Bali	91.61	92.06	93.10	92.26
2	Bank International Indonesia	92.19	92.92	89.65	91.59
3	Berlian Laju Tanker	56.76	62.07	71.54	63.46
4	Bimantara Citra	43.89	48.46	66.47	52.94
5	Citra Marga Nushapala P	48.19	46.91	57.38	50.83
6	Gudang Garam	48.00	40.72	40.29	43.00
7	HM Sampoerna	34.07	51.01	61.89	48.99
8	Indah Kiat Pulp & Paper	62.85	64.47	62.52	63.28
9	Indorama Synthetics	61.12	57.94	69.80	62.95
10	Indosat	10.81	10.07	15.10	11.99
11	Lippo Bank	93.37	91.09	92.26	92.24
12	Lippo Life Insurance	76.58	93.63	90.08	86.76
13	Lippo Securities	10.36	93.28	89.12	64.25
14	Mayora Indah	16.49	27.52	52.98	32.33
15	Mulia Industrindo	53.56	50.90	74.04	59.50
16	Polisindo Eka Perkasa	61.69	60.34	71.78	64.60
17	Semen Gresik	30.55	41.25	50.17	40.65
18	Tambang Timah	25.75	18.92	29.34	24.67
19	Telekomunikasi Indonesia	53.15	50.14	51.73	51.67
20	Tjiwi Kimia	60.82	59.11	58.93	59.62
21	Bank Pan Indonesia	87.69	89.19	86.92	87.93
Rata-rata FL		53,31	53.31	59.14	65.48

Sumber : PT. Bursa Efek Jakarta, Diolah

Data yang ditunjukkan oleh Tabel 5.8. memperlihatkan bahwa emiten yang mempunyai rasio Financial Leverage diatas rata-rata sampel dialami oleh Bank bali (92,24%), Bank Internasional Indonesia

(91,59%), Berlian Laju Tanker (63,46%), Indah Kiat Pulp & Paper (63,28%), Indorama Synthetics (64,25%), Lippo Bank (92,24%), Lippo Life Insurance (86,76%), Lippo Securities (64,25%), Mulia Industrindo (59,50%), Polysindo Eka Perkasa (64,60%), Tjiwi Kimia (59,62%) dan Bank Pan Indonesia (87,93%). Jadi selama periode pengamatan emiten yang paling tinggi rasio hutangnya adalah Bank Bali dan Bank Lippo, sementara rasio Financial Leverage yang terendah dialami oleh Indosat yaitu sebesar 11,99%.

#### **5.2.6. Return On Equity (ROE)**

Return on Equity adalah perbandingan antara keuntungan bersih yang dihasilkan dengan besarnya modal sendiri (Equity). Artinya Return on Equity merupakan sesuatu pengukuran dari penghasilan (income) yang tersedia bagi para pemilik perusahaan (pemegang saham) atas modal yang mereka investasikan di dalam perusahaan, semakin tinggi penghasilan semakin baik kedudukan pemegang saham.

Perkembangan Return on Equity selama periode pengamatan sangat berfluktuasi. Pada tahun 1995 rata-rata Return on Equity saham-saham blue chips yang dijadikan sampel penelitian adalah sebesar 15,04%, tahun 1996 naik menjadi 18,51%, tetapi pada tahun 1997 menurun menjadi 9,79% (lihat lampiran 13). Dengan demikian rata-rata Return on Equity saham-saham blue chips BEJ selama periode

pengamatan (1995 – 1997) adalah sebesar 14,45% seperti ditunjukkan pada tabel 5.9.

Dari tabel 5.9. terlihat bahwa emiten yang mempunyai Return on Equity di atas rata-rata sampel adalah Bank Bali, Bank Internasional Indonesia, Gudang Garam, Indorama Synthetics, Indosat, Lippo Life Insurance, Lippo Life Securities, Tambang Timah, Tjiwi Kimia.

Tabel 5.9.  
Return On Equity (ROE)  
Saham-saham Blue Chips Bursa Efek Jakarta  
Periode 1995 - 1997

