

PENGARUH FAKTOR FUNDAMENTAL, RISIKO SISTEMATIS DAN INDIKATOR MAKRO PADA *RETURN* SAHAM

*Sri Isworo Ediningsih*¹

*Wahyu Endrian*²

Fakultas Ekonomi Universitas Pembangunan Nasional “Veteran” Yogyakarta

e-mail: wororio@yahoo.co.id

ABSTRACT

The purpose of this research is to analyse the impact of fundamental factors, systematic risk and macro indicators on stock return. Sample of this research are 21 LQ-45 firms at Jakarta Stock Exchange over the 2003-2006 period. The method used in the analysis is multiple regression. The results of this research show that: 1) Simultaneously fundamental factors, systematic risk and macro indicators, significantly influenced stock return, 2) Partially EPS as proxy of fundamental factors, systematic risk and exchange rate as proxy of macro indicators significantly influenced but CR as proxy fundamental factors is not significantly influenced stock return, and 3) Systematic risk dominantly influenced stock return.

Keywords: *fundamental factors, systematic risks, macro indicators, and stock return*

Latar Belakang Masalah

Umumnya investasi mengandung unsur ketidak pastian atau sering disebut risiko disamping tentu saja *return*. Investor yang menginvestasikan modalnya pada suatu investasi belum mengetahui secara pasti risiko yang akan mereka hadapi. Untuk itu investor perlu melakukan analisis guna mengetahui seberapa besar risiko yang akan mereka hadapi dan tingkat *return* yang diharapkan. Syarat utama yang diinginkan oleh investor untuk bersedia menyalurkan dananya melalui pasar modal adalah perasaan aman akan investasinya. Perasaan aman ini diantaranya diperoleh karena para investor mendapatkan informasi yang jelas, wajar, dan tepat waktu sebagai dasar dalam pengambilan keputusan investasinya. Suatu informasi dianggap informatif apabila informasi tersebut mampu mengubah kepercayaan (*believes*) para pengambil keputusan. Adanya suatu informasi yang baru akan membentuk suatu kepercayaan baru dikalangan para investor. Kepercayaan baru ini akan mengubah harga melalui perubahan *demand* dan *supply* surat-surat berharga.

Pasar modal memiliki sejumlah sifat khas apabila dibandingkan dengan pasar yang lain. Salah satu sifat khas adalah adanya ketidakpastian akan kualitas produk yang ditawarkan. Untuk mengurangi

¹ Staf Pengajar Fakultas Ekonomi Universitas Pembangunan Nasional “Veteran” Yogyakarta

² Alumni Fakultas Ekonomi Universitas Pembangunan Nasional “Veteran” Yogyakarta

ketidakpastian tersebut investor memerlukan informasi akuntansi untuk menilai risiko yang melekat dalam investasi dan memperkirakan *return* yang akan diperoleh dari investasi tersebut.

Secara garis besar, informasi yang diperlukan investor di pasar modal terdiri dari informasi yang bersifat fundamental dan teknikal. “Dua macam analisis yang banyak digunakan untuk menentukan nilai sebenarnya dari saham adalah analisis sekuritas fundamental (*fundamental security analysis*) atau analisis perusahaan (*company analysis*) dan analisis teknis (*technical analysis*). Analisis fundamental menggunakan data fundamental, yaitu data yang berasal dari keuangan perusahaan (misalnya laba, dividen yang harus dibayar, penjualan dan lain sebagainya), sedangkan analisis teknis menggunakan data pasar dari saham (misalnya harga dan volume transaksi saham) untuk menentukan nilai dari saham” (Hartono, 2003: 88).

Faktor fundamental yang sering digunakan untuk memprediksi harga saham atau *return* saham adalah rasio keuangan dan rasio pasar. Rasio keuangan yang berfungsi untuk memprediksi harga saham antara lain: *Return On Assets* (ROA), *Debt Equity Ratio* (DER), *Book Value per Share* (BVS). Rasio pasar yang sering dikaitkan dengan harga atau *return* saham adalah *Price Book Value* (PBV).

Faktor teknikal diukur dengan beberapa indikator antara lain inflasi, nilai tukar mata uang, risiko pasar. Saham perusahaan yang *go public* adalah komoditi investasi yang berisiko, karena bersifat peka terhadap perubahan – perubahan yang terjadi, baik perubahan di dalam negeri maupun perubahan dari luar negeri. Perubahan-perubahan ini tentunya merupakan risiko bagi investor. Risiko ini terbagi menjadi risiko sistematis dan risiko tidak sistematis. Menurut Hartono (2003: 170-171), “Bagian dari risiko sekuritas yang dapat dihilangkan dengan membentuk portofolio yang *well-diversified* disebut dengan risiko yang dapat di-diversifikasi (*diversifiable risk*) atau risiko perusahaan (*company risk*) atau risiko spesifik (*specific risk*) atau risiko yang tidak sistematis (*unsystematic risk*). Risiko yang tidak dapat didiversifikasikan oleh portofolio disebut dengan *nondiversifiable risk* atau risiko pasar (*market risk*) atau risiko umum (*general risk*) atau risiko sistematis (*systematic risk*). Risiko ini terjadi karena kejadian-kejadian di luar kegiatan perusahaan, seperti inflasi, resesi dan lain sebagainya”.

“Keadaan makro ekonomi suatu negara juga akan mempengaruhi pergerakan saham di bursa. Berita mengenai makro ekonomi umumnya merupakan faktor yang akan mempengaruhi keseluruhan saham yang dijual di bursa. Walaupun pengaruh dari berita makro ekonomi tersebut mempengaruhi keseluruhan saham yang ada di bursa, namun pengaruhnya terhadap industri akan berbeda antara satu jenis industri dengan jenis industri lainnya. Berita tentang tingkat pertumbuhan ekonomi yang rendah akan lebih sensitif terhadap pergerakan saham-saham perusahaan konstruksi dibandingkan saham-saham perusahaan manufaktur. Selain itu, berita-berita makro ekonomi dapat pula hanya mempengaruhi beberapa jenis saham tertentu, misalnya nilai dolar. Ada beberapa saham yang tidak hanya *listing* di BEJ (misalnya: telkom dan indosat), sehingga apabila terjadi perubahan nilai dolar dapat menimbulkan kesempatan arbitrase bagi penjualan saham” (Ramadhan, 2006: 21-22).

