

BAB IV

ANALISA DATA DAN PEMBAHASAN

IV.1. Seleksi Sampel

Setelah dilakukan seleksi sampel, maka sampel yang digunakan dalam penelitian ini berjumlah 14 perusahaan yang terdiri dari :

1. Bank Central Asia (BBCA),
2. Bank Buana (BBIA),
3. Bank Negara Indonesia (BBNI),
4. Bank Century International (BCIC),
5. Bank Danamon (BDMN),
6. Bank Eksekutif (BEKS),
7. Bank Niaga (BNGA),
8. Bank International Indonesia (BNII),
9. Bank Permata (BNLI),
10. Bank Victoria (BVIC),
11. Bank Lippo (LPBN),
12. Bank MEGA (MEGA),
13. Bank NISP (NISP), dan
14. Bank Panin (PNBN).

Pengambilan sampel tersebut dilakukan dengan menggunakan beberapa kriteria seperti yang telah dijelaskan di dalam bab sebelumnya. Seleksi dalam pengambilan sampel tersebut adalah sebagai berikut:

Tabel 4.1
Seleksi Sampel

No.	Kriteria Pengambilan Sampel	Jumlah Perusahaan
1.	Perusahaan kategori industri perbankan yang terdaftar di BEI sejak Januari tahun 2002 sampai dengan Desember tahun 2006:	18
2.	Perusahaan <i>delisting</i> selama periode Januari tahun 2002 sampai dengan Desember tahun 2006:	(0)
3.	Tahun buku tidak berakhir tanggal 31 Desember:	(0)
4.	Perusahaan tidak mempublikasikan laporan keuangan yang telah diaudit:	(0)
5.	Saham perusahaan tidak aktif diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2001 sampai tahun 2007:	(4)
	Jumlah sampel yang digunakan :	14

IV.2 Statistik Deskriptif

Berikut ini disajikan hasil perhitungan statistik variabel penelitian untuk keseluruhan data.

Tabel 4.2
Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Variabel	N	Mean	Maximum	Minimum	Std. Dev.
Expected Return	70	0.0039	0.029846	-0.003577	0.007526
PBB	70	0.003373	0.123726	-0.081244	0.022812
CFO	70	0.01107	0.943604	-1.030252	0.217944
CFI	70	0.013363	2.089411	-0.749957	0.282752
CFF	70	-0.001826	0.198757	-0.360861	0.07153
DISCITEM	70	0.569218	0.696833	0.402913	0.060049
SIZE	70	30.71331	32.80603	27.92314	1.293223
ROE	70	0.021493	0.4329	-6.4604	0.898999
PER	70	13.48957	124.8	-3.88	17.64474

Sumber : Hasil Olahan Program Eviews

Uraian hasil perhitungan di atas adalah sebagai berikut:

1. Rata-rata *Expected Return* adalah 0.39% (dalam rentang dari -0.36% hingga 2.98% dan standar deviasi 0.75%). Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata tingkat *expected return* saham perbankan di Indonesia masih sangat rendah dan namun dengan pergerakan *return* saham harian yang relatif tinggi.
2. Rata-rata pendapatan bunga bersih adalah 0.34% dalam ukuran relatif terhadap total aset perusahaan (dalam rentang dari -8.12% hingga 12.% dan standar deviasi 2.28%). Standar deviasi yang relatif rendah menunjukkan perbedaan pendapatan bunga bersih antar perusahaan perbankan relatif sempit.
3. Rata-rata arus kas operasi adalah 1.11% (dalam rentang dari -103% hingga 94.36% dan standar deviasi 21.79%). Hasil ini menunjukkan bahwa secara rata-rata perusahaan yang menjadi sampel penelitian memiliki kemampuan

untuk menghasilkan arus kas operasi sebesar 1.1%, relatif terhadap total *asset*. Sementara standar deviasinya yang relatif tinggi menunjukkan pola arus kas kegiatan operasi perbankan sangat beragam.

4. Rata-rata arus kas investasi adalah 1.34% (dalam rentang dari -75% hingga 208.94% dan standar deviasi 28.28%). Hasil ini menunjukkan bahwa secara rata-rata perusahaan dalam sampel penelitian memiliki kemampuan untuk menghasilkan arus kas investasi relatif terhadap total *asset*-nya sebesar 1.34%. Seperti halnya arus kas kegiatan operasi, pola arus kas kegiatan investasi antar perusahaan perbankan juga relatif bervariasi, yang ditunjukkan oleh tingginya standar deviasi variabel ini.
5. Rata-rata arus kas pendanaan adalah -0.18% (dalam rentang dari -75% hingga 19.87% dan standar deviasi 7.15%). Hasil ini menunjukkan bahwa secara rata-rata perusahaan dalam sampel penelitian memiliki kemampuan untuk menggunakan arus kas pendanaan relatif terhadap total *asset* sebesar -0.18%. Dan standar deviasinya yang tinggi menunjukkan pola arus kas kegiatan pendanaan perbankan cukup bervariasi.
6. Rata-rata skor atau tingkat pengungkapan pos laporan keuangan adalah 56.92% (dalam rentang dari 40.29% hingga 69.68% dan standar deviasi 6%). Secara rata-rata, tingkat pengungkapan pos-pos laporan keuangan pada bank-bank yang dijadikan sampel masih tergolong rendah jika dibandingkan dengan ketentuan P3LKEPP yang akan diimplementasikan, yaitu hanya sebesar 56.92%. Dan standar deviasinya yang rendah juga menunjukkan bahwa rendahnya pengungkapan merata pada semua perbankan.

