

**ANALISIS FAKTOR-FAKTOR FUNDAMENTAL
YANG BERPENGARUH TERHADAP
RETURN SAHAM PERUSAHAAN
MANUFAKTUR DI BURSA EFEK JAKARTA
PERIODE 1997 – 2000**



TESIS

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

Oleh:

**ARYONO WIDODO
NIM: C4A.99.332**

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



Sertifikat

Saya, *Aryono Widodo*, 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

Aryono Widodo

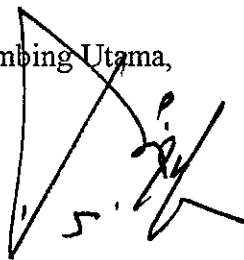
29 April 2002

PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul:
**ANALISIS FAKTOR-FAKTOR FUNDAMENTAL
YANG BERPENGARUH TERHADAP RETURN
SAHAM PERUSAHAAN MANUFAKTUR
DI BURSA EFEK JAKARTA
PERIODE 1997 – 2000**

yang disusun oleh Aryono Widodo, NIM: C4A.99.332
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 29 April 2002
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima.

Pembimbing Utama,



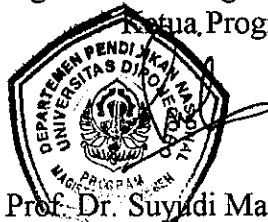
Dr. M. Chabachib, MSi, Akt

Pembimbing Anggota,



Drs. Kholiq Mahfud, Msi

Semarang, 29 April 2002
Universitas Diponegoro
Program Pascasarjana
Program Studi Magister Manajemen
Ketua, Program



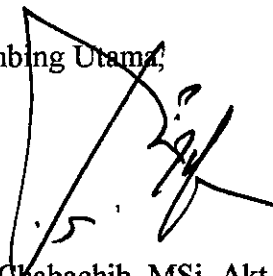
Prof. Dr. Suyudi Mangunwiharjo

PENGESAHAN TESIS

**Yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul:
ANALISIS FAKTOR-FAKTOR FUNDAMENTAL
YANG BERPENGARUH TERHADAP RETURN
SAHAM PERUSAHAAN MANUFAKTUR
DI BURSA EFEK JAKARTA
PERIODE 1997 – 2000**

yang disusun oleh Aryono Widodo, NIM: C4A.99.332
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 29 April 2002
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima.

Pembimbing Utama,



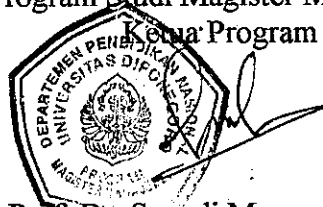
Dr. M. Chabachib, MSi, Akt

Pembimbing Anggota,



Drs. Kholiq Mahfud, Msi

Semarang, 29 April 2002
Universitas Diponegoro
Program Pascasarjana
Program Studi Magister Manajemen
Keana Program



Prof. Dr. Suyudi Mangunwiharjo

ABSTRACT

This research as “Effect Fundamental Factors Analysis toward Stock Return of Manufacture Industry in Jakarta Stock Exchange periode 1997 – 2000” aims analyzed fundamental factors to have influence stock return of manufacture industry in Jakarta Stock Exchange (JSX). Fundamental factors as return on assets (ROA), net profit margin (NPM), operating profit margin (OPM) and price to book value (PBV) was hypothesis influence toward stock return.

Methodology research as the sample used purposive sampling with criteria as (1) the stock of manufacture industry was listed over period 1997 – 2000; and (2) the stock was traded in JSX. Total sampel was acquired 92 of 104 industries. Data Analysis with multiple regression of ordinary least square and hypothesis test used t-statistic and F-statistic at level of significance 5%.

During 1997 – 2000 period show as variable and data research was abnormal distributed from 92 samples to acquired 26 samples was normal distributed data as based transform-LN. Empirical evidence show as LN-ROA and LN-NPM to have influence toward stock return at level of significance less than 1% (as 0,005 and 0,004 respectively). But, LN-OPM and LN-PBV not significance influence to stock return. While, four independent variable (LN-ROA, LN-NPM, LN-OPM and LN-PBV) to have influence toward stock return at level of significance less than 5% (as 0,045) with predicted power as 23,7% and others (76,3%) to have influence by other factors was not to be enter research model. However, this empirical evidence show as the investor to use fundamental factors (as LN-ROA and LN-NPM especially) as base for predicted stock return over period 1997 – 2000. The future research suggested to expand other fundamental factors (i.e. liquidity, leverage and firm activity) and macro-economics (i.e. interest rate, foreign exchange rate, balance of payment, export-import activity and other economic conditions) and non-economic factor as political risk on government.

Keywords: return on assets, net profit margin, operating profit margin, price to book value and stock return.

ABSTRAKSI

Penelitian ini berjudul “Analisis Faktor-faktor Fundamental yang Berpengaruh terhadap Return Saham Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta Periode 1997 – 2000 bertujuan untuk menganalisis pengaruh faktor-faktor fundamental perusahaan seperti *return on assets* (ROA), *net profit margin* (NPM), *operating profit margin* (OPM) dan *price to book value* (PBV) terhadap *return* saham perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta (BEJ).

Teknik sampling yang digunakan adalah *purposive sampling* dengan kriteria (1) saham perusahaan manufaktur yang telah terdaftar pada periode 1997–2000; dan (2) saham perusahaan manufaktur yang sahamnya aktif diperdagangkan di BEJ. Data diperoleh berdasarkan publikasi *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD) 2000 dan *JSX-Monthly Statistic* bulan Desember 2000 dan diperoleh jumlah sampel sebanyak 92 perusahaan.. Teknik analisis yang digunakan regresi berganda dengan persamaan kuadrat terkecil, dan uji hipotesis menggunakan t-statistik untuk menguji koefisien regresi parsial serta F-statistik untuk menguji keberartian pengaruh secara bersama-sama dengan *level of significance* 5%.

Selama periode pengamatan menunjukkan bahwa data penelitian berdistribusi tidak normal, dimana dari 92 sampel hanya diperoleh sejumlah 26 sampel berdasar data transform-LN. Hasil analisis menunjukkan bahwa *return on assets* (LN-ROA) dan *net profit margin* (LN-NPM) secara parsial signifikan berpengaruh terhadap *return* saham (LN-*return*) perusahaan manufaktur di BEJ periode 1997 – 2000 pada *level of significance* kurang dari 1% (masing-masing sebesar 0,005 dan 0,004). Sedangkan *operating profit margin* (LN-OPM) dan *price to book value* (LN-PBV) terbukti tidak signifikan mempengaruhi *return* saham. Sementara, secara bersama-sama (LN-ROA, LN-NPM, LN-OPM dan LN-PBV) terbukti signifikan berpengaruh terhadap *return* saham perusahaan manufaktur di BEJ pada *level of significance* kurang dari 5% (0,045). Kemampuan prediksi dari ke-empat variabel tersebut terhadap *return* saham sebesar 23,7% sebagaimana ditunjukkan oleh besarnya *adjusted R-square* sebesar 0,237; sedangkan sisanya (76,3%) dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak dimasukkan ke dalam model penelitian. Bagaimanapun hasil penelitian ini menunjukkan bahwa investor pada periode 1997 – 2000 tetap menggunakan faktor-faktor fundamental perusahaan (terutama LN-ROA dan LN-NPM) sebagai dasar untuk memprediksi *return* saham (LN-*return*) perusahaan manufaktur di BEJ. Namun demikian, penelitian ini hanya terbatas pada empat faktor fundamental perusahaan dengan sampel dan periode pengamatan tahunan selama 3 tahun. Disarankan agar dilakukan penelitian lanjutan dengan memperluas faktor fundamental lainnya seperti likuiditas, leverage dan aktivitas perusahaan serta faktor makro ekonomi seperti tingkat suku bunga, nilai tukar rupiah terhadap valuta asing, neraca pembayaran, ekspor-impor dan kondisi ekonomi lainnya; serta faktor non-ekonomi seperti kondisi politik negara.

Keywords: return on assets, net profit margin, operating profit margin, price to book value and stock return.

KATA PENGANTAR

Atas rahmat dan hidayah dari Allah SWT maka tersusunlah tesis dengan judul “Analisis Faktor-faktor Fundamental yang Berpengaruh terhadap *Return* Saham Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta Periode 1997 – 2000”.

Tesis ini merupakan hasil penelitian lanjutan dan perluasan dari penelitian sebelumnya yang mengkaji hubungan atau pengaruh faktor-faktor fundamental perusahaan terhadap *return* saham di Bursa Efek Jakarta terutama studi empiris pada perusahaan sektor manufaktur.

Pada kesempatan ini penulis ucapkan banyak terima kasih kepada pihak-pihak yang membantu terselesaikannya tesis ini terutama kepada yang terhormat:

1. Bapak Direktur Program Magister Manajemen Undip Semarang beserta staf dan pembantu-pembantunya yang telah memberikan kepercayaan pada kami untuk menyelesaikan tesis ini.
2. Bapak Dr. M. Chabachib, M.Si Akt dan Drs. Kholiq Mahfud, M.Si masing-masing sebagai dosen pembimbing utama dan anggota yang telah meluangkan waktunya serta penuh kesabaran selama proses bimbingan tesis ini.
3. Para staf dan karyawan Pusat Informasi Pasar Modal (PIPM) Bursa Efek Jakarta di Semarang yang telah membantu dalam rangka pengumpulan data penelitian.
4. Istri dan semua anggota keluarga yang dengan penuh kesabaran dan do'anya demi terselesaikannya tesis ini.

5. Semua rekan-rekan seangkatan dan pihak-pihak yang telah memotivasi secara moril untuk menumbuhkan semangat demi terselesaikannya tesis ini.

Tesis ini tak luput dari segala kekurangan baik metodologi maupun redaksinya maka penulis dengan lapang dada menerima segala kritik dan saran yang bersifat membangun demi sempurnanya tesis ini.

Penulis berharap semoga tesis hasil penelitian ini bermanfaat bagi pihak-pihak terkait terutama dalam rangka pengembangan ilmu pengetahuan dan teknologi di bidang keuangan dan lebih khusus lagi di bidang analisis pasar modal. Disamping itu, penulis juga berharap semoga hasil penelitian ini bermanfaat bagi masyarakat dan investor dalam menanamkan dananya ke dalam perusahaan melalui mekanisme pasar modal.

Semarang, April 2002

Penulis,

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PENGESAHAN TESIS.....	ii
ABSTRACT	iii
ABSTRAKSI.....	iv
KATA PENGANTAR	v
DAFTAR ISI.....	vii
DAFTAR TABEL	ix
DAFTAR GAMBAR.....	x
DAFTAR LAMPIRAN.....	xi
BAB I: PENDAHULUAN.....	1
1.1. Latar Belakang	1
1.2. Perumusan Masalah	5
1.3. Tujuan Penelitian.....	7
1.4. Manfaat Penelitian.....	8
BAB II: TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL	
PENELITIAN	9
2.1. Telaah Pustaka.....	9
2.1.1. Faktor Fundamental	9
2.1.2. Return Saham.....	12
2.1.3. Penelitian Terdahulu	15
2.1.4. Pengaruh Faktor Fundamental terhadap <i>Return Saham</i>	20

2.2. Model dan Hipotesis	24
2.2.1. Pengembangan Kerangka Pemikiran Teoritis	24
2.2.2. Hipotesis.....	25
2.3. Posisi Penelitian.....	25
2.4. Definisi-defiisi Utama.....	28
BAB III: METODE PENELITIAN	29
3.1. Jenis dan Sumber Data.....	29
3.2. Populasi dan Sampel.....	30
3.3. Definisi Operasional Variabel.....	31
3.4. Metode Pengumpulan Data.....	32
3.5. Teknik Analisis.....	33
BAB IV: ANALISIS DATA.....	38
4.1. Gambaran Umum dan Data Deskriptif.....	38
4.1.1. Gambaran Umum Sampel	38
4.1.2. Data Deskriptif.....	39
4.2. Proses dan Hasil Analisis.....	42
4.2.1. Proses Analisis.....	42
4.2.2. Hasil Analisis.....	45
4.3. Pengujian Hipotesis	53
BAB V: SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN.....	56
5.1. Simpulan	56
5.2. Implikasi Kebijakan.....	57
5.3. Keterbatasan Penelitian.....	59
5.4. Agenda Penelitian Mendatang.....	60
Referensi.....	61
Lampiran-lampiran	

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 1: Hubungan Faktor Fundamental dan Return Saham	15
Tabel 2: Definisi-definisi Utama	28
Tabel 3: Jumlah Perusahaan yang Aktif Diperdagangkan di BEJ.....	30
Tabel 4: Perhitungan Minimum, Maksimum, Mean dan Standar Deviasi.....	41
Tabel 5: Rata-rata Rasio Keuangan dari 92 Perusahaan Sampel Periode 1997 – 2000.....	43
Tabel 6: Rata-rata Return Saham Perusahaan Sampel.....	44
Tabel 7: Perhitungan Rasio Skewness (Data Asli 1997 –2000).....	46
Tabel 8: Perhitungan Rasio Skewness (Data LN 1997 –2000).....	47
Tabel 9: Hasil Perhitungan VIF.....	48
Tabel 10: Hasil Uji Heteroskedasatisitas	49
Tabel 11: Residual Statistic.....	49
Tabel 12: Hasil Perhitungan Regresi Berganda.....	52
Tabel 13: Hasil Perhitungan Regresi Parsial.....	52

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 1: Model Paradigma Pengaruh Faktor-faktor Fundamental terhadap Return Saham.....	24
Gambar 2: Posisi Angka Durbin Watson.....	37
Gambar 3: Hasil Uji Durbin Watson	50

DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman
Lampiran 1: Perkembangan Assets, Equity, Net Income, Operating Profit dan Net Sales.....	63
Lampiran 2: Perhitungan Rasio Keuangan 31 Desember (1997 – 2000)	67
Lampiran 3: Perhitungan Return Saham	71
Lampiran 4: Perhitungan Rata-rata Rasio Keuangan dan Return Saham	73
Lampiran 5: Hasil Perhitungan Rasio Skewness dan VIF	75
Lampiran 6: Hasil Perhitungan Regresi Berganda dan Parsial	76

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Para pengambil keputusan termasuk didalamnya para investor dalam menanamkan dananya memerlukan berbagai macam informasi yang bermanfaat untuk melakukan prediksi hasil investasinya di pasar modal. Informasi yang lazim digunakan oleh para investor atau pemodal dikelompokkan dalam dua hal yaitu informasi yang bersifat teknikal dan informasi fundamental (Claude et al., 1996).