Beberapa penelitian sebelumnya yang menghubungkan antara faktor fundamental yang terdiri dari *Earnings Per Share* (EPS) dan Tingkat Likuiditas yang diukur dengan *Current Ratio* (CR) dengan *return* saham menunjukkan hasil yang tidak konsisten, (Kumianny A Saputra, et al., 1999; Suciwati & Machfoedz, 2002; Haruman, Setiawan, & Ariyanti, 2005; dan Auliyah & Hamzah, 2006). Sedangkan penelitian yang menghubungkan risiko sistematis dengan *return* saham menunjukkan hasil yang konsisten (Kumianny A Saputra, et al., 1999; Haruman, Setiawan, & Ariyanti, 2005;). Selain itu, penelitian tentang pengaruh indikator makro ekonomi terhadap *return* saham juga menunjukkan hasil yang tidak konsisten (Haruman, Setiawan, & Ariyanti, 2005; Auliyah & Hamzah, 2006). Hasil penelitian yang tidak konsisten tersebut mendorong untuk dilakukan penelitian lanjutan tentang pengaruh faktor funda-

mental (EPS, CR), risiko sistematis (*Beta* saham) dan indikator makro (*Exchange Rate*, Produk Domestik Bruto) dengan *return* saham.

Berdasarkan latar belakang tersebut, maka tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji apakah faktor fundamental, risiko sistematis, dan indikator makro ekonomi mempunyai pengaruh secara simultan dan parsial terhadap *return* saham. Selain itu juga untuk menguji apakah risiko sistematis (*beta*) mempunyai pengaruh yang dominan terhadap variabel *return* saham.

TINJAUAN PUSTAKA

Return Saham

Menurut Hartono (2003: 109), “*Return* merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. *Return* dapat berupa *return* realisasi yang sudah terjadi di masa datang. *Return* realisasi (*realized return*) merupakan *return* yang telah terjadi. *Return* realisasi dihitung berdasarkan data historis. *Return* realisasi penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja dari perusahaan. *Return* historis ini juga berguna sebagai dasar penentuan *return* ekspektasi (*expected return*) dan risiko di masa datang. *Return* ekspektasi (*expected return*) adalah *return* yang diharapkan akan diperoleh oleh investor di masa mendatang. Berbeda dengan *return* realisasi yang sifatnya sudah terjadi, *return* ekspektasi belum terjadi. *Return* total merupakan *return* keseluruhan dari suatu investasi dalam suatu periode yang tertentu. *Return* total sering disebut dengan *return* saja”. *Return* total terdiri dari *capital gain* (*loss*) dan *yield* sebagai berikut ini:

$Return = Capital\ gain\ (loss) + Yield$

$$R_{j,t} = \frac{P_{j,t} - P_{j,t-1}}{P_{j,t-1}} + \frac{D_t}{P_{j,t-1}}$$

$$R_{j,t} = \frac{P_{j,t} - P_{j,t-1} + D_t}{P_{j,t-1}}$$

Dimana,

$R_{j,t}$ = *Return* saham yang diharapkan.

$P_{j,t}$ = Harga saham j pada hari ke t.

$P_{j,t-1}$ = Harga saham j pada hari ke t-1

D_t = Dividen periodik

$D_t I$ = *Yield*

$P_{j,t-1}$

Jika harga saham investasi sekarang ($P_{j,t}$) lebih tinggi dari pada harga investasi periode lalu ($P_{j,t-1}$) ini berarti terjadi keuntungan modal (*capital gain*), sebaliknya terjadi kerugian modal (*capital loss*)

Analisis Fundamental

Menurut Hartono (2003: 89), “analisis fundamental atau analisis perusahaan merupakan analisis untuk menghitung nilai intrinsik saham dengan menggunakan data keuangan perusahaan”. Faktor-faktor fundamental dalam penelitian ini yang mempengaruhi *return* saham adalah :

a). *Earnings Per Share* (EPS)

“Saham dengan *return* tertinggi pada umumnya memiliki pendapatan yang lebih besar dari pada yang diperkirakan, sedangkan saham dengan *return* terendah memiliki pendapatan dibawah perkiraan. Harga saham cenderung mengantisipasi dengan cepat pengumuman pendapatan (*earnings*) dengan bergerak tepat sebelum pengumuman dilakukan, jadi *Earnings Per Share* atau laba per lembar saham merupakan ukuran kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan per lembar saham pemilik” (Sutrisno, 2000: 267-268). Laba yang digunakan sebagai ukuran adalah laba bagi pemilik atau *Earnings After Tax* (EAT).

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

b). *Current Ratio* (CR)

“*Current ratio* adalah rasio yang membandingkan antara aktiva lancar yang dimiliki perusahaan dengan hutang jangka pendek” (Sutrisno, 2000: 259). Aktiva lancar di sini meliputi kas, piutang dagang, efek, persediaan, dan aktiva lancar lainnya. Sedangkan hutang jangka pendek meliputi hutang dagang, hutang wesel, hutang bank, hutang gaji, dan hutang lainnya yang segera harus dibayar.

Rumus *current ratio* adalah :

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Aktiva Lancar}}{\text{Hutang Lancar}}$$

Hubungan Beta dengan Return Saham

Menurut Hartono (2003: 265-266), *beta* merupakan suatu pengukur volatilitas (*volatility*) *return* suatu sekuritas atau *return* portofolio terhadap *return* pasar. *Beta* sekuritas ke-*i* mengukur volatilitas *return* sekuritas ke-*i* dengan *return* pasar. *Beta* portofolio mengukur volatilitas *return* portofolio dengan *return* pasar. Dengan demikian, *beta* merupakan pengukur risiko sistematis (*systematic risk*) dari suatu sekuritas atau portofolio relatif terhadap risiko pasar, beta dapat dihitung berdasarkan persamaan sebagai berikut :

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

Dari persamaan di atas, koefisien α_i merupakan *beta* sekuritas ke-*i* yang diperoleh dari titik regresi. Variabel acak e_i di persamaan regresi menunjukkan bahwa persamaan linier yang dibentuk mengandung kesalahan. Untuk tiap-tiap observasi, nilai kesalahan residu, menunjukkan perbedaan antara *return* observasi sesungguhnya dengan *return* estimasi yang berada di garis linier.