7. Rata-rata ukuran perusahaan adalah 30.71331 (dalam rentang dari 27.92314 hingga 32.80603 dan standar deviasi 1.293223). Standar deviasi yang sangat rendah menunjukkan ukuran perusahaan sampel penelitian cukup seragam.
8. Rata-rata ROE adalah 2.15% (dalam rentang dari -36.09% hingga 43.29% dan standar deviasi 89.90%). Hasil ini menunjukkan bahwa secara rata-rata perusahaan yang menjadi sampel penelitian memiliki kemampuan untuk menghasilkan profit atas ekuitasnya cukup rendah yaitu sebesar 2.14%. Namun standar deviasinya yang begitu besar menunjukkan variasi ROE perusahaan perbankan yang menjadi sampel penelitian sangat tinggi.
9. Rata-rata PER adalah 13.48957 (dalam rentang dari -3.88 hingga 124.8 dan standar deviasi 17.64474) sehingga dapat dikatakan bahwa bank yang termasuk dalam sampel penelitian menunjukkan kinerja keuangan perusahaan di masa yang akan datang dinilai lebih baik oleh pasar, sebab harga pasarnya berkisar 13.5 kali dari laba per bukunya. Namun tingginya standar deviasi menunjukkan kinerja pasar perusahaan perbankan yang menjadi sampel penelitian ini sangat bervariasi.

IV.3 Uji Asumsi Klasik

IV.3.1 Hasil Uji Gejala Multikolinieritas

Uji multikolinieritas digunakan untuk menguji adanya korelasi antar variabel independen. Metode yang digunakan untuk mendeteksi adanya multikolinieritas dengan menggunakan nilai VIF (*variance inflation factor*), nilai VIF lebih kecil dari angka 10 menunjukkan tidak terdapat gejala multikolinieritas

antar variabel independen. Hasil uji gejala multikolinieritas disajikan pada tabel berikut ini:

Tabel 4.3
Hasil Uji Gejala Multikolinieritas

No.	Variabel Independen	Collinearity Statistic	
		Tolerance	VIF
1	PBB	0.942	1.062
2	CFO	0.188	5.314
3	CFI	0.198	5.052
4	CFE	0.462	2.166
5	DISCITEM	0.74	1.351
6	SIZE	0.747	1.339
7	ROE	0.907	1.102
8	PER	0.955	1.047

Sumber : Hasil Keluaran SPSS

Berdasarkan hasil pengujian pada Tabel 4.3 di atas, dapat dilihat bahwa semua variabel independen dan variabel pengendali yang digunakan menghasilkan nilai VIF lebih kecil dari 10 dan nilai *Tolerance* yang lebih dari 0.10. Berdasarkan hasil tersebut maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat gejala multikolinieritas antar variabel dalam model regresi yang digunakan.

IV.3.2 Hasil Uji Gejala Autokorelasi

Metode uji ini digunakan untuk mengetahui apakah dalam suatu model regresi linier terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t , dengan kesalahan pada periode $t-1$. Jika terdapat korelasi, berarti dijumpai masalah autokorelasi. Dengan jumlah observasi sebanyak 70 dan variabel independen sebanyak empat variabel serta variabel pengendali sebanyak empat variabel, maka pada Tabel Durbin-Watson akan diperoleh nilai batas atas (dU) =

1,873 dan batas bawah (dL) = 1,369. Berdasarkan hasil pengujian terhadap gejala autokorelasi, diperoleh nilai DW-hitung sebesar 2,621 (Lampiran 1 bagian *Model Summary*). Dari perhitungan tersebut dihasilkan nilai $4-du \leq d \leq 4-dl$ sehingga keputusan yang diambil adalah *no decisión*, dengan hipotesis nol yaitu tidak ada autokorelasi negatif.

Cara lain untuk mendeteksi ada atau tidaknya masalah autokorelasi adalah dengan menggunakan *Runs Test* yang merupakan bagian dari statistik non-parametrik. Dengan membandingkan nilai *Asymptotic Significance* dengan $\alpha = 5\%$, dasar penarikan kesimpulan adalah bahwa data dikatakan bebas dari masalah autokorelasi apabila memiliki nilai *Asymptotic Significance* lebih dari 0,05. Dalam penelitian ini *Runs Test* dilakukan dengan menguji nilai *unstandardized residual*. Hasilnya menunjukkan nilai *Asymptotic Significance* sebesar 0.149 (Lampiran 2) yang berarti bahwa model regresi bebas dari masalah autokorelasi.

IV.3.3 Hasil Uji Gejala Heteroskedastisitas

Metode ini digunakan untuk menguji apakah dalam sebuah model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual pada satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika terdapat perbedaan varians, maka dijumpai gejala heteroskedastisitas. Cara mendeteksi keberadaan gejala heteroskedastisitas adalah dengan melakukan uji *White* yang terdapat pada program Eviews. Heteroskedastisitas dapat diketahui dengan melihat nilai signifikansinya terhadap $\alpha (\alpha) = 5\%$. Jika *p-value* > 0.05 maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

Berdasarkan hasil pengolahan data dengan menggunakan *White Heteroskedasticity Test* dalam program Eviews, diperoleh *p-value* sebesar 1.303426 (Lampiran 4). Hal ini menunjukkan bahwa model regresi yang digunakan dalam penelitian tidak memiliki masalah heteroskedastisitas.

IV.4 Hasil Pengujian Hipotesis

Pengujian terhadap hipotesis penelitian bertujuan untuk mengetahui apakah pendapatan bunga bersih, komponen arus kas dan pengungkapan pos-pos laporan keuangan dapat mempengaruhi *expected return* saham pada perusahaan perbankan. Dalam menganalisa model penelitian, pengujian yang dilakukan adalah uji F, koefisien determinasi dan uji t.

1. Uji F

Tabel 4.4 berikut ini menunjukkan hasil estimasi SPSS atas uji signifikansi keseluruhan model (Uji F).

Tabel 4.4
ANOVA

	df	F	Sig.
Regression	8	3.339	0.003
Residual	61		
Total	69		

Sumber : Hasil Keluaran SPSS

Seperti disajikan pada tabel 4.4, diketahui bahwa probabilitas distribusi F atas model penelitian ini adalah sebesar 0.003. Dengan menggunakan tingkat keyakinan (*significance level*) 5%, probabilitas distribusi F model penelitian di

atas lebih kecil dari tingkat keyakinan yang berarti bahwa H_0 ditolak. Hal ini menunjukkan *expected return* saham dipengaruhi secara bersama-sama oleh Pendapatan Bunga Bersih (PBB), Arus Kas Operasi (CFO), Arus Kas Investasi (CFI), Arus Kas Pendanaan (CFF), dan tingkat pengungkapan pos laporan keuangan (DISCITEM), sebagai variabel utama penelitian, dan juga dipengaruhi secara bersama-sama oleh Ukuran Perusahaan (SIZE), Kinerja Akuntansi (ROE) dan Kinerja Pasar (PER) sebagai variabel pengendali di luar variabel utamanya.

