



UNIVERSITAS INDONESIA

**ANALISIS HUBUNGAN RASIO KEUANGAN DENGAN IMBAL
HASIL SAHAM
(STUDI KASUS PADA SEKTOR INDUSTRI BARANG
KONSUMSI DI BURSA EFEK INDONESIA)**

TESIS

HARRY SETIADI UTOMO

0806441213

**FAKULTAS ILMU SOSIAL DAN ILMU POLITIK
DEPARTEMEN ILMU ADMINISTRASI
PROGRAM PASCASARJANA**

JAKARTA

JULI 2011



UNIVERSITAS INDONESIA

**ANALISIS HUBUNGAN RASIO KEUANGAN DENGAN IMBAL
HASIL SAHAM
(STUDI KASUS PADA SEKTOR INDUSTRI BARANG
KONSUMSI DI BURSA EFEK INDONESIA)**

TESIS

**Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar
Magister Sains (M.Si) dalam Ilmu Administrasi**

HARRY SETIADI UTOMO

0806441213

**FAKULTAS ILMU SOSIAL DAN ILMU POLITIK
DEPARTEMEN ILMU ADMINISTRASI
PROGRAM PASCASARJANA**

Kekhususan: Administrasi dan Kebijakan Bisnis

JAKARTA

2011

HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

Tesis ini adalah hasil karya saya sendiri,
dan semua sumber baik yang dikutip maupun dirujuk
telah saya nyatakan dengan benar.

Nama : Harry Setiadi Utomo

NPM : 0806441213

Tanda Tangan : _____

Tanggal : 11 Juli 2011

HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh:

Nama : Harry Setiadi Utomo
NPM : 0806441213
Program Studi : Ilmu Administrasi dan Kebijakan Bisnis
Judul Tesis : Analisis Hubungan Rasio Keuangan Dengan Imbal Hasil Saham (Studi Kasus Pada Sektor Industri Barang Konsumsi Di Bursa Efek Indonesia)

Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Sains (M.Si) pada Program Pascasarjana Departemen Ilmu Administrasi, Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik, Universitas Indonesia.

DEWAN PENGUJI

Ketua Sidang : Prof. Dr. Martani Huseini (_____)

Pembimbing : Prof. Dr. Ferdinand D. Saragih M.A. (_____)

Penguji : Berni Y. Nugroho, Ph.D (_____)

Sekretaris Sidang : Heri Fathurahman, M.Si. (_____)

Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : 11 Juli 2011

KATA PENGANTAR

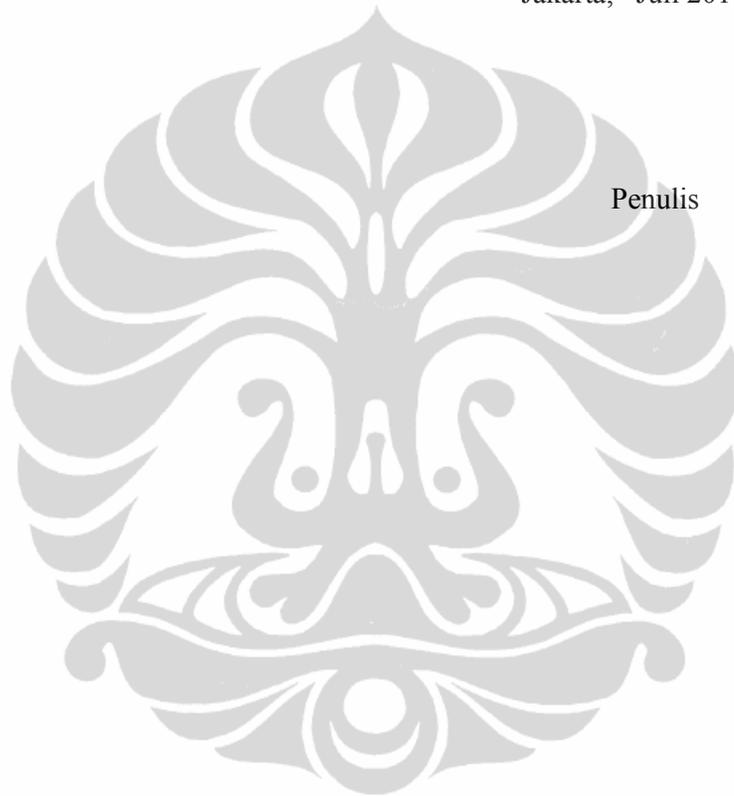
Puji syukur saya panjatkan kepada Allah SWT, karena atas berkat dan rahmat-Nya, saya dapat menyelesaikan tesis ini. Penulisan tesis ini dilakukan dalam rangka memenuhi salah satu syarat untuk mencapai gelar Magister Sains di bidang Ilmu Administrasi pada Program Pascasarjana, Departemen Ilmu Administrasi, Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik, Universitas Indonesia. Saya menyadari bahwa tanpa bantuan dan bimbingan dari berbagai pihak, dari masa perkuliahan hingga pada saat penyusunan tesis ini, sangatlah sulit bagi saya untuk menyelesaikan tesis ini.