Indikator Makro Ekonomi

a) Nilai Tukar (*Exchange Rate*)

Faisal (2001: 20) mengatakan, “Kurs (*exchange rate*) adalah harga satu mata uang (yang diekspresikan) terhadap mata uang yang lainnya. Kurs dapat diekspresikan sebagai sejumlah mata uang lokal yang dibutuhkan untuk membeli satuan unit mata uang asing (disebut *direct quote*) atau sebaliknya sejumlah mata uang asing yang dibutuhkan untuk membeli satu unit mata uang lokal (disebut *indirect quote*)”.

Teori equilibrium (Faisal, 2001: 31-32) menyatakan bahwa “Perubahan - perubahan harga relatif, termasuk kurs valas disebabkan oleh guncangan-guncangan riil (*riil shock*) terhadap *supply* atau *demand* pada pasar barang”. *Demand* Indonesia terhadap USD (mata uang AS) ekuivalen dengan *supply* mata uang rupiah (IDR) disebabkan adanya *demand* Indonesia terhadap barang-barang, jasa-jasa, dan aset-aset negara Amerika. Sementara *supply* mata uang dolar (USD) ekuivalen dengan jumlah *demand* rupiah (IDR) disebabkan oleh adanya *demand* negara tersebut (AS) akan barang-barang, jasa-jasa dan aset-aset negara Indonesia.

Semakin banyak barang, jasa-jasa yang diminta dari negara AS, harga mata uang dolar (USD) akan cenderung meningkat. Sebaliknya, semakin banyak permintaan negara Indonesia terhadap barang-barang dan jasa-jasa negara AS, harga mata uang rupiah (IDR) cenderung menurun.

b) Produk Domestik Bruto (PDB)

PDB diartikan sebagai keseluruhan nilai semua barang dan jasa yang diproduksi di dalam wilayah tersebut dalam jangka waktu tertentu (biasanya per tahun). PDB berbeda dari Produk Nasional Bruto karena memasukkan pendapatan faktor produksi dari luar negeri yang bekerja di negara tersebut, sehingga PDB hanya menghitung total produksi dari suatu negara tanpa memperhitungkan apakah produksi itu dilakukan dengan memakai faktor produksi dalam negeri atau tidak (Wikipedia, 2006).

Menurut pendekatan produksi (Dumairy, 1996: 38), “PDB adalah jumlah nilai barang dan jasa akhir yang dihasilkan oleh berbagai unit produksi wilayah suatu negara dalam jangka waktu setahun. Sedangkan menurut pendekatan pendapatan, PDB adalah jumlah balas jasa yang diterima pada faktor-faktor produksi yang turut serta dalam proses produksi di wilayah suatu negara. Adapun menurut pendekatan pengeluaran, PDB adalah jumlah seluruh komponen permintaan akhir”.

KAJIAN PENELITIAN TERDAHULU

Saputra dan Leng (1999), meneliti tentang Pengaruh Risiko Sistematis dan Likuiditas Terhadap Tingkat Pengembalian Saham Badan-Badan Usaha yang Go-Public di Bursa Efek Jakarta pada Tahun 1999. Variabel independen dalam penelitian ini adalah risiko sistematis (*beta*) dan likuiditas saham (diukur dengan besarnya *bid-ask spread*). Alat analisis yang digunakan adalah regresi linier berganda. Hasilnya menunjukkan bahwa baik risiko sistematis maupun likuiditas saham yang diukur dengan besarnya *bid-ask spread* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap tingkat pengembalian saham. Selain itu risiko sistematis lebih mempengaruhi tingkat pengembalian suatu saham dibandingkan dengan likuiditas saham yang diukur dengan besarnya *bid-ask spread*.

Suciwati dan Machfoedz (2002) menguji perbedaan *economic exposure* dari perubahan nilai tukar sebelum dan sesudah depresiasi Rupiah, dan perbedaan pengaruh nilai tukar rupiah terhadap *return* saham sebelum dan sesudah depresiasi Rupiah. Variabel independen dalam penelitian tersebut

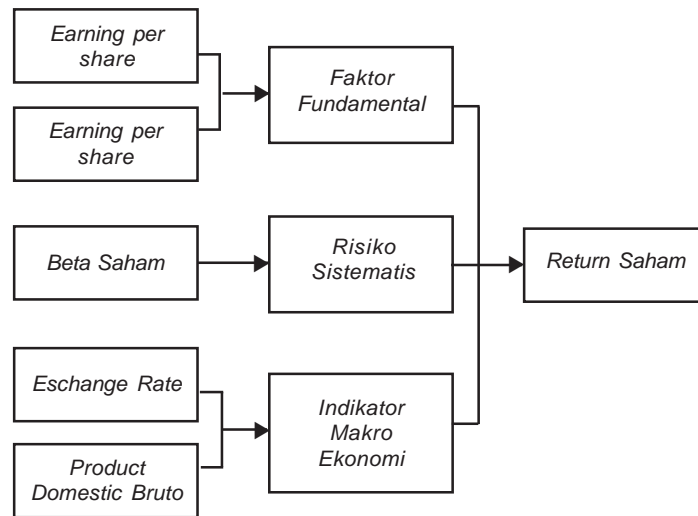
adalah nilai tukar efektif riil dan total hutang sebagai variabel kontrol. Untuk model regresi pertama digunakan perubahan total hutang sebagai variabel kontrol agar konsisten dengan variabel lainnya yang menggunakan variabel perubahan nilai tukar rupiah terhadap perubahan EPS (*Earnings per Share*), dan untuk model regresi ke dua menggunakan total hutang sebagai variabel kontrol. Alat analisis yang digunakan adalah uji beda atas model regresi dua periode yang berbeda. Untuk membandingkan hasil regresi dua periode yang berbeda digunakan *Chow Different Test*. Pengujian *Chow* menunjukkan bahwa exposure ekonomi nilai tukar rupiah terbukti tidak berbeda antara periode sebelum dan sesudah tahun 1997 (terjadinya depresiasi rupiah), sedangkan pengaruh nilai tukar rupiah terhadap *return* saham berbeda antara periode sebelum dan setelah tahun 1997.