2. Koefisien Determinasi

Tabel 4.5 berikut menyajikan nilai koefisien determinasi dari model penelitian, baik R^2 maupun *adjusted R²*-nya.

Tabel 4.5
Koefisien Determinasi

R	R Square	Adjusted R Square
.552(a)	0.305	0.213

Sumber : Hasil Keluaran SPSS

Dari tabel 4.5 di atas dapat dilihat bahwa pengolahan data yang dilakukan menghasilkan nilai *adjusted R²* sebesar 0.213 atau 21.3%. Nilai *adjusted R²* sebesar 21.3% menunjukkan bahwa variabel-variabel independen utama di dalam penelitian ini, yaitu PBB, CFO, CFI, CFF dan DISCITEM serta variabel independen pengendali yaitu SIZE, ROE dan PER mampu menjelaskan variabel bebas *Expected Return* saham perbankan tahun 2003 sampai dengan tahun 2007. Sedangkan sisanya sebanyak 78.7% dijelaskan oleh faktor-faktor lain di luar

model penelitian. Nilai *adjusted R²* tersebut sangat rendah, namun untuk penelitian di bidang Akuntansi nilai tersebut sudah termasuk wajar.

3. Uji t

Tabel 4.6 berikut ini menyajikan hasil estimasi koefisien konstanta dan seluruh variabel independennya. Tabel 4.6 juga menyajikan hasil uji t untuk setiap koefisien variabel independen tersebut.

Tabel 4.6
Hasil Uji t

	Unstandardized Coefficients		t	Sig.
	B	Std. Error		
(Constant)	-0.026	0.008	-3.06	0.003
PBB	0.019	0.036	0.528	0.6
CFO	0.019	0.008	2.239	0.029
CFI	0.014	0.006	2.123	0.038
CFE	-0.003	0.017	-0.204	0.839
DISCITEM	0.056	0.016	3.603	0.001
SIZE	-3.55E-17	0	-1.745	0.086
ROE	0.001	0.001	1.269	0.209
PER	-7.88E-05	0	-1.691	0.096

Sumber : Hasil Keluaran SPSS

Berdasarkan tabel 4.6 yang diperoleh dari hasil uji regresi berganda, pembahasan mengenai pengujian hipotesis penelitian dijelaskan sebagai berikut :

1. Variabel PBB diduga memiliki hubungan positif dengan *expected return* saham, namun hasil uji parsial menunjukkan bahwa PBB tidak memiliki hubungan yang signifikan baik pada $\alpha = 1\%$, 5% , maupun 10% . Signifikansi variabel PBB adalah 0.528, dengan hasil itu maka H_0 tidak tolak. Walaupun tidak signifikan, tanda koefisien variabel PBB ini

menunjukkan tanda positif, yang memberikan indikasi lemah bahwa PBB memiliki hubungan positif dengan *expected return*.

2. Variabel CFO diduga mempunyai hubungan positif dengan *expected return*. Berdasarkan hasil uji parsial seperti yang ditunjukkan dalam tabel 4.6, dapat diperoleh informasi bahwa variabel ini signifikan pada tingkat keyakinan 5%. Nilai koefisien pada variabel ini juga menunjukkan nilai yang positif. Oleh karena itu, secara statistik hipotesis H_2 terbukti yaitu CFO memiliki hubungan yang positif secara signifikan dengan tingkat *expected return* saham.
3. Variabel CFI diduga mempunyai hubungan positif terhadap *expected return* saham. Hasil uji parsial menunjukkan bahwa CFI memiliki hubungan positif yang signifikan dengan *expected return* saham. Signifikansi variabel CFI adalah 0.038 dan hal ini menunjukkan bahwa H_0 ditolak. Dengan demikian dapat diambil kesimpulan bahwa hipotesis H_3 terbukti yaitu CFI memiliki hubungan yang positif dengan tingkat *expected return* saham.
4. Variabel CFF diduga mempunyai hubungan negatif terhadap *expected return* saham, tetapi hasil statistik menunjukkan variabel ini tidak signifikan pada tingkat $\alpha = 1\%$, 5% , maupun 10% . Signifikansi variabel CFF adalah sebesar 0.839 dan berarti H_0 diterima. Dengan demikian dapat diambil kesimpulan bahwa hipotesis H_4 tidak terbukti. Sedangkan tanda koefisien variabel menunjukkan nilai negatif, yang berarti terdapat indikasi

(walaupun tidak signifikan) bahwa CFF memiliki hubungan negatif dengan *expected return* saham bank.

5. Variabel DISCITEM diduga mempunyai hubungan positif terhadap *expected return* saham. Hasil uji parsial menunjukkan bahwa DISCITEM memiliki hubungan yang signifikan dengan *expected return* saham pada tingkat keyakinan 1%, yaitu dengan nilai signifikansi 0.0006. Hal ini menunjukkan bahwa secara statistik variabel DISCITEM memiliki hubungan positif yang signifikan dengan *expected return* saham. Dengan demikian dapat diambil kesimpulan bahwa hipotesis H₅ terbukti.
6. Variabel SIZE diduga mempunyai hubungan dengan *expected return* saham. Berdasarkan hasil uji parsial, diperoleh informasi bahwa variabel ini tidak signifikan pada tingkat keyakinan 5% namun ditemukan signifikan pada tingkat keyakinan 10%. Tanda koefisien yang negatif menunjukkan terdapat indikasi yang lemah bahwa ukuran perusahaan memiliki hubungan negatif dengan *expected return*.
7. Variabel ROE diduga mempunyai hubungan positif dengan *expected return* saham, namun hasil statistik menunjukkan tingkat signifikansi ROE adalah sebesar 0.209. Hal ini menunjukkan bahwa ROE tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan *expected return* saham. Nilai koefisien variabel menunjukkan nilai yang positif, yaitu berarti ROE memiliki hubungan positif dengan *expected return* saham namun tidak signifikan.
8. Variabel PER diduga mempunyai hubungan dengan *expected return* saham. Berdasarkan hasil uji parsial dapat diperoleh informasi bahwa

variabel ini tidak signifikan pada tingkat keyakinan 5% namun ditemukan signifikan pada tingkat keyakinan 10%. Tanda koefisien yang negatif menunjukkan terdapat indikasi yang lemah bahwa PER memiliki hubungan negatif dengan *expected return*.