Oleh karena itu, saya mengucapkan terima kasih kepada:

- 1.) Bapak Prof. Dr. Ferdinand Dehoutman Saragih M.A., selaku dosen pembimbing yang telah menyediakan waktu, tenaga, dan pikiran untuk mengarahkan penulisan sejak proposal hingga selesainya tesis ini;
- 2.) Dewan Penguji; Bapak Prof. Dr. Martani Huseini selaku ketua sidang, Bapak Berni Y. Nugroho, Ph.D selaku penguji ahli, dan Bapak Heri Fathurahman, M.Si selaku sekretaris sidang.
- 3.) Para Guru Besar (Profesor), dosen, dan staf Program Pascasarjana, Departemen Ilmu Administrasi, Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik, Universitas Indonesia, yang telah memberikan ilmu dan dukungan sejak masa perkuliahan hingga penulisan tesis ini;
- 4.) Orang tua saya yang telah memberikan bantuan dukungan material dan moral sejak masa perkuliahan hingga masa penulisan tesis ini;
- 5.) Istri saya Rr. Winda Kusuma Ningrum, yang telah memberikan dukungan kasih sayangnya dalam proses penulisan tesis ini hingga selesai;
- 6.) Rekan mahasiswa Program Pascasarjana Departemen Ilmu Administrasi, Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik, Universitas Indonesia, yang telah ikut memberikan bantuan dan semangat sejak masa perkuliahan hingga masa penulisan tesis ini;
- 7.) Seluruh pihak lain yang telah membantu saya dalam penulisan tesis ini, dan tidak dapat disebutkan satu persatu.

Akhir kata, saya berharap Allah SWT berkenan membalas kebaikan semua pihak yang telah membantu dengan segala sesuatu yang lebih bermakna dan bernilai. Semoga karya tulis ini dapat berguna bagi kita semua.

Jakarta, Juli 2011



**HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI TUGAS AKHIR
UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS**

Sebagai sivitas akademik Universitas Indonesia, saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Harry Setiadi Utomo
NPM : 0806441213
Program Studi : Ilmu Administrasi dan Kebijakan Bisnis
Departemen : Ilmu Administrasi
Fakultas : Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik
Jenis Karya : Tesis

Demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Indonesia Hak Bebas Royalti Non-eksklusif (Non-exclusive Royalty Free Right) atas karya ilmiah saya yang berjudul Analisis Hubungan Rasio Keuangan Dengan Imbal Hasil Saham (Studi Kasus Pada Sektor Industri Barang Konsumsi Di Bursa Efek Indonesia), beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Non-eksklusif ini, Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/format, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat, dan mempublikasikan tugas akhir saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Jakarta
Pada Tanggal : 11 Juli 2011

Yang menyatakan

(Harry Setiadi Utomo)

ABSTRAK

Nama : Harry Setiadi Utomo
Program Studi : Ilmu Administrasi dan Kebijakan Bisnis
Judul : Analisis Hubungan Rasio Keuangan Dengan Imbal Hasil Saham (Studi Kasus Pada Sektor Industri Barang Konsumsi Di Bursa Efek Indonesia)

Sektor konsumsi di Bursa Efek Indonesia (BEI) memiliki daya tahan yang luar biasa ketika terjadi krisis likuiditas global 2007-2008. Terbukti indeks sektor ini mengalami penurunan terkecil dibandingkan dengan sembilan sektor lainnya serta tingkat pemulihan yang cukup tajam sebesar 105,39% dalam setahun sesudah krisis. Daya tahan tersebut menjadikan sektor ini sangat menjanjikan bagi investor untuk memiliki portofolio investasi yang stabil. Dalam berinvestasi di pasar modal modal, investor tetap perlu memperhatikan berbagai aspek dari sisi fundamental emiten untuk mengurangi risiko penurunan nilai investasi mereka. Penentuan analisis investasi yang tepat dapat mengoptimalkan nilai investasi mereka di pasar modal.

Elleuch dan Trabelsi (2009) menyebutkan bahwa rasio-rasio keuangan emiten memiliki hubungan dengan imbal hasil saham. Berdasarkan pandangan tersebut, penelitian ini menganalisis hubungan rasio keuangan dengan imbal hasil saham pada sektor konsumsi di Bursa Efek Indonesia. Dengan menggunakan uji korelasi Spearman, didapat koefisien korelasi sebesar 0,005 ($\rho = 0,005$) dan nilai P-Value = 0,963 > 0,05, yang berarti hipotesis nol diterima secara signifikan pada tingkat keyakinan 95%. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa ternyata rasio keuangan dan imbal hasil saham di sektor konsumsi tidak memiliki hubungan yang signifikan, sehingga investor perlu menambahkan analisis investasi lain selain menggunakan analisis fundamental dalam berinvestasi di Bursa Efek Indonesia.