Informasi teknikal merupakan informasi yang berhubungan dengan faktor-faktor di luar kondisi perusahaan seperti politik, ekonomi dan keuangan suatu negara (Claude et al., 1996: 33). Elton et al. (1995) juga menyatakan bahwa kondisi ekonomi yang terdiri dari tingkat inflasi dan gross national product (GNP) merupakan variabel fundamental ekonomi makro yang tidak dapat dikendalikan oleh perusahaan (Elton et al., 1995: 1234).

Sedangkan informasi fundamental merupakan informasi yang berhubungan dengan kondisi perusahaan yang umumnya ditunjukkan dalam laporan keuangan yang merupakan salah satu ukuran kinerja perusahaan. Informasi fundamental perusahaan yang lazim digunakan untuk memprediksi harga saham adalah berbagai ukuran kinerja perusahaan yang ditunjukkan dalam laporan keuangan. Berdasar laporan keuangan dapat diketahui beberapa

faktor fundamental antara lain: rasio-rasio keuangan, arus kas dan ukuran-ukuran kinerja lainnya yang dikaitkan dengan *return* saham.

Robbert Ang (1997) mengelompokkan rasio keuangan ke dalam lima rasio yaitu rasio likuiditas, solvabilitas (*leverage*), rentabilitas (profitabilitas), aktivitas, dan rasio pasar (*market ratios*). Rasio keuangan (*financial ratios*) yang lazim disajikan oleh *Jakarta Stock Exchange (JSX) Statistic* meliputi rasio profitabilitas dan rasio pasar dengan periode laporan interim (triwulanan) dan laporan tahunan. Rasio profitabilitas yang disajikan baik dalam laporan triwulanan maupun tahunan terdiri dari *return on assets (ROA)*, *net profit margin (NPM)*, dan *operating profit margin (OPM)*. Sedangkan rasio pasar yang sering dipublikasikan adalah *price to book value (PBV)*.

Perusahaan yang dapat menghasilkan ROA yang tinggi dan disertai dengan peningkatan ROA dari periode ke periode, maka perusahaan tersebut menunjukkan kinerja yang semakin baik. Dengan kinerja yang semakin baik maka harga saham perusahaan tersebut di pasar modal juga semakin meningkat. Dengan demikian ROA mestinya berpengaruh positif terhadap *return* saham. Namun teori ini tidak sepenuhnya didukung oleh kenyataan yang ada di pasar modal. Beberapa bukti empiris yang mengkaji hubungan atau pengaruh ROA terhadap *return* saham masih menunjukkan hasil yang berbeda-beda. ROA tidak signifikan berpengaruh terhadap *return* saham di pasar perdana maupun di pasar sekunder (Rina Trisnawati, 1999; Sparta, 2000). Sementara Syahib Natarsyah (2000) menunjukkan bukti bahwa ROA secara signifikan berpengaruh terhadap *return* saham di pasar sekunder.

Dengan perbedaan hasil penelitian tersebut maka muncul permasalahan “bagaimanakah pengaruh ROA terhadap *return* saham”.

Faktor fundamental kedua yaitu NPM, menunjukkan bahwa jika NPM semakin tinggi maka kinerja perusahaan ditinjau dari laba bersih sesudah pajak terhadap penjualan semakin meningkat. Hal ini akan berpengaruh positif terhadap harga saham perusahaan tersebut di pasar modal. Namun bukti empiris yang menghubungkan antara NPM dengan harga atau *return* saham belum ada hasil penelitian yang mendukung. Bukti empiris yang dilakukan oleh Mas’ud Machfoedz (1994) hanya menghubungkan antara *net income to sales* (NIS) dengan prediksi *earnings*, dimana NIS signifikan untuk memprediksi *earnings* pada periode satu tahun ke depan dengan *level of significance* kurang dari 5%. Namun bukti empiris tersebut tidak meneliti bagaimana pengaruh NIS atau NPM terhadap harga atau *return* saham. Oleh karena itu perlu dilakukan perluasan penelitian untuk menunjukkan bukti pengaruh NPM terhadap *return* saham.

Sementara itu OPM yang merupakan rasio antara laba operasi (*operating profit*) terhadap penjualan (*sales*) menunjukkan bahwa semakin tinggi OPM maka kinerja perusahaan dalam menghasilkan laba bersih dari hasil penjualannya semakin baik, dan hal ini berdampak positif terhadap harga atau *return* saham. Namun bukti empiris yang menunjukkan pengaruh positif antara OPM terhadap *return* saham tidak didukung oleh hasil penelitian. Bahkan beberapa bukti empiris menunjukkan bahwa OPM tidak dikaitkan dengan *return* saham tetapi dikaitkan dengan prediksi *earning* (Mas’ud

Machfoedz, 1994; Zainuddin dan Jogiyanto HM 1999). Oleh karenanya perlu perluasan penelitian yang membuktikan hubungan antara OPM dengan return saham.

Faktor fundamental yang keempat yaitu *price to book value* (PBV) yang merupakan rasio antara harga saham terhadap nilai bukunya. Jika PBV suatu perusahaan di atas satu (> 1) maka harga saham perusahaan tersebut dinilai lebih tinggi daripada nilai bukunya yang menunjukkan kinerja perusahaan tersebut di mata investor semakin baik. Dengan demikian semakin tinggi PBV maka *return* saham juga meningkat; sehingga PBV berpengaruh positif terhadap *return* saham. Beberapa bukti empiris yang menghubungkan PBV dengan harga atau *return* saham masih menunjukkan hasil yang berbeda-beda. Siddharta Utama dan Anto Yulianto BS (1998) menunjukkan bahwa PBV tidak berhubungan dengan *return* saham; tetapi justru ditemukan adanya hubungan antara ROE dengan PBV. Sementara Claude *et al.* (1996) meneliti tentang "*political risk, economic risk and financial risk*" menunjukkan bahwa satu-satunya faktor fundamental perusahaan yang berpengaruh positif terhadap *return* saham di pasar modal *developed* dan *emerging market* adalah PBV. Di sisi lain, teori menyatakan bahwa semakin besar rasio PBV semakin tinggi perusahaan dinilai oleh para pemodal (investor) relatif dibandingkan dengan dana yang telah ditanamkan di perusahaan; sehingga semakin tinggi rasio PBV akan berpengaruh positif terhadap *return* saham dari perusahaan yang bersangkutan (Robbert Ang, 1997). Dari hasil penelitian yang berbeda dan

teori yang mendasari, maka perlu dilakukan penelitian lanjutan untuk membuktikan bagaimana pengaruh PBV terhadap *return* saham di BEJ.

Berdasar bukti empiris yang menghubungkan antara faktor-faktor fundamental dengan *return* saham masih menunjukkan hasil yang berbeda-beda dan teori yang mendasarinya maka perlu dilakukan penelitian lanjutan untuk membuktikan bagaimana pengaruh ke-empat faktor fundamental tersebut (ROA, NPM, OPM dan PBV) terhadap *return* saham terutama sektor industri manufaktur di Bursa Efek Jakarta. Dipilihnya industri manufaktur didasarkan pada alasan bahwa industri manufaktur merupakan kelompok industri yang paling banyak terdaftar di BEJ dibanding dengan delapan kelompok industri lainnya (*Indonesian Capital Market Directory* dan *JSX Statistic*, 2000).

1.2. Perumusan Masalah.

Kinerja perusahaan yang ditunjukkan dalam laporan keuangan bermanfaat bagi para pengambil keputusan, terutama investor yang menanamkan dananya di pasar modal.

Beberapa faktor fundamental terutama rasio profitabilitas dan rasio pasar sering digunakan oleh investor untuk memprediksi harga atau *return* saham di pasar modal; dan bahkan publikasi *JSX-statistic* lebih menekankan dua kelompok rasio tersebut disamping informasi harga saham dan informasi lainnya seperti aktivitas volume perdagangan. Namun, dalam penelitian ini informasi keuangan tersebut dikaitkan dengan harga saham penutupan (*closing price*) pada 31 Desember 1998, 1999 dan 2000 karena laporan

keuangan juga disajikan pada periode 31 Desember. Hal ini juga didasarkan pada pertimbangan bahwa *return* saham dihitung dari harga saham periode sekarang (P_t) dengan harga saham periode sebelumnya (P_{t-1}).

Oleh karenanya perlu dilakukan penelitian lanjutan tentang pengaruh faktor fundamental terhadap *return* saham. Faktor-faktor fundamental yang digunakan sebagai prediktor dalam penelitian ini dibatasi pada rasio profitabilitas dan rasio pasar dengan alasan bahwa kedua kelompok rasio keuangan tersebut dapat digunakan sebagai tolok ukur untuk menilai kinerja perusahaan terutama industri manufaktur. Sementara tiga kelompok rasio keuangan yang lain (likuiditas, solvabilitas dan aktivitas) tidak digunakan dalam penelitian ini karena ketiga kelompok rasio keuangan tersebut kurang dapat mencerminkan kinerja perusahaan. Lagi pula bagi investor yang paling utama adalah tingkat kembalian (*return*) atas modal yang ditanamkan ke dalam perusahaan, sehingga wajar jika investor lebih menitik beratkan kinerja perusahaan dalam menghasilkan keuntungan yang tercermin dalam rasio profitabilitas dan rasio pasar.

Berdasar uraian tersebut, maka yang menjadi permasalahan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- (1) Apakah terdapat pengaruh *return on assets* (ROA) terhadap *return* saham sektor manufaktur di Bursa Efek Jakarta?
- (2) Apakah terdapat pengaruh *net profit margin* (NPM) terhadap *return* saham sektor manufaktur di Bursa Efek Jakarta?

- (3) Apakah terdapat pengaruh *operating profit margin* (OPM) terhadap *return* saham sektor manufaktur di Bursa Efek Jakarta?
- (4) Apakah terdapat pengaruh *price to book value* (PBV) terhadap *return* saham sektor manufaktur di Bursa Efek Jakarta?
- (5) Apakah terdapat pengaruh faktor-faktor fundamental secara bersama-sama terhadap *return* saham perusahaan manufaktur yang sahamnya aktif diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta?

1.3. Tujuan Penelitian

Sesuai dengan permasalahan yang diajukan maka tujuan dari penelitian ini adalah untuk:

- (1) menganalisis pengaruh ROA terhadap *return* saham sektor manufaktur di pasar modal (BEJ).
- (2) menganalisis pengaruh NPM terhadap *return* saham sektor manufaktur di pasar modal (BEJ).
- (3) menganalisis pengaruh OPM terhadap *return* saham sektor manufaktur di pasar modal (BEJ)
- (4) menganalisis pengaruh PBV terhadap *return* saham sektor manufaktur di pasar modal (BEJ).
- (5) menganalisis pengaruh faktor-faktor fundamental secara bersama-sama terhadap *return* saham perusahaan manufaktur yang sahamnya aktif diperdagangkan di pasar modal (BEJ).

1.4. Manfaat Penelitian

Penelitian ini bermanfaat bagi pihak-pihak yang berkepentingan terutama investor sebagai bahan pertimbangan yang bermanfaat untuk pengambilan keputusan investasi di pasar modal. Secara terperinci manfaat penelitian dapat dijabarkan sebagai berikut:

- (1) Bagi masyarakat dapat mengamati kinerja pasar modal dengan melihat efisiensi pasar modal yang ditunjukkan oleh kinerja perusahaan yang didasarkan pada informasi laporan keuangan perusahaan dan indeks harga saham individual maupun indeks harga saham gabungan.
- (2) Bagi calon investor dapat melakukan analisis saham yang akan diperjualbelikan di pasar modal melalui analisis faktor-faktor fundamental yang mempengaruhi *return* saham, sehingga investor dapat melakukan portofolio investasinya secara bijaksana.
- (3) Bagi penelitian selanjutnya dapat digunakan sebagai dasar perluasan penelitian terutama yang berhubungan dengan faktor-faktor fundamental yang dikaitkan dengan *return* saham.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL PENELITIAN

2.1. Telaah Pustaka

2.1.1. Faktor Fundamental

Analisis fundamental merupakan analisis yang digunakan untuk mencoba memperkirakan harga saham di masa yang akan datang dengan (1) *mengestimate* nilai faktor-faktor fundamental yang mempengaruhi harga saham di masa yang akan datang, dan (2) menerapkan hubungan variabel-variabel tersebut sehingga diperoleh taksiran harga saham. Model ini sering disebut sebagai *share price forecasting model*. Dalam model peramalan ini, langkah yang penting adalah mengidentifikasi faktor-faktor fundamental (seperti penjualan, pertumbuhan penjualan, biaya, kebijakan dividen, dan sebagainya) yang diperkirakan akan mempengaruhi harga saham. Jika kemampuan perusahaan semakin meningkat (misalnya menghasilkan laba yang meningkat), maka harga saham akan meningkat pula. Dengan kata lain profitabilitas akan mempengaruhi harga saham (Suad Husnan, 1998:pp. 315).