No.	Emiten	1995 (%)	1996 (%)	1997 (%)	Rata-rata (%)
1	Bank Bali	17,47	20,78	8,05	15,43
2	Bank Internasional Indonesia	19,08	20,78	9,56	16,47
3	Berlian Laju Tanker	7,90	10,09	9,88	9,29
4	Bimantara Citra	12,24	14,24	1,04	9,17
5	Citra Marga Nushapala P	14,95	17,26	9,06	13,76
6	Gudang Garam	18,00	25,73	28,65	24,13
7	HM Sampoerna	5,06	28,31	1,40	11,59
8	Indah Kiat Pulp & Paper	18,28	8,52	4,91	10,57
9	Indorama Synthetics	21,12	18,25	12,91	17,43
10	Indosat	25,71	20,40	21,37	22,49
11	Lippo Bank	16,55	12,85	11,77	13,72
12	Lippo Life Insurance	13,62	41,52	6,80	20,65
13	Lippo Securities	8,33	41,00	8,46	19,26
14	Mayora Indah	9,19	9,08	3,59	7,29
15	Mulia Industrindo	11,33	11,10	1,31	7,91
16	Polisindo Eka Perkasa	24,16	11,12	1,27	12,19
17	Semen Gresik	7,03	8,89	8,90	8,27
18	Tambang Timah	24,11	22,98	21,95	23,02
19	Telekomunikasi Indonesia	12,16	16,95	11,95	13,69
20	Tjiwi Kimia	19,81	15,03	12,88	15,91
21	Bank Pan Indonesia	9,74	13,80	9,84	11,13
	Rata-rata ROE	15,04	18,51	9,79	14,15

Sumber : PT. Bursa Efek Jakarta, Diolah

Yang menarik dari kondisi Return on Equity masing-masing emiten yang diamati Gudang Garam dan Indosat. Kedua emiten tersebut disamping mempunyai Return on Equity tertinggi secara rata-rata sampel, juga termasuk emiten yang mengalami kenaikan Return on Equity selama tahun 1997. Sementara 19 emiten yang dipilih menjadi sampel lainnya, semua mengalami penurunan Return on Equity. Dan penurunan terparah dialami oleh Bimantara Citra yaitu dari 14,24% tahun 1996 menjadi 1,04% tahun 1997. Kemudian juga dialami oleh H.M. Sampoerna, dari 28,31% menjadi 1,40%. Mayora Indah dan Polysindo Eka Perkasa berturut-turut pada tahun 1996 mempunyai Return on Equity 11,10% dan 11,12% menjadi 1,31% dan 1,27 pada tahun 1997.

Dengan demikian dapat dilihat bahwa saham-saham blue chips Bursa Efek Jakarta pun tidak luput dari dampak negatif krisis ekonomi moneter yang terjadi pertengahan Juli 1997. Kecuali Gudang Garam dan Indosat, justru memperoleh dampak positif dengan mencapai prestasi tertinggi yaitu naiknya Return on Equity masing-masing sebesar 28,65% dan 21,37% pada tahun 1997 (lihat Lampiran 13).

#### 5.2.7. Net Asset Per Share

Koefisien regresi *Net Asset Per Share* (NAPS) sebesar 0,001896. Dengan angka koefisien ini menunjukkan apabila *Net Asset Per Share* mengalami kenaikan 1% maka Price Earning Ratio akan naik sebesar 0,001896%, jadi relatif kecil. Net Asset Per share

menunjukkan tingkat aktiva bersih perusahaan dibandingkan dengan jumlah saham perusahaan yang beredar. Semakin besar nilai net asset per share akan memberikan jaminan keselamatan yang semakin besar kepada pemodal akan dana yang ditanamkan.

Dari uji t dapat diketahui besarnya t hitung sebesar 0,545 dengan peluang kesalahan sebesar 0,588, (pada lampiran 19) berarti tidak signifikan yang artinya besar kecilnya net asset per share tidak mempunyai pengaruh terhadap price earning ratio. Dari situ menggambarkan bahwa para pemodal dalam melakukan pertimbangan tidak terlalu memperhatikan atau kurang memperhatikan net asset per share suatu perusahaan. Pemodal kurang mempertimbangkan aspek nilai bersih asset untuk perusahaan. Pemodal umumnya lebih menekankan pada kemampuan perusahaan untuk membayar deviden, financial leverage serta prospek usaha yang baik yang mampu memberikan kepastian keamanan investasi yang akan datang.

Tabel 5.10  
Net Asset Per Share  
Saham-saham Blue Chips Bursa Efek Jakarta  
Periode 1995 - 1997

No.	Emiten	1995 (%)	1996 (%)	1997 (%)	Rata-rata (%)
1	Bank Bali	2114	2515	1720	2116
2	Bank International Indonesia	3185	648	790	1541
3	Berlian Laju Tanker	211	2232	1368	1270
4	Bimantara Citra	1083	1268	1272	1208
5	Citra Marga Nushapala P	1265	716	641	874
6	Gudang Garam	4232	1337	1645	2405
7	HM Sampoerna	2516	1576	1640	1910
8	Indah Kiat Pulp & Paper	3362	2419	1727	2503
9	Indorama Synthetics	3738	1190	1148	2025
10	Indosat	2078	2470	2896	2481
11	Lippo Bank	1772	1058	1170	1334
12	Lippo Life Insurance	3239	1849	9386	4824
13	Lippo Securities	2017	2411	716	1715
14	Mayora Indah	721	765	764	750
15	Mulia Industrindo	2688	1541	755	1662
16	Polisindo Eka Perkasa	882	737	1166	928
17	Semen Gresik	3924	4191	4441	4185
18	Tambang Timah	1108	1356	1615	1360
19	Telekomunikasi Indonesia	799	950	1033	927
20	Tjiwi Kimia	1825	1843	2772	2147
21	Bank Pan Indonesia	1708	1931	1143	1594
	Rata-rata NAPS	2118	1667	1896	1893