Haruman, Setiawan, & Ariyanti (2005) meneliti tentang Pengaruh Faktor Fundamental, Risiko Sistematis & Indikator Makro Ekonomi terhadap Tingkat Pengembalian Saham BEJ. Dengan variabel penelitian: faktor fundamental diukur dengan *earnings per share* dan *price earnings ratio*, risiko sistematis diukur dengan *beta* saham, dan indikator makro ekonomi diukur dengan nilai tukar dan tingkat inflasi (Indek Harga Konsumen). Alat analisis yang digunakan adalah regresi linier berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara simultan faktor fundamental, risiko sistematis dan indikator makro ekonomi mempunyai pengaruh terhadap *return* saham. Secara parsial faktor fundamental yang diwakili oleh EPS dan PER tidak cukup untuk mempengaruhi *return* saham kecuali didukung oleh faktor lain, risiko sistematis memiliki pengaruh terhadap *return* saham, dan indikator makro ekonomi berpengaruh secara parsial terhadap *return* saham.

Auliyah & Hamzah (2006) meneliti tentang Analisa Karakteristik Perusahaan, Industri, dan Ekonomi Makro terhadap *Return* dan *Beta* Saham Syariah di Bursa Efek Jakarta. Alat analisis yang digunakan adalah regresi linier berganda. Hasilnya menunjukkan bahwa karakteristik perusahaan (yang diwakili oleh *EPS*, *dividend payout ratio*, *leverage*, *current ratio*, *ROI*, dan *cyclical*), industri, dan ekonomi makro (Kurs dan *Product Domestic Bruto*) tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham, namun signifikan terhadap *beta* saham syariah.

RERANGKA PEMIKIRAN

Penelitian ini berusaha mengkaji pengaruh faktor fundamental, risiko sistematis dan indikator makro ekonomi terhadap *return* saham. Faktor fundamental (EPS & CR) diharapkan berpengaruh positif terhadap *return* saham, risiko sistematis (*beta* saham) berpengaruh positif terhadap *return* saham. Begitu pula indikator makro ekonomi yang diukur dengan nilai tukar dan PDB berpengaruh positif terhadap *return* saham. Atas dasar hal tersebut berikut ini digambarkan kerangka pemikiran yang merupakan alur pikir penelitian ini.



Gambar 2.2. Kerangka Pemikiran Penelitian

PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Berdasarkan penjelasan yang disampaikan di atas, maka hipotesis penelitian ini sebagai berikut :

- H1:** faktor fundamental (EPS, CR), risiko sistematis (*beta* saham), dan indikator makro ekonomi (*Exchange Rate*, PDB) secara simultan berpengaruh terhadap *return* saham.
- H2:** faktor fundamental (EPS, CR), risiko sistematis (*beta* saham), dan indikator makro ekonomi (*Exchange Rate*, PDB) secara parsial berpengaruh terhadap *return* saham.
- H3:** risiko sistematis (*beta*) mempunyai pengaruh yang dominan terhadap *return* saham.

METODE PENELITIAN

Populasi

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang masuk dalam saham LQ 45. Saham-saham LQ 45 dengan likuiditas dan kapitalisasi pasar yang tinggi sehingga diasumsikan dapat mewakili kondisi industri lain yang tercatat di BEJ. Jumlah populasi dari penelitian ini adalah 145 perusahaan.

Sampel

Sampel diambil dengan *purposive sampling* dengan kriteria sampel sebagai berikut: saham perusahaan merupakan saham yang tergabung dalam Indeks LQ 45 dan selama periode penelitian (2003-2006) terus menerus terdaftar dalam Indeks LQ 45. Berdasarkan kriteria sampel, diperoleh 21 perusahaan sebagai sampel.

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

a. *Earnings Per Share (EPS)*

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

“*Earning Per Share* atau laba per lembar saham merupakan ukuran kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan per lembar saham pemilik” (Sutrisno, 2000: 267-268). Laba yang digunakan sebagai ukuran adalah laba bagi pemilik atau *Earnings After Tax (EAT)*.

b. *Current Ratio (CR)*

Rasio ini digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam membayar hutang-hutang jangka pendeknya dan dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Aktiva Lancar}}{\text{Hutang Lancar}}$$

c. *Beta Saham*

Beta sebagai pengukur risiko yang berasal dari hubungan antara tingkat keuntungan suatu saham dengan pasar. Risiko ini berasal dari beberapa faktor fundamental perusahaan dan faktor karakteristik pasar tentang saham perusahaan tersebut.

$$R_i = a_i + \beta_i R_m$$

Dimana:

R_i adalah tingkat keuntungan saham i .

a_i adalah bagian dari tingkat keuntungan saham i yang tidak dipengaruhi oleh perubahan pasar. Variabel ini merupakan variabel yang acak.

β_i adalah *Beta*, merupakan parameter yang mengukur perubahan yang diharapkan pada R_i jika terjadi perubahan pada R_m .

R_m adalah tingkat keuntungan indeks pasar. Variabel ini merupakan variabel yang acak.

d. *Produk Domestik Bruto (PDB)*

Dalam penelitian ini PDB diukur dengan pendekatan pengeluaran sebagai berikut:

$$PDB = \text{Konsumsi} + \text{Investasi} + \text{Pengeluaran Pemerintah} + \text{Ekspor} - \text{Impor}$$

e. *Nilai Tukar (Exchange Rate)*

Menurut Faisal (2001: 20), “nilai tukar riil (*the real exchange rate*) adalah kurs spot setelah penyesuaian perbedaan inflasi antar kedua negara. Kurs spot adalah (*the spot exchange rate*) adalah kurs nominal pada hari tersebut”. Faisal (2001: 23) juga menyebutkan, “*dealer* valas

biasanya akan menilai dua kurs. Kurs pertama adalah harga beli (*bid price/rate*) merupakan harga di mana para pedagang (*trader*) membeli mata uang tertentu (merupakan harga/kurs jual bagi nasabah). Kurs kedua adalah *ask* atau *offer price/rate* (harga jual) merupakan harga di mana para pedagang menjual valas tertentu (merupakan harga/kurs beli bagi nasabah)”. Pada penelitian ini, kurs yang digunakan adalah adalah kurs jual.

