

BAB IV

ANALISA DAN PEMBAHASAN

Bab ini akan membahas mengenai proses pengolahan data untuk pengujian hipotesis yang telah disebutkan pada bab sebelumnya, serta analisa atas hasil penelitian yang telah dilakukan. Penelitian ini menggunakan sampel 39 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Eefek Indonesia periode 2002 – 2006.

Untuk keperluan pengujian, penulis memakai $\alpha=5\%$ dan $\alpha=10\%$ untuk menguji semua hipotesis yang ada. Dalam melakukan pengujian model, penulis mengolah data masing-masing kuartal (kuartal satu sampai empat) terhadap dua variabel independen yang dipakai (*abnormal return* dan *market adjusted return*).

Selain itu penulis juga melakukan analisis dan pembahasan terhadap model regresi jika memasukkan seluruh data dari kuartal satu sampai empat selama 5 tahun.

4.1 Statistik Deskriptif

Penelitian ini menggunakan data 39 perusahaan dalam periode pengamatan selama 5 tahun, dengan 4 kuartal untuk masing-masing tahunnya sehingga membentuk total 195 observasi untuk masing-masing kuartal serta 780 observasi secara keseluruhan.

Statistik diskriptif masing-masing variabel yang digunakan dalam seluruh model penelitian yang digunakan dapat terlihat dari tabel-tabel berikut yang dibagi berdasarkan tahun-kuartal.

Tabel 4-1
Statistik Deskriptif Tiap Kuartal Tahun 2002

Variable	2002															
	Q1		Q2		Q3		Q4		Q1		Q2		Q3		Q4	
	Mean	Std. Dev	Mean	Std. Dev	Mean	Std. Dev	Mean	Std. Dev	Mean	Std. Dev	Mean	Std. Dev	Mean	Std. Dev	Mean	Std. Dev
NPM	0.134	0.120	0.126	0.107	0.104	0.093	0.080	0.087	0.086	0.081	0.130	0.178	0.155	0.179	0.183	0.183
ROE	0.086	0.081	0.153	0.130	0.178	0.155	0.179	0.183	2.225	1.367	2.080	1.073	2.207	1.289	2.222	1.306
CR	1.686	1.588	1.501	1.219	1.483	1.250	1.482	1.324	0.285	0.147	0.570	0.291	0.843	0.430	1.153	0.606
TATO	1.548	1.571	1.718	1.582	1.214	1.241	1.183	1.175	9.163	0.655	9.167	0.658	9.176	0.669	9.173	0.667
log (TA)	0.048	0.175	0.099	0.162	0.093	0.123	0.114	0.113	0.028	0.149	0.169	0.283	0.092	0.278	0.015	0.296
CFO/Sales	0.028	0.170	0.169	0.299	0.094	0.279	0.016	0.289	0.028	0.170	0.169	0.299	0.094	0.279	0.016	0.289
MktAdjRet																
AbnRet																
N	39		39		39		39		39		39		39		39	

Tabel 4-2
Statistik Deskriptif Tiap Kuartal Tahun 2003

Variable	2003															
	Q1		Q2		Q3		Q4		Q1		Q2		Q3		Q4	
	Mean	Std. Dev	Mean	Std. Dev	Mean	Std. Dev	Mean	Std. Dev	Mean	Std. Dev	Mean	Std. Dev	Mean	Std. Dev	Mean	Std. Dev
NPM	0.074	0.089	0.084	0.092	0.076	0.074	0.060	0.100	0.042	0.053	0.090	0.096	0.120	0.123	0.103	0.312
ROE	2.271	1.355	2.183	1.205	2.275	1.479	2.421	1.760	1.399	1.290	1.376	1.145	1.332	1.167	1.387	1.216
CR	0.279	0.146	0.547	0.278	0.829	0.417	1.119	0.567	1.077	1.089	1.438	1.700	1.543	1.812	1.868	2.471
TATO	9.179	0.667	9.189	0.668	9.194	0.674	9.197	0.679	0.078	0.164	0.110	0.132	0.115	0.122	0.122	0.117
log (TA)	0.043	0.189	0.071	0.269	0.090	0.396	0.048	0.481	0.040	0.184	0.081	0.293	0.110	0.457	0.075	0.547
CFO/Sales																
MktAdjRet																
AbnRet																
N	39		39		39		39		39		39		39		39	

Tabel 4-3
Statistik Deskriptif Tiap Kuartal Tahun 2004

Variable	2004															
	Q1		Q2		Q3		Q4		Q1		Q2		Q3		Q4	
	Mean	Std. Dev	Mean	Std. Dev	Mean	Std. Dev	Mean	Std. Dev	Mean	Std. Dev	Mean	Std. Dev	Mean	Std. Dev	Mean	Std. Dev
NPM	0.073	0.087	0.060	0.086	0.074	0.068	0.066	0.068	0.038	0.058	0.123	0.119	0.123	0.129	0.151	0.151
ROE	2.357	1.470	2.143	1.208	2.257	1.349	2.305	1.433	1.360	1.253	1.566	1.526	1.393	1.299	1.363	1.238
CR	0.290	0.139	0.566	0.274	0.858	0.391	1.124	0.507	1.713	2.085	1.768	2.605	1.698	1.902	1.883	2.202
TATO	9.204	0.679	9.234	0.686	9.239	0.687	9.245	0.689	0.080	0.182	0.099	0.151	0.106	0.147	0.113	0.124
log (TA)	0.019	0.206	-0.075	0.252	-0.054	0.222	-0.070	0.299	0.022	0.212	0.261	0.255	-0.040	0.255	-0.040	0.355
CFO/Sales																
MktAdjRet																
AbnRet																
N	39		39		39		39		39		39		39		39	

Tabel 4-4
Statistik Deskriptif Tiap Kuartal Tahun 2005

Variable	2005															
	Q1		Q2		Q3		Q4		Q1		Q2		Q3		Q4	
	Mean	Std. Dev	Mean	Std. Dev	Mean	Std. Dev	Mean	Std. Dev	Mean	Std. Dev	Mean	Std. Dev	Mean	Std. Dev	Mean	Std. Dev
NPM	0.080	0.073	0.077	0.070	0.074	0.058	0.069	0.062	0.045	0.044	0.088	0.094	0.129	0.118	0.152	0.151
ROE	2.511	1.608	2.139	1.371	2.249	1.544	2.339	1.591	1.259	1.074	1.366	1.135	1.364	1.179	1.248	0.972
CR	0.299	0.143	0.591	0.272	0.893	0.413	1.218	0.581	2.164	2.310	2.260	2.629	1.985	2.366	2.051	2.626
TATO	9.259	0.691	9.275	0.701	9.288	0.704	9.293	0.706	0.073	0.147	0.059	0.160	0.076	0.160	0.084	0.136
log (TA)	0.060	0.182	0.018	0.185	-0.030	0.260	-0.051	0.259	0.087	0.181	0.056	0.180	-0.004	0.253	-0.004	0.242
CFO/Sales																
MktAdjRet																
AbnRet																
N	39		39		39		39		39		39		39		39	

Tabel 4-5
Statistik Deskriptif Tiap Kuartal Tahun 2006

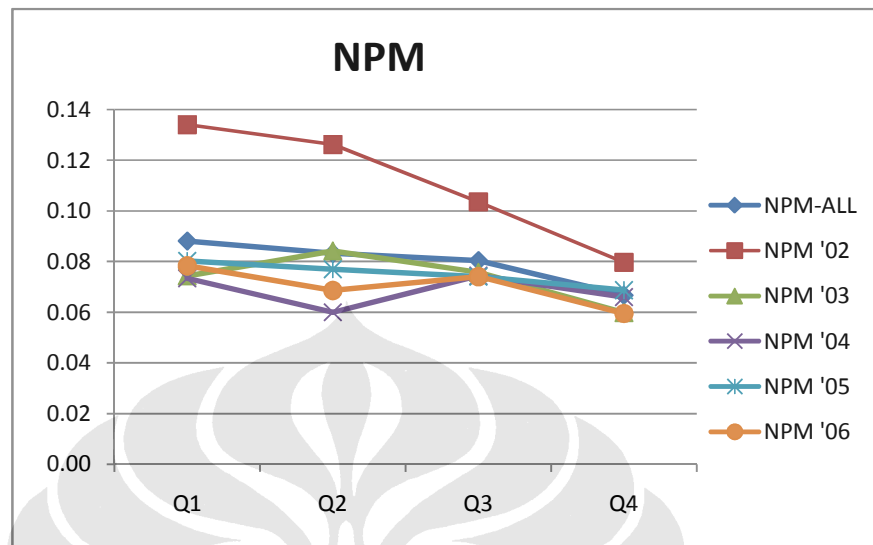
Variable	2006											
	Q1		Q2		Q3		Q4		Q3		Q4	
	Mean	Std. Dev	Mean	Std. Dev	Mean	Std. Dev	Mean	Std. Dev	Mean	Std. Dev	Mean	Std. Dev
NPM	0.078	0.089	0.069	0.082	0.074	0.092	0.059	0.093	0.074	0.092	0.059	0.093
ROE	0.042	0.048	0.076	0.098	0.119	0.133	0.037	0.714	0.119	0.133	0.037	0.714
CR	2.484	1.612	2.442	1.740	2.507	1.920	2.562	2.113	2.507	1.920	2.562	2.113
DER	1.122	0.882	1.199	0.902	1.141	0.826	1.232	1.003	1.141	0.826	1.232	1.003
TATO	0.295	0.144	0.589	0.279	0.899	0.406	1.250	0.636	0.899	0.406	1.250	0.636
PBV	1.991	2.236	2.015	2.538	2.045	2.425	2.538	3.520	2.045	2.425	2.538	3.520
log (TA)	9.292	0.705	9.302	0.710	9.310	0.714	9.308	0.729	9.310	0.714	9.308	0.729
CFO/Sales	0.117	0.150	0.106	0.133	0.104	0.126	0.106	0.116	0.104	0.126	0.106	0.116
MktAdjRet	-0.073	0.131	-0.089	0.208	-0.089	0.317	-0.133	0.380	-0.089	0.317	-0.133	0.380
AbnRet	-0.059	0.125	-0.075	0.212	-0.060	0.334	-0.088	0.432	-0.060	0.334	-0.088	0.432
N	39	39	39	39	39	39	39	39	39	39	39	39