IV.5 Model Regresi Yang Terbentuk

Berikut ini disajikan hasil regresi yang menunjukkan koefisien dari masing-masing variabel independen dan variabel pengendali.

Tabel 4.7
Koefisien Model Regresi

Variables	Unstandardized Coefficients	
	B	Std. Error
(Constant)	-0.025955	0.008482
PBB	0.019160	0.036302
CFO	0.019033	0.008499
CFI	0.013558	0.006388
CFF	-0.003375	0.016532
DISCITEM	0.056037	0.015554
SIZE	0.000000	0.000000
ROE	0.001191	0.000939
PER	-0.000079	0.000047

Sumber : Hasil Keluaran SPSS

Berdasarkan hasil pengujian yang telah dilakukan dan seperti yang ditunjukkan pada tabel 4.7, terlihat bahwa variabel SIZE memiliki nilai koefisien sebesar 0 (dan pada penjelasan sebelumnya variabel ini ditemukan tidak signifikan) sehingga variabel ini dapat dihilangkan dari model. Hasil model regresi yang terbentuk adalah sebagai berikut :

$$\begin{aligned}
 ER_{2003-2007} = & -0.025955 + 0.01916 \text{ PBB}_{2002-2006} + 0.019033 \text{ CFO}_{2002-2006} \\
 & + 0.013558 \text{ CFI}_{2002-2006} - 0.003375 \text{ CFF}_{2002-2006} + 0.056037 \\
 & \text{DISCITEM}_{2002-2006} + 0.001191 \text{ ROE}_{2002-2006} - 0.000079 \text{ PER}_{2002-2006} + \varepsilon
 \end{aligned}$$

Penjelasan dari model regresi yang terbentuk adalah sebagai berikut:

1. Nilai koefisien regresi PBB sebesar 0.01916 menunjukkan bahwa kenaikan 1% pada pendapatan bunga bersih (relatif terhadap rata-rata total *asset*) berasosiasi dengan kenaikan *expected return* saham bank sebesar 0.01916 atau 1.916%. Namun karena uji t atas koefisien variabel PBB tidak signifikan, maka hasil tersebut harus diinterpretasikan dengan hati-hati.
2. Nilai koefisien regresi CFO sebesar 0.019033 menunjukkan bahwa kenaikan 1% pada arus kas operasi (relatif terhadap rata-rata total *asset*) berasosiasi dengan kenaikan *expected return* saham bank sebesar 0.0191033 atau 1.91%.
3. Nilai koefisien regresi CFI sebesar 0.013558 menunjukkan bahwa kenaikan 1% pada arus kas investasi (relatif terhadap rata-rata total *asset*) berasosiasi dengan kenaikan *expected return* saham bank sebesar 0.013558 atau 1.36%.
4. Nilai koefisien regresi CFF sebesar -0.003375 menunjukkan bahwa kenaikan 1% pada arus kas pendanaan (relatif terhadap rata-rata total *asset*) berasosiasi dengan penurunan *expected return* saham bank sebesar 0.003375 atau 0.34%. Namun karena uji t atas koefisien variabel CFF tidak signifikan, maka hasil tersebut harus diinterpretasikan dengan hati-hati.
5. Nilai koefisien regresi DISCITEM sebesar 0.056037 menunjukkan bahwa kenaikan 1% pada tingkat pengungkapan pos-pos laporan keuangan

berasosiasi dengan kenaikan *expected return* saham bank sebesar 0.056037 atau 5.6%.

6. Nilai koefisien regresi ROE sebesar 0.001191 menunjukkan bahwa kenaikan 1% pada ROE berasosiasi dengan kenaikan *expected return* saham bank sebesar 0.001191 atau 0.12%. Namun karena uji t atas koefisien variabel ROE tidak signifikan, maka hasil tersebut harus diinterpretasikan dengan hati-hati.
7. Nilai koefisien regresi PER sebesar -0.000079 menunjukkan bahwa kenaikan 1% pada PER berasosiasi dengan penurunan *expected return* saham bank akan menurun sebesar -0.000079 atau 0.0079%.

IV.6 Pembahasan

IV.6.1 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 1

Pendapatan bunga bersih mencerminkan pendapatan inti yang diperoleh suatu bank dalam menjalankan fungsi intermediasi. Selain itu, pendapatan bunga bersih juga mencerminkan tingkat efisiensi perbankan karena memperlihatkan selisih antara tingkat bunga kredit yang harus dibayarkan peminjam dengan tingkat bunga simpanan yang diterima atas balas jasa dari simpanan. Semakin baik fungsi intermediasi yang dijalankan maka akan semakin baik kinerja bank tersebut sehingga investor akan membentuk *expected return* yang semakin tinggi pula.

Di dalam penelitian ini, pengujian terhadap hipotesis pertama tidak berhasil membuktikan adanya hubungan yang signifikan antara PBB dan *expected*

return saham bank. Namun, pendapatan bunga bersih sebagai proksi dari laba kotor mampu membuktikan adanya hubungan yang positif walaupun tidak signifikan terhadap *expected return* saham. Hasil dari penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Daniati dan Suhairi (2006) yang membuktikan bahwa laba kotor memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *expected return* saham. Penelitian ini juga tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan Febrianto (2005) yang berhasil membuktikan bahwa angka laba kotor mampu memberikan gambaran yang lebih baik tentang hubungan laba dan harga saham yang sangat erat pula hubungannya dengan *return* saham.

Hasil pengujian yang tidak konsisten dengan teori dan penelitian sebelumnya diduga disebabkan rendahnya tingkat pendapatan bunga bersih perbankan Indonesia saat ini (relatif terhadap total asetnya). Seperti dijelaskan pada bagian statistik deskriptif, rata-rata PBB perbankan hanya mencapai 0.39% dari total aset perusahaan. Hasil ini dapat mengindikasikan bahwa bank di Indonesia masih belum dapat menjalankan fungsi intermediasi dengan baik. Kemampuan akumulasi dana masyarakat belum diimbangi dengan kemampuan menyalurkannya menjadi kredit produktif.