Sementara Robbert Ang (1997) menyatakan bahwa analisis faktor fundamental didasarkan pada analisis keuangan yang tercermin dalam rasio-rasio keuangan yang terdiri dari lima rasio yaitu rasio likuiditas, solvabilitas (solvency), rasio rentabilitas (profitabilitas), rasio aktivitas, dan rasio pasar. Rasio profitabilitas antara lain terdiri dari *return on asset (ROA)*, *net profit*

margin (NPM), dan *operating profit margin* (OPM). Masing-masing rasio profitabilitas tersebut dapat dijelaskan sebagai berikut:

a. ***Return on Assets***

Return on Assets (ROA) merupakan rasio antara laba setelah pajak atau *net income after tax* (NIAT) terhadap total assets. Semakin tinggi ROA menunjukkan semakin baik kinerja suatu perusahaan; sehingga harga saham perusahaan juga meningkat. Secara matematis ROA dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{ROA} = \frac{\text{NIAT}}{\text{Total Assets}} \dots\dots\dots (1)$$

b. ***Net Profit Margin***

Net profit margin (NPM) menunjukkan rasio antara laba bersih setelah pajak atau *net income after tax* (NIAT) terhadap total penjualannya. Rasio ini mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan pendapatan bersihnya terhadap total penjualan yang dicapai. Rasio ini secara matematis dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$\text{NPM} = \frac{\text{NIAT}}{\text{Sales}} \dots\dots\dots (2)$$

c. ***Operating Profit Margin***

Sedangkan *operating profit margin* (OPM) merupakan rasio antara laba bersih operasi terhadap total penjualan. Laba bersih operasi sering

disebut sebagai *earning before interest and tax* (EBIT) yang diperoleh dari gross profit dikurangi dengan biaya-biaya operasional perusahaan (termasuk biaya administrasi).

Dalam perhitungan EBIT tidak termasuk pendapatan dan biaya lainnya (termasuk biaya bunga) dan pajak yang dibayar. Secara matematis dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{OPM} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Sales}} \dots\dots\dots (3)$$

Semakin tinggi OPM menunjukkan semakin efisien perusahaan mengelola biaya operasi dan semakin efektif meningkatkan total penjualannya. Jika OPM semakin tinggi menunjukkan kinerja perusahaan semakin baik, dan pada akhirnya berdampak pada kenaikan harga saham di pasar modal.

Disamping rasio profitabilitas, kinerja perusahaan juga dinilai dari rasio pasarnya (*market ratios*). Robbert Ang (1997) menyatakan bahwa rasio pasar (*market ratios*) menunjukkan informasi penting perusahaan yang diungkapkan dalam basis per saham. Secara rinci rasio pasar meliputi: *dividend yield, dividend per share, earning per share, dividend pay out ratio, price earning ratio, book value per share, dan price to book value*. Dari ketujuh rasio pasar tersebut, dalam penelitian ini hanya digunakan *price to book value* (PBV) yang dijelaskan sebagai berikut:

d. Price to Book Value (PBV)

Robbert Ang (1997) secara sederhana menyatakan bahwa *price to book value* (PBV) merupakan rasio pasar (*market ratio*) yang digunakan untuk mengukur kinerja harga pasar saham terhadap nilai bukunya. Rasio PBV dapat dihitung dengan formula sebagai berikut:

$$\text{PBV} = \frac{P_s}{\text{BVS}} \quad \dots \quad (4)$$

P_s merupakan harga pasar saham; dan BVS merupakan nilai buku per lembar saham (*book value per share*) yang digunakan untuk mengukur nilai *shareholders' equity* atas setiap saham. BVS dihitung dengan cara membagi *total shareholders' equity* dengan jumlah saham yang diterbitkan (*outstanding share*).

Perusahaan yang berjalan dengan baik, umumnya rasio PBV-nya mencapai di atas satu, yang menunjukkan bahwa nilai pasar saham lebih besar dari nilai bukunya. Semakin besar rasio PBV semakin tinggi perusahaan dinilai oleh para pemodal (investor) relatif dibandingkan dengan dana yang telah ditanamkan di perusahaan.

2.1.2. Return Saham

Return (kembalian) adalah tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi yang dilakukannya. Tanpa adanya tingkat keuntungan yang dinikmati dari suatu investasi, tentunya investor (pemodal)

tidak akan melakukan investasi. Jadi setiap investasi baik jangka pendek maupun jangka panjang mempunyai tujuan utama mendapatkan keuntungan yang disebut sebagai *return* baik langsung maupun tak langsung (Robbert Ang, 1997: hal. 20.2).

Komponen *return* terdiri dari dua jenis yaitu *current income* (pendapatan lancar) dan *capital gain* (keuntungan selisih harga). *Current income* merupakan keuntungan yang diperoleh melalui pembayaran yang bersifat periodic seperti pembayaran bunga deposito, bunga obligasi, dividen dan sebagainya. Disebut sebagai pendapatan lancar, maksudnya adalah keuntungan yang diterima biasanya dalam bentuk kas atau setara kas, sehingga dapat diuangkan secara cepat, seperti bunga atau jasa giro, dan dividen tunai. Dan yang setara kas adalah saham bonus atau dividen saham yaitu dividen yang dibayarkan dalam bentuk saham dan dapat dikonversi menjadi uang kas.

Komponen kedua dari *return* adalah *capital gain*, yaitu keuntungan yang diterima karena adanya selisih antara harga jual dengan harga beli saham dari suatu instrumen investasi. *Capital gain* sangat tergantung dari harga pasar instrumen investasi, yang berarti bahwa instrumen investasi harus diperdagangkan di pasar. Dengan adanya perdagangan maka akan timbul perubahan nilai suatu instrumen investasi yang memberikan *capital gain*. Besarnya *capital gain* dilakukan dengan analisis *return* historis yang terjadi pada periode sebelumnya, sehingga dapat ditentukan besarnya tingkat kembalian yang diinginkan.

Expected return merupakan *return* (kembalian) yang diharapkan oleh investor atas suatu investasi yang akan diterima pada masa yang akan datang. Faktor yang mempengaruhi *return* suatu investasi meliputi faktor internal perusahaan dan faktor eksternal. Faktor internal perusahaan meliputi kualitas dan reputasi manajemen, struktur permodalan, struktur hutang, tingkat laba yang dicapai dan lain-lain kondisi intern perusahaan. Faktor eksternal meliputi pengaruh kebijakan moneter dan fiscal, perkembangan sektor industri, faktor ekonomi dan sebagainya. (Robbert Ang, 1997: hal. 20.3).

Jogiyanto, H.M. (1998) membedakan konsep *return* menjadi dua kelompok yaitu *return* tunggal dan *return* portofolio. *Return* tunggal merupakan hasil yang diperoleh dari investasi yang berupa *return* realisasi dan *return* ekspektasi. *Return* realisasi (*realized return*) merupakan *return* yang terjadi yang dihitung berdasarkan data historis dan berfungsi sebagai salah satu pengukur kinerja perusahaan. *Return* historis juga berguna sebagai dasar penentuan *return* ekspektasi (*expected return*) di masa datang. *Return* ekspektasi (*expected return*) merupakan *return* yang diharapkan akan diperoleh oleh investor di masa mendatang (Jogiyanto, 1998: hal. 85). *Return* realiasi dihitung dengan formula sebagai berikut:

$$\text{Return} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \dots\dots\dots (5)$$

dimana: P_t adalah harga saham individual pada periode t ; dan P_{t-1} harga saham pada periode sebelumnya ($t-1$).

2.1.3. Penelitian Terdahulu

Hasil-hasil penelitian yang berhubungan dengan faktor fundamental dan *return* saham dapat disajikan pada tabel 1. Berdasar tabel 1 tersebut nampak bahwa beberapa bukti empiris menunjukkan hasil yang berbeda-beda. Perbedaan tersebut terjadi antara peneliti satu dengan lainnya; dan perbedaan antara bukti empiris dengan teori yang mendasarinya.

Tabel 1:
Hubungan Faktor Fundamental dan *Return* Saham

No	Peneliti	Variabel Penelitian	Hasil Temuan
1	Rina Trisnawati (1999)	Dependen: Initial Return Independen: Auditor, Underwriter, Umur Persh, ROA, Financial Leverage	Hanya umur perusahaan yang signifikan berpengaruh terhadap initial return; sedangkan variabel lainnya tidak signifikan.
2	Syahib Natarsyah (2000)	Dependen: Return Saham Independen: ROA, ROE, DPR, DER, PBV dan Beta.	Semua variabel independen signifikan berpengaruh terhadap return saham, kecuali DPR dan PBV
3	Sparta (2000)	Dependen: Return Saham Independen: ROA, DPR dan DER	Semua variabel independen tidak signifikan berpengaruh terhadap return saham.
4	Siddharta Utama & Anto Yulianto BS (1998)	Dependen: Return Saham Independen: PBV, Dividen, Beta, DPS dan ROE	Semua variabel independen signifikan berpengaruh terhadap return saham, kecuali dividen payout.
5	Claude et al. (1996)	Dependen: Return Saham Independen: risiko politik, ekonomi, finansial, PBV dan Dividen Pay-out Ratio (DPR)	Di pasar modal developed dan emérging, return saham dipengaruhi secara signifikan oleh semua variabel independen kecuali DPR

Sumber: Hasil-hasil penelitian yang diolah

Dari ke-empat variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini (ROA, NPM, OPM, dan PBV) terdapat dua variabel yaitu NPM dan OPM belum pernah dilakukan penelitian sebelumnya yang dikaitkan dengan *return* saham. Penelitian sebelumnya (Mas'ud Machfoedz, 1994) menghubungkan NPM dan OPM tidak dengan *return* saham tetapi dikaitkan dengan prediksi *earning* perusahaan di masa depan. Oleh karenanya perlu dilakukan perluasan penelitian yang menghubungkan NPM dan OPM dengan *return* saham.

Berdasar tabel 1 tersebut hasil-hasil penelitian dari setiap peneliti secara rinci dapat dijelaskan sebagai berikut:

a. Rina Trisnawati (1999)

Penelitian yang dilakukan oleh Rina Trisnawati (1999) adalah “pengaruh informasi prospektus pada return saham di pasar perdana”. Sampel penelitian yang digunakan adalah purposive sampling dengan kriteria perusahaan yang melakukan *initial public offering* (IPO) pada tahun 1994 dan 1995 serta saham yang *underprice*. Berdasar kriteria tersebut diperoleh sampel sejumlah 47 perusahaan.

Variabel independen yang digunakan sebagai prediktor terdiri dari reputasi auditor, reputasi penjamin emisi, umur perusahaan, prosentase saham yang ditawarkan saat IPO, profitabilitas perusahaan yang diukur dengan ROA, dan *financial leverage* yang diukur dengan *total debt to equity ratio* (DER). Sedangkan variabel dependennya (*return* saham) diukur dari *initial return*. Model analisis yang digunakan adalah teknik ordinary least square (OLS).

Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa hanya umur perusahaan yang signifikan berpengaruh positif terhadap *initial return* saham; sedangkan variabel lainnya (reputasi auditor, reputasi penjamin emisi, prosentase saham yang ditawarkan, dan ROA serta DER tidak berpengaruh signifikan terhadap *initial return*.

b. Syahib Natarsyah (2000)

Penelitian yang dilakukan oleh Syahib Natarsyah (2000) adalah “analisis pengaruh beberapa faktor fundamental dan risiko sistematis terhadap harga saham: kasus industri barang konsumsi yang go-publik di pasar modal Indonesia”. Sampel penelitian yang digunakan juga *purposive sampling* dengan kriteria perusahaan industri barang konsumsi yang sahamnya selalu terdaftar dan aktif diperdagangkan sejak 1990 sampai dengan 1997 dengan data tahunan. Berdasarkan kriteria tersebut diperoleh sampel sejumlah 16 perusahaan.

Variabel independen yang digunakan sebagai prediktor terdiri dari *return on assets* (ROA), *return on equity* (ROE), *dividend pay-out ratio* (DPR), *debt to equity* (DER), nilai buku (*book value*) dan indeks beta. Sedangkan variabel dependennya (harga saham) diukur dari harga saham pada saat penutupan (*closing price*) pada periode 31 Desember. Model analisis yang digunakan adalah regresi berganda dengan model *log linier*.

Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa ROA, DER dan book value berpengaruh signifikan terhadap harga saham pada level kurang dari 1% dan risiko sistematis (indeks beta) signifikan pada level kurang dari 10%. Sedangkan variabel lainnya yang dimasukkan dalam model tidak signifikan tidak signifikan berpengaruh terhadap harga saham. Bahkan ditemukan antara ROA dan ROE terjadi multikolinearitas.

c. Sparta (2000)

Penelitian yang dilakukan oleh Sparta (2000) adalah “pengaruh faktor-faktor fundamental lembaga keuangan bank terhadap harga sahamnya di Bursa Efek Jakarta”. Sampel penelitian yang digunakan juga *purposive sampling* dengan kriteria perusahaan perbankan yang sahamnya selalu terdaftar dan aktif diperdagangkan sejak 1997 sampai dengan 1999 dengan data tahunan. Berdasar kriteria tersebut diperoleh sampel sejumlah 21 bank.

Variabel independen yang digunakan sebagai prediktor terdiri dari *return on assets (ROA)*, *dividend pay-out ratio (DPR)*, dan *debt to equity (DER)*. Sedangkan variabel dependennya (*return* saham) diukur dari selisih harga saham pada saat penutupan (*closing price*) pada periode 31 Desember 1997-1998 dan 1998-1999. Model analisis yang digunakan adalah regresi berganda dengan model teknik OLS.

Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa ROA, DPR dan DER tidak signifikan berpengaruh terhadap *return* saham.

d. Siddharta Utama dan Anto Yulianto Budi Santoso (1998)

Penelitian yang dilakukan oleh Siddharta Utama dan Anto Yulianto BS (1998) adalah “kaitan antara rasio price/ book value dan imbal balik saham pada Bursa Efek Jakarta”. Sampel penelitian yang digunakan juga *purposive sampling* dengan kriteria perusahaan yang sahamnya telah terdaftar sejak 1991 sampai dengan 1995 dan selalu menyajikan laporan keuangan selama lima tahun (31 Desember 1991 sampai dengan 31

Desember 1995 serta mempunyai nilai buku (book value) positif selama periode pengamatan. Berdasar kriteria tersebut diperoleh sampel sejumlah 128 perusahaan.

Variabel independen yang digunakan sebagai prediktor terdiri dari *return on equity* (ROE), *dividend pay-out ratio* (DPR), beta saham dan laju pertumbuhan perusahaan yang diukur dari laba per saham (*earning per share – EPS*) serta *price/ book value* (PBV). Sedangkan variabel dependennya *return* saham. Model analisis yang digunakan adalah regresi berganda dengan model teknik OLS.

Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa ROE, DPR beta saham, EPS dan PBV signifikan berpengaruh terhadap *return* saham.

e. **Claude et al. (1996)**

Penelitian yang dilakukan oleh Calude et al. (1996) adalah “*political risk, ekonomik risk and financial risk*”. Sampel penelitian yang digunakan 47 pasar modal di dunia yang dibagi dalam dua kelompok yaitu *developed market* dan *emerging market*. Periode penelitian dilakukan sejak Januari 1984 sampai dengan Juli 1995 secara semesteran (*semi-annual*) Variabel independen yang digunakan sebagai prediktor terdiri dari *political risk, economic risk, financial risk, price to book value (PBV)* dan *dividend payout ratio* (DPR). Sedangkan variabel dependennya *return* saham yang diukur dari *capital gain*. Model analisis yang digunakan adalah *univariate* dan *multivarait analysis*.

Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa di dua kelompok pasar modal (*developed* dan *emerging market*) risiko politik, ekonomi, keuangan negara, dan PBV signifikan berpengaruh positif terhadap *return* saham. Sedangkan PER dan DPR pada kedua kelompok pasar modal tersebut tidak signifikan berpengaruh terhadap *return* saham.

2.1.4. Pengaruh Faktor-faktor Fundamental terhadap *Return* Saham

a. Pengaruh ROA terhadap *Return* Saham

ROA seperti telah dijelaskan di muka merupakan rasio antara laba bersih setelah pajak (*net income after tax*) terhadap total aktiva (*assets*) menunjukkan kinerja keuangan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih dari aktiva yang digunakan untuk operasional perusahaan.

Jika kinerja keuangan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih dari aktiva yang digunakan akan berdampak pada para pemegang saham perusahaan tersebut.

ROA yang semakin meningkat menunjukkan kinerja perusahaan yang semakin baik dan para pemegang saham akan memperoleh keuntungan dari dividen yang diterima semakin meningkat.

Dengan semakin meningkatkan dividen yang akan diterima oleh para pemegang saham merupakan daya tarik bagi para investor dan atau calon investor untuk menanamkan dananya ke dalam perusahaan tersebut. Dengan daya tarik tersebut membawa dampak pada calon investor dan atau investor untuk memiliki saham perusahaan semakin banyak.

Jika permintaan atas saham perusahaan semakin banyak maka harga saham perusahaan tersebut di pasar modal cenderung meningkat. Dengan meningkatnya harga saham maka *capital gain (actual return)* dari saham tersebut juga meningkat. Hal ini disebabkan karena *actual return* merupakan selisih antara harga saham periode saat ini dengan harga saham sebelumnya. Berdasar logika konsep tersebut maka ROA berpengaruh positif terhadap *return* saham.

b. Pengaruh NPM terhadap *Return* Saham

NPM seperti telah dijelaskan di muka merupakan rasio antara laba bersih setelah pajak (*net income after tax*) terhadap total penjualan (*sales*) menunjukkan kinerja keuangan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih atas total penjualan bersih yang dicapai oleh perusahaan.

Jika kinerja keuangan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih atas penjualan bersihnya semakin meningkat maka hal ini akan berdampak pada meningkatnya pendapatan yang akan diterima oleh para pemegang saham perusahaan tersebut. NPM yang semakin meningkat menunjukkan kinerja perusahaan yang semakin baik dan para pemegang saham akan memperoleh keuntungan yang semakin meningkat pula.

Dengan semakin meningkatkan keuntungan (laba bersih sesudah pajak) akan mencerminkan bagian laba dalam bentuk *dividen gain* maupun *capital gain* yang diterima oleh para pemegang saham juga semakin besar.

Dengan meningkatnya harapan keuntungan yang akan diterima oleh para pemegang saham merupakan daya tarik bagi para investor dan

atau calon investor lain (baru) untuk menanamkan dananya ke dalam perusahaan tersebut. Dengan daya tarik tersebut membawa dampak pada calon investor dan atau investor untuk memiliki saham perusahaan semakin banyak.

Jika permintaan atas saham perusahaan semakin banyak maka harga saham perusahaan tersebut di pasar modal cenderung meningkat. Dengan meningkatnya harga saham maka *capital gain (actual return)* dari saham tersebut juga meningkat. Hal ini disebabkan karena actual return merupakan selisih antara harga saham periode saat ini dengan harga saham sebelumnya. Berdasar logika konsep tersebut maka NPM berpengaruh positif terhadap *return* saham.

c. Pengaruh OPM terhadap *Return* Saham

OPM seperti telah dijelaskan di muka merupakan rasio antara laba bersih sebelum bunga dan pajak (*earning before interest and tax*) terhadap total penjualan bersih (*net sales*) menunjukkan kinerja keuangan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih dari penjualan bersihnya yang merupakan hasil dari aktivitas perusahaan pada kurun waktu tertentu (satu periode akuntansi atau satu tahun).

Jika kinerja keuangan perusahaan dari segi OPM meningkat maka kondisi tersebut menunjukkan kinerja perusahaan juga semakin efisien dalam menghasilkan laba perusahaan.

Dengan semakin meningkatnya OPM maka para pemegang saham mempunyai harapan yang semakin baik dalam memperoleh keuntungan

setelah diperhitungkannya biaya bunga dan kewajiban pajak perusahaan. Dengan semakin meningkatnya harapan para pemegang saham maka hal tersebut berdampak pada para investor untuk memiliki saham perusahaan semakin banyak.

Jika permintaan atas saham perusahaan semakin banyak maka harga saham perusahaan tersebut di pasar modal cenderung meningkat. Dengan meningkatnya harga saham maka *capital gain (actual return)* dari saham tersebut juga meningkat. Berdasar logika konsep tersebut maka OPM juga berpengaruh positif terhadap *return* saham.

d. Pengaruh PBV terhadap *Return* Saham

PBV seperti telah dijelaskan di muka merupakan rasio antara harga pasar saham terhadap nilai bukunya. Perusahaan yang berjalan baik maka rasio PBV-nya lebih besar dari pada satu (> 1). Hal ini disebabkan karena PBV yang semakin besar menunjukkan harga para dari saham tersebut semakin meningkat.

Jika harga pasar saham semakin meningkat maka *capital gain (actual return)* dari saham tersebut juga meningkat. Hal ini disebabkan karena *actual return* merupakan selisih antara harga saham periode saat ini dengan harga saham sebelumnya. Dengan demikian maka PBV berpengaruh positif terhadap *return* saham.

2.2. Model dan Hipotesis

2.2.1. Pengembangan Kerangka Pemikiran Teoritis

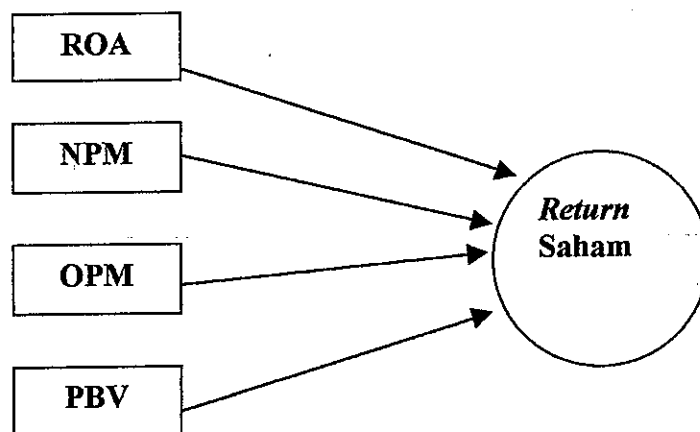
Berdasar teori dan hasil-hasil penelitian tersebut maka faktor-faktor fundamental yang dapat digunakan untuk memprediksi *return* saham adalah rasio profitabilitas yang terdiri dari ROA, NPM, dan OPM; serta rasio pasar yang dipilih adalah PBV.

Atas dasar analisis faktor-faktor fundamental tersebut maka pengaruh dari masing-masing variabel tersebut terhadap *return* saham dapat digambarkan dalam model paradigma seperti ditunjukkan dalam gambar 1.

Gambar 1:

Model Paradigma

Pengaruh Faktor-faktor Fundamental terhadap *Return* Saham



Berdasar gambar 1 tersebut dapat diidentifikasi bahwa variabel independen terdiri dari ROA (X_1), NPM (X_2), OPM (X_3), dan PBV (X_4); serta variable dependennya *return* saham (Y). Dengan memasukkan model secara bersama-sama (4 variabel independen) maka juga dapat diketahui faktor-faktor fundamental yang dominan berpengaruh terhadap *return* saham.

2.2.2. Hipotesis.

Berdasar kerangka pemikiran teoritis yang digambarkan pada gambar 1 dan penjelasan dari masing-masing faktor fundamental yang mempengaruhi *return* saham, maka dapat diajukan lima hipotesis alternatif sebagai berikut:

Hipotesis 1: *Return on assets* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham.

Hipotesis 2: *Net profit margin* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham.

Hipotesis 3: *Operating profit margin* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham.

Hipotesis 4: *Price to book value* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham.

Hipotesis 5: Faktor-faktor fundamental (ROA, NPM, OPM, dan PBV) secara bersama-sama berpengaruh terhadap *return* saham.

2.3. Posisi Penelitian

Berdasar telaah pustaka dan hasil-hasil penelitian terdahulu, maka posisi penelitian dari pengaruh masing-masing faktor fundamental terhadap *return* saham dapat dijelaskan secara rinci sebagai berikut:

a. Pengaruh ROA terhadap *Return Saham*

Berdasar kerangka pemikiran teoritis dalam model paradigma pada gambar 1 tersebut, maka ROA merupakan salah satu faktor fundamental yang berpengaruh positif terhadap *return* saham. Hal ini sesuai dengan teori bahwa semakin tinggi ROA maka kinerja perusahaan semakin baik

sehingga harga saham perusahaan tersebut semakin meningkat. Disamping itu juga sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Syahib Natarsyah (2000) yang menunjukkan bahwa ROA signifikan berpengaruh terhadap *return* saham di pasar sekunder terutama bagi industri barang-barang konsumsi.

b. Pengaruh NPM terhadap *Return* Saham

Rasio profitabilitas yang ketiga yaitu *net profit margin* (NPM) yang merupakan rasio antara laba bersih sesudah pajak (*net income after tax*) terhadap penjualan bersih (*net sales*). Jika NPM semakin meningkat maka kinerja perusahaan yang diukur dari laba bersih terhadap penjualan bersihnya, maka kondisi perusahaan tersebut semakin efektif dalam meningkatkan laba bersihnya. Kondisi ini akan membawa dampak terhadap meningkatnya harga saham di pasar modal. Dengan meningkatnya harga saham, maka *return* saham perusahaan tersebut juga semakin meningkat. Berdasar kerangka teori tersebut, maka NPM mempunyai pengaruh positif terhadap *return* saham.

Posisi penelitian ini sebagai perluasan dari penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Mas'ud Machfoedz (1994) yang menunjukkan bahwa NPM signifikan untuk memprediksi *earning* satu tahun ke depan. Dalam penelitian ini NPM tidak dikaitkan dengan prediksi *earning* perusahaan, tetapi dihubungkan dengan *return* saham.

c. Pengaruh OPM terhadap *Return Saham*

Operating profit margin (OPM) yang merupakan rasio ke-empat dari rasio profitabilitas merupakan rasio antara laba bersih operasi terhadap penjualan bersih. Laba bersih operasi merupakan laba kotor penjualan dikurangi dengan biaya-biaya operasional perusahaan.

Biaya operasional ini merupakan biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan sehubungan dengan aktivitas atau kegiatan utama perusahaan. Jika biaya operasional dapat ditekan se-efisien mungkin, maka OPM akan semakin meningkat. Dengan kata lain OPM menunjukkan efisiensi perusahaan dalam pengelolaan biaya operasional. Apabila OPM semakin meningkat maka kinerja perusahaan semakin membaik dan berdampak pada peningkatan harga saham perusahaan. Dengan meningkatnya harga saham perusahaan, maka *return* saham perusahaan tersebut di pasar modal juga semakin meningkat. Dengan demikian OPM mempunyai pengaruh positif terhadap *return* saham.