Tabel 4-6
Statistik Deskriptif Seluruh Data

Variable	2002 - 2006													
	Q1		Q2		Q3		Q4		Q3		Q4		All Quartal	
	Mean	Std. Dev.	Mean	Std. Dev.	Mean	Std. Dev.	Mean	Std. Dev.	Mean	Std. Dev.	Mean	Std. Dev.	Mean	Std. Dev.
NPM	0.088	0.095	0.083	0.090	0.080	0.078	0.067	0.083	0.080	0.078	0.067	0.083	0.080	0.087
ROE	0.050	0.060	0.093	0.113	0.133	0.132	0.120	0.370	0.133	0.132	0.120	0.370	0.099	0.208
CR	2.370	1.475	2.197	1.331	2.299	1.520	2.370	1.652	2.299	1.520	2.370	1.652	2.309	1.498
DER	1.365	1.241	1.402	1.197	1.343	1.150	1.343	1.151	1.343	1.150	1.343	1.151	1.363	1.183
TATO	0.290	0.143	0.573	0.276	0.865	0.408	1.173	0.578	0.865	0.408	1.173	0.578	0.725	0.507
PBV	1.698	1.933	1.840	2.254	1.697	1.999	1.905	2.527	1.697	1.999	1.905	2.527	1.785	2.188
CFO/SALES	0.079	0.164	0.095	0.148	0.099	0.136	0.108	0.121	0.099	0.136	0.108	0.121	0.095	0.143
LOG (TA)	9.219	0.675	9.233	0.680	9.241	0.685	9.243	0.689	9.241	0.685	9.243	0.689	9.234	0.681
MKTADJRET	0.015	0.178	0.019	0.258	0.002	0.307	-0.038	0.354	0.002	0.307	-0.038	0.354	-0.001	0.282
ABNRET	0.024	0.181	0.032	0.268	0.020	0.329	-0.008	0.388	0.020	0.329	-0.008	0.388	0.017	0.301
N	195	195	195	195	195	195	195	195	195	195	195	195	780	780

4.1.1 Profitability

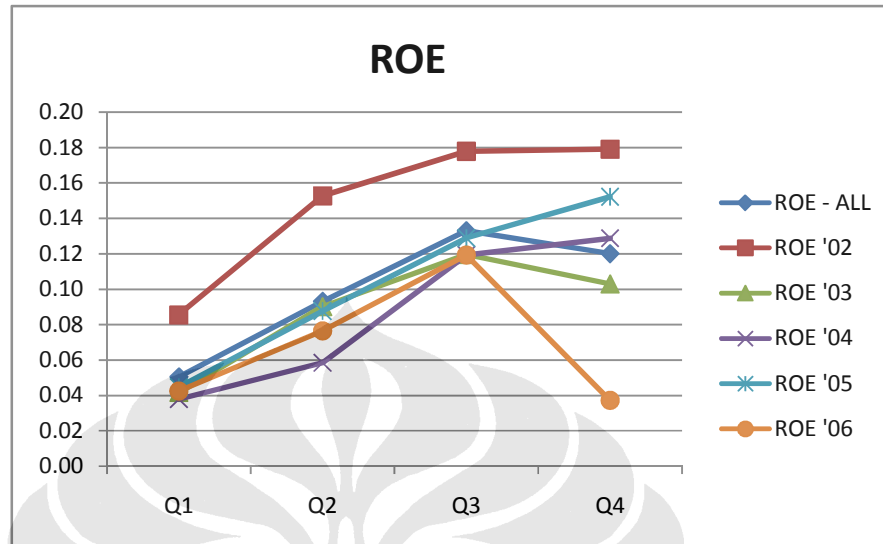
Gambar 4-1
Grafik Nilai Rata-Rata NPM per Kuartal



Untuk melihat profitabilitas perusahaan secara umum dapat dilihat dari rasio NPM (*Net Profit Margin*) dan ROE (*Return on Equity*). Terlihat bahwa rasio NPM terlihat tertinggi terjadi pada tahun 2002 yang cukup tinggi bila dibandingkan dengan tahun-tahun lainnya untuk setiap kuartalnya, yaitu sebesar 0.134 (kuartal 1), 0.126 (kuartal 2), 0.104 (kuartal 3), 0.080 (kuartal 4). Sedangkan nilai terendah, terjadi pada kuartal 1 (0.073), kuartal 2 (0.060), kuartal 3 (0.074) di tahun 2004 dan kuartal 4 tahun 2006 (0.059).

Secara rata-rata keseluruhan untuk rasio NPM terlihat bahwa tidak terjadi perubahan yang cukup drastis dari tiap kuartal. Perusahaan-perusahaan cenderung untuk menjaga rasio ini agar perusahaan tetap terlihat *profitable* dan menarik bagi investor. Hal ini dapat terlihat dari rata-rata nilai NPM di tiap kuartal, yaitu 0.088 (kuartal 1), 0.083 (kuartal 2), 0.080 (kuartal 3), dan mengalami penurunan pada kuartal 4 menjadi 0.067. Penurunan ini mungkin disebabkan dikarenakan laporan kuartal 4 telah diaudit oleh auditor sehingga terdapat beberapa penyesuaian terhadap angka-angka di laporan laba rugi. Secara umum, nilai NPM ini cukup baik pada sektor industri manufaktur.

Gambar 4-2
Grafik Nilai Rata-Rata ROE per Kuarter

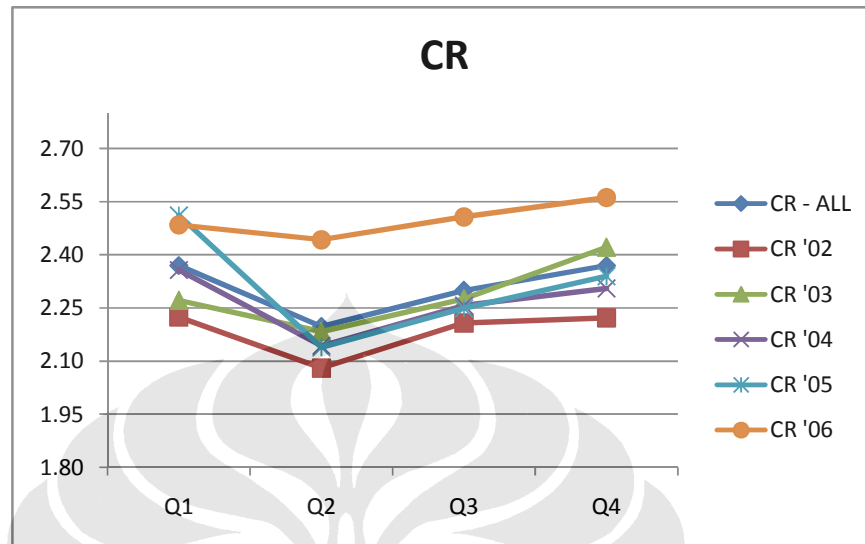


Selain itu, kita melihat faktor profitabilitas berdasarkan nilai ROE (*Return on Equity*) perusahaan. Seperti halnya dengan NPM, nilai ROE tertinggi pada tiap kuarternya terjadi pada tahun 2002, yaitu sebesar 0.086 (kuarter 1), 0.153 (kuarter 2), 0.178 (kuarter 3), dan 0.179 (kuarter 4). Sedangkan untuk nilai ROE terendah untuk kuarter 1 terjadi pada tahun 2004 (0.038), kuarter 2 tahun 2004 (0.058), kuarter 3 tahun 2004 (0.119), dan kuarter 4 tahun 2006 (0.037).

Secara keseluruhan nilai ROE mengalami kenaikan pada kuarter 1 sampai 3, yaitu sebesar 0.050, 0.093, 0.133 dan mengalami sedikit penurunan pada kuarter empat menjadi 0.120. Rasio ROE dalam tiap kuarter cenderung mengalami kenaikan karena nilai laba bersih yang menjadi pembilang pada rasio ini mengalami kenaikan pada tiap kuarter. Hal ini disebabkan karena nilai laba bersih pada suatu kuarter merupakan kumulatif dari kuarter sebelumnya.

4.1.2 Liquidity

Gambar 4-3
Grafik Nilai Rata-Rata CR per Kuartal

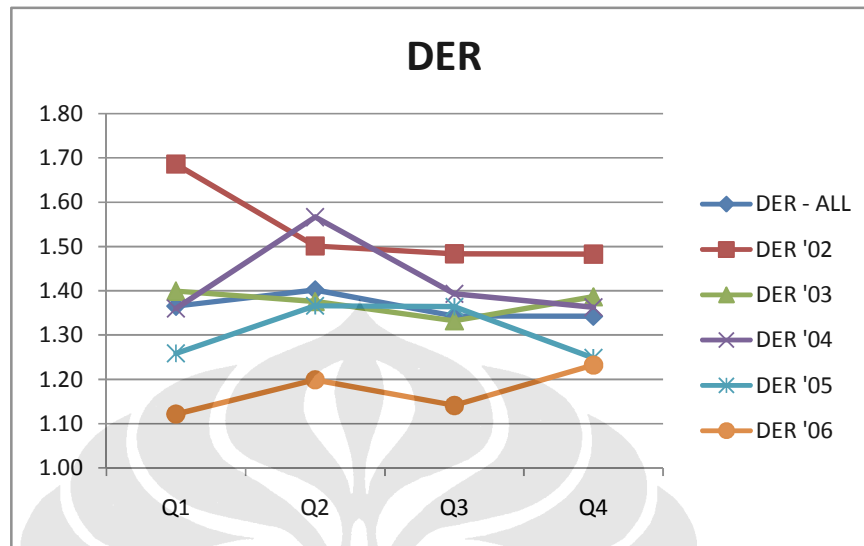


Sebagai indikator likuiditas jangka pendek perusahaan, digunakan variabel CR (*Current Ratio*). Pada tahun 2006 merupakan nilai tertinggi untuk rasio ini yang terjadi pada 3 kuartal yaitu kuartal 2 (2.442), 3 (2.507), dan 4 (2.562). Sedangkan nilai tertinggi pada kuartal 1 terjadi pada tahun 2005 (2.511). Sedangkan nilai terendah terjadi pada tahun 2002 yaitu pada kuartal 1 (2.225), kuartal 2 (2.080), kuartal 3 (2.207), dan kuartal 4 (2.222).