Sumber : PT. Bursa Efek Jakarta, Diolah

### 5.2.8. Analisis Hasil Regresi Model Price Earning Ratio

Untuk memudahkan pembahasan analisis, maka hasil regresi disajikan pada Tabel 5.11, yang dilengkapi dengan hasil regresi tahap demi tahap. Dengan demikian terlihat sumbangan masing-masing variabel dalam menjelaskan variabilitas Price Earning Ratio.

Analisis hasil regresi tersebut akan dikemukakan sebagai berikut:

Tabel 5.11  
Hasil Regresi Setelah Pengujian Asumsi

Model	Change Statistics					Durbin Watson
	R Square Change	F Change	Df1	df2	Sig Change	
1	0,310	4,186	6	56	0,002	2,030

Sumber : PT. Bursa Efek Jakarta, Diolah

Tabel 5.12  
Persamaan Regresi (*Unsatandardized Coefficient*)

Model	Unsatandardized Coefficient		Standatrdrized Coefficient	t	Sig
	B	Std Error			
1. (Constant)	49,940	18,069		2,764	0,008
DPR	89,583	25,194	0,399	3,556	0,001
ROE	2,897	9,797	0,034	0,296	0,769
EG	5,849	6,008	0,104	0,914	0,365
SDEG	70,852	43,699	0,184	1,621	0,111
FL	55,092	19,293	0,319	2,856	0,006
NAPS	1,896E-03	0,003	0,061	0,545	0,558

Sumber : PT. Bursa Efek Jakarta, Diolah

Tabel 5.13  
Hasil t - test model regresi

Variabel	t-stat	Sig t	Keterangan
EG	0,914	0,365	tidak signifikan
DPR	3,556	0,001	Signifikan
SD.EG	1,621	0,111	tidak signifikan
FL	2,856	0,006	Signifikan
ROE	0,221	0,8260	tidak signifikan
NAPS	0,545	0,588	tidak signifikan

Sumber : PT. Bursa Efek Jakarta, Diolah

### 5.3.1. Signifikansi Model Persamaan Hasil Regresi

Untuk menjawab permasalahan, mencapai tujuan penelitian dan pembuktian hipotesis yang pertama, maka kajian akan diarahkan pada indikator statistik yaitu: t-test, F-test dan interpretasi hasil regresi.

Dari data yang ditunjukkan oleh Tabel 5.13, maka secara parsial ada dua variabel konfirmatori yang berpengaruh penting (signifikan) terhadap price earning ratio, yaitu : dividend payout ratio pada level signifikansi 10% dan financial leverage pada level signifikansi 5%. Sedangkan pertumbuhan laba, standar deviasi pertumbuhan laba dan return on equity tidak berpengaruh nyata (tidak signifikan), walaupun secara bersama-sama ikut menentukan perubahan price earning ratio.

Kemudian untuk uji F yaitu melihat pengaruh nyata secara bersama-sama pertumbuhan laba, dividend payout ratio, standar deviasi pertumbuhan laba, financial leverage dan return on equity terhadap variabilitas price earning ratio saham-saham blue chips Bursa Efek Jakarta, menghasilkan F hitung 4,186 dengan probabilitas kesalahan 0,02. Ini berarti pada level signifikansi 5%, variabel-variabel konfirmatori berpengaruh nyata (signifikan) terhadap variabilitas price earning ratio. Secara simultan dengan uji F ternyata yang signifikan adalah financial leverage dan dividend pay out ratio. Selanjutnya dengan menggunakan uji t secara parsial hasilnya sama yaitu financial leverage dan dividend pay out ratio yang signifikan. Dengan demikian hipotesis terbukti secara simultan (bersama-sama) dan secara parsial.

Selanjutnya hasil regresi linear berganda tersebut dapat diinterpretasikan sebagai berikut:

#### A. Interpretasi Koefisien Korelasi

1. Dari hasil analisis regresi, dapat diinterpretasikan bahwa apabila tidak ada pertumbuhan laba ( $EG = 0$ ), tidak ada pembayaran dividen ( $DPR = 0$ ), tidak ada standar deviasi pertumbuhan laba ( $SD.EG = 0$ ), tidak ada financial leverage ( $FL = 0$ ) dan tidak ada

return on equity (ROE = 0) maka rata-rata price earning ratio saham-saham blue chips BEJ ditaksir sebesar 49,940%. Hal ini menunjukkan bahwa price earning ratio saham-saham blue chips Bursa Efek Jakarta cukup tinggi. Sebagaimana yang dianjurkan oleh Bapepam sebagai lembaga pengawas pasar modal di Indonesia bahwa price earning ratio sebaiknya tidak melebihi angka 15, tetapi ini bukan suatu ketentuan yang kaku. Walaupun price earning ratio tinggi, kalau fundamental, teknikal dan psikologikal dinilai baik maka saham tersebut akan tetap liquid, unggul dan diminati.