Kata Kunci:

Rasio keuangan, imbal hasil saham, sektor konsumsi

ABSTRACT

Name : Harry Setiadi Utomo
Study Program : Administration and Business Policy
Title : Correlation Analysis Between Financial Ratios And Stock
Return (Case Study On Consumption Sector In Indonesia
Stock Exchange)

Consumption sector in Indonesia Stock Exchange (BEI) has exceptional durability when the global liquidity crisis 2007-2008. Evidently this sector index suffered the smallest decline in comparison with nine other sectors as well as the recovery rate is quite sharply by 105.39% in the year following the crisis. It makes consumption sector becomes promising sector for investors to have a stable investment portfolio. When investing in capital markets, investors still need to pay attention to various aspects of the fundamentals of issuers to reduce the risk of decline in the value of their investments. Determination of the proper investment analysis can optimize the value of their investments in the stock market.

Elleuch and Trabelsi (2009) mentions that the financial ratios of the issuer has a correlation with stock return. Based on this view, the study analyzes the correlation of financial ratios and stock return on consumption sector in Indonesia Stock Exchange. By using Spearman's correlation test, correlation coefficients obtained for 0.005 ($\rho = 0.005$) and the P-Value = 0.963 > 0.05, which means the null hypothesis is accepted as significant at the 95% confidence level. The results of this study reveals that financial ratios and stock returns in the consumption sector does not have a significant correlation, so investors need to consider another variables of fundamental analysis to invest in the Stock Exchange in Indonesia.

Keywords:

Financial ratio, stock return, consumption sector.

DAFTAR ISI

| | |
|---|------|
| HALAMAN JUDUL | i |
| HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS..... | iii |
| HALAMAN PENGESAHAN..... | iv |
| KATA PENGANTAR..... | v |
| HALAMAN PERSETUJUAN PUBLIKASI TUGAS AKHIR..... | vii |
| ABSTRAK..... | viii |
| DAFTAR ISI..... | x |
| DAFTAR TABEL..... | xii |
| DAFTAR BAGAN..... | xiii |
| | |
| BAB I. PENDAHULUAN | |
| I.1.Latar Belakang | 1 |
| I.2.Perumusan Masalah | 5 |
| I.3.Tujuan Penelitian | 6 |
| I.4. Manfaat Penelitian | 6 |
| I.5. Sistematika Penulisan | 7 |
| | |
| BAB II. LANDASAN TEORI | |
| II.1. Efisiensi Pasar | 8 |
| II.1.1. The Weak Efficient Market Hypothesis..... | 10 |
| II.1.2. The Semistrong Efficient Market Hypothesis..... | 11 |
| II.1.3. The Strong Efficient Market Hypothesis..... | 12 |
| II.2. Pasar Modal..... | 16 |
| II.2.1. Karakteristik Saham Biasa..... | 19 |
| II.2.2. Pendekatan Penilaian Ekuitas..... | 20 |
| II.3. Manfaat Laporan Keuangan..... | 22 |
| II.3.1. <i>Liquidity Ratios</i> | 25 |
| II.3.2. <i>Asset Activity Ratios</i> | 25 |
| II.3.3. <i>Leverage Ratios</i> | 26 |
| II.3.4. <i>Coverage Ratios</i> | 27 |

| | |
|---|----|
| II.3.5. <i>Profitability Ratios</i> | 27 |
| II.3.6 <i>Market Value Ratios</i> | 28 |
| II.4. Imbal Hasil Saham | 28 |
| II.5. Penelitian Sebelumnya | 29 |

BAB III. METODE PENELITIAN

| | |
|--|----|
| III.1. Metode Pengumpulan data | 35 |
| III. 2 Instrumen Pengujian Hipotesis | 37 |
| III. 2. 1 Interpretasi Nilai r | 41 |
| III.3. Langkah-langkah Pengujian | 45 |
| III.4 Variabel Pengujian | 47 |

BAB IV. ANALISIS DAN PEMBAHASAN

| | |
|---------------------------------------|----|
| IV.1 langkah Pengujian | 52 |
| IV.2 Analisis Korelasi Spearman | 63 |