Nilai rata-rata CR (*Current Ratio*) perusahaan terlihat tidak terjadi perbedaan yang signifikan di tiap kuartalnya. Nilai CR perusahaan berkisar pada nilai sekitar 2 (nilai ini menurut para analis merupakan rasio CR yang umum digunakan untuk menentukan nilai likuiditas perusahaan yang masih dianggap baik). Sedangkan nilai CR secara rata-rata keseluruhan selama 5 tahun setiap kuartalnya yaitu 2.370 (kuartal 1), 2.197 (kuartal 2), 2.299 (kuartal 3), 2.370 (kuartal 4). Dari sini terlihat bahwa secara umum, perusahaan-perusahaan berusaha memelihara likuiditas perusahaannya agar masih tetap dalam kondisi yang masih dianggap wajar.

4.1.3 Financial Leverage

Gambar 4-4
Grafik Nilai Rata-Rata DER per Kuartal

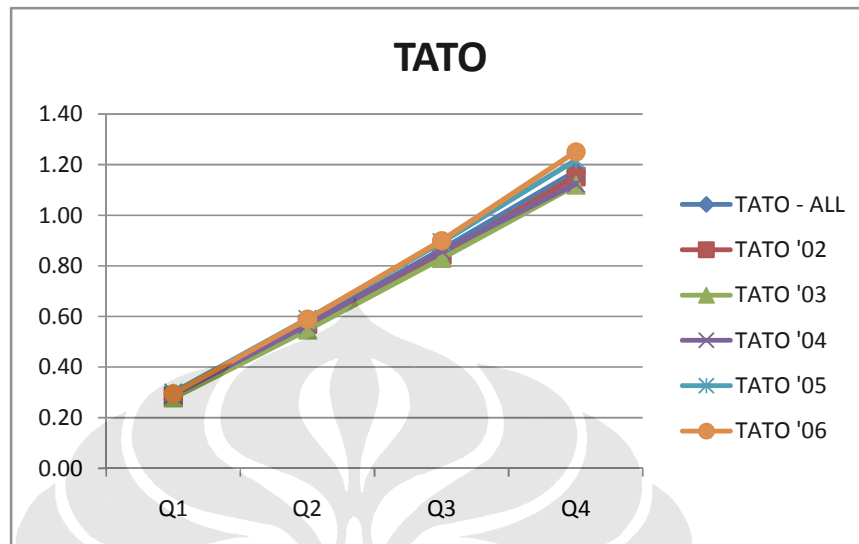


Rasio DER (*Debt to Equity Ratio*) digunakan untuk mengukur *financial leverage* perusahaan. Secara umum rasio DER tertinggi terjadi pada tahun 2002 yaitu pada kuartal 1 (1.686), kuartal 3 (1.483) dan kuartal 4 (1.482). Sedangkan pada kuartal 2 nilai tertinggi terjadi pada tahun 2004 (1.566). Nilai terendah di seluruh kuartal terjadi pada tahun 2006, yaitu pada kuartal 1 (1.122), kuartal 2 (1.199), kuartal 3 (1.141), kuartal 4 (1.232). Semakin tinggi rasio ini maka semakin tinggi resiko perusahaan tersebut.

Rata-rata nilai DER perusahaan sebesar 1.365 (kuartal 1), 1.402 (kuartal 2), 1.343 (kuartal 3), 1.343 (kuartal 4). Terlihat bahwa rata-rata nilai DER masih dalam kondisi yang wajar. Secara umum perusahaan-perusahaan cenderung tidak menggunakan terlalu banyak hutang dalam pendanaannya sehingga perusahaan tersebut menjadi tidak terlalu beresiko.

4.1.4 Asset Management (Turnover)

Gambar 4-5
Grafik Nilai Rata-Rata TATO per Kuartal

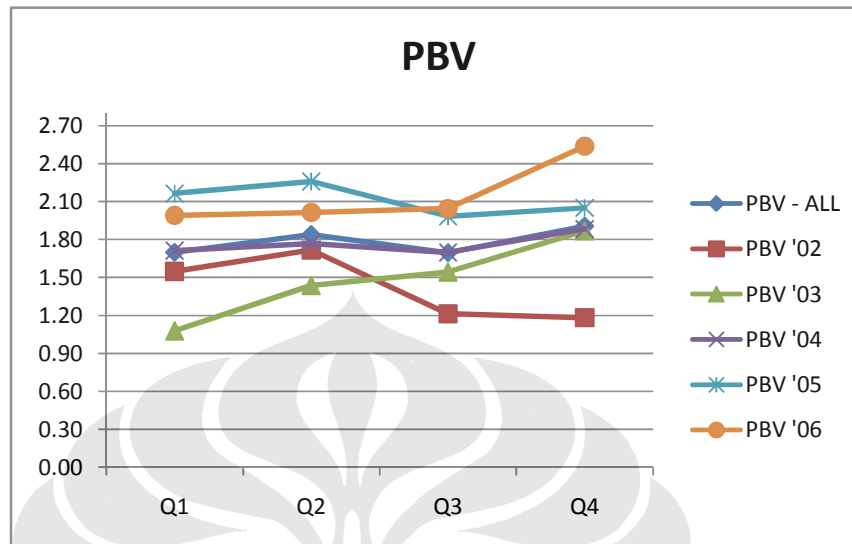


Untuk melihat efisiensi operasi digunakan rasio TATO (*Total Asset Turnover*). Seperti halnya dengan ROE nilai rasio ini terlihat terus mengalami peningkatan pada tiap kuartal. Hal ini disebabkan dikarenakan nilai total penjualan sebagai pembilang rasio ini mengalami peningkatan pada tiap kuartal. Nilai total penjualan pada suatu kuartal merupakan kumulatif dari kuartal sebelumnya.

Secara umum, terjadi nilai yang hampir serupa untuk tiap kuartal di setiap tahunnya. Nilai terendah terjadi pada tahun 2003, yaitu pada kuartal 1 (0.279), pada kuartal 2 (0.547), pada kuartal 3 (0.829), pada kuartal 4 (1.119). Nilai tertinggi kuartal 1 terjadi pada tahun 2005 (0.299), kuartal 2 juga terjadi pada tahun 2005 (0.591), kuartal 3 terjadi pada tahun 2006 (0.899), serta kuartal 4 juga terjadi pada tahun 2006 (1.250). Secara keseluruhan nilai rata-rata rasio TATO berkisar antara 0.290 (kuartal 1), 0.573 (kuartal 2), 0.865 (kuartal 3), 1.173 (kuartal 4). Nilai TATO per kuartal relatif tidak terlalu banyak perubahan dari tahun ke tahun. Hal ini mengindikasikan bahwa tidak terjadi perubahan dalam keefektifan manajemen dalam mengelola asset yang dimilikinya untuk menghasilkan penjualan bagi perusahaan.

4.1.5 Market Value

Gambar 4-6
Grafik Nilai Rata-Rata PBV per Kuartal



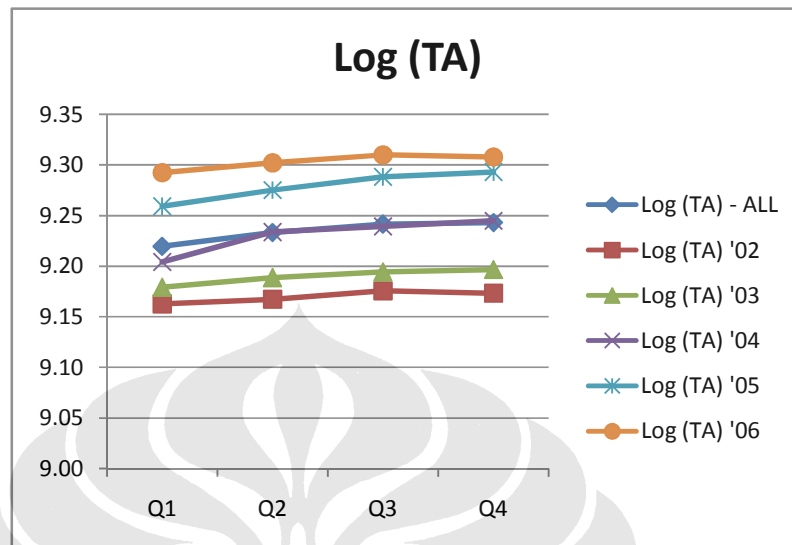
Rasio PBV (*Price to Book Value*) dipakai untuk mengukur nilai pasar ekuitas perusahaan relatif terhadap nilai bukunya. Nilai rata-rata tertinggi rasio ini pada kuartal 1 dan kuartal 2 terjadi pada tahun 2005 yaitu sebesar 2.164 dan 2.260. Pada kuartal 3 dan kuartal 4, nilai rata-rata tertinggi terjadi pada tahun 2006 yaitu sebesar 2.045 dan 2.538. Sedangkan nilai terendah pada kuartal 1 dan 2 terjadi pada tahun 2003, yaitu sebesar 1.077 dan 1.438. Sedangkan untuk kuartal 3 dan 4 nilai rata-rata terendah terjadi pada tahun 2002, yaitu 1.214 dan 1.183.

Nilai rasio secara keseluruhan rata-rata rasio ini selama 5 tahun per kuartal berkisar antara 1.698 (kuartal 1), 1.840 (kuartal 2), 1.697 (kuartal 3), 1.905 (kuartal 4). Terlihat bahwa secara keseluruhan kuartal nilai pasar ekuitas perusahaan masih lebih tinggi dari nilai bukunya, meskipun tidak terlalu tinggi, yaitu sebesar 1.785.

Secara umum, terlihat juga bahwa terjadi peningkatan rasio PBV dari tahun ke tahun yang mengindikasikan bahwa pasar semakin bersedia untuk menilai ekuitas perusahaan di atas nilai bukunya.