TEKNIK ANALISIS

Untuk keperluan tujuan penelitian ini, model yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$\text{Return Saham } Y_t = f \{ \text{EPS}_{t-1}, \text{CR}_{t-1}, \text{BETA}_{t-1}, \text{Exchange Rate}_{t-1}, \text{PDB}_{t-1} \}$$

$$Y_t = \alpha + \beta_1 \text{EPS}_{t-1} + \beta_2 \text{CR}_{t-1} + \beta_3 \text{RISK}_{t-1} + \beta_4 \text{Exchange Rate}_{t-1} + \beta_5 \text{PDB}_{t-1} + ei$$

Model ini dianalisis dengan analisa regresi berganda menggunakan metode kuadrat terkecil (*least square regression analysis*), yaitu:

Dimana :

Y_t	adalah <i>return</i> saham tahun ke t
\hat{A}	adalah konstanta
$\beta_1 - \beta_5$	adalah koefisien regresi untuk masing-masing variabel
EPS_{t-1}	adalah <i>Earnings Per Share</i> tahun ke t-1
CR_{t-1}	adalah <i>Current Ratio</i> tahun ke t-1
RISK_{t-1}	adalah risiko sistematis yang akan diwakili oleh <i>beta</i> tahun ke t-1
$\text{Exchange Rate}_{t-1}$	adalah <i>Exchange Rate</i> tahun ke t-1
PDB_{t-1}	adalah Produk Domestik Bruto tahun ke t-1
ei	adalah kesalahan pengganggu

Uji Asumsi Dasar Klasik

Analisis terhadap model dilakukan jika model bersifat BLUE (*Best Linier Unbias Estimator*). Untuk itu dilakukan uji asumsi klasik yang terdiri dari:

a. Autokorelasi

Autokorelasi merupakan korelasi antara anggota seri observasi yang disusun menurut urutan waktu (seperti data *time series*), atau urutan tempat (seperti data *cross section*) atau korelasi yang timbul pada dirinya sendiri. Untuk menguji ada tidaknya autokorelasi digunakan metode *Durbin Watson* dengan menggunakan pengukuran pada tabel 3.1.

Tabel 3.1
Pengukuran Autokorelasi

Durbin-Watson (DW)	Kesimpulan
<1,08	Ada Autokorelasi
1,08-1,66	Tanpa Kesimpulan
1,66-2,34	Tidak ada autokorelasi
2,34-2,92	Tanpa kesimpulan
>2,92	Ada autokorelasi

Sumber: Algifari dalam Haruman (2005)

b. Multikolinieritas

Multikolinieritas adalah terdapat hubungan linier sempurna antar variable bebas yang digunakan. Untuk menguji ada tidaknya multikolinieritas, akan digunakan uji *Pearson Correlation* dengan ketentuan sebagai berikut:

Sig t > a, H₀ diterima (tidak terjadi multikolinieritas)

Sig t < a, H₀ ditolak (terjadi multikolinieritas)

c. Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas adalah suatu asumsi yang menyatakan bahwa apakah sudah terbebas dari variabel pengganggu atau belum. Untuk menguji ada tidaknya heteroskedastisitas, maka diuji dengan menggunakan *Rank Spearman* dengan ketentuan sebagai berikut:

Sig t > a, Tidak ada hubungan antara variabel bebas dengan nilai residual (tidak terjadi heteroskedastisitas)

Sig t < a, Ada hubungan antara variabel bebas dengan nilai residual (terjadi heteroskedastisitas)

PENGUJIAN HIPOTESIS

Pengujian hipotesis satu diuji dengan menggunakan Uji F, hipotesis kedua diuji dengan menggunakan Uji t, kemudian hipotesis ketiga diuji dengan melihat nilai *standardized coefficient*.

ANALISIS HASIL PENELITIAN

Statistik Deskriptif

Tabel 4.1
Statistik Deskriptif Variabel Penelitian
Descriptive Statistics

	N	Mean	Std. Deviation
Return	84	.0007968	.00263040
CR	84	1.93013	.936790
EPS	84	382.43	404.806
Beta	84	.25917355	.375582799
PDB	84	1.6E+15	9.173E+13
Exchange Rate	84	9131.250	501.47125409
Valid N (listwise)	84		

Sumber: Hasil pengolahan data (2007)

Dari tabel 4.1 dapat dijelaskan rata-rata (*mean*) dan standar deviasi yang mengindikasikan penyimpangan tertentu dari yang diharapkan pada setiap variabel penelitian. *Mean return* saham sebesar sebesar 0,0007968 artinya selama periode 2003-2006, rata-rata *return* (tingkat pengembalian) saham yang diperoleh investor adalah 0,07968%. Sedangkan standar deviasi sebesar 0,00263040 artinya absolut penyimpangan *return* saham yang terjadi dengan nilai ekspektasinya adalah sebesar 0,00263040.

Mean variabel *current ratio* (CR) sebesar 1,93013 artinya rata-rata aktiva lancar Rp1,- dijamin hutang lancar sejumlah Rp1,93013. Sedangkan standar deviasi sebesar 0,936790 artinya absolut penyimpangan *current ratio* dengan nilai ekspektasinya adalah sebesar Rp 0,936790.

Mean variabel *earnings per share* (EPS) sebesar 382,43 artinya rata-rata kemampuan perusahaan menghasilkan *earnings per share* adalah sebesar Rp382,43. Sedangkan standar deviasi sebesar 404,806 artinya absolut penyimpangan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan *earnings per share* yang terjadi dengan nilai ekspektasinya adalah sebesar Rp 404,806.

Mean variabel *beta* sebesar 0,25917355 artinya rata-rata *beta* suatu sekuritas perusahaan yang tergabung dalam LQ 45 periode 2002-2005 adalah sebesar 0,25917355. Sedangkan standar deviasi sebesar 0,375582794 artinya absolut penyimpangan *beta* yang terjadi dengan nilai ekspektasinya adalah sebesar 0,375582794.

Mean variabel *product domestic bruto* (PDB) 1.620.000.000.000.000 artinya rata-rata produk domestik bruto sebesar Rp1.620.000.000.000.000,-. Sedangkan standar deviasi sebesar Rp91.735.000.000.000,- artinya absolut penyimpangan produk domestik bruto yang terjadi dengan nilai ekspektasinya adalah sebesar Rp 91.735.000.000.000,-.

Mean variabel *exchange rate* sebesar 9131,25 artinya rata-rata *exchange rate* (nilai tukar) rupiah terhadap *dolar* adalah sebesar Rp 9131,25. Sedangkan standar deviasi sebesar 501,47125409 artinya absolut penyimpangan nilai tukar rupiah terhadap *dolar* yang terjadi dengan nilai ekspektasinya adalah sebesar Rp 501,47125409.