2. Koefisien regresi variabel pertumbuhan (EG) mempunyai nilai sebesar 5,849 Arah positif mengandung arti bahwa naiknya pertumbuhan laba 1% dengan menganggap variabel lain konstan, maka price earning ratio naik sebesar 0,914%. Berdasarkan hasil uji t, diperoleh t statistik = 0,365 dengan peluang kesalahan 0,914 (tidak signifikan), artinya secara statistik pertumbuhan laba tidak berpengaruh nyata terhadap variabilitas price earning ratio, dan mempunyai hubungan positif.

Hubungan antara price earning ratio dan tingkat pertumbuhan laba adalah positif artinya semakin tinggi pertumbuhan laba maka semakin tinggi price earning ratio. Sebagaimana dijelaskan sebelumnya bahwa saham-saham blue chips secara teori adalah saham-saham dari perusahaan yang

mapan dan stabil serta mampu membayar dividen dan menghasilkan laba yang cukup besar. Dengan demikian nampaknya investor dalam mempertimbangkan keputusan investasi baik membeli maupun menjual saham-saham blue chips didasarkan pada variabel pertumbuhan laba. Sementara kalau diperhatikan perkembangan pertumbuhan laba saham-saham blue chips selama 3 tahun terakhir justru terjadi penurunan yang sangat tajam (lihat lampiran 2). Kedua: walaupun harus diakui dengan pertumbuhan laba yang sangat tinggi tentunya diharapkan dapat digunakan oleh perusahaan untuk melakukan investasi kembali guna pengembangan selanjutnya. Ternyata untuk saham-saham blue chips Bursa Efek

Jakarta investor tidak berharap banyak pada pertumbuhan laba yang cukup tinggi, tetapi lebih memperhatikan proksi resiko. Dalam hal ini resiko yang sangat dipertimbangkan adalah kemampuan perusahaan dalam menggunakan hutang pada struktur modal, yang mengandung beban tetap untuk membiayai aktifitas perusahaan.

3. Koefisien regresi dividend payout ratio (DPR) adalah sebesar 89,583. artinya apabila dividend payout ratio dinaikkan 1% (variabel lain konstan), maka price earning ratio akan naik sebesar 89,583%. Dengan melakukan pengujian terhadap t statistik, variabel ini signifikan pada tingkat 5% dengan t statistik = 3,556 dan peluang kesalahan 0,001. Dengan demikian secara statistik

dividend payout ratio mempunyai peranan nyata dalam menentukan price earning ratio. Kenyataan ini dapat dijelaskan jika dikaitkan dengan kebijakan dividen. Kebijakan dividen menyangkut tentang masalah penggunaan laba yang menjadi hak para pemegang saham. Laba tersebut bisa dibagi sebagai dividen atau ditahan untuk diinvestasikan kembali. Kebijakan dividen masih merupakan masalah yang mengundang perdebatan. Secara teori kebijakan dividen terbagi dalam tiga kelompok yaitu :

- (1) pendapat yang menginginkan dividen dibagikan,
- (2) pendapat yang mengatakan bahwa kebijakan dividen tidak relevan,
- (3) pendapat yang mengatakan bahwa perusahaan sebaiknya tidak membagikan dividen.

Dengan demikian hasil penelitian mendukung kelompok pertama, artinya investor pada Bursa Efek Jakarta lebih menyukai menerima dividen tunai daripada capital gain yang belum pasti. Hal ini ditunjukkan oleh pengaruh penting dividend payout ratio terhadap price earning ratio, dimana semakin tinggi ratio pembayaran dividen, maka semakin tinggi price earning ratio yang berarti nilai perusahaan semakin meningkat. Hasil temuan dari penelitian konsisten dengan teori model Gordon. Kemudian juga mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Ahmad Rizqoni (1995), bahwa satu-satunya variabel yang mendapatkan perhatian khusus dari investor baik pada kondisi

pasar modal bearish ataupun kondisi pasar modal bullish adalah dividend payout ratio.