4.1.6 Size

Gambar 4-7
Grafik Nilai Rata-Rata Log (TA) per Kuartal

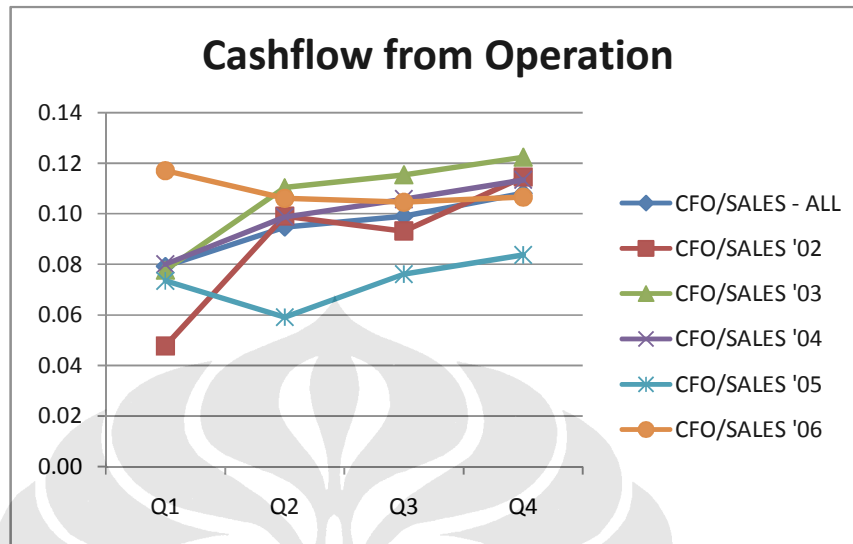


Faktor lain yang juga ingin dilihat ialah ukuran perusahaan. Dalam penelitian ini faktor ukuran perusahaan yang dipakai adalah total asset. Agar nilainya tidak terlalu besar, maka nilai ini dilogartimkan. Terlihat bahwa pada tahun 2006, nilai rata-rata Log (TA) merupakan nilai tertinggi pada kuartal 1 (9.292), kuartal 2 (9.302), kuartal 3 (9.310), dan kuartal 4 (9.308). Sedangkan pada tahun 2002 merupakan nilai terendah pada kuartal 1 (9.163), kuartal 2 (9.167), kuartal 3 (9.176), dan kuartal 4 (9.173). Secara umum, besar rata-rata nilai Log (TA), yaitu 9.219 (kuartal 1), 9.233 (kuartal 2), 9.241 (kuartal 3), dan 9.243 (kuartal 4). Secara keseluruhan, rata-rata nilai log TA sebesar 9.234.

Terlihat bahwa dari tahun ke tahun terjadi pertumbuhan ukuran perusahaan yang konsisten di setiap kuartalnya. Hal ini menunjukkan bahwa secara umum manajemen telah berhasil meningkatkan ukuran perusahaan. Menurut Johnson, Soenen (2003) bahwa terdapat hubungan antara ukuran perusahaan dan kesuksesan finansial. Hal ini dikarenakan perusahaan besar cenderung memiliki performa finansial yang lebih baik dikarenakan diversifikasi resiko, posisi pasar yang dominan, akses yang lebih baik ke pasar modal, dll.

4.1.7 Cashflow from Operation

Gambar 4-8
Grafik Nilai Rata-Rata CFO/Sales per Kuartal

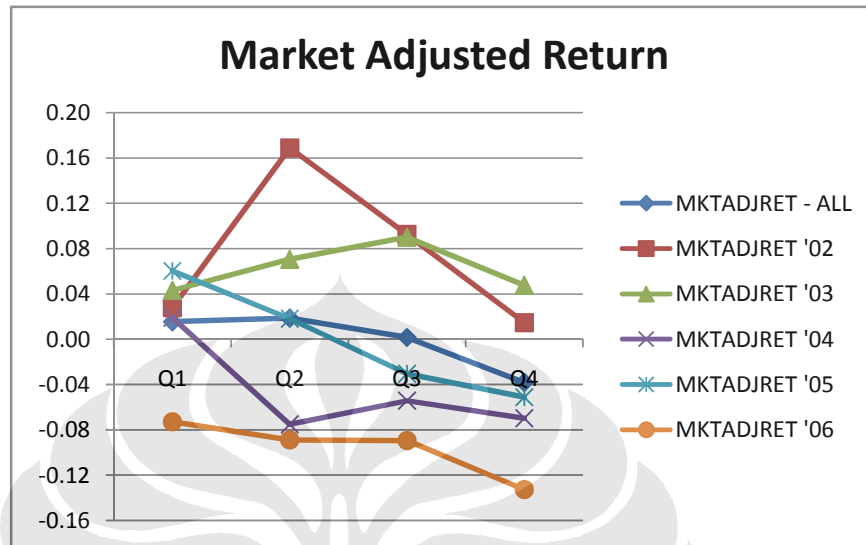


Indikator yang digunakan untuk mengukur arus kas dalam penelitian ini ialah arus kas operasi. Nilai ini dibagi dengan total penjualan. Nilai rata-rata tertinggi pada kuartal 1 terjadi pada tahun 2006 (0.117), pada kuartal 2, 3, dan 4 terjadi pada tahun 2003, yaitu sebesar 0.110, 0.115, 0.122. Sedangkan nilai terendah pada kuartal 1 terjadi pada tahun 2002 (0.048), pada kuartal 2, 3, dan 4 terjadi pada tahun 2005, yaitu 0.059, 0.076, 0.084.

Rata-rata keseluruhan nilai CFO/Sales adalah 0.079 (kuartal 1), 0.095 (kuartal 2), 0.099 (kuartal 3), 0.108 (kuartal 4). Dari grafik di atas terlihat bahwa secara umum di keseluruhan per kuartal, nilai CFO/Sales cenderung mengalami peningkatan di tiap kuartalnya.

4.1.8 Return

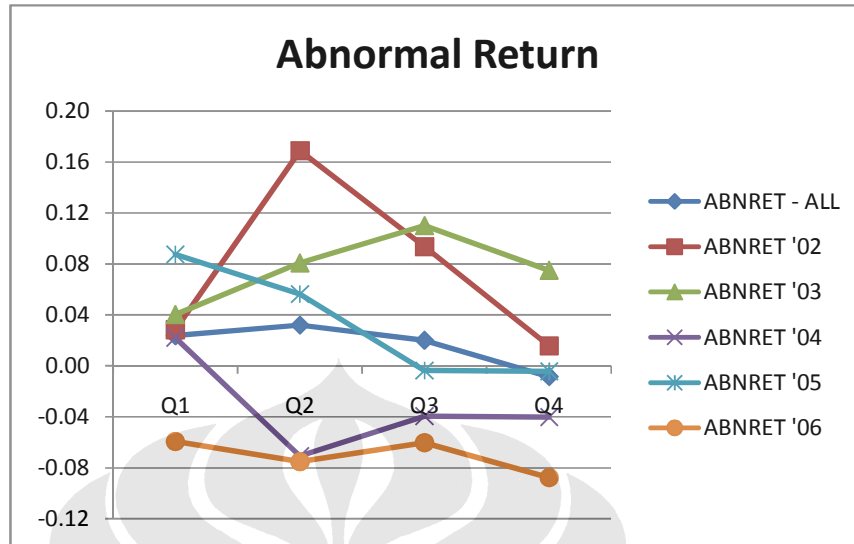
Gambar 4-9
Grafik Nilai Rata-Rata *Market Adjusted Return* per Kuartal



Untuk mengukur *return* pasar digunakan dua indikator yaitu *market adjusted return* dan *abnormal return*. Kondisi tertinggi *market adjusted return* pada setiap kuartalnya cukup bervariasi. Pada kuartal 1 nilai rata-rata tertinggi terjadi pada tahun 2005 sebesar 0.060. Pada kuartal 2 dan 3 terjadi pada tahun 2002 yaitu sebesar 0.169 dan 0.092. Sedangkan pada kuartal 4 terjadi pada tahun 2003 (0.048). Sedangkan nilai terendah *market adjusted return* terjadi pada tahun 2006 yaitu pada kuartal 1 (-0.073), kuartal 2 (-0.089), kuartal 3 (-0.089) dan kuartal 4 (-0.133).

Secara rata-rata keseluruhan, nilai *market adjusted return* pada kuartal 1 sebesar 0.015, lalu mengalami kenaikan menjadi 0.019 selanjutnya menurun pada kuartal 3 (0.002) dan 4 (-0.038).

Gambar 4-10
Grafik Nilai Rata-Rata *Abnormal Return* per Kuartal



Secara keseluruhan, pola *market adusted retun* dan *abnormal return* terlihat memiliki *trend* yang hampir sama. Nilai rata-rata tertinggi *abnormal return* terjadi pada kuartal 1 terjadi pada tahun 2005 (0.087), pada kuartal 2 terjadi pada tahun 2002 (0.169), pada kuartal 3 dan 4 terjadi pada tahun 2003 sebesar 0.110 dan 0.075. Sedangkan nilai terendah pada kuartal 1, 3, dan 4 terjadi pada tahun 2006 yaitu -0.059, -0.060, dan -0.088. Sedangkan untuk kuartal 2 terjadi pada tahun 2004 (-0.071).

Secara keseluruhan rata-rata nilai *abnormal return* pada kuartal 1 yaitu 0.024, meningkat menjadi 0.032 pada kuartal 2 dan mengalami penurunan menjadi 0.020 (kuartal 3) dan -0.008 (kuartal 4).

4.2 Model dengan Menggunakan Laporan Kuartal

4.2.1 Kriteria Ekonometrika

4.2.1.1 Uji Multikolinearitas

Pengujian terhadap adanya gejala multikolinearitas dilakukan dengan menggunakan matriks korelasi. Dari matriks korelasi tersebut terlihat apabila terdapat korelasi yang cukup tinggi antara masing-masing variabel bebas maupun terikat ($>0,8$), maka terdapat indikasi gejala multikolinearitas. Setelah dilakukan pengujian, terlihat bahwa dalam seluruh model yang digunakan tidak terdapat gejala adanya multikolinearitas pada seluruh model yang digunakan. Untuk hasil pengujian lengkap dapat dilihat pada lampiran 3.

4.2.1.2 Uji Heteroskedastisitas

Untuk menguji adanya gejala Heteroskedastisitas dilakukan dengan menggunakan uji White (*White Heteroskedasticity Test*). Pengujian dilakukan terhadap keseluruhan model dengan 2 variabel independen (*market adjusted return* dan *abnormal return*) dengan $\alpha=5\%$. Bila probability Obs*R-squared $< \alpha$, maka terdapat indikasi gejala heteroskedastisitas.