BAB V. KESIMPULAN DAN SARAN

| | |
|----------------------|----|
| V.1 Kesimpulan | 94 |
| V.2 Saran | 99 |

| | |
|-----------------------------|-----|
| DAFTAR PUSTAKA | 101 |
|-----------------------------|-----|

DAFTAR TABEL

| | |
|---|----|
| Tabel I.1.1. Indeks Sektor Konsumsi BEI | 2 |
| Tabel I.1.2. Perbandingan Indeks Sektoral BEI 2007-2008 | 3 |
| Tabel III.2.1. Koefisien Korelasi | 39 |
| Tabel III.4.1. Variabel Pengujian | 51 |
| Tabel IV.1. Emiten Sektor Konsumsi..... | 52 |
| Tabel IV.1.1 Skor Fundamental Rendah (Low F-Score) 2006 | 55 |
| Tabel IV.1.2 Skor Fundamental Tinggi (High F-Score) 2006 | 56 |
| Tabel IV.1.3 Skor Fundamental Rendah (Low F-Score) 2007 | 56 |
| Tabel IV.1.4 Skor Fundamental Tinggi (High F-Score) 2007 | 57 |
| Tabel IV.1.5 Skor Fundamental Rendah (Low F-Score) 2008 | 58 |
| Tabel IV.1.6 Skor Fundamental Tinggi (High F-Score) 2008 | 59 |
| Tabel IV.1.7 Skor Fundamental Rendah (Low F-Score) 2009 | 59 |
| Tabel IV.1.8 Skor Fundamental Tinggi (High F-Score) 2009 | 60 |
| Tabel IV.1.9 Selisih Rata-rata Imbal Hasil Saham Sektor Konsumsi | 61 |
| Tabel IV.2 <i>Spearman Correlation Test</i> | 62 |
| Tabel IV.3 P-Value dan Koefisien Korelasi Rasio Pengujian dengan RBHR ... | 67 |
| Tabel IV.4 P-Value dan Koefisien Korelasi Rasio Pengujian dengan RBHR ... | 67 |

DAFTAR BAGAN

| | |
|--|----|
| Bagan III. 1. 1 Alur Penelitian | 36 |
| Bagan III. 2. 1 Desain Pengujian Hipotesis | 42 |



BAB I

PENDAHULUAN

I.1. Latar Belakang

Di berbagai belahan dunia, dampak negatif resesi ekonomi Amerika Serikat pada tahun 2009 mulai melambat. Untuk pertama kalinya, pelan tapi pasti, ekonomi dunia memulai fase “musim semi” yang cerah. Berdasarkan data Bank Indonesia, meskipun melambat dibandingkan dengan tahun 2008, pertumbuhan ekonomi Indonesia tahun 2009 dapat mencapai 4,5%, tertinggi ketiga di dunia setelah China dan India (Bank Indonesia, 2010).

Selama krisis berlangsung terdapat sejumlah sektor industri yang tumbuh positif di antaranya industri konsumsi. Menurut data Badan Pusat Statistik, saat berlangsung krisis ekonomi, industri konsumsi terutama makanan dan minuman merupakan salah satu sektor andalan yang justru tumbuh di atas ekspektasi. Hingga akhir 2009, sektor ini tumbuh 11,29% atau jauh lebih melesat dibandingkan dengan rata-rata pertumbuhan empat tahun sebelumnya yang hanya sekitar 4,34%. Pada 2008, pertumbuhan sektor ini bahkan hanya 2,34%. Cabang industri ini masih bisa membendung laju krisis karena mengandalkan pasar domestik (Biro Pusat Statistik, 2010).

Menurut data Gapmmi (Gabungan Pengusaha Makanan dan Minuman Indonesia), terdapat tidak kurang dari 1,16 juta unit usaha makanan di Indonesia (data 2009). Sebanyak 6.316 perusahaan berskala besar dan menengah, 66.178 unit perusahaan kecil dan 1,09 juta berstatus *home industry*. Total tenaga kerja yang terserap mencapai 3,4 juta orang. Selain itu, terdapat lebih dari 10,23 juta unit distributor dan ritel, sebanyak 2,99 juta unit hotel, restoran dan warung

makan. Dengan potensi pasar yang besar yakni sekitar 235 juta jiwa, hampir semua korporasi asing berebut mengadu untung di industri pangan, ritel modern dan *fast food*, hotel, dan restoran.

Di samping itu, media ekonomi nasional Bisnis Indonesia (2010) mencatat bahwa selama implementasi ACFTA (ASEAN-China Free Trade Agreement) pada 2005 yang menghapuskan bea masuk pertanian dalam skema *early harvest program* (EHP), omzet industri makanan olahan terus meningkat. Laju pertumbuhan penjualan pada industri makanan dan minuman pada 2006 sebesar 7,21%, pada 2007 sebesar 5,05%, pada 2008 sebesar 2,34%, dan pada 2009 sebesar 13,3%. Pertumbuhan pada 2009 merupakan pertumbuhan tertinggi di antara sembilan sektor manufaktur lainnya.

Bursa Efek Indonesia juga mencatat perkembangan indeks sektor konsumsi pada 2006 tumbuh 39,75%, pada 2007 tumbuh 11,1%, pada 2008 melemah 25,04%, dan pada 2009 menguat tajam 105,39%. Seperti pada Tabel I. 1. 1 berikut ini.