4. Koefisien regresi standar pertumbuha laba (SD.EG) sebesar 0,814 mengandung makna bahwa standar deviasi pertumbuhan laba berhubungan terbalik dengan price earning ratio. Jika standar deviasi pertumbuhan laba naik 1% dan variabel lain konstan maka besarnya price earning ratio naik sebesar 70,856 berdasarkan uji t statistik, diperoleh hasil bahwa t statistik = 1,621 dengan peluang kesalahan 0,111 (tidak signifikan). Berarti secara statistik variabel standar deviasi pertumbuhan laba tidak berpengaruh nyata terhadap variabilitas price earning ratio. Secara teoritis, standar deviasi pertumbuhan laba sebagai proxi resiko, menunjukkan arah hubungan negatif. Dengan demikian hasil temuan penelitian konsisten, sebagaimana pendapat Weston & Brigham (1984), bahwa pada umumnya price earning ratio akan menurun dengan naiknya tingkat resiko perusahaan. Kenyataan bahwa kecilnya pengaruh standar deviasi pertumbuhan laba terhadap price earning ratio, diduga disebabkan oleh kurangnya perhatian investor terhadap proxi resiko itu, karena variabel tersebut hanya merupakan ukuran penyimpangan dari nilai yang diharapkan dengan nilai yang diperoleh. Walaupun pengaruhnya kecil, namun secara simultan mempunyai pengaruh yang bermakna terhadap besarnya price earning ratio.

5. Koefisien regresi financial leverage (FL) sebesar 55,092 artinya setiap kenaikan 1% financial leverage menyebabkan turunnya price earning ratio sebesar 55,092%. Berdasarkan uji t statistik, didapat hasil bahwa t-statistik = 2,856 dengan peluang kesalahan 0,006 (signifikan), maka financial leverage parsial berpengaruh sangat nyata terhadap variabilitas price earning ratio, pada tingkat keyakinan 5%. Ini dibuktikan dengan tingginya koefisien determinasi secara parsial. Hasil temuan ini menunjukkan bahwa semakin besar hutang semakin besar resiko emitmen, dalam hal ini adalah financial risk. Dengan demikian secara teoritis hasil temuan penelitian bertentangan dengan teori Modigliani – Miller, tetapi mendukung hasil penelitian terdahulu yang dilakukan Ahmad Rizqoni (1995), bahwa financial leverage berpengaruh terhadap price earning ratio dengan hubungan negatif. Berarti para pemodal yang akan menanamkan modalnya dalam perusahaan melalui pembelian saham-saham blue chips Bursa Efek Jakarta sangat memperhatikan dan mempertimbangkan hutang perusahaan. Sebab bila perusahaan tidak dapat membayar hutang karena terlalu tinggi proposinya, maka beban tetap menjadi sangat tinggi, hal itu dapat mempengaruhi jumlah laba yang tersedia bagi pemegang saham. Dan dampak lebih jauh adalah timbulnya resiko kebangkrutan (financial risk).

6. Koefisien regresi return on equity (ROE) sebesar 2,897 dengan arah positif dan t statistik sebesar 0,296 mempunyai peluang kesalahan 0,769 (tidak signifikan). Dengan demikian return on equity tidak berpengaruh nyata terhadap variabilitas price earning ratio. hubungan positif memberi makna, jika ROE naik sebesar 2,897% maka Price Earning Ratio akan naik sebesar 2,897%. Hasil yang didapat sesuai dengan peneliti terdahulu yaitu James Manopo (1997) bahwa return on equity pengaruhnya kecil terhadap price earning ratio. hal ini menunjukkan bahwa para pemodal lebih memperhatikan prospek dan resiko, sedangkan return on equity hanya menggambarkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dengan investasi dari para pemilik. Dengan demikian para pemodal dalam mempertimbangkan jual beli saham tidak berdasarkan pada variabel return on equity tersebut. Namun secara simultan pengaruh variabel ini nyata terhadap price earning ratio, dan mendukung teori yang mengatakan bahwa return on equity yang tinggi akan menyebabkan price earning ratio tinggi.
7. Koefisien net asset per share (NAPS) sebesar 0,001896 dengan arah positif dan t statistik sebesar 0,545 mempunyai peluang kesalahan 0,588 (tidak signifikan). Dengan demikian net asset per share tidak berpengaruh nyata terhadap variabilitas price earning ratio. hubungan positif memberi makna, bahwa naiknya price earning ratio sebesar 0,001896%. Hasil yang didapat sesuai dengan

peneliti terdahulu yaitu James Manopo (1997) bahwa return on equity pengaruhnya kecil terhadap price earning ratio. hal ini menunjukkan bahwa para pemodal lebih memperhatikan prospek dan resiko, sedangkan return on equity hanya menggambarkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dengan investasi dari para pemilik. Dengan demikian para pemodal dalam mempertimbangkan jual beli saham tidak berdasarkan pada variabel NAPS tersebut. Namun secara simultan pengaruh variabel ini nyata terhadap price earning ratio, dan mendukung teori yang mengatakan bahwa NAPS yang tinggi akan menyebabkan price earning ratio tinggi.