Setelah dilakukan pengujian, ternyata terdapat indikasi gejala heteroskedastisitas pada model 1a dan 1c, yaitu model dengan variabel dependen MKTADJRET pada kuartal 1 dan 3, serta pada model 2a dan 3c yaitu model dengan variabel dependen ABNRET pada kuartal 1 dan 3. Sedangkan model lainnya terbebas dari masalah heteroskedastisitas.

Pada model yang memiliki masalah heteroskedastisitas penulis menggunakan *White's Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors and Variance* pada program Eviews sehingga nilai t-statistik yang dihasilkan dari persamaan regresi menjadi tidak bias. Untuk hasil lengkap uji White dapat dilihat pada lampiran 4.

4.2.1.3 Uji Autokorelasi

Untuk menguji adanya gejala autokorelasi, dapat digunakan pengujian *Breusch-Godfrey (BG) LM Test*. Pengujian dilakukan terhadap keseluruhan model dengan 2 variabel independen (*market adjusted return* dan *abnormal return*) dengan $\alpha=5\%$. Bila *probability Obs*R-squared* $< \alpha$, maka terdapat indikasi gejala autokorelasi.

Dari hasil uji *Breusch-Godfrey (BG) LM Test* di atas terlihat bahwa tidak ada indikasi gejala autokorelasi di seluruh model. Hal ini terlihat dari nilai *probability Obs*R-squared* yang lebih besar dari $\alpha=5\%$ sehingga dapat disimpulkan seluruh model telah terbebas dari masalah autokorelasi. Untuk hasil lengkap uji *Breusch-Godfrey (BG) LM Test* dapat dilihat dalam lampiran 5.

4.2.2 Evaluasi Hasil Regresi

Setelah melakukan *treatment* terhadap seluruh model sehingga memenuhi seluruh asumsi yang digunakan maka diperoleh hasil regresi pada tabel 4-7 dan 4-8.

4.2.2.1 Uji F

Pada model kuartal 1 (model 1a dan 2a) terlihat bahwa model tersebut tidak signifikan secara statistik, hal ini terlihat dari *Probability F-statistics* sebesar 0.246168 dan 0.11974 yang lebih besar dari $\alpha = 5\%$. Sedangkan pada model kuartal 2, 3 dan 4 terlihat bahwa seluruh model signifikan secara statistik terlihat bahwa *Probability F-statistics* yang terjadi jauh lebih kecil dari $\alpha = 5\%$. Hal ini berarti bahwa pada kuartal 2, 3, dan 4 seluruh variabel independen secara bersama-sama memiliki pengaruh signifikan terhadap *market adjusted return* maupun *abnormal return*.

Tabel 4-7
Hasil Regresi terhadap *Market Adjusted Return*
dengan Menggunakan Laporan Kuartal
(Model 1a – 1d)

Model	1a		1b		1c		1d	
Quartal	Q1		Q2		Q3		Q4	
Variable	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.
C	0.11163	0.63020	-0.11810	0.70530	0.49082	0.26860	-0.30050	0.48930
NPM?	0.39873	0.14190	0.64944	0.08270*	0.25728	0.63050	0.77593	0.12640
ROE?	-0.54336	0.46090	0.60714	0.05740*	1.02546	0.00200**	0.10708	0.23400
CR?	0.00760	0.44490	0.00359	0.81330	-0.01930	0.28750	-0.00998	0.57100
DER?	0.03835	0.10400	0.03009	0.07700*	0.01732	0.37530	0.05471	0.03020**
TATO?	0.06614	0.59780	-0.01912	0.82380	-0.13354	0.13360	0.03116	0.53070
PBV?	0.01230	0.30520	-0.00653	0.51480	-0.01491	0.33250	0.00734	0.52430
LOGTA?	-0.02321	0.35310	0.00373	0.90700	-0.05025	0.21680	0.00723	0.87440
CFOSALES?	-0.00341	0.96420	-0.37108	0.00740**	-0.20050	0.28050	0.28273	0.30660
N	195		195		195		195	
R-squared	0.05293		0.17055		0.14846		0.12280	
Adjusted R2	0.01219		0.13487		0.11184		0.08508	
F-statistic	1.29933		4.78057		4.05348		3.25491	
Prob(F-statistic)	0.24617		0.00002**		0.00018**		0.00171**	
** Signifikan pada level $\alpha = 5\%$ * Signifikan pada level $\alpha = 10\%$ NPM = NI/Sales; ROE = NI/Total Equity; CR = Current Asset /Current Liability; DER = Total Debt/Total Equity; TATO = Sales/Total Asset; PBV = Stock Price/Book Value Equity								

Tabel 4-8
Hasil Regresi terhadap *Abnormal Return*
dengan Menggunakan Laporan Kuartal
(Model 2a – 2d)

Model	2a		2b		2c		2d	
Quartal	Q1		Q2		Q3		Q4	
Variable	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.
C	0.30656	0.19780	0.44291	0.17960	1.24540	0.00980**	0.76761	0.11350
NPM?	0.56623	0.05020*	0.89396	0.02390**	0.54717	0.32170	0.82359	0.14490
ROE?	-0.83059	0.26700	0.35489	0.29050	0.82340	0.01250**	0.13129	0.19000
CR?	0.00882	0.35990	0.00214	0.89380	-0.01794	0.33390	0.00373	0.84920
DER?	0.03413	0.14050	0.02253	0.20820	0.01841	0.37370	0.05709	0.04200**
TATO?	0.10690	0.40660	-0.00319	0.97190	-0.12818	0.20670	0.00636	0.90840
PBV?	0.01520	0.19960	0.00199	0.85070	-0.00138	0.93360	0.01836	0.15300
LOGTA?	-0.04488	0.07750*	-0.05697	0.09130*	-0.13357	0.00270**	-0.10882	0.03370**
CFSALES?	-0.01754	0.82300	-0.32117	0.02730**	-0.14915	0.47750	0.28885	0.34790
N	195		195		195		195	
R-squared	0.06538		0.14141		0.13297		0.09377	
Adjusted R2	0.02518		0.10448		0.09568		0.05479	
F-statistic	1.62646		3.82918		3.56572		2.40568	
Prob(F-statistic)	0.11974		0.00034**		0.00072**		0.01712**	
** Signifikan pada level $\alpha = 5\%$ * Signifikan pada level $\alpha = 10\%$ NPM = NI/Sales; ROE = NI/Total Equity; CR = Current Asset /Current Liability; DER = Total Debt/Total Equity; TATO = Sales/Total Asset; PBV = Stock Price/Book Value Equity								

4.2.2.2 Uji R²

Koefisien determinasi (R²) digunakan untuk mengukur kemampuan model dalam menjelaskan variasi dari variabel dependen. Pada model *market adjusted return* terlihat bahwa R² tertinggi terjadi pada kuartal 2 yaitu sebesar 17,06%. Nilai ini menunjukkan bahwa hanya 17,06% variabilitas dari *market adjusted return* saja yang dapat dijelaskan oleh model regresi ini, sedangkan 82,94% sisanya ditentukan oleh faktor lainnya. Sedangkan R² terendah terjadi pada kuartal 1 yaitu hanya 5,29% saja. Berarti hanya 5,29% variabilitas dari *market adjusted return* saja yang dapat dijelaskan oleh model regresi ini, sedangkan 94,71% sisanya ditentukan oleh faktor lainnya.

Pada model *abnormal return*, nilai R² tertinggi juga terjadi pada kuartal 2 yaitu sebesar 14,14%. Hal ini menunjukkan bahwa hanya 14,14% saja variabilitas *abnormal return* yang dapat dijelaskan oleh model, sedangkan 85,86% sisanya oleh faktor lain. Sedangkan R² terendah juga terjadi pada kuartal 1, yaitu sebesar 6,54%.

Dari uji ini kita dapat melihat bahwa ternyata informasi yang terdapat pada laporan kuartal 2 memiliki kemampuan paling baik dalam menjelaskan *market adjusted return* maupun *abnormal return* dibandingkan dengan kuartal lainnya. Sedangkan informasi pada laporan kuartal 1 memiliki kemampuan paling rendah dalam menjelaskan *market adjusted return* dan *abnormal return*.

Tabel 4-9
Kesimpulan Uji F dan R²
Model dengan Menggunakan Laporan Kuartal

	<i>Market Adjusted Return</i>			<i>Abnormal Return</i>		
	Uji F	R ²	Adjusted-R ²	Uji F	R ²	Adjusted-R ²
Kuartal 1	Tidak Signifikan	5,29%	1.22%	Tidak Signifikan	6,54%	2.52%
Kuartal 2	Signifikan	17,06%	13.49%	Signifikan	14,14%	10.45%
Kuartal 3	Signifikan	14,85%	11.18%	Signifikan	13,30%	9.57%
Kuartal 4	Signifikan	12,28%	8.51%	Signifikan	9,38%	5.48%

4.2.2.3 Uji t

Terlihat bahwa pada kuartal 1 tidak ada variabel yang signifikan dalam mempengaruhi *market adjusted return*. Sedangkan pada regresi terhadap *abnormal return*, variabel NPM dan Log (TA) berpengaruh secara signifikan (pada level $\alpha=10\%$) terhadap *abnormal return*.

Pada kuartal 2 terdapat satu variabel yang signifikan pada level $\alpha=5\%$, yaitu variabel CFO/Sales dan tiga variabel yang signifikan pada level $\alpha=10\%$ mempengaruhi *market adjusted return* yaitu variabel NPM, ROE, DER. Pada regresi terhadap *abnormal return* terdapat 2 variabel yang signifikan (pada level $\alpha=5\%$), yaitu variabel NPM, CFO/Sales, dan 1 variabel yang signifikan (pada level $\alpha=10\%$) yaitu variabel Log (TA).

Pada kuartal 3, hanya terdapat satu variabel yang signifikan (pada level $\alpha=5\%$) mempengaruhi *market adjusted return* yaitu variabel ROE dan dua variabel yang signifikan (pada level $\alpha=5\%$) mempengaruhi *abnormal return* yaitu variabel ROE dan Log (TA).

Pada kuartal 4, hanya variabel DER yang signifikan pada level $\alpha=5\%$ mempengaruhi *market adjusted return*. Pada model regresi terhadap *abnormal return*, terdapat dua variabel yang signifikan pada level $\alpha=5\%$, yaitu DER dan Log (TA).