Tabel I. 1. 1 Indeks Sektor Konsumsi BEI

| Tahun | Indeks | Perubahan (%) |
|-------|---------|---------------|
| 2005 | 280.828 | - |
| 2006 | 392.459 | 39.75% |
| 2007 | 436.039 | 11.10% |
| 2008 | 326.843 | -25.04% |
| 2009 | 671.305 | 105.39% |

Sumber: Bursa Efek Indonesia

Selanjutnya jika kita membandingkan perkembangan indeks sektoral Bursa Efek Indonesia selama kurun waktu terjadinya puncak krisis likuiditas global yaitu 2007-2008, kita dapat melihat bahwa indeks sektor konsumsi memiliki ketahanan yang luar biasa terhadap tekanan krisis likuiditas. Hal tersebut dapat dilihat dari persentase penurunan indeks sektor konsumsi yang hanya sebesar 25,04% atau

persentase terkecil bila dibandingkan dengan sektor lainnya di Bursa Efek Indonesia. Seperti yang ditampilkan pada Tabel I. 1. 2 di bawah ini.

Tabel I. 1. 2 Perbandingan Indeks Sektoral BEI 2007-2008

| No. | Indeks | 2007 | Chg (%) | 2008 |
|-----|------------------------|----------|----------------|---------|
| 1 | Agrikultur | 2754.756 | -66.65% | 918.766 |
| 2 | Pertambangan | 3270.088 | -73.16% | 877.678 |
| 3 | Industri Dasar & Kimia | 238.053 | -43.30% | 134.987 |
| 4 | Aneka Industri | 477.354 | -54.97% | 214.937 |
| 5 | Konsumsi | 436.039 | -25.04% | 326.843 |
| 6 | Konstruksi & Properti | 251.816 | -58.90% | 103.489 |
| 7 | Infrastruktur | 874.065 | -43.90% | 490.349 |
| 8 | Keuangan | 260.568 | -32.33% | 176.334 |
| 9 | Perdagangan & Jasa | 392.242 | -62.18% | 148.329 |
| 10 | Manufaktur | 403.006 | -41.31% | 236.54 |

Sumber: Bursa Efek Indonesia

Melihat perkembangan tersebut, saham-saham dari sektor konsumsi dapat dijadikan pertimbangan investor untuk meragamkan portofolio mereka. Pertumbuhan pada 2009 yang menguat tajam sebesar 105,39% merupakan indikasi dari cepatnya upaya pemulihan sektor konsumsi dalam menghadapi krisis likuiditas global yang mencapai puncaknya pada kurun waktu tahun 2007-2008.

Dalam berinvestasi di instrumen saham, investor perlu memperhatikan berbagai aspek yang berpengaruh terhadap *return* suatu saham. Investor perlu memiliki

tolok ukur agar dapat mengetahui apakah jika ia melakukan investasi pada suatu saham ia akan mendapatkan *gain* (keuntungan) apabila sahamnya dijual.

Penelitian mengenai hubungan variabel fundamental atau rasio keuangan dengan *return* dan harga saham telah banyak dilakukan, antara lain oleh Jaouida Elleuch dan Lotfi Trabelsi (2009) yang menganalisis beberapa variabel fundamental emiten non-finansial di Bursa Saham Tunisia (*Tunisian Stock Exchange*) yang diduga memiliki pengaruh kuat terhadap *return* saham satu tahun kemudian setelah investor memiliki laporan keuangan yang dipublikasikan. Hasil penelitian mereka mengungkapkan bahwa imbal hasil saham dipengaruhi oleh *Return on Assets* (ROA), jumlah karyawan terhadap tingkat penjualan, tingkat likuiditas perusahaan terhadap penjualan, tingkat perputaran asset dan arus kas terhadap penjualan.

Penelitian yang dilakukan oleh Mr. Dinesh Dhankani (2005) pada imbal hasil saham di National Stock Exchange, India menguji pengaruh fundamental perusahaan khususnya profitabilitas, *leverage*, dan operasional perusahaan terhadap imbal hasil saham, menghasilkan uji hipotesa yang positif yang menyebutkan bahwa faktor fundamental berpengaruh terhadap imbal hasil saham.

Penelitian yang dilakukan oleh Juliana Caicedo-Llano dan Thomas Dionysopoulos (2007) meneliti pengaruh variabel fundamental lokal maupun global terhadap imbal hasil saham di bursa saham Amerika Serikat dan beberapa *emerging market* salah satunya adalah Indonesia dengan menggunakan rasio dividen terhadap harga saham sebagai variabel fundamental lokal dan tingkat suku bunga obligasi global sebagai faktor *leverage* perusahaan dan juga sebagai variabel global, menghasilkan kesimpulan yang menyebutkan bahwa imbal hasil saham dipengaruhi oleh variabel-variabel tersebut.