Faktor kondisi perekonomian Indonesia yang masih belum kondusif dalam jangka waktu tahun 2002-2006 juga mungkin memiliki kontribusi atas rendahnya PBB dan tidak signifikannya hubungan variabel PBB dengan *expected return* saham. Kondisi ini disebabkan oleh belum pulihnya sektor perbankan *pasca* krisis ekonomi tahun 1997-1998 dimana perbankan merupakan sektor yang paling

terpuruk. Selain itu, kondisi yang belum kondusif ini juga dikarenakan perekonomian Indonesia yang masih bersifat *small-open economy* sehingga faktor eksternal dari luar negeri, khususnya kondisi perekonomian Amerika Serikat, sangat mempengaruhi perekonomian dalam negeri.

Seperti yang terjadi pada tahun 2005 ketika The Fed menaikkan *Federal Fund Rate* sebanyak dua belas kali yang mengakibatkan sentimen penguatan dollar AS secara global, meningkatnya harga minyak dunia, besarnya permintaan valuta asing dan tingginya tingkat inflasi nasional. Setiap terjadi peningkatan dalam *The Fed Fund Rate* maka Bank Indonesia (BI) terpaksa harus menaikkan tingkat suku bunga SBI untuk menjaga stabilitas nilai tukar rupiah. Upaya ini memang harus dilakukan untuk mencegah beralihnya dana rupiah ke dollar AS yang memberikan tingkat *return* yang lebih tinggi. Jika terjadi pengalihan besaran dari rupiah ke dollar AS, maka secara otomatis akan mengakibatkan tingginya harga penawaran dollar AS dan rupiah akan terdepresiasi. Hal ini tentu saja tidak diinginkan oleh BI sebagai otoritas moneter di Indonesia.

Pada waktu yang hampir bersamaan, terjadi pula peningkatan harga minyak di pasaran dunia yang mengakibatkan semakin tingginya permintaan dollar AS. Hal ini tentunya berdampak langsung terhadap penguatan dollar AS dan semakin besarnya subsidi yang harus ditanggung oleh pemerintah. Sebagai konsekuensi dari keadaan tersebut maka pada tahun 2005 pemerintah terpaksa menaikkan harga BBM. Dampak langsung dari kebijakan tersebut adalah harga barang dan jasa akan naik sementara *value* dari pendapatan menjadi menurun sehingga tingkat inflasi akan semakin tinggi.

Sebagai lembaga keuangan, perbankan merupakan institusi yang sangat sensitif terhadap gejolak pelemahan rupiah. Pada saat terjadi depresiasi nilai rupiah yang cukup tajam maka akan berdampak langsung terhadap penggelembungan aset melalui peningkatan pemberian kredit sebagai konsekuensi dari konversi kredit valuta asing ke rupiah. Namun pada saat yang bersamaan, beban debitur untuk membayar kewajibannya pada bank akan menjadi sangat besar sehingga akan menurunkan laba yang diperoleh oleh bank. Hal ini masih dalam kondisi dimana bank belum menaikkan tingkat suku bunga kreditnya.

Sebagai upaya untuk meredam gejolak depresiasi rupiah dan untuk menahan dana agar tidak keluar dari lembaga perbankan, maka BI akan menaikkan tingkat suku bunga SBI. Kondisi ini tentu saja menyebabkan perbankan harus mengkaji ulang suku bunga dana (*fund rate*) untuk menghindari penurunan dana pihak ketiga dan pelarian dana keluar (*cash out flow*), sehingga suku bunga dana di perbankan nasional pun harus ikut dinaikkan. Sebagai dampak dari tingginya suku bunga dana maka kekhawatiran akan naiknya suku bunga kredit menjadi hal yang wajar. Sebagai lembaga intermediasi, keuntungan perbankan masih didominasi oleh pemberian kredit sehingga apabila suku bunga kredit tidak dinaikkan maka akan berakibat pada penurunan laba. Namun, pada kenyataannya suku bunga bank sulit untuk dinaikkan karena akan menurunkan kualitas kredit. Oleh karena itu pendapatan bunga akan menurun dan beban bunga akan meningkat yang berarti bahwa pendapatan bunga menjadi rendah.

Upaya Bank Indonesia untuk menjaga stabilitas moneter melalui Peraturan Bank Indonesia (PBI) yaitu PBI No. 7/29 tentang tambahan Giro Wajib Moneter

(GWM) yang diberlakukan pada tanggal 6 September 2005. Kebijakan tersebut ternyata mampu menyerap rupiah dengan jumlah yang signifikan dan tidak ada alasan bagi perbankan untuk menahan dollar AS sehingga nilai tukar rupiah terhadap dollar AS semakin menguat. PBI mewajibkan bank-bank untuk meningkatkan saldo minimalnya di BI yang dihubungkan dengan kinerja DPK dan kinerja kredit.

Semakin baik kinerja DPK maka akan semakin besar tambahan GWM, dan semakin baik kinerja kredit maka akan semakin kecil pula tambahan GWM. Oleh karena itu, perbankan dipacu untuk memperbaiki kinerjanya baik dari sisi aset maupun kewajiban. Kebijakan GWM ini mewajibkan tambahan saldo bank di BI yang tidak dapat dioperasikan untuk menghasilkan laba. Dengan tambahan tersebut bank-bank harus melakukan ekspansi baik dari sisi portfolio Dana Pihak Keiga (DPK) maupun kredit. Namun menaikkan DPK menjadi suatu hal yang sulit di tengah persaingan dalam industri perbankan yang begitu ketat. Semakin tinggi bunga DPK maka akan semakin besar pula biaya yang dikeluarkan bank untuk membayar bunga nasabahnya. Hal ini tentunya akan menurunkan profitabilitas bank.