Posisi penelitian ini juga sebagai perluasan dari penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Mas'ud Machfoedz (1994) yang menunjukkan bahwa OPM signifikan untuk memprediksi *earning* satu tahun ke depan. Dalam penelitian ini OPM tidak dikaitkan dengan prediksi *earning* perusahaan, tetapi dihubungkan dengan *return* saham.

d. Pengaruh PBV terhadap *Return Saham*

Berdasar telaah pustaka dinyatakan bahwa *price to book value* (PBV) adalah salah satu rasio pasar (*market ratios*) yang merupakan rasio

antara harga pasar saham terhadap nilai bukunya. Semakin tinggi PBV menunjukkan bahwa saham perusahaan dinilai oleh investor lebih tinggi terhadap nilai bukunya. Jika PBV semakin meningkat berarti harga saham perusahaan di pasar modal juga meningkat, dan hal ini berdampak pada meningkatnya *return* saham perusahaan tersebut. Dengan demikian PBV berpengaruh positif terhadap *return* saham.

Posisi penelitian ini juga sesuai dengan hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Siddharta Utama & Anto Yulianto BS (1998) dan Claude et.al. (1996) yang menunjukkan bahwa PBV signifikan berpengaruh terhadap *return* saham.

2.4. Definisi-definisi Utama

Beberapa definisi utama yang berhubungan variabel penelitian baik variabel independen (ROA, NPM, OPM dan PBV) serta variabel dependen (*return* saham) dapat ditunjukkan pada tabel 2 sebagai berikut:

**Tabel 2:
Definisi-definisi Utama**

No	Variabel	Pengertian	Skala Pengukur	Pengukuran
1	ROA	Rasio antara net income after tax (NIAT) terhadap average total assets	Rasio	$\frac{\text{NIAT}}{\text{Total Asset}}$
2	NPM	Rasio antara net income after tax (NIAT) terhadap total Sales	Rasio	$\frac{\text{NIAT}}{\text{Total Sales}}$
3	OPM	Rasio antara operating income terhadap total Sales	Rasio	$\frac{\text{Operating Income}}{\text{Total Sales}}$
4	PBV	Rasio antara harga pasar saham terhadap nilai buku per lembar saham	Rasio	$\frac{P_s}{\text{BVS}}$
5	<i>Return</i> Saham	Hasil investasi surat berharga yang berupa <i>capital gain</i> yaitu selisih antara harga investasi sekarang relatif (P_t) dengan harga periode lalu (P_{t-1})	Rasio	$\frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$

Sumber: Dikembangkan untuk research paper ini

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari *Jakarta Stock Exchange (JSX) Statistic*, terutama *Table Trading* dan *Financial Ratios* bulan Desember 1997 s/d 2000 secara tahunan. *Table Trading* digunakan untuk mendapatkan data harga penutupan (*closing price*) pada 31 Desember 1997, 1998, 1999 dan 2000; serta *Financial Ratios* digunakan untuk memperoleh data rasio-rasio keuangan yang meliputi ROA, NPM, OPM, dan PBV pada 31 Desember 1997, 1998 dan 1999.

Data rasio keuangan 31 Desember 1997 digunakan untuk memprediksi *return* saham pada 31 Desember 1998; dimana *return* saham 31 Desember 1998 dihitung dari harga penutupan (*closing price*) 31 Desember 1998 dikurangi dengan harga penutupan (*closing price*) 31 Desember 1997 kemudian dibagi dengan harga penutupan (*closing price*) 31 Desember 1997 sesuai dengan konsep *return* yang digunakan yaitu $(P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}$.

Data rasio keuangan 31 Desember 1998 digunakan untuk memprediksi *return* saham pada 31 Desember 1999; dimana *return* saham 31 Desember 1999 dihitung dari harga penutupan (*closing price*) 31 Desember 1999 dikurangi dengan harga penutupan (*closing price*) 31 Desember 1998 ($P_t - P_{t-1}$) dibagi dengan harga penutupan (*closing price*) 31 Desember 1998 (P_{t-1}); demikian pula data rasio keuangan 31 Desember 1999 dan 2000.

3.2. Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang sahamnya aktif diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta (BEJ) sejak 1997-2000. Dipilihnya perusahaan manufaktur (yang terdiri dari *basic industry* dan *miscellaneous industry*) didasarkan pada alasan bahwa kelompok perusahaan ini merupakan jumlah perusahaan yang paling banyak terdaftar di BEJ dibanding dengan kelompok industri yang lain. Sesuai dengan publikasi JSX-Statistic menunjukkan bahwa jumlah perusahaan yang sahamnya aktif diperdagangkan di BEJ selama periode 1997 – 2000 dikelompokkan menjadi 9 kelompok industri seperti ditunjukkan pada tabel 3 berikut:

Tabel 3:
Jumlah Perusahaan yang Sahamnya Aktif
Diperdagangkan di BEJ
1997 – 2000

No	Kelompok Industri	1997	1998	1999	2000
1	Agriculture	6	6	8	10
2	Mining	6	6	6	6
3	Basic Industry	50	49	54	54
4	Miscellaneous Industry	42	43	44	50
5	Consumer Goods	38	37	37	37
6	Property & Real Estate	26	26	28	30
7	Infras. Util. & Transport.	12	12	13	13
8	Finance	49	49	48	47
9	Trade & Service	39	39	34	36
	Total	278	277	272	281

Sumber: JSX-Statistic Desember 1997, 1998, 1999 dan 2000

Berdasar tabel 3 nampak bahwa industri manufaktur (*basic industry* dan *miscellaneous industry*) merupakan kelompok industri yang paling besar jumlahnya dibanding dengan kelompok industri lainnya. Jumlah tersebut ditunjukkan pada tahun 1997 s/d 2000 masing-masing periode sejumlah 92, 92, 98 dan 104 perusahaan.

Adapun teknik sampling yang digunakan adalah *purposive sampling* dengan sampel penuh (*full sample*) berdasarkan kriteria: (1) saham perusahaan sektor manufaktur yang selalu terdaftar sejak 31 Desember 1997 – 2000; dan (2) saham perusahaan manufaktur yang aktif diperdagangkan pada periode 31 Desember 1997 – 2000 di BEJ. Dari total sampel perusahaan manufaktur yang memenuhi kriteria tersebut diperoleh jumlah sampel sebanyak 92 saham perusahaan.

3.3. Definisi Operasional Variabel

Definisi operasional variabel penelitian yang terdiri dari 4 (empat) variabel bebas (independen) dan 1 (satu) variabel terikat (dependen) dapat dijelaskan sebagai berikut:

- (1) *Return on Assets* (ROA) merupakan rasio antara laba bersih setelah pajak (*net income after tax* – NIAT) terhadap total aktiva (*total assets*). *Net income after tax* didasarkan pada laporan laba rugi untuk periode yang berakhir 31 Desember, sedangkan total aktiva didasarkan pada laporan neraca per 31 Desember (sisi aktiva).
- (2) *Net Profit Margin* (NPM) merupakan rasio antara laba bersih setelah pajak (*net income after tax* – NIAT) terhadap total penjualan (*total sales*). NIAT dan total sales diperoleh dari laporan laba rugi untuk periode yang berakhir 31 Desember.
- (3) *Operating Profit Margin* (OPM) merupakan rasio antara laba bersih operasi (*operating income*) terhadap total penjualan (*total sales*). Laba

bersih operasi dan total penjualan diperoleh dari laporan laba rugi yang berakhir 31 Desember

(4) *Price to Book Value* (PBV) merupakan rasio antara harga pasar saham terhadap nilai buku per lembar saham.

(5) *Return* saham merupakan hasil investasi surat berharga (saham) yang berupa *capital gain (loss)* yaitu selisih antara harga investasi sekarang relatif (P_t) dengan harga periode sebelumnya (P_{t-1}) dibagi dengan harga periode sebelumnya (P_{t-1}).

3.4. Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang digunakan terutama dengan cara studi dokumenter dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2000 dan *Jakarta Stock Exchange Statistics (JSX-Monthly Statistic)* pada 31 Desember 1997 s/d 31 Desember 2000.

Data rasio keuangan diambil dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2000; sedangkan harga saham penutupan (*closing price*) disamping dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2000 juga dari JSX – Monthly Statistic bulan Desember 2000 khusus untuk data *closing price* tahun 2000. Hal ini didasarkan pada alasan bahwa *closing price* tahun 2000 belum dipublikasikan oleh *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2000 sehingga diperlukan data per 31 Desember 2000.

3.5. Teknik Analisis

3.5.1. Analisis Regresi

Untuk menguji hipotesis tentang kekuatan variabel penentu (independen variabel) terhadap *return* saham dalam penelitian ini digunakan analisis regresi berganda dengan persamaan kuadrat terkecil (OLS) dengan model dasar sebagai berikut:

$$R_s = a + b_1 \text{ROA} + b_2 \text{NPM} + b_3 \text{OPM} + b_4 \text{PBV} + e;$$

R_s : *Return* saham;

ROA: Rasio Laba Bersih Setelah Pajak (NIAT) terhadap Total Aktiva,

NPM: Rasio Laba Bersih Setelah Pajak (NIAT) terhadap Total Sales,

OPM: Rasio Pendapatan Operasioanal (EBIT) terhadap Total Sales,

PBV: Rasio Harga terhadap Nilai Buku,

e : variabel residual.

Besarnya konstanta tercermin dalam "a", dan besarnya koefisien regresi dari masing-masing variable independen ditunjukkan dengan b_1 , b_2 , b_3 , dan b_4 . Ke-empat variabel bebas tersebut merupakan faktor fundamental perusahaan; sedangkan variabel dependennya adalah *return* saham.

Pengujian terhadap hipotesis dilakukan dengan cara sebagai berikut:

(1) Uji signifikansi (pengaruh nyata) variabel independen (X_i) terhadap variabel dependen (Y) baik secara parsial maupun secara bersama-sama dilakukan dengan uji statistik t (t-test) dan uji F (F-test).

a. Uji t-statistik

Uji keberartian koefisien (b_i) dilakukan dengan statistik-t (student-t).

Hal ini digunakan untuk menguji koefisien regresi secara parsial dari

variabel independennya. Adapun hipotesis dirumuskan sebagai berikut: $H_1 : b_i \neq 0$; artinya terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel independen X_i terhadap variabel dependen (Y).

Nilai t-hitung dapat dicari dengan rumus:

$$t_{\text{hitung}} = \frac{\text{Koefisien regresi } (b_i)}{\text{Standar Deviasi } b_i} \dots\dots\dots(6)$$

Jika $t_{\text{hitung}} > t_{\text{tabel}} (\alpha, n - k - 1)$, maka H_0 ditolak; dan

Jika $t_{\text{hitung}} < t_{\text{tabel}} (\alpha, n - k - 1)$, maka H_0 diterima.

b. Uji F-statistik

Uji ini digunakan untuk menguji keberartian pengaruh dari seluruh variabel independen secara bersama-sama terhadap variabel dependen.

Hipotesis ini dirumuskan sebagai berikut:

$$H_1 : b_1, b_2, b_3, b_4, b_5, b_6 \neq 0$$

Artinya terdapat pengaruh yang signifikan secara bersama-sama dari variabel independen (X_1 s/d X_6) terhadap variabel dependen (Y).

Nilai F-hitung dapat dicari dengan rumus:

$$F_{\text{hitung}} = \frac{R^2 / (k - 1)}{(1 - R^2) / (N - k)} \dots\dots\dots(7)$$

Jika $F_{\text{hitung}} > F_{\text{tabel}} (a, k - 1, n - k)$, maka H_0 ditolak; dan

Jika $F_{\text{hitung}} < F_{\text{tabel}} (a, k - 1, n - k)$, maka H_0 diterima.

- (2) Untuk menguji dominasi variabel independen (X_i) terhadap variabel dependen (Y) dilakukan dengan melihat pada koefisien beta standar.

3.5.2. Pengujian Asumsi Klasik

Karena data yang digunakan adalah data sekunder, maka untuk menentukan ketepatan model perlu dilakukan pengujian atas beberapa asumsi klasik yang mendasari model regresi. Pengujian asumsi klasik yang digunakan dalam penelitian ini meliputi uji normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas dan autokorelasi yang secara rinci dapat dijelaskan sebagai berikut:

(1) Normalitas

Uji normalitas yang digunakan dalam penelitian ini adalah rasio *skewness* yang didasarkan pada besarnya rasio untuk melihat nilai kemiringan (*skewness*). Rasio *skewness* dihitung dengan rumus sebagai berikut: (Singgih Santoso, 1999: 79)

$$\text{Rasio}_{\text{skewness}} = \frac{\text{Skewness}}{\text{Standard error of skewness}} \dots\dots\dots(8)$$

Please do not use illegal software...Jika rasio *skewness* berada di antara -2 sampai dengan $+2$, maka distribusi data adalah normal.

(2) Multikolinearitas

Pengujian asumsi kedua adalah uji multikolinearitas (*multicollinearity*) antar variabel-variabel independen yang masuk kedalam model. Metode untuk mendiagnose adanya *multicollinearity*

dilakukan dengan uji *Variance Inflation Factor* (VIF) yang dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\boxed{\text{VIF} = 1 / \text{Tolerance}} \dots\dots\dots(9)$$

Jika VIF lebih besar dari 5, maka antar variabel bebas (*independent variable*) terjadi persoalan multikolinearitas (Singgih Santoso, 1999: 281).

(c) Heteroskedastisitas

Pengujian ketiga adalah heteroskedastisitas (*heteroscedasticity*) digunakan untuk mengetahui ada tidaknya heteroskedastisitas dengan *Glejser test* yang dihitung dengan rumus: (Gujarati, 1993: 187)

$$\boxed{[e_i] = \beta_1 X_i + v_i} \dots\dots\dots(10)$$

dimana:

e_i : *residuals*

X_i : variabel independen yang diperkirakan mempunyai hubungan erat dengan variance (σ_i^2); dan

v_i : unsur kesalahan.

Jika secara statistik ditemukan hubungan yang signifikan, maka bisa disimpulkan bahwa terdapat heteroskedastisitas dalam varian kesalahan; demikian sebaliknya.