Nataryah S. (2002) meneliti pengaruh beberapa faktor fundamental dan risiko sistematis terhadap harga saham. Penelitiannya merupakan studi terhadap 16 industri barang konsumsi yang *go public* di Bursa Efek Indonesia dalam periode 8 tahun (1990-1997) dengan mengasumsikan bahwa harga saham merupakan fungsi dari ROA, ROE, *beta*, *book value*, *debt/equity* dan *required rate of return*. Setelah melakukan pengujian terhadap hipotesis diperoleh hasil bahwa faktor fundamental seperti *return on assets*, *dividend payout ratio*, *debt to equity ratio*, *book value equity per share*, dan indeks beta berpengaruh terhadap harga saham perusahaan.

Berdasarkan tabel perkembangan indeks sektor konsumsi Bursa Efek Indonesia dan juga hasil-hasil penelitian yang menyimpulkan bahwa rasio-rasio keuangan memiliki pengaruh terhadap imbal hasil saham, serta kemampuan sektor konsumsi untuk bertahan dalam kondisi krisis keuangan global selama kurun waktu menjelang krisis hingga akhir krisis keuangan global, maka penulis ingin meneliti hubungan antara rasio keuangan dengan imbal hasil saham di sektor konsumsi Bursa Efek Indonesia.

I.2. Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang penelitian, pertanyaan penelitian disusun sebagai berikut:

- Apakah terdapat hubungan yang signifikan antara rasio-rasio keuangan dengan imbal hasil saham pada sektor konsumsi di BEI?

I.3. Tujuan Penelitian

Investor perlu memperhatikan faktor-faktor fundamental apa saja yang berperan besar atau memiliki hubungan yang signifikan dalam berinvestasi di sektor konsumsi Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini berusaha menelaah faktor-faktor tersebut melalui uji korelasi beberapa rasio keuangan serta studi literature yang berhubungan dengan analisis fundamental.

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui hubungan antara rasio keuangan emiten sektor konsumsi di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan imbal hasil saham serta hubungan berbagai faktor selain rasio keuangan yang dapat dijadikan bahan pertimbangan investor dalam memutuskan untuk berinvestasi di sektor konsumsi. Data yang digunakan adalah data laporan keuangan emiten tahun 2006 hingga 2009, yang merupakan kurun waktu terjadinya krisis likuiditas global, agar hasil penelitian ini dapat memberikan kontribusi yang relevan bagi investor dalam mengambil keputusan investasi di sektor konsumsi BEI pada berbagai kondisi perekonomian.

I.4. Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan masukan bagi para investor Bursa Efek Indonesia (BEI) untuk berinvestasi pada saham sektor industri makanan dan minuman dengan mempertimbangan aspek-aspek fundamental saham. Dengan begitu, para investor dapat meminimalkan risiko kerugian dan mengoptimalkan peluang untuk mendapatkan keuntungan (*gain*) portofolio dari berinvestasi di saham-saham sektor industri makanan dan minuman di BEI.

I.5. Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

BAB I : Pendahuluan

Bagian ini terdiri dari latar belakang masalah, perumusan masalah, tujuan penelitian, metode penelitian, manfaat penelitian, dan sistematika penulisan.

BAB II : Landasan Teori

Bagian ini memaparkan berbagai teori yang melatarbelakangi penelitian ini, termasuk kajian literatur yang menjadi referensi penelitian ini.

BAB III : Metode Penelitian

Bagian ini membahas metode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini, untuk menguji hipotesis berdasarkan variabel yang telah ditentukan.

BAB IV : Hasil dan Pembahasan

Bagian ini membahas dan menganalisis hasil pengolahan data dan menguji hipotesis yang dirumuskan.

BAB V : Penutup

Bagian ini terdiri dari kesimpulan dan saran terhadap hasil penelitian yang telah dilakukan.

BAB II

LANDASAN TEORI

11.1 Efisiensi Pasar

Pelaku pasar harus cangguh menggunakan atau memakai semua informasi publik yang disampaikan emiten dalam mengambil keputusan, karena informasi publik tersebut memberikan sinyal kepada pelaku pasar mengenai perusahaan sehingga keputusan yang diambil harus tepat. Persoalan yang timbul adalah apakah pelaku pasar (investor) sudah cangguh tetapi tidak diikuti oleh penegakan hukum yang benar (*law enforcement*) maka investor tidak akan mendapatkan yang diinginkannya. Oleh karena itu, pasar efisien secara keputusan ini memberikan karakteristik yaitu investor yang *smart*, informasi yang tersedia dan berjalannya penegakan hukum serta adanya keteraturan di pasar tersebut (Manurung, 2010).