#### B. Interpretasi Koefisien Determinasi

R square disebut koefisien determinasi ( $R^2$ ).  $R^2$  dimaksudkan untuk melihat sampai seberapa besar model yang digunakan dapat menerangkan kondisi sesungguhnya atau untuk mengukur besarnya sumbangan dari variabel independen terhadap variabilitas variabel independen.  $R^2$  tidak berkurang karena bertambahnya variabel independen yang dimasukkan ke dalam model regresi. Akan tetapi penambahan variabel itu ternyata pada  $R^2$  adjusted tidak selalu memberikan tambahan kontribusi. Untuk lebih jelasnya dapat dilihat

Tabel 5.14  
Perubahan Koefisien Determinasi

Keterangan	Hasil
R	0,556
R square	0,310
Adjusted R Square	0,236
Durbin Watson	2,030

Sumber : Lampiran 15

Secara keseluruhan model hanya mampu menjelaskan kondisi sesungguhnya sebesar 31%.

Rendahnya nilai  $R^2$  membuktikan pemodal dalam melakukan penilaian pada saham-saham blue chips Bursa Efek Jakarta masih diwarnai oleh perilaku tidak rasional. Sehingga dalam bertindak masih dipengaruhi faktor psikologis dan cenderung ikut-ikutan. Walaupun belakangan ini para pemodal diarahkan untuk memperhatikan aspek fundamental daripada aspek teknikal, sehingga kegaitan perusahaan, modal, aset, kewajiban, laba dan prospek perusahaan menjadi informasi penting bagi pemodal dalam berinvestasi sepanjang emitennya full transparency dan full disclosure.

Berdasarkan pada data yang ditunjukkan pada Tabel 5.14, maka dividend payout ratio dan financial leverage merupakan variabel konfirmatori yang memberikan sumbangan paling besar dalam menjelaskan variabilitas price earning ratio.

Sedangkan pertumbuhan laba, standar deviasi pertumbuhan laba, dan return on equity memberikan sumbangan yang sangat kecil.

Secara keseluruhan model hanya mampu menjelaskan kondisi sesungguhnya sebesar 31%.

Rendahnya nilai  $R^2$  membuktikan bahwa pemodal dalam melakukan penilaian pada saham-saham blue chips Bursa Efek Jakarta masih diwarnai oleh perilaku tidak rasional. Sehingga dalam bertindak masih dipengaruhi faktor psikologis dan cenderung ikut-ikutan. Walaupun belakangan ini para pemodal diarahkan untuk memperhatikan aspek fundamental daripada aspek teknikal, sehingga kegiatan perusahaan, modal, aset, kewajiban, lab dan prospek perusahaan menjadi informasi penting bagi pemodal dalam berinvestasi sepanjang emitennya full transparency dan full disclosure.

## BAB VI

### KESIMPULAN

#### 6.1. Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk meneliti dari beberapa variabel yang mempengaruhi price earning ratio dalam penilaian saham-saham blue chips di Bursa Efek Jakarta periode 1995 sampai dengan 1997 dengan sampel penelitian, sebanyak 21 perusahaan. Variabel independen (bebas) adalah *earning growth*, *dividend payout ratio*, *standard deviation of earning growth*, *financial leverage*, *return on equity* dan *net asset per share*. Sedangkan variabel dependen (terikat) adalah *price earning ratio*. penentuan variabel independen didasarkan pada teori turunan model Gordon dan kombinasi dari penelitian Gruber, Whitbeck dan Kisor serta dari peneliti terdahulu. Model analisis yang digunakan adalah Regresi Linier Berganda.

Berdasarkan hasil analisis yang telah diuraikan, dapat disimpulkan bahwa :

1. Melihat hasil uji statistik selama periode pengamatan maka variabel *financial leverage* berpengaruh signifikan dengan arah positif terhadap *price earning ratio*, pada tingkat signifikansi 5%, sedangkan *dividend payout ratio* berpengaruh positif pada tingkat 5%. Secara bersama-sama variabel independen berpengaruh nyata terhadap variabilitas *price earning ratio* pada taraf nyata 5%. Tetapi model yang digunakan hanya mampu menjelaskan kondisi sesungguhnya sebesar 31%.

2. Kecilnya sumbangan variabel independen dalam menjelaskan variabilitas price earning ratio, menunjukkan bahwa pemodal dalam melakukan investasi masih kurang mempertimbangkan aspek-aspek fundamental perusahaan. Sehingga pemodal masih bertindak rasional, spekulatif dan hanya ikut-ikutan, tanpa mempertimbangkan faktor yang rasional.