Kebijakan lain yang dilakukan oleh pemerintah pada tahun 2005 adalah dengan menaikkan harga BBM akibat dari naiknya harga minyak mentah dunia. Hal ini tentu saja akan menaikkan tingkat inflasi dan akan berdampak pada meningkatnya kredit macet atau *Non Performing Loan* (NPL). Kondisi ini juga terbawa sampai tahun 2006 sebagai imbas dari kebijakan yang diambil pada tahun 2005. Kenaikan NPL berdampak sangat besar terhadap operasional bank karena

ekspansi kredit didominasi oleh kredit konsumsi. Tingkat NPL yang tinggi juga mengindikasikan bahwa perbankan masih kurang baik dalam menjalankan fungsi intermediasinya.

Dari uraian di atas, dapat dilihat bahwa dalam menjalankan kegiatan operasionalnya, perbankan sangat dipengaruhi oleh kondisi makroekonomi. Hal ini akan sangat mempengaruhi pendapatan bunga dan beban bunga yang dihasilkan oleh suatu bank. Oleh karena itu, walaupun pendapatan bunga bersih yang dihasilkan bernilai positif tetapi diikuti oleh peningkatan NPL yang tinggi, dapat dilihat bahwa bank masih belum mampu menjalankan fungsi intermediasinya dengan baik dan pada akhirnya investor tidak terlalu memperhitungkan pendapatan bunga bersih dalam memperhitungkan *expected return* yang dibentuknya.

IV.6.2 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 2

Di dalam penelitian ini, pengujian terhadap hipotesis kedua berhasil membuktikan adanya hubungan positif yang signifikan antara arus kas operasi dan *expected return* saham bank. Hasil dari penelitian ini konsisten dengan penelitian sebelumnya Livnat dan Zarowin (1990) serta Ali (1994) yang membuktikan bahwa arus kas operasi memiliki pengaruh yang signifikan dengan *return* saham.

Arus kas yang berasal dari aktivitas operasi merupakan indikator yang menentukan apakah dari operasinya perusahaan dapat menghasilkan arus kas yang cukup untuk melunasi pinjaman, memelihara kemampuan operasi perusahaan, membayar dividen, dan melakukan investasi baru tanpa mengandalkan pendanaan

pada sumber dari luar. Dengan arus kas operasi yang semakin baik, investor akan merasa bahwa dana mereka tidak digunakan untuk melunasi pinjaman kepada kreditur.

Dalam industri perbankan, arus kas operasi dipengaruhi oleh peningkatan dan penurunan aktiva dan kewajiban operasi yang sebagian besar bersumber dari dana pihak ketiga. Kegiatan operasional bank sangat dipengaruhi oleh tingkat bunga dan kebijakan yang ditetapkan oleh Bank Indonesia sebagai bank sentral. Oleh karena itu, investor akan sangat memperhatikan arus kas operasi untuk menilai bagaimana kinerja operasi perusahaan. Semakin baik kinerja operasi, maka investor akan membentuk *expected return* yang semakin tinggi pula.

Jika hasil pengujian hipotesis 1 dan 2 dianalisis secara bersamaan, maka hasil penelitian ini juga dapat mengindikasikan bahwa pelaku pasar memandang informasi kas lebih bernilai dibandingkan informasi akrual. Arus kas operasi dan pendapatan bunga bersih seyogyanya mengacu pada salah satu komponen yang sama, yaitu pendapatan bunga. Perbedaannya terletak pada basis pengakuannya. Arus kas operasi mengakui pendapatan bunga berbasis kas, sementara pendapatan bunga bersih mengakui pendapatan bunga pada basis akrual. Oleh sebab itu, hasil penelitian ini seolah mengindikasikan bahwa pada perusahaan perbankan, pelaku pasar lebih menghargai informasi pendapatan bunga berbasis kas dibandingkan pendapatan bunga berbasis akrual. Hal ini juga sesuai dengan hasil penelitian Manurung (1998) yang menyatakan bahwa adanya kecenderungan para analis saham di pasar modal Indonesia untuk semakin mempercayai arus kas sebagai ukuran yang tepat dalam menentukan imbal hasil saham.

IV.6.3 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 3

Berdasarkan hasil pengujian terhadap hipotesis ketiga, arus kas investasi ditemukan memiliki hubungan yang signifikan dengan *expected return* saham. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Miller dan Rock (1985) serta Daniati dan Suhairi (2006) yang berhasil membuktikan pengaruh arus kas investasi terhadap *expected return* saham.

Arus kas dari aktivitas investasi mencerminkan penerimaan dan pengeluaran kas yang sehubungan dengan sumber daya yang bertujuan untuk menghasilkan pendapatan dan arus kas masa depan. Perusahaan yang mampu menghasilkan arus kas investasi yang semakin baik, akan memiliki peluang untuk dapat menghasilkan pendapatan dan arus kas masa depan yang semakin baik pula.

Peningkatan dalam investasi akan berhubungan dengan peningkatan arus kas masa yang akan datang dan hal ini tentunya akan mempengaruhi investor dalam membentuk suatu *expected return* pada saat pengumuman investasi baru. Oleh karena itu, investor akan tertarik untuk menanamkan modalnya dan memiliki tingkat *expected return* yang tinggi atas investasinya itu. Untuk memperkuat kesimpulan, maka penelitian selanjutnya perlu mengelaborasi lebih jauh jenis arus kas positif pada bagian investasi ini.

IV.6.4 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 4

Berdasarkan teori dan penelitian sebelumnya, arus kas pendanaan akan mempengaruhi penerimaan dividen bagi para investor. Selain itu, dalam komponen arus kas pendanaan dapat tercermin seberapa besar klaim yang akan dibayarkan kepada para kreditor, sehingga pasar cenderung akan bereaksi negatif terhadap pengumuman angka arus kas ini. Oleh karena itu, investor akan membutuhkan informasi arus kas pendanaan untuk menentukan berapa *return* saham yang diharapkan.

Berdasarkan hasil pengujian terhadap hipotesis keempat, penelitian ini kurang mampu membuktikan adanya hubungan yang signifikan antara arus kas pendanaan dan *expected return*. Namun penelitian ini mampu menunjukkan adanya hubungan yang negatif dari arus kas pendanaan terhadap *expected return* saham bank. Penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian Miller dan Rock (1985) yang berhasil membuktikan bahwa arus kas pendanaan memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap *return* saham, tetapi masih sejalan dengan penelitian Miller dan Rock (1985) dalam hal arus kas pendanaan memiliki hubungan yang negatif dengan *expected return* saham. Selain itu, hasil penelitian ini juga sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Manurung (1998) yang membuktikan bahwa arus kas pendanaan tidak memiliki hubungan yang signifikan terhadap *return* saham.