(d) Autokorelasi

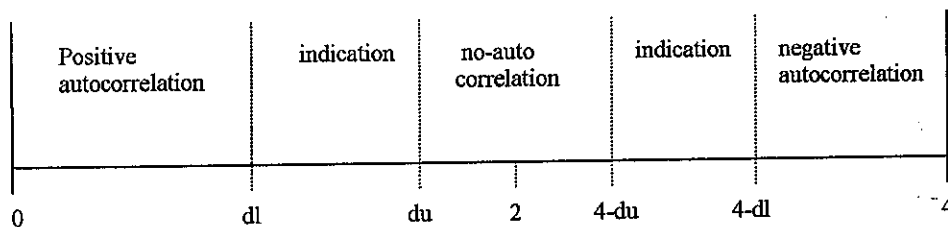
Pengujian asumsi klasik ke-empat dalam model regresi linier adalah ada tidaknya autokorelasi (*autocorrelation*). Untuk menguji

keberadaan *autocorrelation* dalam penelitian ini digunakan metode *Durbin-Watson test* (Gujarati, 1993: pp. 216), dimana angka-angka yang diperlukan dalam metode tersebut adalah *dl* (angka yang diperoleh dari tabel DW batas bawah), *du* (angka yang diperoleh dari tabel DW batas atas), $4 - dl$, dan $4 - du$.

Jika nilainya mendekati 2 maka tidak terjadi autokorelasi, sebaliknya jika mendekati 0 atau 4 terjadi autokorelasi (+/-). Posisi angka *Durbin-Watson test* dapat digambarkan dalam gambar 2.

Gambar 2:

Posisi Angka Durbin Watson



BAB IV

ANALISIS DATA

4.1. Gambaran Umum dan Data Deskriptif

4.1.1. Gambaran Umum Sampel

Jumlah perusahaan yang termasuk kelompok manufaktur dibedakan dalam dua sub-kelompok industri yaitu sub-kelompok Industri Dasar dan Kimia (*Basic Industry and Chemical*) dan sub-kelompok Aneka Industri (*Miscellaneous Industry*). Sejak 1997 sampai dengan tahun 2000 jumlah perusahaan manufaktur yang go-publik melalui Bursa Efek Jakarta sejumlah 104 perusahaan.

Jumlah perusahaan dalam sub-kelompok Industri Dasar dan Kimia berjumlah 54 perusahaan yang dikelompokkan dalam 8 sub kelompok industri yaitu: *cement* (3); *ceramic, glass and porcelain* (5); *metal and allied product* (11); *chemical* (9); *plastic and packaging* (9); *animal feed* (6); *wood industry* (5) dan *pulp & paper* (6).

Sedangkan jumlah perusahaan dalam sub-kelompok Aneka Industri berjumlah 50 perusahaan yang dikelompokkan dalam 7 sub-kelompok industri yaitu: *machinery and heavy equipment* (2); *automotive and component* (13); *textile and garment* (21); *footwear* (5); *cable* (6); *electronics* (2) dan *other* (1).

Dari 104 perusahaan tersebut yang selalu menyajikan laporan keuangan tahunan sejak 31 Desember 1997 sampai dengan 31 Desember 1999 dan sahamnya selalu aktif diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta sejak 31

Desember 1997 sampai dengan 31 Desember 2000 sejumlah 92 perusahaan. Dengan demikian terdapat perusahaan yang tidak memenuhi kriteria tersebut sejumlah 12 perusahaan. Ke-12 perusahaan tersebut adalah: (1) Mulia Industrindo (*ceramics*), (2) Asiaplast Industry dan (3) Summitplast Interbenua (*plastic*), (4) Anwar Sierad (*animal feed*), (5) Tirta Mahakam Playwood Industries (*wood industry*), (6) Andhi Chandra Automotive (*automotive*), (7) Centex Seri B dan (8) Hanson Industry Utama Seri (*textile*), (9) Fortune Mate Indonesia dan (10) Surya Intrindo Makmur (*footwear*), (11) Sumi Indo Kabel (*cable*), serta (12) Waniaindah Busana (*electronic*). Selama periode pengamatan ke-12 perusahaan tersebut tidak selalu aktif menyajikan laporan keuangan tahunan dan perdagangan saham, sehingga tidak digunakan sebagai sampel penelitian.

4.1.2. Data Deskriptif

Secara umum kedua sub-kelompok industri tersebut menunjukkan perkembangan total aktiva (*total assets*) dari periode 31 Desember 1997 ke 31 Desember 1998 meningkat rata-rata meningkat sebesar 0,536 (industri dasar dan kimia) dan sebesar 0,129 (aneka industri). Dan pada periode 31 Desember 1998 ke 31 Desember 1999 masing-masing meningkat 0,08 dan 0,156.

Sementara dari total ekuitas (*equity*) dari periode 31 Desember 1997 ke 31 Desember 1998 sub-kelompok industri dasar dan kimia meningkat sebesar 0,345; sedangkan sub-kelompok aneka industri menurun sebesar - 0,4. Dan pada perkembangan 31 Desember 1998 ke 31 Desember 1999 industri

dasar dan kimia ekuitasnya meningkat sebesar 0,277; sedangkan aneka industri menurun sebesar - 0,1.

Perkembangan laba bersih setelah pajak (*net income after tax*) kedua sub-kelompok industri tersebut pada periode 31 Desember 1997 ke 31 Desember 1998 masing-masing meningkat sebesar 1,404 (industri dasar dan kimia) dan 6,845 (aneka industri). Namun pada periode 31 Desember 1998 - 1999 masing-masing menurun sebesar - 1,14 dan - 1,02. Demikian pula perkembangan laba bersih operasi (*operating profit*) pada periode 31 Desember 1997 - 1998 masing-masing meningkat sebesar 1,592 dan 0,375 dan keduanya mengalami penurunan pada periode 31 Desember 1998 - 1999 masing-masing sebesar - 0,12 dan - 0,34.

Sementara itu, total penjualan bersih (*net sales*) kedua sub-kelompok industri tersebut mengalami perkembangan baik pada periode 31 Desember 1997 - 1998 maupun periode 31 Desember 1998 - 1999. Pada periode 31 Desember 1997 - 1998 industri dasar dan kimia penjualan bersihnya meningkat sebesar 0,789 dan pada periode 31 Desember 1998 - 1999 sebesar 0,151. Hal yang sama juga terjadi pada aneka industri, dimana pada periode 31 Desember 1997 - 1998 meningkat sebesar 0,171 dan periode 31 Desember 1998 - 1999 sebesar 0,035. Secara terperinci perkembangan dari masing-masing perusahaan dari dua sub kelompok dalam industri manufaktur disajikan pada lampiran 1.

Berdasar lampiran 1 maka dapat dihitung rasio-rasio keuangan yang digunakan dalam penelitian ini yang meliputi ROA, ROE, NPM, OPM, PBV dan PER seperti ditunjukkan pada lampiran 2.

Selanjutnya apabila dilihat dari nilai minimum, maksimum, rata-rata (*mean*) dan standar deviasi (σ) dari masing-masing variabel penelitian dapat dilihat pada tabel 4 berikut ini:

Tabel 4:
Perhitungan Minimum, Maksimum, Mean dan Standar Deviasi

		Statistics				
		RETURN	ROA	NPM	OPM	PBV
N	Valid	92	92	92	92	92
	Missing	0	0	0	0	0
Mean		.501789	-5.4E-02	-.207383	.126794	1.784312
Std. Deviation		.857237	.197731	.450270	.119376	5.405369
Minimum		-.4849	-1.4505	-2.2227	-.3867	-10.2667
Maximum		6.5434	.2304	.2715	.3747	44.0000

Sumber: SPSS 10.0; Descriptive

Berdasar hasil perhitungan pada tabel 4 tersebut nampak bahwa rata-rata (*mean*) *return* dari 92 perusahaan sampel selama periode pengamatan (1997 – 2000) sebesar 0,501789 dengan standar deviasi (SD) sebesar 0,857237; dimana nilai SD ini jauh lebih besar daripada rata-rata *return*. Demikian pula nilai minimum yang negatif lebih kecil dari rata-ratanya (-0,4849) dan nilai maksimum yang jauh lebih besar daripada nilai rata-ratanya (6,5434) menunjukkan bahwa *return* saham selama periode pengamatan distribusi datanya tidak normal. Hasil yang sama juga terjadi pada 3 (tiga) variabel independen yaitu ROA, NPM dan PBV.

Satu-satunya variabel penelitian yang standar deviasinya lebih kecil daripada nilai rata-ratanya (*mean*) adalah variabel OPM; dimana besarnya

standar deviasi sebesar 0,119376 dan nilai rata-rata sebesar 0,126794. Hal ini menunjukkan bahwa selama periode pengamatan variabel OPM datanya berdistribusi normal.

4.2. Proses dan Hasil Analisis

4.2.1. Proses Analisis

a. Perhitungan Rasio-rasio Keuangan

Sebelum dilakukan analisis lebih lanjut maka tahap awal dalam proses analisis ini adalah melakukan perhitungan-perhitungan yang didasarkan pada data mentah (*raw data*) yang diperoleh dari teknik pengumpulan data.

Berdasarkan data yang disajikan pada lampiran 1 maka untuk kepentingan analisis lanjutan dihitung rasio-rasio keuangan (sebagai faktor fundamental) dan sekaligus sebagai variabel independen dan perhitungan return saham sebagai variabel dependennya.

Hasil perhitungan rasio-rasio keuangan yang digunakan dalam penelitian ini yaitu *return on assets* (ROA), *net profit margin* (NPM), *operating profit margin* (OPM), dan *price to book value* (PBV) secara terperinci seperti ditunjukkan pada lampiran 2.

Berdasar lampiran 2 maka rata-rata rasio keuangan dari 92 perusahaan sampel dapat ditunjukkan pada tabel 5 sebagai berikut:

Tabel 5:
Rata-rata Rasio Keuangan dari 92 Perusahaan Sampel
Periode 1997 – 1999

No	Jenis Rasio	1997	1998	1999
1	ROA	-0,056	-0,12	0,012
2	NPM	-0,15	-0,34	-0,13
3	OPM	0,061	0,073	0,026
4	PBV	0,826	2,387	0,132

Sumber: Indonesian Capital Market Directory 2000; diolah

Hasil perhitungan rata-rata rasio keuangan yang ditunjukkan pada tabel 5 tersebut dihitung setiap tahun yaitu untuk periode 31 Desember 1997, 1998 dan 1999 dari 92 perusahaan sampel. Hasil perhitungan tersebut berdasarkan konsep atau rumus yang digunakan dalam penelitian ini seperti telah dijelaskan pada bab terdahulu. Sebagai contoh rata-rata ROA pada tahun 1997 diperoleh dari total ROA untuk 92 perusahaan (sebesar -3,722), kemudian total ROA tersebut dibagi dengan 92 sehingga menghasilkan rata-rata ROA tahun 1997 sebesar -0,056. Demikian pula untuk periode-periode berikutnya dan rata-rata rasio keuangan yang lain.

Dari ke-empat rasio keuangan tersebut menunjukkan bahwa hanya OPM dan PBV yang rata-rata rasionya positif; sedangkan rasio lainnya secara rata-rata selama periode pengamatan menunjukkan hasil yang negatif. Hasil tersebut menunjukkan bahwa selama periode pengamatan kinerja keuangan dari 92 perusahaan secara rata-rata negatif. Hal ini mungkin dipengaruhi oleh kondisi ekonomi Indonesia pada periode 1997 – 1999 kurang menguntungkan bagi perusahaan yang terdaftar di BEJ; karena pada kurun waktu tersebut negara Indonesia memang sedang dilanda krisis ekonomi.

Hasil perhitungan rasio-rasio keuangan tersebut digunakan sebagai dasar untuk memprediksi *return* saham pada periode berikutnya. Sebagai contoh, rasio keuangan 31 Desember 1997 digunakan untuk memprediksi *return* saham pada periode 31 Desember 1997 – 1998. Demikian pula untuk periode-periode berikutnya.

b. Perhitungan *Return* Saham

Perhitungan *return* saham didasarkan pada data harga penutupan (*closing price*), seperti ditunjukkan pada lampiran 3. Berdasar data perhitungan lampiran 3 maka perhitungan *return* masing-masing saham perusahaan menggunakan data dua periode. Sebagai contoh, *return* saham tahun 1998 dihitung berdasarkan harga penutupan (*closing price*) pada 31 Desember 1997 dan 1998. Demikian pula untuk periode-periode berikutnya.

Berdasarkan lampiran 3 tersebut maka *return* saham dari tiga periode pengamatan dijumlahkan dan kemudian dibagi dengan 3. Jadi hasil rata-rata tersebut merupakan rata-rata sederhana. Hasil perhitungan rata-rata *return* saham dari 92 perusahaan selama periode pengamatan dapat ditunjukkan dalam tabel 6 sebagai berikut:

Tabel 6:
Rata-rata Return dari 92 Perusahaan Sampel
Periode 1997 – 1999

Keterangan	1997-1998	1998-1999	1999-2000
Return Saham	0,052	1,804	-0,35

Sumber: Indonesian Capital Market Directory 2000 dan JSX-Monthly Statistic Desember 2000; diolah

Berdasar perhitungan pada tabel 6 menunjukkan bahwa *return* saham dari 92 perusahaan sampel pada periode 1997-1998 ke periode

1998-1999 mengalami peningkatan yang cukup tinggi dari 0,052 menjadi 1,804. Namun pada periode berikutnya (1999-2000) mengalami penurunan yang cukup dratis menjadi $-0,35$. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa selama periode pengamatan *return* saham sangat tidak stabil; dimana pada periode tersebut kondisi ekonomi Indonesia menunjukkan kondisi yang tidak stabil dan sulit diprediksikan. Kondisi ekonomi tersebut kemungkinan besar mempengaruhi harga saham dan sebagai dampaknya juga mempengaruhi *return* saham perusahaan di BEJ.