Beberapa penelitian yang dilakukan dan memberikan hasil bahwa Bursa Efek Indonesia (BEI) secara umum tidak dapat menerima teori yang dikemukakan oleh Fama (1970) yang menyatakan bahwa bursa harus mengikuti tiga bentuk efisiensi pasar. Husnan (1991) melakukan penelitian terhadap BEI mengenai efisiensi dengan menggunakan data pada tahun 1990. Pengujian dilakukan dengan menguji autokorelasi harga dan teknik *runs test* pada 24 saham yang tercatat sebelum deregulasi dilakukan pada tahun 1988. Hasilnya menyatakan bahwa terjadi peningkatan efisiensi pada bentuk yang lemah. Selanjutnya, Husnan (1992) menulis artikel mengenai efisiensi Pasar Modal di Indonesia yang dilihat secara mikro dan makro dengan menggunakan data tahun 1990.

Kesimpulannya menyatakan bahwa telah terjadi peningkatan dalam efisiensi lemah, tetapi tidak untuk efisiensi yang setengah kuat. Manurung (1994a) melakukan penelitian terhadap efisiensi pasar BEI dan memberikan kesimpulan bahwa BEI tidak efisien dalam bentuk lemah (*weak form efficient*) dan juga bentuk setengah kuat (*semi-strong efficient*). Kemudian, Affandi dan Utama (1998) melakukan penyelidikan terhadap BEI dengan menggunakan *cumulative average abnormal return* untuk menguji pengumuman laba dengan *stock return* yang juga dikenal pasar efisien dalam bentuk setengah kuat untuk periode 1996 dan 1997. Hasil kesimpulan penelitian tersebut menyebutkan BEI belum mencapai efisiensi bentuk setengah kuat.

Hermanto (1998) juga memberikan hasil yang sama untuk ketidakefisiensian BEI dengan menggunakan kointegrasi dan menambahkan adanya perubahan tambahan yaitu perubahan makro moneter seperti nilai kurs dolar AS terhadap rupiah dan uang yang beredar (M2). Jasmina (1999) melakukan penyelidikan terhadap efisiensi BEI dalam bentuk yang lemah dan menggunakan *run test*, *autocorrelation test* dan *variance ratio test* untuk Januari 1990 sampai dengan Desember 1996. Kesimpulannya yaitu BEI tidak memenuhi untuk pasar yang efisien bentuk lemah. Selanjutnya, Suha (2004) juga melakukan penelitian terhadap BEI dengan menggunakan data Januari 1999 sampai dengan Mei 2004. Hasil yang diperoleh bahwa IHSG harian tidak bersifat acak dan juga berkorelasi antar waktu sehingga BEI disebutkan tidak memenuhi pasar efisien bentuk yang lemah.

Banyak faktor yang mempengaruhi pasar tersebut tidak efisien terutama untuk bursa yang masih berkembang seperti Indonesia. Samuels (1981) menyatakan bahwa tidak efisiennya sebuah Pasar Modal karena beberapa faktor yaitu ukuran dari bursa tersebut, perbedaan preferensi risiko dari investor di bursa tersebut, lemahnya regulasi pasar dan keterbukaan yang baku tidak terlihat dari

perusahaan; sistem komunikasi yang lemah; dan masih sedikitnya masyarakat yang mengetahui tentang cara menganalisis saham dan menginterpretasikan informasi yang dipublikasikan.

Menurut Berkman (1978), pasar yang efisien adalah jika informasi yang tersedia di pasar diserap dalam harga saham saat ini dengan cara yang cepat dan tepat, karena informasi yang diterima adalah random dan harga berubah mengikuti informasi tersebut maka implikasinya adalah harga saham juga akan berubah secara random. Selain itu Fama (1970) menerjemahkan bahwa dalam pasar yang efisien tidak ada seorang pun yang bisa mendapatkan keuntungan yang lebih tinggi daripada rata-rata pasar (*abnormal profit*) walaupun ia mempunyai informasi tertentu.

Proses pengambilan keputusan investasi yang dilakukan oleh investor, menurut Fama, dibagi berdasarkan kondisi pasar di mana investor tersebut berinvestasi. Berdasarkan teori Efisiensi Pasar (*efficient market hypothesis*) dijelaskan bahwa pasar dibagi menjadi tiga tingkatan yaitu:

1. *The weak efficient market hypothesis*
2. *The semistrong efficient market hypothesis*
3. *The strong efficient market hypothesis*

II.1.1 *The Weak Efficient Market Hypothesis*

Menyatakan bahwa keputusan jual-beli investor hanya menggunakan data harga dan volume masa lalu, berdasarkan harga dan volume masa lalu itu berbagai model analisis teknis digunakan untuk menentukan arah harga apakah

akan naik atau akan turun. Apabila arah harga saham akan naik, maka diputuskan untuk membeli. Apabila arah harga akan turun, diputuskan untuk menjual. Analisis teknis mengasumsikan bahwa harga saham selalu berulang kembali, yaitu setelah naik dalam beberapa hari, pasti akan turun dalam beberapa hari berikutnya, kemudian naik lagi dan turun lagi, demikian seterusnya.