Perbedaan hasil penelitian ini dengan hasil penelitian terdahulu diduga karena adanya perbedaan karakteristik pada industri yang diteliti. Pada umumnya penelitian terdahulu menggunakan sampel industri manufaktur sehingga penggunaan industri perbankan dalam sampel penelitian memberikan hasil yang

berbeda. Industri perbankan merupakan industri yang bersifat padat modal, dimana sebagian besar modal tersebut diperoleh dari pihak ketiga, sehingga dapat dikatakan bahwa kreditor terbesar bagi industri perbankan adalah pihak ketiga, yaitu nasabah. Hal ini dapat dilihat dari proporsi kewajiban dana pihak ketiga yang sangat besar dibandingkan dengan kewajiban lain seperti surat berharga yang diterbitkan dan obligasi subordinasi. Hal-hal yang berkaitan dengan dana pihak ketiga telah dicerminkan dalam arus kas operasi sehingga arus kas pendanaan tidak terlalu diperhatikan oleh investor untuk mengukur kinerja bank. Oleh karena itu, arus kas pendanaan tidak berpengaruh terhadap *expected return* saham bank.

IV.6.5 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 5

Perusahaan yang mempraktekkan pengungkapan yang baik cenderung memiliki harga saham yang lebih tinggi dalam jangka panjang. Pengungkapan yang baik juga cenderung mengurangi fluktuasi dalam harga saham. Dengan mengurangi tingkat ketidaktahuan pasar maka harga saham akan mencerminkan keakuratan atau nilai intrinsiknya. Informasi ini tentunya akan mempengaruhi investor dalam menentukan tingkat *expected return* ketika akan membuat keputusan investasi.

Berdasarkan hasil pengujian terhadap hipotesis kelima, penelitian ini mampu membuktikan bahwa tingkat pengungkapan pos-pos dalam laporan keuangan memiliki hubungan positif yang signifikan dengan *expected return* saham. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Coles (1995) dan Clarkson (1996) yang membuktikan bahwa laporan keuangan yang transparan

akan berpengaruh terhadap *expected return*. Laporan keuangan yang transparan akan mengurangi *asymmetric information* sehingga risiko dan tingkat pengembalian atas suatu investasi dapat diestimasi secara lebih akurat. Hal ini pada akhirnya akan mempengaruhi investor dalam menentukan tingkat *expected return*.

Selain itu, berdasarkan pada hasil dalam penelitian ini dapat dilihat bahwa tingkat pengungkapan pos-pos laporan keuangan dalam industri perbankan masih sangat rendah. Hal ini sesuai dengan penelitian Wardiyanti (2006) yang membuktikan bahwa tingkat pengungkapan pada perbankan dan lembaga keuangan non bank masih relatif lebih rendah dibandingkan dengan biaya modal.

Rendahnya tingkat pengungkapan pos-pos laporan keuangan dalam industri perbankan diduga disebabkan oleh belum adanya standardisasi pedoman penyajian laporan keuangan perusahaan perbankan. Selain itu P3LKEPP pun masih belum dipublikasikan secara resmi oleh BAPPEPAM sehingga masih banyak bank yang tidak mengungkapkan informasi-informasi penting kepada para pengguna laporan keuangan. Oleh sebab itu hasil penelitian ini juga dapat dijadikan informasi penting yang mendukung upaya BAPPEPAM untuk meningkatkan kuantitas dan kualitas pengungkapan pada industri perbankan, khususnya untuk bank yang *listed* di BEI.

IV.6.6 Pembahasan Hasil Pengujian Terhadap Variabel Pengendali

Berdasarkan hasil pengujian terhadap ketiga variabel pengendali, penelitian ini membuktikan bahwa ROE yang mewakili kinerja akuntansi tidak memiliki hubungan signifikan dengan *expected return* saham bank, sementara SIZE dan PER hanya memiliki hubungan yang lemah dengan *expected return*

saham bank. Hal ini tidak sesuai dengan penelitian Daniati dan Suhairi (2006) dan Dharmastuti (2005). Hasil penelitian yang berbeda diduga disebabkan oleh sifat industri perbankan yang sangat sensitif terhadap iklim perekonomian dan kebijakan pemerintah. Hal ini akan sangat berpengaruh terhadap kinerja dan kesehatan bank sehingga membuat investor harus sangat memperhitungkan tingkat kesehatan bank. Terlebih lagi ketika krisis ekonomi yang mengakibatkan industri perbankan mengalami keterpurukan dan kehilangan kepercayaan dari berbagai pihak. Oleh karena itu, diduga bahwa tingkat kesehatan bank lebih menjadi perhatian para investor dibanding ukuran perusahaan dan tingkat profitabilitasnya. Dengan tingkat kesehatan yang baik maka diharapkan bank tersebut mampu memiliki tingkat profitabilitas yang baik, sehingga rasio-rasio yang lebih diperhatikan oleh investor adalah seperti *Capital Adequacy Ratio* (CAR), *Non Performing Loan* (NPL) dan *Loan to Deposit Ratio* (LDR).

IV.7 Pengujian Tambahan

IV.7.1 Data Panel

Pengujian tambahan dilakukan terhadap model yaitu dengan memperlakukan data sebagai data panel. Regresi dilakukan dengan menggunakan model *Fixed Effect* yang dioperasikan melalui program Eviews 4. Pengujian tersebut disajikan sebagai berikut :

Tabel 4.8

Hasil Regresi Data Panel

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.003463	0.010737	0.322543	0.7481
PBB	0.02454	0.026117	0.939626	0.3511
CFO	0.019087	0.009076	2.103002	0.0396
CFI	0.013277	0.005749	2.309432	0.0243
CFF	-0.003482	0.01791	-0.194402	0.8465
DISCITEM	0.059038	0.027426	2.152637	0.0353
SIZE	-0.001063	0.00073	-1.455807	0.1506
ROE	1.14E-03	4.71E-04	2.415378	0.0187
PER	-7.53E-05	1.89E-05	-3.992278	0.0002

Sumber: Hasil Keluaran Eviews

Hasil regresi di atas sudah terbebas dari masalah multikolinieritas, autokorelasi dan heteroskedastisitas. Nilai *adjusted R²* model regresi adalah 0.191484 atau 19.15% dengan nilai signifikansi F sebesar 0.006045 (Lampiran 6). Hasil ini tidak berbeda jauh dengan nilai *adjusted R²* model regresi *ordinary least squares* yaitu sebesar 0.213 atau 21.3% dengan nilai signifikansi F sebesar 0.003.