Pengujian Asumsi Klasik

Supaya model yang dianalisis mencerminkan model yang BLUE (*Best Linier Unbias Estimator*) maka harus memenuhi syarat asumsi dasar klasik berikut ini.

a. Uji Autokorelasi

Untuk mendeteksi adanya autokorelasi dalam suatu model regresi dilakukan melalui pengujian *Durbin-Watson* (DW). Berdasarkan olah data, diperoleh nilai DW sebesar 1,938. Hasil tersebut terletak diantara 1,66-2,34 sehingga dapat dinyatakan model regresi ini tidak terdapat autokorelasi.

b. Uji Multikolinieritas

Tabel 4.2
Hasil Uji Multikolinieritas
Menggunakan Pearson Correlation

VARIABEL	NILAI KORELASI	Sig	KETERANGAN
CR-EPS	-0,027	0,402	Tidak terjadi Multikolinieritas
CR-Beta	-0,015	0,447	Tidak terjadi Multikolinieritas
CR-Ln PDB	-0,046	0,340	Tidak terjadi Multikolinieritas
CR-Ln Exchange Rate	-0,086	0,219	Tidak terjadi Multikolinieritas
EPS-Beta	0,094	0,196	Tidak terjadi Multikolinieritas
EPS-Ln PDB	-0,017	0,439	Tidak terjadi Multikolinieritas
EPS-Ln Exchange Rate	0,043	0,348	Tidak terjadi Multikolinieritas
Beta-Ln PDB	-0,694	0,000	Terjadi Multikolinieritas
Beta-Ln Exchange Rate	-0,159	0,075	Tidak terjadi Multikolinieritas
Ln PDB-Ln Exchange Rate	0,785	0,000	Terjadi Multikolinieritas

Sumber: Hasil pengolahan data (2007)

Berdasarkan tabel 4.2, diketahui terjadi multikolinieritas antara Ln PDB dengan Ln *Exchange Rate* dan Ln PDB dengan *Beta*. Untuk mengatasi permasalahan tersebut, diatasi dengan menghilangkan salah satu variabel yang koliner (Narchowi & Hardius, 2005: 125). Dimungkinkan variabel yang menjadi penyebab terjadinya multikolinieritas adalah variabel Ln PDB karena memiliki korelasi dengan variabel *beta* dan *exchange rate*. Untuk itu variabel tersebut dihilangkan dan hasilnya dapat dilihat pada pada tabel 4.3 yang mana tidak ditemukan hubungan antar variabel bebas.

Tabel 4.3
Hasil Uji Multikolinieritas Setelah Dilakukan
Eliminasi Variabel Produk Domestik Bruto (PDB)

VARIABEL	NILAI KORELASI	Sig	KETERANGAN
CR-EPS	-0,027	0,402	Tidak terjadi Multikolinieritas
CR-Beta	-0,015	0,447	Tidak terjadi Multikolinieritas
CR-Ln Exchange Rate	-0,086	0,219	Tidak terjadi Multikolinieritas
EPS-Beta	0,094	0,196	Tidak terjadi Multikolinieritas
EPS-Ln Exchange Rate	0,043	0,348	Tidak terjadi Multikolinieritas
Beta-Ln Exchange Rate	-0,159	0,075	Tidak terjadi Multikolinieritas

Sumber: Hasil pengolahan data (2007)

c. Uji Heteroskedastisitas

Untuk mendeteksi gejala heteroskedastisitas pada model, diuji dengan menggunakan *rank spearman* seperti dapat dilihat pada table berikut ini.

Tabel 4.5
Hasil Uji Heteroskedastisitas
Dengan menggunakan Rank Spearman

Variabel	Nilai Korelasi dengan Residual	Sig	Keterangan
CR	-0,026	0,813	Tidak terjadi Heteroskedastisitas
EPS	-0,046	0,678	Tidak terjadi Heteroskedastisitas
Beta	-0,108	0,327	Tidak terjadi Heteroskedastisitas
Ln Exchange Rate	-0,013	0,905	Tidak terjadi Heteroskedastisitas

Sumber: Hasil Pengolahan Data (2007)

Setelah dilakukan diuji dengan menggunakan *Rank Spearman* pada tabel 4.5, variabel independen tidak mempunyai korelasi dengan residual. Tingkat signifikansi masing-masing variabel > 5%, sehingga tidak terdapat heteroskedastisitas.

Analisis Regresi Linier Berganda

Perhitungan statistik ini berguna untuk mengetahui pengaruh variabel independen (CR, EPS, *Beta*, dan *Exchange Rate*) terhadap variabel dependen (*return* saham). Hasil analisis regresi linier berganda dapat dilihat pada tabel 4.6.

Tabel 4.6
Hasil Analisis Regresi Linier Berganda

Variabel	Unstandardized Coefficient Regression	Standardized Coefficient Regression	t	Sig
(Constant)	0,115		2,890	0,005
CR	-2,41E-04	-0,086	-0,960	0,340
EPS	-1,53E-06	-0,235	-2,2620	0,011
Beta	3,311E-03	0,473	5,211	0,000
Ln Exchange Rate	-1,25E-02	-0,260	-2,869	0,005
F = 11,766 Sig = 0,000 R = 0,611 R ² = 0,373 Adj R ² = 0,342 DW = 1,938				

Sumber : Hasil pengolahan data (2007)

Berdasarkan tabel 4.6, nilai R pada model regresi sebesar 0,611 yang berarti keterkaitan antara variabel faktor fundamental (*Current Ratio & Earnings Per Share*), risiko sistematis (*Beta*), dan Indikator Makro Ekonomi (Nilai Tukar) dengan *return* sebesar 61,1%. Dengan demikian hubungan antara faktor fundamental (*Current Ratio & Earnings Per Share*), risiko sistematis (*Beta*), dan Indikator Makro Ekonomi (Nilai Tukar) cukup kuat terhadap variabel *return* saham. Secara keseluruhan, model penelitiannya sebagai berikut:

$$Y_t = 0,115 - 2,411E-04 X_{1,t-1} - 1,526E-06 X_{2,t-1} + 3,311E-03 X_{3,t-1} - 1,247E-02 LnX_{4,t-1}$$

Dimana:

- Y_t = Return Saham tahun ke t
 $X1_{t-1}$ = *Current Ratio* tahun ke t-1
 $X2_{t-1}$ = *Earnings Per Share* tahun ke t-1
 $X3_{t-1}$ = *Beta* tahun ke t-1
 $LnX4_{t-1}$ = Ln Nilai Tukar Rupiah tahun ke t-1

Dari persamaan regresi tersebut dapat diketahui bahwa konstanta sebesar 0,115 menyatakan bahwa tanpa ada pengaruh dari variabel *current ratio*, *earnings per share*, *beta* dan nilai tukar maka *return* saham yang didapat adalah 0,115 atau 11,5%, sedangkan koefisien regresi $X1_{t-1}$ sebesar -0,0002411 menyatakan bahwa setiap ada kenaikan *current ratio* 1 kali, maka akan menurunkan *return* saham sebesar 0,02411%. Koefisien regresi $X2_{t-1}$ sebesar -0,000001526 menyatakan bahwa setiap ada kenaikan Rp1,- dari *earnings per share* perusahaan akan menurunkan *return* saham sebesar 0,0001526%. Koefisien regresi $X3_{t-1}$ sebesar 0,003311 menyatakan bahwa setiap ada kenaikan *beta* sebesar 1%, maka *return* saham akan meningkat sebesar 0,331%. Sedangkan koefisien regresi $X4_{t-1}$ sebesar -0,01247 menyatakan bahwa setiap ada kenaikan \$1, maka *return* saham akan menurun sebesar 1,247%.

Uji F (Pengujian Secara Simultan)

Berdasarkan tabel 4.6, CR, EPS, *Beta* dan Ln *Exchange Rate* secara simultan berpengaruh terhadap *return* saham, ditunjukkan dengan nilai F sebesar 11,766 dan signifikan pada 0,000 (<5%), artinya bahwa CR, EPS, *beta* dan nilai tukar secara simultan berpengaruh terhadap *return* saham, sehingga hipotesis 1 diterima. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Haruman, dkk (2005) dimana faktor fundamental, risiko sistematis dan indikator makro berpengaruh terhadap *return* saham. Para peneliti menyatakan bahwa tingkat pengembalian investasi saham tidak hanya ditentukan oleh indeks pasar saja tetapi juga oleh beberapa variabel di luar indeks yang disebut ekstra market. Dengan kata lain bahwa tingkat pengembalian investasi saham mempunyai beberapa kovarian terhadap beberapa variabel termasuk di dalamnya adalah variabel indeks pasar. Seperti yang dinyatakan oleh Haugen (1993: 169), bahwa : “*In multi indeks model, we attribute the covariance to two or more factors, usually including the market*”, dengan memperhatikan *Adjusted R Square* sebesar 0,341, berarti 34,1 % variabel *return* dijelaskan oleh variabel CR, EPS, *beta*, dan *exchange rate*. Sedangkan selebihnya dijelaskan oleh variabel yang lain di luar model (*ei*) sebesar 65,9 %.

Uji t (Pengujian Secara Parsial)

Uji t bertujuan untuk menguji apakah variabel independen secara parsial dapat mempengaruhi variabel dependen.

a. Faktor Fundamental

Current Ratio (CR)

Berdasarkan tabel 4.6, nilai t variabel CR sebesar -0,960 dengan tingkat signifikan 0,340 (>5%), artinya variabel CR berpengaruh tidak signifikan terhadap variabel *return* saham, sehingga hipotesis 2 yang menyatakan secara parsial CR berpengaruh terhadap *return* saham ditolak. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Auliyah & Hamzah (2006) dimana *current ratio* berpengaruh tidak signifikan terhadap *return* saham.

Earnings per Share (EPS)

Berdasarkan tabel 4.6 nilai t variabel EPS sebesar -2,690 dengan tingkat signifikan 0,011 (<5%), artinya variabel EPS berpengaruh signifikan terhadap variabel *return* saham, sehingga hipotesis 2 diterima. Hasil penelitian bertentangan dengan penelitian Haruman, dkk (2005). Fogler dan Kritsman (1994) dalam Haruman dkk (2005) menjelaskan bahwa EPS mempunyai pengaruh terhadap *return* saham. Melihat karakteristik data, nilai EPS yang tinggi tidak menunjukkan *return* yang tinggi pula, karenanya EPS berpengaruh negatif terhadap *return* saham. Hal ini dimungkinkan, karena dalam pembagian dividen selalu dihadapkan dengan dua keadaan yang berbeda yaitu: (1) jika prosentase besaran dividen yang dibagikan besar, maka laba di tahan akan kecil, sedangkan (2) jika prosentase besaran dividen yang dibagikan kecil, maka laba ditahan yang akan direinvestasikan kembali oleh manajemen perusahaan akan besar, disini keuntungan akan dirasakan di masa yang akan datang.

b. Risiko Sistematis

Beta

Berdasarkan tabel 4.6 nilai t variabel *beta* sebesar 5,211 dengan tingkat signifikan 0,000 (<5%), artinya variabel *beta* berpengaruh signifikan terhadap variabel *return* saham, sehingga hipotesis 2 diterima. Hartono (2003: 130) mengatakan bahwa “*return* mempunyai hubungan yang positif, semakin besar risiko yang harus di tanggung, semakin besar *return* yang harus dikompensasikan”. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Haruman, dkk tahun 2005 dimana *beta* secara parsial berpengaruh terhadap *return* saham.

c. Indikator Makro Ekonomi

Exchange Rate

Berdasarkan tabel 4.6, nilai t variabel *Exchange rate* sebesar -2,869 dengan tingkat signifikan 0,005 (<5%), artinya variabel *exchange rate* berpengaruh signifikan terhadap variabel *return* saham, sehingga hipotesis 2 diterima. Arah hubungan nilai tukar dengan *return* saham tidak konsisten dengan hasil penelitian Auliyah dan Hamzah (2006) tetapi konsisten dengan penemuan Ajayi dan Mougoue (1996) dalam Suciwati et.al (2002) yang menjelaskan bahwa depresiasi nilai tukar berkorelasi negatif di pasar modal yang artinya bila terjadi depresiasi nilai tukar rupiah maka *return* saham menurun.