Variable NPM terlihat memiliki pengaruh positif terhadap *market adjusted return* pada seluruh kuartal. Seperti halnya terhadap *market adjusted return*, variabel NPM juga secara konsisten memiliki pengaruh positif terhadap *abnormal return* di seluruh kuartal. Hal ini sesuai dengan ekspektasi sebelumnya. Hasil ini mendukung penelitian Mais (2005). Semakin tinggi rasio ini, akan semakin baik karena perusahaan dapat menghasilkan *margin* keuntungan yang lebih besar sehingga menyebabkan investor lebih tertarik terhadap saham perusahaan tersebut.

Variabel ROE memiliki pengaruh yang serupa terhadap *market adjusted return* dan *abnormal return*. Rasio ini berpengaruh positif terhadap *market adjusted return* dan *abnormal*

return pada kuartal 2, dan 3 dan 4. Pengaruh positif dari ROE ini juga ditemukan pada beberapa penelitian terdahulu seperti Purnomo (1998), Prasetya (2000), Mais (2005), Sparta, Februwaty (2005). Namun variabel ini memiliki pengaruh negatif terhadap *abnormal return* dan *market adjusted return* pada kuartal 1. Semakin tinggi nilai ROE menunjukkan nilai pengembalian yang lebih tinggi terhadap modal para pemegang saham sehingga mampu memaksimalkan kekayaan para pemegang saham. Pengaruh negatif ROE terhadap *market adjusted return* maupun *abnormal return* saham tidak dapat dijelaskan dengan dasar teori oleh karena itu hal ini mungkin disebabkan karena kurangnya observasi atau periode pengamatan yang digunakan. Di samping itu, terlihat bahwa pada kuartal 1 secara keseluruhan model terlihat tidak signifikan secara statistik.

Dari sisi likuiditas jangka pendek, terlihat bahwa rasio CR memiliki pengaruh positif pada kuartal 1 dan 2 terhadap *market adjusted return*, namun pengaruhnya menjadi negatif pada kuartal 3 dan 4. Sedangkan terhadap *abnormal return* terlihat bahwa rasio CR memiliki pengaruh positif pada kuartal 1, 2, dan 4, sedangkan pada kuartal 3 berpengaruh negatif. Pengaruh positif dari CR terhadap *return* saham juga ditemukan oleh Hamzah (2007). Sedangkan pengaruh negatif didokumentasikan oleh Roswati (2007). Semakin tinggi rasio ini menunjukkan bahwa perusahaan semakin likuid. menunjukkan bahwa perusahaan semakin mampu untuk membayar kewajiban jangka pendeknya sehingga berdampak positif terhadap *market adjusted return* saham ataupun *abnormal return* saham. Pengaruh negatif dapat disebabkan karena likuiditas yang terlampaui tinggi dapat mengindikasikan praktek manajemen yang kurang baik. Terlalu banyak kas dapat menunjukkan bahwa manajer tidak melakukan tugasnya secara maksimal seperti tidak mencari kesempatan atau proyek-proyek yang memiliki *return* lebih tinggi atau dapat juga menunjukkan bahwa manajemen cenderung untuk menumpuk kas yang seharusnya dikembalikan kepada para pemegang saham (Johnson, Soenen 2003).

Variabel DER terlihat secara konsisten mempengaruhi *market adjusted return* dan *abnormal return* secara positif terhadap seluruh kuartal. Hal ini mendukung hasil penelitian Purnomo (1998), dan Hamzah (2007). Salah satu alasannya dapat dikarenakan bahwa secara umum investor cenderung untuk menyukai *leverage* yang tinggi karena diharapkan akan dapat meningkatkan kesempatan perusahaan untuk berekspansi sehingga dapat meningkatkan potensi pertumbuhan.

Variabel TATO memiliki pengaruh positif pada kuartal 1 dan 4 terhadap *market adjusted return* dan *abnormal return* serta berpengaruh negatif pada kuartal 2 dan 3 terhadap *market adjusted return* maupun *abnormal return*. Hamzah (2007) mendokumentasikan pengaruh positif dari TATO terhadap *return* saham. Semakin tinggi rasio ini maka manajemen semakin efektif dalam memberdayakan asset perusahaan dalam menghasilkan pendapatan bagi perusahaan. Hal ini pada akhirnya dapat berdampak pada peningkatan kinerja perusahaan sehingga investor menjadi tertarik pada saham perusahaan yang bersangkutan. Pengaruh negatif dari rasio ini tidak dapat dijelaskan dengan dasar teori ataupun nalar, sehingga mungkin disebabkan karena kurangnya observasi atau data yang digunakan.

Variabel PBV memiliki pengaruh positif pada kuartal 1 dan 4 dan pengaruh negatif pada kuartal 2 dan 3 terhadap *market adjusted return*. Sedangkan pada *abnormal return* pada kuartal 1, 2, 4 variabel PBV berpengaruh positif terhadap *abnormal return* dan pengaruh negatif hanya terjadi pada kuartal 3 saja. Pengaruh positif dari PBV ini juga ditemukan oleh Manao, Nur (2001), Hobarth (2006), Meythi (2006). Sebaliknya variabel ini juga dapat memiliki pengaruh negatif yang ditemukan oleh Utama, Santosa (1998), Restrainingtyas (2007). Nilai PBV yang terlalu tinggi menunjukkan bahwa harga saham tersebut *overvalued* sehingga terdapat kecenderungan bahwa harganya cenderung turun menuju nilai intrinsiknya sehingga *returnnya* menjadi rendah.

Variabel Log (TA) memiliki pengaruh positif pada kuartal 2 dan 4 dan pengaruh negatif pada kuartal 1 dan 3 terhadap *market adjusted return*. Sedangkan terhadap *abnormal return*, variabel ini secara konsisten memiliki pengaruh negatif pada seluruh kuartal. Meythi (2006) juga menemukan pengaruh positif dari ukuran perusahaan. Pengaruh negatif ini ditemukan oleh Daniati, Suhairi (2006) dan Hobarth (2006). Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan kecil (berdasarkan total asset) memiliki performa saham yang lebih baik dibandingkan perusahaan besar. Perusahaan-perusahaan kecil memiliki potensi untuk tumbuh yang lebih tinggi, dimana perusahaan-perusahaan besar lebih berfokus pada dividen.

Variabel CFO/Sales memiliki efek pengaruh yang sama terhadap *market adjusted return* dan *abnormal return*. Pengaruhnya bersifat positif hanya pada kuartal 4, dan pengaruh negatif pada kuartal 1, 2, 3. Manurung (1998) seperti dikutip dalam Restrainingtyas (2007) menjelaskan bahwa terdapat ekspektasi yang positif terhadap nilai arus kas operasi. Hal ini dikarenakan kenaikan dari nilai arus kas operasi menunjukkan kenaikan kinerja dari kegiatan inti operasi perusahaan.

Pada pengujian menggunakan data dari laporan kuartal menunjukkan hasil yang tidak konsisten antar kuartal, baik dari tingkat signifikansi maupun tanda dari untuk beberapa variabel independen yang diuji. Hal ini dapat disebabkan karena minimnya jumlah observasi yang digunakan pada masing-masing kuartal sehingga kemungkinan terjadi ketidak konsistenan antar kuartal cukup tinggi.

Tabel 4-10
Kesimpulan Uji t
Model dengan Menggunakan Laporan Kuartal

	<i>Market Adjusted Return</i>	<i>Abnormal Return</i>
Kuartal 1	-	-
Kuartal 2	NPM*, ROE*, DER*, CFO/Sales**	NPM**, Log TA*, CFO/Sales**
Kuartal 3	ROE**	ROE**, Log TA**
Kuartal 4	DER**	DER**, Log TA**
** Signifikan pada level $\alpha=5\%$ * Signifikan pada level $\alpha=10\%$		

4.3. Model dengan Menggunakan Seluruh Data

4.3.1 Kriteria Ekonometrika

4.3.1.1 Uji Multikolinearitas

Pengujian terhadap adanya gejala multikolinearitas dilakukan dengan menggunakan matriks korelasi. Dari matriks korelasi tersebut terlihat apabila terdapat korelasi yang cukup tinggi antara masing-masing variabel bebas maupun terikat ($>0,8$), maka terdapat indikasi gejala multikolinearitas. Pengujian dilakukan terhadap seluruh model dengan melibatkan seluruh variabel bebas dan terikatnya.

Dari matriks korelasi, terlihat bahwa tidak adanya korelasi yang kuat antar variabel yang digunakan, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak ada gejala multikolinearitas pada seluruh model yang digunakan. Untuk hasil pengujian lengkap dapat dilihat pada lampiran 2.

4.3.1.2 Uji Heteroskedastisitas

Untuk menguji adanya gejala Heteroskedastisitas dilakukan dengan menggunakan uji White (*White Heteroskedasticity Test*). Pengujian dilakukan terhadap keseluruhan model dengan 2 variabel independen (*market adjusted return* dan *abnormal return*) dengan $\alpha=5\%$. Bila $probability\ Obs * R-squared < \alpha$, maka terdapat indikasi gejala heteroskedastisitas.

Dari hasil uji White terlihat bahwa dalam model regresi dengan *market adjusted return* terdapat gejala heteroskedastisitas pada model *profitability*, *leverage*, *turnover*, *size*, dan *all variable*. Sedangkan regresi terhadap *abnormal return*, terdapat masalah heteroskedastisitas untuk model *profitability*, *leverage*, *turnover*, *size*, dan *all variable*. Sedangkan model lainnya terbebas dari masalah heteroskedastisitas.

Pada model yang memiliki masalah heteroskedastisitas penulis menggunakan *White's Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors and Variance* pada program Eviews sehingga t-statistik yang dihasilkan menjadi tidak bias. Untuk hasil lengkap uji White dapat dilihat pada lampiran 3.

4.3.1.3 Uji Autokorelasi

Untuk menguji adanya gejala autokorelasi, dapat digunakan pengujian *Breusch-Godfrey (BG) LM Test*. Pengujian dilakukan terhadap keseluruhan model dengan 2 variabel independen (*market adjusted return* dan *abnormal return*) dengan $\alpha=5\%$. Bila *probability Obs*R-squared* $< \alpha$, maka terdapat indikasi gejala autokorelasi.