Tujuan utama dari perhitungan rata-rata ini adalah untuk membuktikan hipotesis yang diajukan dalam penelitian. Disamping itu secara teoritis dinyatakan bahwa semakin panjang periode pengamatan akan menunjukkan hasil yang lebih baik daripada pengamatan yang lebih pendek. Demikian pula dalam penelitian ini, periode rata-rata 3 tahun tentunya akan memberikan hasil yang lebih baik daripada analisis secara tahunan. Namun demikian hal ini perlu adanya pembuktian yang mendukung.

4.2.2. Hasil Analisis

Berdasar hasil perhitungan rata-rata rasio keuangan dan return saham selama 3 tahun seperti ditunjukkan pada lampiran 4 maka sebelum dilakukan pengujian hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini perlu dilakukan pengujian asumsi klasik terlebih dahulu yang meliputi: normalitas data,

multikolinearitas, heteroskedastisitas dan autokorelasi yang dilakukan sebagai berikut:

4.2.2.1. Normalitas Data

Berdasar output SPSS 10.0 seperti ditunjukkan pada lampiran 5 maka hasil pengujian normalitas data yang diukur dari rasio *skewness*-nya dapat ditunjukkan pada tabel 7 sebagai berikut:

Tabel 7:
Perhitungan Rasio *Skewness*
(Data Asli 1997 – 2000)

Keterangan	Return	ROA	NPM	OPM	PBV
Skewness	4.226	-4.127	-2.359	-1.667	5.927
SE of Skewness	0.251	0.251	0.251	0.251	0.251
Rasio Skewness	16.837	-16.442	-9.3984	-6.641	23.61

Sumber: Output SPSS 10.0; Descriptive-Statistics diolah

Berdasar hasil pada tabel 7 tersebut menunjukkan bahwa tak satupun variabel yang datanya berdistribusi normal, karena rasio *skewness*-nya lebih besar dari 2,00.

Karena tidak ada variabel yang berdistribusi normal maka perlu dilakukan teknik lain; dalam hal ini dilakukan transform-*LN*. Berdasar hasil pada lampiran 5 menunjukkan bahwa transform data melalui *LN* menghasilkan data yang berdistribusi normal adalah LN-NPM (dengan rasio *skewness* sebesar -1,5151); sedangkan variabel yang lain rasio *skewness*-nya mendekati 2,00. Hasil ini lebih baik daripada menggunakan data asli (sebelum ditransform melalui LN), sehingga data hasil transform-*LN* dapat digunakan untuk pengujian selanjutnya.

Secara rinci hasil perhitungan rasio *skewness* berdasar data *transform-LN* besarnya rasio *skewness* dari masing-masing variabel ditunjukkan pada tabel 8 sebagai berikut:

Tabel 8:
Perhitungan Rasio *Skewness*
(Data Transform-LN)

Keterangan	LN.Return	LN.ROA	LN.NPM	LN.OPM	LN.PBV
Skewness	-1.794	-1.312	-0.603	-1.713	1.111
SE of Skewness	0.287	0.383	0.398	0.263	0.267
Rasio Skewness	-6.2509	-3.4256	-1.5151	-6.513	4.161

Sumber: Output SPSS 10.0; Descriptive-Statistics diolah

Berdasar hasil pada tabel 8 tersebut nampak bahwa variabel LN.NPM menunjukkan datayang berdistribusi normal (-1,5151) dimana rasio *skewness* kurang dari 2,00; sedangkan variabel lainnya masing-masing sebesar -3,4256 (LN.ROA); LN.PBV sebesar 4,161 dan LN.OPM sebesar -6,513 serta LN.Return -6,2509. Hasil uji normalitas tersebut menunjukkan hasil yang lebih baik daripada menggunakan data asli (sebelum dilakukan transform LN). Ketidak-normalan data dari variabel-variabel fundamental seperti ROA, OPM dan PBV serta return saham merupakan hal yang wajar terjadi di pasar modal (Syahib Natarsyah, 2000). Dengan demikian keempat variabel independen tersebut dapat digunakan untuk memprediksi return saham perusahaan manufaktur di BEJ selama periode pengamatan (1997 – 2000).

4.2.2.2. Multikolinearitas

Untuk mendeteksi ada tidaknya gejala multikolinearitas antar variabel independen digunakan *variance inflation factor* (VIF). Berdasar hasil yang ditunjukkan dalam lampiran 5 maka besarnya VIF dari masing-masing variabel independen dapat dilihat pada tabel 9 sebagai berikut:

Tabel 9:
Hasil Perhitungan VIF
(Berdasar Data Transform-LN)

Variabel	Tolerance	VIF
LN-ROA	0,411	2,432
LN-NPM	0,394	2,536
LN-OPM	0,865	1,156
LN-PBV	0,921	1,086

Sumber: Output SPSS 9.0; Coefficients diolah

Berdasar tabel 9 menunjukkan bahwa keempat variabel independen tidak terjadi multikolinearitas karena nilai VIF < 5,00. Dengan demikian empat variabel independen (LN-ROA, LN-NPM, LN-OPM dan LN-PBV) dapat digunakan untuk memprediksi *return* saham selama rata-rata periode pengamatan.

4.2.2.3. Heteroskedastisitas

Uji *Glejser test* digunakan untuk mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas. *Glejser* menyarankan untuk meregresi nilai absolut dari e_i terhadap variabel X (variabel bebas) yang diperkirakan mempunyai hubungan yang erat dengan σ_i^2 dengan menggunakan rumus perhitungan sebagai berikut:

$$[e_i] = \beta_1 X_i + v_i$$

dimana:

$[e_i]$ merupakan penyimpangan residual; dan X_i merupakan variabel bebas.

Berdasar lampiran 6 maka hasil uji heteroskedastisitas dapat ditunjukkan dalam tabel 10 sebagai berikut:

Tabel 10:
Hasil Uji Heteroskedastisitas

Coefficients

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Correlations			Collinearity Statistics		
	B	Std. Error				Beta	Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF
1	(Constant)	-.263	.336								
	LNROA	3.34E-02	.122	-.221	-.766	.452	-.343	-.165	-.142	.411	2.432
	LNNPM	5.53E-02	.133	-.144	-.490	.629	-.388	-.106	-.091	.394	2.536
	LNOPM	-.229	.177	-.258	-1.298	.208	-.381	-.272	-.240	.865	1.156
	LNPBV	-.119	.107	-.215	-1.115	.278	-.239	-.236	-.206	.921	1.086

a. Dependent Variable: Unstandardized Residual

Berdasar hasil yang ditunjukkan dalam tabel 10 tersebut nampak bahwa semua variabel bebas menunjukkan hasil yang tidak signifikan; sehingga dapat disimpulkan bahwa semua variabel bebas tersebut tidak terjadi heteroskedastisitas dalam varian kesalahan.

4.2.2.4. Uji Autokorelasi

Penyimpangan autokorelasi dalam penelitian diuji dengan uji Durbin-Watson (DW-test). Hasil regresi dengan level of significance 0.05 (α 0.05) dengan sejumlah variabel independen ($k' = 4$) dan banyaknya data ($n = 26$). Banyaknya data sebelum dilakukan LN sebanyak 92 perusahaan, tetapi setelah dilakukan transform-LN data yang dapat digunakan sejumlah 26 perusahaan seperti ditunjukkan pada tabel 11 yang menunjukkan hasil dari residual statistic.

Tabel 11:

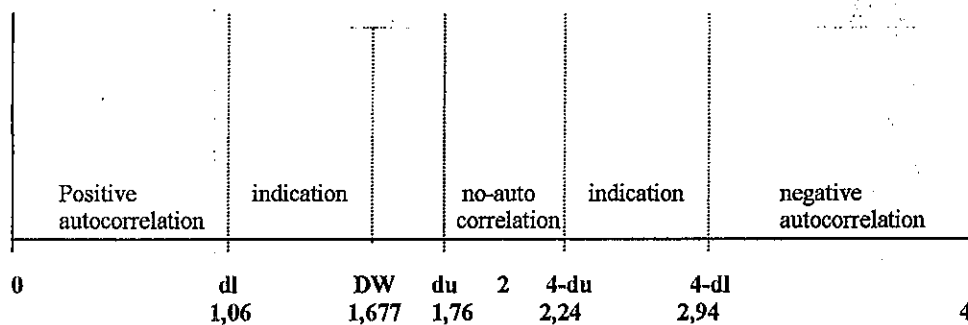
Residuals Statistics^a

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-1.4640	.9557	-.4044	.5153	26
Residual	-1.0711	1.5034	-1.17E-15	.6888	26
Std. Predicted Value	-2.056	2.639	.000	1.000	26
Std. Residual	-1.425	2.000	.000	.917	26

a. Dependent Variable: LN.RETUR

Berdasar hasil hitung Durbin Watson sebesar 1,677; sedangkan besarnya DW-tabel: d_l (batas luar) = 1,06; d_u (batas dalam) = 1,76; $4 - d_u = 2,24$; dan $4 - d_l = 2,94$ maka dari perhitungan disimpulkan bahwa DW-test terletak pada daerah uji. Hal ini dapat dilihat pada gambar 3 sebagai berikut:

**Gambar 3:
Hasil Uji Durbin Watson**



Sesuai dengan gambar 3 tersebut menunjukkan bahwa Durbin Watson berada di daerah *indication* (ragu-ragu) sehingga perlu dilakukan *run-test* sebagai berikut:

- n_1 (number of positive) = 14
- n_2 (number of negative) = 12
- k (number of run) = 15

$$\text{Mean E}(k) = \frac{2 n_1 n_2}{n_1 + n_2} + 1$$

$$= \frac{2 * 14 * 12}{14 + 12} + 1$$

$$= 13,923$$

$$\begin{aligned}
\text{Variance} = \sigma_k^2 &= \frac{2 * n1 * n2 (2n1 n2 - n1 - n2)}{(n1 + n2)^2 (n1 + n2 - 1)} \\
&= \frac{2 * 14 * 12 (2 * 14 * 12 - 14 - 12)}{(14 + 12)^2 (14 + 12 - 1)} \\
&= \frac{104.160}{16.900} \\
&= 6,1633 \\
\sigma_k &= \sqrt{6,1633} \\
&= 2,483
\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
E(k) \pm 1,96 * \sigma_k &= 13,923 \pm 1,96 * 2,483 \\
&= 13,923 \pm 4,8667
\end{aligned}$$

sehingga $9,0563 < k < 18,7897$

Karena "k" berada diantara 9,0563 dan 18,7897 (pada *level of significance* 0.05), maka dapat dikatakan bahwa data tersebut tidak terjadi autokorelasi.

4.2.2.5. Hasil Analisis Regresi

Untuk melihat hasil regresi baik regresi sederhana maupun regresi berganda dapat ditunjukkan pada lampiran 6. Berdasar lampiran 6 nampak bahwa pengaruh secara bersama-sama empat variabel independen tersebut (LN-ROA, LN-NPM, LN-OPM dan LN-PBV) terhadap return saham seperti ditunjukkan pada tabel 12 sebagai berikut:

Tabel 12:
Hasil Perhitungan Regresi Berganda

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
1	.599 ^a	.359	.237	.7515	.359	2.938	4	21	.045	1.677

a. Predictors: (Constant), LN.PBV, LN.NPM, LN.OPM, LN.ROA

b. Dependent Variable: LN.RETUR

Sumber: Output SPSS 10.0; Regressions

Berdasar hasil regresi berganda pada tabel 12 menunjukkan bahwa secara bersama-sama keempat variabel independen tersebut secara signifikan berpengaruh terhadap *return* saham pada level kurang dari 5% (ditunjukkan dengan sig.F sebesar 0,045).

Sementara itu secara parsial pengaruh dari keempat variabel independen tersebut terhadap *return* saham ditunjukkan pada tabel 13 sebagai berikut:

Tabel 13:
Hasil Perhitungan Regresi Parsial

Coefficients

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95% Confidence Interval for B		Correlations			Collinearity Statistics		
		B	Std. Error				Lower Bound	Upper Bound	Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF	
1	(Constant)	-.246	.695		-.353	.727	-1.692	1.200						
	LN.ROA	.782	.253	.843	3.095	.005	.257	1.308	.165	.560	.541	.411	2.432	
	LN.NPM	-.901	.276	-.909	-3.268	.004	-1.474	-.328	-.248	-.581	-.571	.394	2.536	
	LN.OPM	.158	.366	.081	.431	.671	-.604	.919	-.046	.094	.075	.865	1.156	
	LN.PBV	.56E-02	.222	.041	.223	.826	-.412	.511	-.054	.049	.039	.921	1.086	

a. Dependent Variable: LN.RETUR

Sumber: Output SPSS 10.0; Regressions-coefficients

Berdasar hasil regresi secara parsial pada tabel 13 tersebut menunjukkan bahwa variabel ROA dan NPM sangat signifikan berpengaruh terhadap *return* saham. Hasil ini ditunjukkan dengan signifikansi-t masing-

perusahaan sampel selalu menghasilkan OPM yang positif dengan nilai rata-rata masing-masing sebesar 0,061; 0,073 dan 0,026 milyar rupiah. Nilai rata-rata yang ditunjukkan oleh OPM sangat berbeda dengan nilai rata-rata NPM dimana selama periode pengamatan nilai rata-rata NPM selalu negatif dengan nilai masing-masing sebesar -0,15; -0,34 dan -0,13 (lihat lampiran 2). Hal ini menunjukkan bahwa selama periode pengamatan perusahaan sampel secara rata-rata biaya-biaya non-operasional yang dikeluarkan jauh lebih besar daripada pendapatan operasionalnya. Demikian pula rasio PBV yang selalu menunjukkan rata-rata PBV yang positif selama tiga tahun periode pengamatan masing-masing sebesar 0,826; 2,387 dan 0,132. Meningkatnya rata-rata PBV dari tahun 1997 sebesar 0,826 menjadi 2,387 pada tahun 1998 dan turun drastis pada tahun 1999 sebesar 0,132 menunjukkan perilaku investor yang dihadapkan ketidak-pastian pasar sehingga harga saham di pasar modal sangat tidak stabil. Hal ini mungkin disebabkan karena pada periode tersebut negara Indonesia memang sedang mengalami puncak krisis diberbagai bidang sehingga harga saham juga terkena imbasnya. Kondisi tersebut juga menyebabkan *return* saham mengalami penurunan yang sangat drastis terutama pada periode 1998 – 1999 s/d 1999 – 2000 dari rata-rata *return* saham sebesar 1,804 (pada periode 1998 – 1999) menjadi -0,35 (pada periode 1999 – 2000) seperti ditunjukkan pada lampiran 3.