VARIABEL YANG BERPENGARUH DOMINAN TERHADAP RETURN SAHAM

Berdasarkan tabel 4.6, nilai *standardized coefficient* yang paling besar adalah *Beta* yaitu 0,473, artinya variabel yang paling dominan mempengaruhi *return* saham adalah variabel *beta*, sehingga hipotesis 3 yang mengatakan bahwa “Risiko sistematis (*beta* saham) mempunyai pengaruh dominan terhadap *return* saham diterima. Hartono (2003: 130) mengatakan bahwa “*Return* dan risiko merupakan dua hal yang tak terpisahkan, karena pertimbangan suatu investasi merupakan *trade-off* dari kedua faktor ini”. Hasil penelitian ini sejalan dengan yang dilakukan oleh Auliyah & Hamzah (2006) bahwa variabel yang berpengaruh dominan terhadap *return* saham adalah *beta*.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian ini, diperoleh kesimpulan sebagai berikut:

1. Faktor fundamental (*Current Ratio*, *Earnings Per Share*), risiko sistematis (*Beta*), dan indikator makro ekonomi (*Exchange Rate*) secara simultan (bersama-sama) berpengaruh signifikan terhadap *Return* saham.
2. Hasil pengujian secara parsial dengan menggunakan uji t menunjukkan bahwa:
 - a. Secara parsial *current ratio* berpengaruh tidak signifikan terhadap *return* saham.
 - b. Secara parsial *earnings per share* secara parsial berpengaruh signifikan terhadap *return* saham.
 - c. Secara parsial variabel *beta* berpengaruh signifikan terhadap *return* saham.
 - d. Secara parsial variabel *exchange rate* berpengaruh signifikan terhadap *return* saham.
3. Variabel yang paling dominan mempengaruhi *return* saham adalah variabel *beta*

Saran

Penelitian ini tentunya masih memiliki keterbatasan-keterbatasan. diantaranya sampel dari penelitian ini hanya sebatas pada perusahaan yang tergabung dalam LQ 45, kiranya berikut ini disampaikan beberapa saran:

1. Bagi Investor
Informasi mengenai fundamental perusahaan (*Earnings per Share*), risiko yang akan dihadapi (*beta*), dan keadaan perekonomian Indonesia dengan melihat nilai tukar rupiah perlu diperhatikan dalam melakukan investasi pada saham oleh investor.
2. Bagi Akademisi
Penelitian selanjutnya dapat dilakukan dengan menambah jumlah sampel, sehingga hasilnya dapat digeneralisasi. Selain itu perlu kiranya dimasukkan variabel lain yang mungkin berpengaruh dalam memprediksi *return* saham seperti: *Price Earnings Ratio*, *Price Book to Value*, *Return on Equity*, *Return on Assets*, inflasi maupun tingkat suku bunga.

DAFTAR PUSTAKA

- Arief, Sritua (1993). *Metodologi Penelitian Bisnis*. Jakarta: Universitas Indonesia Press.
- Ary Suta, I Gede (1998). "Pasar Modal di Tengah Krisis". *Harian Jawa Pos*, Surabaya.
- Auliyah, Robiatul dan Hamzah, Ardi (2006). "Analisa Karakteristik Perusahaan, Industri dan Ekonomi Makro Terhadap *Return* Saham dan *Beta* Saham Syariah di Bursa Efek Jakarta." *Simposium Nasional Akutansi 9 Padang*, 23 - 26 Agustus.

- Badan Pusat Statistik (2007). *Berita Resmi Statistik*, No. 10/12/Th.X, 16 Februari 2007. Jakarta: Badan Pusat Statistik
- Ball, Ben C Jr. (2004). *Laba Ditahan Yang Lenyap Secara Misterius: Aksi Teori Dalam Praktik Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: Amara Books.
- Darmadji, Tjiptono dan Fakhruddin, Hendy M. (2001). *Pasar Modal di Indonesia: Pendekatan Tanya Jawab*. Edisi Pertama. Jakarta: Salemba Empat.
- Dumairy (1996). *Perekonomian Indonesia*. Jakarta: Penerbit Erlangga.
- Faisal, M. (2001). *Manajemen Keuangan Internasional*. Edisi Pertama. Jakarta: Salemba Empat.
- Hartono, Jogiyanto (2003). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Ketiga. Yogyakarta: BPFE.
- (2004). *Metodologi Penelitian Bisnis: Salah Kaprah dan Pengalaman-Pengalaman*. Edisi 2004/2005. Yogyakarta: BPFE.
- Haruman, Tendi; Setiawan, Stevanus Adree Cipto; & Ariyanti, Maya (2005). "Pengaruh Faktor Fundamental dan Risiko Sistematis terhadap Tingkat Pengembalian Saham BEJ". *Manajemen Usahawan Indonesia*, No. 11, 26-37.
- Husnan, Suad (1996). *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Edisi Kedua. Yogyakarta: UPPAMPYKPN.
- Kuncoro, Mudrajad (2001). *Metode Kualitatif: Teori dan Aplikasi Untuk Bisnis dan Ekonomi*. Edisi Pertama. Yogyakarta: UPPAMPYKPN.
- Saputra, Kumianny A dan Leng, Pwee (1999). "Pengaruh Risiko Sistematis dan Likuiditas Terhadap Tingkat Pengembalian Saham Badan-Badan Usaha yang Go-Public di Bursa Efek Jakarta pada Tahun 1999." <http://puslit.petra.ac.id/journals/management>.
- Nopirin (1988). *Ekonomi Internasional*, Edisi Kedua. Yogyakarta: BPFE.
- Pattanaik, Sitikantha and Chatterjee, Bhaskar (2000). "Stock Return and Volatility in India: An Empirical Puzzle?". *Reserve Bank of India Occasional Papers*, Vol. 21, No. 1, Summer.
- Ramadhan, Syahril (2006). "Pasar Uang dan Pasar Modal." www.djlk.depkeu.go.id
- Suciwati, Desak Putu dan Machfoedz, Mas'ud (2002). "Pengaruh Risiko Nilai Tukar Rupiah Terhadap Return Saham: Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di BEJ". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 17, No. 4, 347 - 360.
- Sutrisno (2000). *Manajemen Keuangan: Teori, Konsep dan Aplikasi*. Edisi Pertama. Yogyakarta: Ekonisia.
- Wikipedia (2006). "Produk Domestik Bruto Indonesia". <http://id.wikipedia.org>.