Dari hasil uji *Breusch-Godfrey (BG) LM Test* terlihat bahwa ada indikasi gejala autokorelasi di seluruh model. Ini terlihat dari nilai *probability Obs*R-squared* yang lebih kecil dari $\alpha=5\%$. Hal ini disebabkan karena beberapa data yang digunakan melibatkan data kuartalan sehingga terdapat indikasi korelasi *error* yang terjadi antar kuartal. Untuk hasil lengkap uji *Breusch-Godfrey (BG) LM Test* dapat dilihat dalam lampiran 4.

4.3.2 Evaluasi Hasil Regresi

Setelah melakukan *treatment* terhadap seluruh model sehingga memenuhi seluruh asumsi yang digunakan maka diperoleh hasil regresi pada tabel 4-11 dan 4-12.

4.3.2.1 Uji F

Dalam uji keseluruhan model terlihat bahwa seluruh variabel yang digunakan signifikan dengan $\alpha=5\%$ pada seluruh model *market adjusted return* maupun *abnormal return*. Terlihat bahwa seluruh model memiliki *probability F-Statistics* sebesar 0.00000. Hasil ini menunjukkan bahwa pada level $\alpha=5\%$ variabel independen yang diuji secara simultan/bersama-sama memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen (*market adjusted return*).

Tabel 4-11
Hasil Regresi terhadap *Market Adjusted Return* dengan Menggunakan Seluruh Data

Model	MKTADJRET															
	3a		4a		5a		6a		7a		8a		9a		10a	
Variable	PROFITABILITY		LIQUIDITY		LEVERAGE		TURNOVER		MARKET		SIZE		CASHFLOW		ALL VARIABLE	
	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.
c	-0.06238	0.00680**	0.01101	0.69290	-0.00319	0.90330	0.03681	0.15270	-0.07077	0.00420	-0.46337	0.04960	-0.00667	0.74840	0.30595	0.26970
NPM?	0.64288	0.00000**													0.48739	0.00380**
ROE?	0.11548	0.07930*													0.14062	0.06190*
CR?			-0.00471	0.58750											-0.00260	0.75620
DER?					0.00246	0.86290									0.02106	0.16430
TATO?							-0.05022	0.00790**							-0.05870	0.00570**
PBV?									0.03886	0.00000**					0.03920	0.00010**
LOGTA?											0.05019	0.04690**			-0.04434	0.14730
CFSALES?													0.07157	0.35670	-0.00412	0.96010
N	780		780		780		780		780		780		780		780	
R ²	0.36374		0.33125		0.33104		0.33860		0.35474		0.33466		0.33173		0.39101	
Adjusted R ²	0.36128		0.32953		0.32931		0.33690		0.35308		0.33295		0.33001		0.38389	
F-statistics	147.68470		192.19060		192.00090		198.63730		213.31150		195.16200		192.60700		54.86170	
Prob (F-statistics)	0.00000**		0.00000**		0.00000**		0.00000**		0.00000**		0.00000**		0.00000**		0.00000**	

* Signifikan pada level $\alpha=10\%$
** Signifikan pada level $\alpha=5\%$
MKTADJRET = $\sum_{t=0}^n (R_i - R_m)$; NPM = NI/Sales; ROE = NI/Total Equity; CR = Current Asset/Current Liability; DER = Total Debt/Total Equity; TATO = Sales/Total Asset; PBV = Stock Price/Book Value
Equity

Tabel 4-12
Hasil Regresi terhadap Abnormal Return dengan Menggunakan Seluruh Data

Model	ABNRET															
	3b		4b		5b		6b		7b		8b		9b		10b	
Variable	PROFITABILITY		LIQUIDITY		LEVERAGE		TURNOVER		MARKET		SIZE		CASHFLOW		ALL VARIABLE	
	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.
c	-0.03699	0.13860	-0.01688	0.57400	0.04443	0.11420	0.04197	0.13140	-0.05406	0.03990	0.08626	0.72270	0.01331	0.55130	0.74082	0.01030**
NPM	0.54404	0.00070**													0.43207	0.02140**
ROE	0.11749	0.04280**													0.13709	0.03360**
CR?			0.01511	0.10340											0.01121	0.22380
DER?					-0.01944	0.19630									0.00797	0.61330
TATO							-0.03296	0.11590							-0.04371	0.05170*
PBV									0.03946	0.00000**					0.04438	0.00000**
LOGTA?												-0.00740	0.77530		-0.09291	0.00350**
CFO/SALES?													0.04832	0.55900	0.01513	0.85630
N	780		780		780		780		780		780		780		780	
R-squared	0.35798		0.33652		0.33600		0.33715		0.35590		0.33434		0.33456		0.38661	
Adjusted R ²	0.35549		0.33481		0.33429		0.33544		0.35424		0.33262		0.33285		0.37943	
F-statistics	144.04100		196.79890		196.33780		197.35070		214.39300		194.87610		195.07260		53.85314	
Prob (F-statistics)	0.00000**		0.00000**		0.00000**		0.00000**		0.00000**		0.00000**		0.00000**		0.00000**	

* Signifikan pada level $\alpha=10\%$

** Signifikan pada level $\alpha=5\%$

ABNRET = $\sum_{t=0}^n (R_i - E(R_i))$; NPM = NI/Sales; ROE = NI/Total Equity; CR = Current Asset/Current Liability; DER = Total Debt/Total Equity; TATO = Sales/Total Asset; PBV = Stock Price/Book Value Equity

Dalam pengujian regresi terhadap *abnormal return* diperoleh nilai F-stats sebesar 144.04100 (model *profitability*), 196.79890 (model *liquidity*), 196.33780 (model *leverage*), 197.35070 (model *turnover*), 214.39300 (model *market*), 194.87610 (model *size*), 195.07260 (model *cashflow*), 53.85314 (model *all variable*). Terlihat bahwa seluruh model memiliki *probability F-Statistics* sebesar 0.00000. Hasil ini menunjukkan bahwa pada level $\alpha=5\%$ variabel independen yang diuji secara simultan/bersama-sama memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen (*abnormal return*).

4.3.2.2 Uji R²

Market adjusted return

Uji R² digunakan untuk melihat kemampuan model untuk menjelaskan *market adjusted return*. Nilai R² tertinggi dengan model regresi dengan seluruh variabel sebesar 39,1%. Sedangkan nilai R² terendah yaitu pada model *leverage* sebesar 33,1%. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat *market adjusted return* saham tidak hanya dipengaruhi oleh variabel independen yang telah diuji dalam penelitian ini tetapi banyak disebabkan oleh faktor lain (antara 60,9% - 66,9%).

Membandingkan nilai adjusted-R²

Untuk membandingkan kemampuan model dalam menjelaskan masing-masing variabel dependen kita membandingkan nilai adjusted-R² nya. Pada model ini terlihat bahwa nilai adjusted-R² tertinggi dimiliki model dengan seluruh variabel, yaitu sebesar 38,39%. Nilai adjusted-R² kedua tertinggi terjadi pada model *profitability* yaitu sebesar 36,12%. Adjusted-R² terendah yaitu pada model *leverage* sebesar 32,93%.

Dari sini terlihat bahwa ternyata model dengan seluruh variabel memiliki merupakan model yang paling baik dalam menjelaskan *market adjusted return*. Jika kita

melihat per indikator, maka indikator yang paling baik dalam menjelaskan *market adjusted return* adalah model profitabilitas (variabel NPM dan ROE). Sedangkan indikator yang paling buruk adalah model *leverage* (variabel DER).

Abnormal return

Uji R^2 juga dilakukan dengan model *abnormal return*. R^2 tertinggi dengan model seluruh variabel sebesar 38,66%. Sedangkan R^2 terendah terjadi pada model *size* sebesar 33,43%. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat *abnormal return* saham tidak hanya dipengaruhi oleh variabel independen yang telah diuji dalam penelitian ini, tetapi sebagian besar (61,34% - 66,57%) dipengaruhi oleh faktor lain.

Membandingkan nilai Adjusted R^2

Pada model dengan variabel dependen *abnormal return*, terlihat bahwa model dengan seluruh variabel memiliki nilai adjusted- R^2 tertinggi yaitu sebesar 37,94%. Setelah itu, model *profitability* memiliki nilai adjusted- R^2 kedua tertinggi sebesar 35,55%. Nilai adjusted- R^2 nya terendah yaitu pada model *size* yaitu sebesar 33,26%.

Hal ini menunjukkan bahwa model dengan seluruh variabel merupakan model yang paling baik dalam menjelaskan *abnormal return*. Dari model per indikator terlihat bahwa model yang paling baik adalah model *profitability* dan model yang paling buruk adalah model *size*.

Tabel 4-13
Tabel Kesimpulan Uji F
Model dengan Menggunakan Seluruh Data

Model	Market Adjusted Return			Abnormal Return		
	Uji F	R ²	Adjusted-R ²	Uji F	R ²	Adjusted-R ²
<i>Profitability</i>	Signifikan	36,37%	36.13%	Signifikan	35,80%	35.55%
<i>Liquidty</i>	Signifikan	33,13%	32.95%	Signifikan	33,65%	33.48%
<i>Leverage</i>	Signifikan	33,10%	32.93%	Signifikan	33,60%	33.43%
<i>Turnover</i>	Signifikan	33,86%	33.69%	Signifikan	33,72%	33.54%
<i>Market</i>	Signifikan	35,47%	35.31%	Signifikan	35,60%	35.42%
<i>Size</i>	Signifikan	33,47%	33.30%	Signifikan	33,43%	33.26%
<i>Cashflow</i>	Signifikan	33,17%	33.00%	Signifikan	33,46%	33.29%
<i>All Variable</i>	Signifikan	39,10%	38.39%	Signifikan	38,66%	37.94%

4.3.2.3 Uji t

Profitability

Pada model *profitability* dengan variabel NPM dan ROE, terlihat bahwa ternyata kedua rasio (NPM pada $\alpha=5\%$ dan ROE pada $\alpha=10\%$) signifikan mempengaruhi variabel *market adjusted return*. Pada regresi dengan *abnormal return*, ternyata kedua variabel ini juga memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *abnormal return* ($\alpha=5\%$). Hal ini mendukung penelitian Mais (2005), Sparta Ferbruwaty (2005).