Berdasar hasil analisis regresi tersebut maka prediksi *return* saham dapat dirumuskan dalam suatu persamaan sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{LN.RETURN} = & -0,246 + 0,782 \text{ LN.ROA} - 0,901 \text{ LN.NPM} \\ & + 0,158 \text{ LN.OPM} + 0,056 \text{ LN.PBV} \end{aligned}$$

Dari hasil persamaan tersebut menunjukkan bahwa selama periode pengamatan rata-rata return saham (LN-Return) adalah negatif yang ditunjukkan dengan konstanta sebesar $-0,246$. Sedangkan tanda positif pada variabel ROA, OPM dan PBV sesuai dengan konsep teori yang mendasarinya; dimana jika ROA meningkat maka return saham juga meningkat; demikian pula dengan OPM dan PBV.

Sementara variabel NPM yang bertanda negatif menunjukkan adanya reaksi yang negatif dari para investor terutama yang berhubungan dengan tingkat pencapaian laba bersih perusahaan terhadap penjualannya. Hasil ini bertentangan dengan konsep teori yang mendasarinya, sehingga perlu dilakukan pembuktian lebih lanjut mengingat pengaruh NPM terhadap *return* saham sangat signifikan (0,004). Namun sesuai dengan penjelasan sebelumnya disebutkan bahwa nilai NPM yang negatif tersebut mungkin disebabkan karena biaya non-operasioanal perusahaan jauh lebih besar daripada pendapatan operasionalnya, terutama biaya bunga atas pinjaman jangka panjang biaya rekapitalisasi yang relatif tinggi.

Kemampuan prediksi dari empat variabel tersebut (ROA, NPM, OPM dan PBV) secara bersama-sama terhadap *return* saham sebesar 0,237 seperti ditunjukkan oleh *adjusted R-square*; sedangkan sisanya 0,763 dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak masuk dalam model regresi.

BAB V

SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5.1. Simpulan

Berdasarkan hasil analisis menunjukkan bahwa analisis rata-rata selama periode pengamatan (1997 – 2000) yang lebih panjang menunjukkan hasil yang lebih baik daripada analisis secara tahunan yang relatif lebih pendek. Dari lima hipotesis yang diajukan terdapat tiga hipotesis yang dapat diterima yaitu hipotesis 1, 2 dan 5.

Pada hipotesis 1 dinyatakan bahwa ROA signifikan berpengaruh positif terhadap *return* saham pada industri manufaktur di BEJ, terbukti. Demikian pula hipotesis 2 yang menyatakan NPM signifikan berpengaruh positif terhadap *return* saham pada industri manufaktur di BEJ, terbukti. Namun dari uji tanda menunjukkan bahwa NPM pengaruhnya negatif. Hal ini tidak sesuai dengan konsep teori yang mendasarinya, tetapi nilai negatif ini sangat mungkin dipengaruhi oleh besarnya biaya non-operasional yang dikeluarkan perusahaan lebih besar daripada pendapatan operasionalnya.

Sementara hipotesis 5 yang menyatakan bahwa secara bersama-sama berpengaruh signifikan juga terbukti. Kemampuan prediksi ke-empat variabel tersebut (ROA, NPM, OPM dan PBV) secara bersama-sama terhadap *return* saham sebesar 23,7%; sedangkan sisanya (76,3%) dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak dimasukkan dalam model regresi. Kemungkinan faktor lain tersebut adalah faktor fundamental lainnya (seperti

rasio likuiditas, solvabilitas atau leverage dan rasio aktivitas) dan variabel makro ekonomi (seperti tingkat bunga, kurs rupiah terhadap valuta asing, neraca pembayaran, ekspor-impor dan kondisi ekonomi lainnya) serta variabel non ekonomi (seperti kondisi politik).

5.2. Implikasi Kebijakan

Hasil Penelitian ini menunjukkan bahwa faktor fundamental perusahaan (terutama ROA dan NPM) digunakan oleh investor untuk memprediksi *return* saham di Bursa Efek Jakarta pada periode 1997 – 2000. Sisi positif dari hasil penelitian ini adalah memperluas hasil penelitian sebelumnya terutama dimasukkannya variabel NPM dan OPM ke dalam model regresi untuk memprediksi *return* saham. Bahkan dari hasil pengujian menunjukkan bahwa NPM sangat signifikan berpengaruh terhadap *return* saham pada level kurang dari 1%.

Dibandingkan dengan hasil penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa hasil penelitian ini bertentangan dengan Rina Trisnawati (1999) dimana ROA tidak signifikan berpengaruh terhadap *return* saham. Perbedaan hasil tersebut terletak pada periode pengamatan yaitu pada periode 1995 dan 1995 bagi perusahaan yang melakukan *initial public offering* (IPO) di pasar perdana; sedangkan dalam penelitian dilakukan pada periode 1997 – 2000 bagi perusahaan manufaktur di pasar sekunder. Demikian pula perbedaan hasil dengan Sparta (2000) antara lain terletak

pada periode pengamatan; dimana penelitian Sparta (2000) dilakukan pada periode 1997 – 1999 (selama 2 tahun) dengan sampel 21 industri perbankan.

Sisi positif hasil penelitian ini dibandingkan dengan Rina Trisnawati (1999) dan Sparta (2000) terletak pada periode pengamatan; dimana hasil penelitian ini periode pengamatannya satu tahun lebih panjang daripada Sparta (2000) dan dua tahun lebih panjang daripada Rina Trisnawati (1999). Disamping itu periode pengamatan dari hasil penelitian ini merupakan periode pengamatan yang lebih akhir dibanding dengan kedua peneliti tersebut.

Hasil penelitian ini juga didukung oleh Syahib Natarsyah (2000) yang menunjukkan bahwa ROA berpengaruh positif terhadap *return* saham di BEJ. Dibandingkan dengan Syahib Natarsyah (2000), hasil penelitian ini juga lebih baik karena jumlah sampelnya juga lebih besar (92 perusahaan dibanding dengan 16 perusahaan). Sisi negatifnya periode penelitian ini lebih pendek daripada Syahib Natarsyah (2000); dimana periode pengamatannya dilakukan pada periode 1990 – 1997 (selama tujuh tahun) sedangkan penelitian ini periode pengamatannya merupakan periode sesudahnya (1997 – 2000).

Berdasar hasil analisis tersebut mengindikasikan bahwa investor dalam jangka panjang tetap menggunakan faktor fundamental perusahaan dalam memprediksi *return* saham industri manufaktur di BEJ; sebaliknya dalam jangka pendek investor tidak memanfaatkan faktor fundamental dalam prediksi *return* saham di BEJ.

Perbedaan hasil dengan Siddharta Utama & Anto Yulianto BS (1998) dan Claude et al. (1996) yang menunjukkan bahwa PBV signifikan mempengaruhi *return* saham; sedangkan hasil penelitian ini PBV tidak signifikan. Perbedaan hasil ini terutama terletak pada periode pengamatan yaitu sebelum krisis (1995 – 1997) dengan selama krisis (1997 – 2000); sehingga kondisinya sangat berbeda dan berakibat pada perbedaan hasil penelitian.

Implikasi bagi penelitian selanjutnya adalah perlu dilakukan justifikasi metode penelitian terutama periode pengamatan dan jumlah sampel yang diteliti. Bagaimanapun hasil penelitian ini menunjukkan bahwa faktor fundamental perusahaan tetap digunakan oleh investor untuk memprediksi *return* saham di BEJ.

5.3. Keterbatasan Penelitian

Sebagaimana diuraikan dimuka bahwa hasil penelitian ini terbatas pada pengamatan yang relatif pendek yaitu selama 3 tahun dengan sampel yang terbatas pula (industri manufaktur). Disamping itu faktor fundamental perusahaan yang digunakan sebagai dasar untuk memprediksi *return* saham hanya terbatas pada ROA, NPM, OPM dan PBV.

Mungkin akan memberikan hasil yang lebih baik jika faktor fundamental lainnya seperti likuiditas, solvabilitas atau leverage dan aktivitas perusahaan dimasukkan dalam model. Demikian pula variabel makro ekonomi (seperti tingkat bunga, kurs rupiah terhadap valuta asing,

neraca pembayaran, ekspor-impor dan kondisi ekonomi lainnya) serta variabel non ekonomi (seperti kondisi politik) mungkin signifikan berpengaruh terhadap *return* saham di BEJ, mengingat sampai dengan saat penelitian berlangsung variabel-variabel makro ekonomi dan non-ekonomi tersebut masih menunjukkan kondisi yang belum stabil.

5.4. Agenda Penelitian Mendatang

Dengan kemampuan prediksi sebesar 23,7% mengindikasikan perlunya faktor fundamental yang lain seperti likuiditas, solvabilitas dan aktivitas perusahaan dimasukkan sebagai prediktor dalam memprediksi *return* saham. Disamping itu juga perlu dilakukan perluasan penelitian yang menghubungkan antara variabel makro ekonomi dan non ekonomi terhadap *return* saham. Variabel makro ekonomi yang mungkin berpengaruh terhadap *return* saham antara lain: tingkat bunga, kurs rupiah terhadap valuta asing, neraca pembayaran, ekspor-impor dan kondisi ekonomi lainnya; serta variabel non ekonomi seperti kondisi politik negara.

Juga disarankan untuk memperpanjang periode pengamatan mengingat investor dalam jangka yang relatif pendek tidak menggunakan faktor fundamental dalam memprediksi *return* saham.

Agar penelitian berikutnya dapat digeneralisasi maka diperlukan sampel penelitian yang lebih besar (terutama full sampel) dari seluruh perusahaan yang terdaftar dan aktif di BEJ.

Referensi

- Claude, B. Erb; Campbell, R. Harvey; and Tadas, E. Viskanta. (1996). "*Political Risk, Economic Risk, and Financial Risk*". **Financial Analysts Journal**, Nov-Dec: pp. 29-45.
- Elton J. Edwin, Gruber J. Martin and Blake R. Christopher. (1995). "*Fundamental Economic Variables, Expected Return, and Bond Fund Performance*". **The Journal of Finance**, Vol. L, No. 4, September: 1229 – 1256.
- Fabozzi J. Frank (dalam Tim Penterjemah Salemba Empat). (1999). "**Manajemen Investasi**". Penerbit Salemba Empat: Jakarta.
- Jogiyanto. (1998). "**Teori Portofolio dan Analisis Investasi**". BPFE UGM: Yogyakarta.
- Machfoed, Mas'ud. (1994). "*Financial Ratio Analysis and The Prediction of Earnings Changes in Indonesia*". **Kelola**, No.7/III/1994: 114-134.
- Rina Trisnawati. (1999). "Pengaruh Informasi Prospektus pada Return Saham di Pasar Modal". **Simposium Nasional Akuntansi II dan Rapat Anggota II. Ikatan Akuntan Indonesia, Kompartemen Akuntan Pendidik**, 24-25 Sept.: pp. 1-13.
- Robbert Ang. (1997). "**Buku Pintar: Pasar Modal Indonesia**". Mediasoft Indonesia.
- Sawidji Widoadmodjo. (1996). "**Cara Sehat Investasi di Pasar Modal**". PT Jurnalindo Aksara Grafika. Jakarta.
- Singgih Santoso. (1999). "**SPSS (Statistical Product and Service Solutions)**". Penerbit PT Elex Media Komputindo-Kelompok Gramedia. Jakarta.
- Sparta. (2000). "Pengaruh Faktor-faktor Fundamental Lembaga Keuangan Bank terhadap Harga Sahamnya di Bursa Efek Jakarta". **JA-FE Untar**, Th. IV, No. 01: 54 – 69.
- Suad Husnan. (1998). "**Dasar-dasar Teori Portofolio dan analisis Sekuritas**". UPP AMP YKPN: Yogyakarta.
- Syahib Natarsyah. (2000). "Analisis Pengaruh Beberapa Faktor Fundamental dan Risiko Sistematis Terhadap Harga Saham: Kasus Industri Barang Konsumsi yang Go-Public di Pasar Modal Indonesia". **Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia**, Vol. 15, No. 3: pp. 294-312.

Teguh Prasetyo. (2000). "Analisa Rasio Keuangan dan Nilai Kapitalisasi Pasar sebagai Prediksi Harga Saham di BEJ pada Periode *Bullish* dan *Bearish*". **Simposium Nasional Akuntansi III. IAI-Kompartemen Akuntan Pendidik**. Agustus: pp. 652-695.

Wiwik Utami dan Suharmadi. (1998). "Pengaruh Informasi Penghasilan Perusahaan terhadap Harga Saham di Bursa Efek Jakarta". **Jurnal Riset Akuntansi Indonesia**, Vol. 1, No. 2, Juli: 255-268.