Tingkat signifikansi pada semua variabel independen utama di dalam model juga menunjukkan hasil yang sama yaitu, variabel CFO, CFI dan DISCITEM memiliki hubungan positif signifikan, variabel PBB memiliki hubungan positif yang tidak signifikan dan variabel CFF memiliki hubungan negatif yang tidak signifikan dengan *expected return* saham bank.

Sedangkan tingkat signifikansi untuk variabel pengendali menunjukkan hasil sedikit berbeda. Variabel ROE yang sebelumnya pada metode OLS ditemukan tidak signifikan kini ditemukan signifikan. Variabel SIZE yang sebelumnya pada metode OLS ditemukan signifikan (walaupun) lemah kini ditemukan signifikan. Sedangkan variabel PER konsisten ditemukan signifikan dan lebih kuat. Perbedaan ini menunjukkan bahwa hubungan ketiga variabel

pengendali dengan *expected return* sangat dipengaruhi oleh efek tetap yang diakomodasi dalam metode data panel.

Berdasarkan hasil pengujian dengan data panel dan membandingkannya dengan hasil pengujian *ordinary least squares*, dapat disimpulkan bahwa hasil estimasi tidak terlalu sensitif terhadap perubahan teknik estimasi (OLS vs Data panel). Oleh karena itu, kesimpulan yang dapat diambil adalah bahwa arus kas operasi, arus kas investasi dan pengungkapan pos-pos laporan keuangan memiliki hubungan yang positif dan signifikan dengan *expected return* saham. Sedangkan pendapatan bunga bersih memiliki hubungan positif dan arus kas pendanaan memiliki hubungan negatif dengan *expected return* saham bank namun hubungannya tersebut tidak signifikan.

IV.7.2 Pengujian Pada *Return On Equity* (ROE) Positif

Pengujian tambahan juga dilakukan dengan mengeluarkan sampel-sampel yang memiliki ROE dengan nilai negatif. Oleh karena itu, jumlah observasi berkurang menjadi 63 sampel. Regresi dilakukan dengan menggunakan teknik estimasi *ordinary least squares*, sesuai dengan teknik estimasi utama yang digunakan dalam penelitian ini. Pengujian tambahan ini disajikan sebagai berikut:

Tabel 4.9
Hasil Regresi ROE Positif

Variable	Coefficient	Standard Error	t	Sig
(Constant)	-0.01574166	0.023447731	-0.671351256	0.504858661
PBB	0.071573861	0.041228394	1.736033207	0.088261028
CFO	0.015379994	0.009146816	1.681458852	0.098449322
CFI	0.010997326	0.006953637	1.581521543	0.119598961
CFF	-0.00421526	0.018549063	-0.227249189	0.821088154
DISCITEM	0.051181712	0.020273322	2.524584385	0.014554622
SIZE	-3.2517E-05	0.000991917	-0.032781615	0.97396961
ROE	-0.0333305	0.01146989	-2.905913111	0.005299449
PER	-0.00015745	5.54574E-05	-2.839138395	0.006362944

Sumber : Hasil Keluaran SPSS

Dari hasil regresi di atas, diperoleh nilai *adjusted R²* model regresi adalah 0.290 atau 29% dengan nilai signifikansi F sebesar 0.001 (Lampiran 9). Hasil ini relatif lebih baik dibandingkan dengan nilai *adjusted R²* model regresi yang pertama yaitu sebesar 0.213 atau 21.3% dengan nilai signifikansi F sebesar 0.003.

Tingkat signifikansi pada semua variabel independen utama di dalam model menunjukkan beberapa perbedaan. Pertama, variabel PBB yang semula ditemukan tidak signifikan, kini ditemukan signifikan positif walaupun hanya pada $\alpha = 10\%$. Perbedaan ini menunjukkan bahwa terdapat kemungkinan tidak signifikannya hubungan PBB dan *expected return* sebelumnya terdistorsi oleh profil sampel yang memiliki ROE negatif. Pengujian tambahan ini justru memberikan bukti terbatas bahwa PBB bank berpengaruh positif terhadap *expected return* investor.

Perbedaan kedua terletak pada signifikansi variabel CFI. Pada pengujian utama variabel ini ditemukan signifikan positif. Pada pengujian sensitifitas ini, variabel CFI masih ditemukan bertanda positif namun tidak signifikan. Oleh

sebab itu kesimpulan hubungan positif CFI dan *expected return* harus diinterpretasikan dengan hati-hati.

Sementara itu, variabel utama lainnya yaitu CFO dan DISCITEM tetap ditemukan signifikan, walaupun signifikansi CFO melemah (yaitu baru signifikan pada tingkat $\alpha = 10\%$). Terkait dengan variabel pengendali, ditemukan bahwa kini variabel SIZE ditemukan tidak signifikan. Hasil ini menunjukkan bahwa *expected return* tidak dipengaruhi oleh SIZE perusahaan atau dapat juga diinterpretasikan bahwa sampel penelitian memiliki SIZE yang hampir sama (tidak terlalu bervariasi) sehingga tidak menjadi variabel unik yang mempengaruhi *expected return* investor.

Variabel ROE yang sebelumnya ditemukan tidak signifikan, kini ditemukan signifikan. Hal ini menjelaskan bahwa sampel perusahaan dengan ROE negatif menyebabkan distorsi terhadap hubungan variabel ini dengan variabel *expected return*. Sementara variabel PER tetap konsisten ditemukan signifikan berpengaruh terhadap *expected return*.