Melihat hasil nilai koefisien beta, maka financial leverage dan devidend payout ratio merupakan variabel yang mempunyai pengaruh dominan (paling menentukan) terhadap variabilitas price earning ratio dengan arah pengaruh positif. Hasil analisis ini mengindikasikan bahwa penggunaan hutang perusahaan sudah melampaui batas optimal, karena pada tahun 1997 sebagian besar emiten saham-saham blue chips BEJ mengalami penurunan laba bersih, sehingga resiko finansialnya tinggi. Dengan demikian variabel ini sangat dipertimbangkan oleh investor sebagai proksi resiko.

## 6.2. Saran-saran

Berdasarkan hasil analisis penelitian, kesimpulan dan kenyataan yang ada maka dapat diberikan beberapa saran sebagai berikut :

1. Bagi Pemodal dan Calon Pemodal
  - Dalam melakukan investasi di Bursa Efek Jakarta, sebaiknya pemodal mempertimbangkan aspek-aspek fundamental. Karena setinggi apapun fluktuasi harga saham yang terjadi karena faktor psikologis, akan tetapi

dasar dan titik awal penilaian tetap pada performance perusahaan. Dengan demikian berdasarkan hasil penelitian empiris terhadap saham-saham blue chips BEJ, sebaiknya aspek fundamental yang dipertimbangkan adalah financial leverage dan dividend payout ratio. sehingga dengan memusatkan perhatian pada variabel yang dianggap penting tersebut akan memudahkan dan membantu judgement pemodal dalam memutuskan rencana menjual atau membeli saham.

- Sebaiknya pemodal lebih jeli dalam melakukan jual beli saham. Untuk itu pengetahuan tentang model-model analisis sangatlah penting. Salah satu model yang dapat digunakan adalah analisis PER yang memperhatikan variabel-variabel fundamental. Dengan hasil analisis PER akan membantu pemodal dalam menilai layak tidaknya suatu saham untuk dibeli.
- Disamping performance perusahaan, pemodal perlu juga memperhatikan dan mempertimbangkan kemampuan/keahlian dan aktifitas para lembaga penunjang, keadaan ekonomi umum, dan bahkan sampai pada faktor politik dan keamanan.

## 2. Bagi Emiten

- Tingginya tingkat suku bunga dan tingginya nilai kurs akan menyebabkan tingginya beban tetap dari penggunaan hutang. Oleh karena itu emiten perlu mempertimbangkan tingkat penggunaan hutang dalam struktur modalnya. Sebab hal ini dapat mempengaruhi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba tentunya lebih jauh akan mempengaruhi pendapatan pemegang saham yang ditujukan oleh laba perlembar saham.

Emiten perlu juga memperhatikan dengan sungguh-sungguh kondisi pemodal dan kebijakan dividen yang akan dibayarkan kepada pemodal, karena semua informasi itu akan segera direspon oleh pemilik saham/pemodal.

- Emiten harus benar-benar membuka dan menyingkap kinerja perusahaan dengan sebenarnya. Dengan demikian pemodal mengerti kondisi sesungguhnya dari perusahaan baik kondisi jelek maupun kondisi baik.

### 3. Bagi Peneliti Lebih Lanjut

Penelitian tentang PER ini dapat dilanjutkan oleh calon peneliti, karena penelitian ini hanya terbatas pada karakteristik saham-saham blue chips. Dengan demikian disarankan pada peneliti selanjutnya untuk melihat karakteristik lain seperti penelitian pada saham-saham perusahaan selain saham blue chips. Sehingga diharapkan akan menambah wawasan dan kesimpulan yang lebih lengkap. Penelitian tentang PER dapat juga digunakan sebagai peluang lain bagi calon peneliti dengan menggunakan variabel yang berbeda, yang belum tercakup dalam penelitian ini, dengan membagi kondisi pasar modal yang akan diamati menjadi dua bagian yaitu pada saat pasar modal bullish (membaik) dan pada saat bearish (lesu).

### 4. Bagi lembaga pasar modal

Dengan penelitian ini maka dapat membantu lembaga pasar modal untuk menciptakan pasar modal yang lebih efisien dan kuat. Dengan terciptanya bentuk pasar modal efisien yang kuat merupakan idaman baik bagi emiten maupun pemodal karena pasar modal bentuk efisien yang kuat akan mampu menyediakan informasi yang akurat terhadap pembentukan harga

pasar pasar saham. Hal ini sangat memudahkan bagi mereka yang berkepentingan untuk pengambilan suatu keputusan yang berkaitan dengan saham..

### **6.3 Implikasi.**

Dari hasil penelitian diketahui bahwa variabel-variabel yang paling berpengaruh pada PER adalah variabel devidend payout ratio dan financial leverage maka variabel-variabel tersebut dapat digunakan untuk membantu judgment dalam memutuskan rencana menjual atau membeli saham. Hal ini dapat di sarankan untuk menjadi bahan pertimbangan kepada pemodal (investor).