Setelah melakukan uji regresi, dari sisi profitabilitas dapat terlihat bahwa variabel NPM (*Net Profit Margin*) memiliki pengaruh secara positif terhadap *market adjusted return* dan *abnormal return*. Hal ini sejalan dengan hasil penelitian Mais (2005). Hal ini mengindikasikan semakin tinggi NPM perusahaan maka saham perusahaan tersebut dapat menghasilkan *market adjusted return* maupun *abnormal return* yang lebih tinggi. Hal ini disebabkan karena semakin tinggi NPM, berarti perusahaan menghasilkan *profit* yang lebih tinggi dari setiap Rupiah pendapatan yang dihasilkan perusahaan.

Variabel ROE (*Return on Equity*) Secara umum, variabel ROE memiliki pengaruh secara positif terhadap *market adjusted return* maupun *abnormal return*. Semakin tinggi nilai ROE menunjukkan bahwa perusahaan dapat menghasilkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi dari ekuitas para pemegang saham. Tingginya ROE juga dapat menunjukkan bahwa perusahaan semakin efisien dalam menggunakan dana yang diinvestasikan para pemegang saham untuk menghasilkan pertumbuhan laba. Dari sini dapat disimpulkan bahwa investor memperhatikan variabel NPM maupun ROE. Berdasarkan penelitian Purnomo (1997), Mais (2005), Sparta, Febuaty (2005) juga terbukti bahwa ROE memiliki pengaruh positif terhadap *return* saham.

Investor/para pemegang saham sangat memperhatikan nilai *earnings* masa kini dan masa depan serta stabilitas *earnings* perusahaan. Sehingga, investor lebih mengkonsentrasikan analisis mereka terhadap profitabilitas perusahaan. Mereka akan memperhatikan kondisi finansial yang mempengaruhi kemampuan perusahaan untuk membayar dividen dan terhindar dari kebangkrutan (Horne, 2002).

Liquidity

Pada model *liquidity* dengan regresi terhadap *market adjusted return* terlihat bahwa rasio CR tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *market adjusted return*. Begitu pula terhadap *abnormal return*, rasio CR tidak memiliki pengaruh yang signifikan.

Variabel CR (*Current Ratio*) terlihat memiliki pengaruh yang bersifat negatif terhadap *market adjusted return* dan positif terhadap *abnormal return*. Pengaruh positif tersebut dapat dijelaskan karena semakin tinggi nilai CR maka perusahaan tersebut akan semakin likuid dan perusahaan tersebut tidak memiliki kesulitan dalam melunasi hutang jangka pendeknya. Perusahaan yang bersangkutan memiliki kekuatan finansial dalam jangka pendek. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Hamzah (2007).

Pengaruh yang negatif tersebut seperti yang didokumentasikan oleh Roswati (2007) dapat terjadi jika *Current Ratio* perusahaan terlalu tinggi berarti terjadi banyak penumpukan asset lancarnya seperti kas, persediaan. Seharusnya manajemen dapat memberdayakan asset ini sehingga lebih maksimal.

Leverage

Pada model *leverage* dengan menggunakan variabel *Debt to Equity* terlihat bahwa variabel ini tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *market adjusted return* maupun *abnormal return*. Hal ini sejalan dengan penelitian Hamzah (2007).

Variabel DER (*Debt to Equity Ratio*) memiliki pengaruh positif terhadap *market adjusted return*. Hal ini sesuai penelitian Purnomo (1998), Hamzah (2007). DER menunjukkan struktur modal perusahaan. Tingginya DER menunjukkan bahwa perusahaan bersifat agresif dalam menggunakan pembiayaan dengan hutang. Perusahaan dapat menggunakan dana pembiayaan ini untuk membiayai pertumbuhan perusahaan dalam jangka panjang sehingga mampu menghasilkan keuntungan.

Namun DER memiliki pengaruh negatif terhadap *abnormal return*. Hal ini sejalan dengan penelitian Mais (2005), Hobarth (2006). Nilai DER yang terlalu tinggi mengindikasikan perusahaan akan menjadi lebih beresiko dikarenakan perusahaan harus membayar beban bunga serta pokok hutang dalam waktu tertentu di masa depan.

Turnover

Pada model *turnover*, ternyata variabel TATO memiliki pengaruh yang signifikan ($\alpha=5\%$), terhadap *market adjusted return*. Namun tidak demikian halnya terhadap *abnormal return*, rasio TATO tidak memiliki pengaruh yang signifikan. Pengaruh yang tidak signifikan ini juga didukung oleh Hamzah (2007).

Variabel TATO (*Total Asset Turnover*) memiliki pengaruh negatif terhadap *market adjusted return* dan positif terhadap *abnormal return*. Sesuai dengan dasar teori, seharusnya variabel TATO memiliki pengaruh yang positif terhadap *market adjusted return* maupun *abnormal return*. Hal ini sejalan dengan Hamzah (2007). Karena semakin tinggi TATO maka perusahaan akan semakin efisien dalam menggunakan assetnya untuk menghasilkan penjualan/pendapatan pada kegiatan operasinya. Semakin tinggi nilainya maka akan semakin baik sehingga dapat berdampak positif terhadap *return* saham. Pengaruh negatif dari TATO terhadap *market adjusted return* ini tidak dapat dijelaskan dengan teori ataupun nalar, sehingga mungkin hal ini disebabkan karena kurangnya data atau observasi yang digunakan.

Market

Pada model *market*, rasio PBV memiliki pengaruh yang sangat signifikan baik terhadap *market adjusted return* maupun *abnormal return*. Hal ini terlihat bahwa *P-value* dari rasio ini sangat rendah (0.00000) dibandingkan dengan $\alpha=5\%$. Pengaruh yang signifikan dari PBV juga ditemukan oleh Utama, Santosa (1998), Prasetya (2000), Hobarth (2006).

Rasio market yang dicerminkan dari rasio PBV (*Price to Book Value*) ternyata memiliki pengaruh positif terhadap *market adjusted return* dan *abnormal return*. Hasil ini sesuai dengan Manao, Nur (2001), Hobarth (2006), Meythi (2006).

Size

Variabel Log (TA) sebagai indikator ukuran perusahaan ternyata signifikan mempengaruhi *market adjusted return*. Hal ini mendukung penelitian Daniati, Suhairi (2006). Namun tidak demikian halnya dengan *abnormal return*. Terlihat bahwa rasio ini

tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *abnormal return*. Pengaruh yang tidak signifikan ini juga didokumentasikan oleh Hobarth (2006), Meythi (2006).

Variabel ini memiliki pengaruh positif terhadap *market adjusted return*. Meythi (2006) juga menemukan pengaruh positif dari variabel ini terhadap *return* saham. Hal ini dapat dijelaskan dari berbagai faktor seperti diversifikasi resiko, posisi pasar yang dominan, akses yang lebih baik ke pasar modal, dll.

Jika kita melihat pengaruhnya terhadap *abnormal return*, variabel Log TA memiliki pengaruh yang negatif terhadap *abnormal return*. Sedangkan pengaruh negatif atas *size* ditemukan oleh Hobarth (2006), Daniati, Suhairi (2006). Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan kecil (berdasarkan total assetnya) memiliki performa saham yang lebih baik dibandingkan perusahaan besar. Perusahaan-perusahaan kecil memiliki potensi untuk tumbuh yang lebih tinggi, dimana perusahaan-perusahaan besar lebih berfokus pada dividen.

Cashflow From Operation

Faktor arus kas pada model *cashflow* yang dilihat dari variabel CFO/Sales ternyata tidak memiliki pengaruh yang signifikan secara statistik baik terhadap *market adjusted return* maupun *abnormal return*. Hal ini sejalan dengan penelitian Manurung (1998).

Variabel CFO/Sales ternyata memiliki pengaruh yang positif terhadap kedua variabel independen. Semakin tinggi arus kas operasi yang dihasilkan maka hal ini akan berdampak positif terhadap *market adjusted return* maupun *abnormal return*. Hal ini sesuai dengan penelitian Manurung (1998) yang mengindikasikan bahwa arus kas operasi memiliki hubungan positif dengan kinerja saham di bursa. Arus kas yang surplus dapat meningkatkan harga saham atau kinerja perusahaan di bursa semakin meningkat.

All Variable

Pada pengujian terhadap keseluruhan variabel, terlihat dari 8 variabel independen yang diuji, terlihat bahwa variabel-variabel yang signifikan mempengaruhi *market adjusted return* adalah NPM ($\alpha=5\%$), ROE ($\alpha=10\%$), TATO ($\alpha=5\%$), PBV ($\alpha=5\%$). Sedangkan variabel lainnya tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *market adjusted return* saham. Pada pengujian terhadap *abnormal return*, ternyata variabel yang signifikan berpengaruh adalah NPM ($\alpha=5\%$), ROE ($\alpha=5\%$), TATO ($\alpha=10\%$), PBV ($\alpha=5\%$), Log TA ($\alpha=5\%$).

Pada regresi dengan menggunakan seluruh variabel terhadap *market adjusted return* terlihat bahwa variabel NPM, ROE, DER, PBV memiliki pengaruh positif. Sedangkan CR, TATO, Log (TA), CFO/Sales memiliki pengaruh negatif. Seluruh tanda variabel sesuai dengan ekspektasi kecuali PBV, TATO dan CFO/Sales. Pada regresi terhadap *abnormal return* variabel NPM, ROE, CR, DER, PBV, CFO/Sales memiliki pengaruh positif. Sedangkan TATO, Log (TA) memiliki pengaruh negatif. Seluruh tanda variabel sesuai dengan ekspektasi kecuali TATO dan PBV.

Tabel 4-14
Tabel Kesimpulan Uji t
Model dengan Menggunakan Seluruh Data

	<i>Market Adjusted Return</i>	<i>Abnormal Return</i>
PROFITABILITY	NPM**, ROE*	NPM**, ROE**
LIQUIDTY	-	-
LEVERAGE	-	-
TURNOVER	TATO**	-
MARKET	PBV**	PBV**
SIZE	Log TA**	-
CASHFLOW	-	-
ALL VARIABLES	NPM**, ROE*, TATO**, PBV**	NPM**, ROE**, TATO*, PBV**, Log TA**
** Signifikan pada level $\alpha=5\%$ * Signifikan pada level $\alpha=10\%$		