## Daftar Pustaka

- Agus Sartono, *Manajemen Keuangan : Teori dan Aplikasi, Edisi Tiga, BPFE, Yogyakarta, 1996.*
- Agus Sartono, 1997. "Factor determining price-earning (P/E) ratio", *Kelola Gadjah Mada University Bussiness Review (VI) 15 : 133-150.*
- Atlas, R 1995. *A Short history of Bull Markets. Forbes (June) : 148-151.*
- Ahmad Rizqoni, *Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Price Earning Ratio Dalam Penilaian Saham (Studi Pada Pasar Modal Indonesia), Tesis Program Pasca Sarjana, Universitas Airlangga, Surabaya, 1995.*
- Bing, R. 1971. "Survey of Practioners' stock evaluation methods". *Financial Analysts Journal. (27) 3 : 55-69.*
- Brigham, F.E., and L.C. Gapenski. 1996. *Intermmmediate Financial Management. Orlando : The Dryden Press.*
- Chandra, Y. 1994. *Price Earning Ratio Sebagai penialaian Kewajaran Harga Saham di BEJ, Thesis (unpublished). Yogyakarta : Faculty of Economics, Gadjah Mada University.*
- Cohen. J., E. Zinbarg, and A. Zeikel, 1973. *Invesment Analysis and Portofoolio management, Homewood, III,; Richard Irwin.*
- Cooper D.R., and C.W. Emory. 1995. *Business Reseacrh Methods Ed.5. Chichago: Richard Irwin.*
- Eaton, L. 1993. Price/Earning ratios. *Barron's (October 18) : M18 – M22*
- ECFIN. 1993. *Indonesian Capital Market Directory 1993. Jakarta*
- ECFIN. 1995. *Indonesian Capital Market Directory 1995. Jakarta*
- ECFIN. 1998. *Indonesian Capital Market Directory 1998. Jakarta*
- Elton, E.J., and M.J Gruber. 1995. *Modern Porttoofolio Theory and Invesment Analysis (ed.5). New York : John Willey and Sons.*
- Fairfield, P.M. 1994. "P/E, P/B and Present Value of future devidend. Finnacle Analysts" *Journal (50) 4 : 22-31.*

- Foster, G. 1986. *Financial Statement Analysis (2<sup>nd</sup> ed)*. New York : Prentice Hall International Inc.
- Fuller, Russel J & James L. Farrel, Jr, *Modern Investment and Security Analysis*, Mc. Graw-Hill International Edition, Finance Series, Singapore, 1987
- Gruber, M. 1971. *The Determinants of Common Stock Prices*. Pennsylvania : Pennsylvania State University.
- Hartono, J., and D. Ratnaningsih. 1997. "An Information usefulness reason in reporting EPS figures". *Kelola Gadjah Mada University Business Review (VI) 15* : 117 – 132.
- Huang, S.C., and M.R. Randall. 1987, *Investment Analysis and Management (2<sup>nd</sup> Ed)*. Allyn & Bacon Inc.
- Jakarta Stock Exchange, 1996. *Jsx Statistic 1995*, Jakarta
- Jakarta Stock Exchange, 1997. *Jsx Statistic 1996*, Jakarta
- Jakarta Stock Exchange, 1998. *Jsx Statistic 1996*, Jakarta
- Jones, C.P. 1996. *Investment Analysis and Management (5<sup>th</sup> ed)*. New York : John Wiley & Sons Inc
- John Burr William, *Theory of Investment Value*, Universitas Harvard, 1983.
- Kane, Alex ; Alan J Marcus; Jaesun Noh, "The P/E Multiple and Market Volatility, Financial Analysis" *Journal*, Vol : 52, Jul/Aug 1996.
- Katoppo, A. et al. 1997. *Pasar Modal Indonesia : Restropeksi Lima Tahun Swatanisasi BEJ*, Jakarta : Pustaka Sinar Harapan.
- Marwan Asri S. W, dan Anton N. Heveadi, "Price Earnings Ratio (PER) Model Consistency : Evidence From Jakarta Stock Exchange", *Gadjah Mada International Journal of Business*, September 199, Vol. 1 No. 2 pp. 85 - 97.
- Mimi Yanti, 1998, *Analisis Beberapa variabel penentu PER dalam penilaian saham*. Tesis S2, PPS Unibraw Malang.
- Munir. M. 1997. *Analysis Faktor yang memepengaruhi PER saham-saham di Bursa Efek Jakarta* : Thesis. Yogyakarta : Master of Management, Gadjah Mada University.

Sabar Warsini, *Analisis Penilaian Harga Saham dengan Pendekatan PER Model Ekonometrika pada Perusahaan Go-Public di Bursa Efek Jakarta*, Tesis Program Pasca Sarjana, Universitas Indonesia, Jakarta, 1994.

Whitbeck. V., and M. Kisor, 1963. "A new tool ini invesment decision making financial Analysts", *Journal* ( May – Jun) : 55 – 62.