Analisis teknis mempelajari pola pergerakan harga suatu saham menurut setiap kondisi ekonomi yang sedang berlangsung. Kelemahannya adalah bahwa analisis itu mengabaikan variabel lain yang mempengaruhi harga saham di masa mendatang, sehingga kesalahan estimasi harga mungkin saja terjadi.

II. 1. 2 *The Semistrong Efficient Market Hypothesis*

Menyatakan bahwa proses pengambilan keputusan jual-beli saham investor menggunakan data harga masa lalu, volume penjualan masa lalu (analisis teknis) dan semua informasi yang dipublikasikan seperti laporan keuangan, laporan tahunan, pengumuman bursa, informasi keuangan internasional, peraturan perundangan pemerintah, peristiwa politik, peristiwa hukum, peristiwa sosial, dan lain sebagainya yang dapat mempengaruhi perekonomian nasional. Ini berarti investor menggunakan gabungan antara analisis teknis dengan analisis fundamental dalam proses menghitung nilai saham yang akan dijadikan sebagai pedoman dalam transaksi jual-beli saham.

II. 1. 3 *The Strong Efficient Market Hypothesis*

Menyatakan bahwa proses pengambilan keputusan investasi para investor menggunakan data yang lebih lengkap yaitu harga masa lalu, volume masa lalu, informasi yang dipublikasikan dan informasi privat yang tidak dipublikasikan secara umum. Contoh informasi privat adalah hasil riset yang diterbitkan sendiri oleh unit kerja riset yang ada dalam perusahaan atau dibeli dari lembaga riset lainnya. Penghitungan harga estimasi yang dilakukan dengan menggunakan informasi yang lebih lengkap ini diharapkan akan menghasilkan keputusan jual-beli saham yang lebih tepat dan *return* yang lebih tinggi. Kegiatan riset untuk menganalisis variabel-variabel yang berpengaruh terhadap harga saham sangat penting dilakukan walaupun harus mengeluarkan biaya riset yang tinggi, asalkan dapat meningkatkan *return* perusahaan. Peningkatan *return* akan terjadi apabila kebijakan portofolio ataupun keputusan jual-beli saham yang didasarkan pada hasil riset tepat mengenai sasaran. Beberapa indikator efisiensi pasar bentuk kuat (*Strong Efficient Market Hypothesis*):

- Keuntungan yang diperoleh sangat tipis akibat gejolak harga yang rendah
- Harga pasar mendekati harga intrinsik perusahaan
- Informasi simetris bahwa investor memiliki kesempatan yang sama untuk memperoleh informasi
- Kemampuan analisis investor relatif tidak berbeda
- Pasar bereaksi cepat terhadap informasi baru.

Secara umum *Efficient Market Hypothesis* (EMH) memiliki ciri-ciri:

1. Harga saham memberikan tanggapan yang spontan dan tepat terhadap informasi baru yang berhubungan dengan saham tersebut.
2. Perubahan harga dari satu waktu ke waktu berikutnya adalah random.
3. Harga turun naik secara independen, harga tidak dapat dikendalikan oleh pihak-pihak tertentu.
4. Informasi bergerak secara efisien, tidak tertunda dan tidak terawasi (dicegah penyebarannya oleh pihak tertentu).
5. Jika para investor dipisahkan menjadi dua kelompok yaitu kelompok yang berpengetahuan dan tidak berpengetahuan, maka tidak terdapat perbedaan yang nyata dari segi prestasi investasi antara kedua kelompok tersebut (*no abnormal profit*)

Namun demikian, studi mengenai EMH pada pasar modal di negara-negara berkembang lebih difokuskan pada EMH bentuk lemah, karena penelitian terhadap EMH bentuk semi kuat dan kuat sulit dilakukan di negara berkembang karena ketersediaan data yang tidak memadai, regulasi yang masih terbatas serta pengawasan dan administrasi korporasi oleh lembaga pasar modal yang belum optimal (Mobarek & Keasey, 2000).

Studi empiris pada pasar modal di negara berkembang termasuk Indonesia, umumnya menunjukkan inkonsistensi atau penolakan terhadap EMH bentuk lemah (Hermawan & Subiyantoro, 2006, hal. 123-138).

Beberapa penelitian sebelumnya pada beberapa negara berkembang menunjukkan adanya penemuan yang berbeda, yaitu menemukan konsistensi EMH bentuk lemah antara lain Branes, 1986 (pada Kuala Lumpur Stock Exchange), Chan, Gup dan Pan, 1992 (pada pasar modal utama di Asia), Dickinson dan Muragu, 1994 (pada Nairobi Stock Exchange), Ojah dan Karemera, 1999 (pada empat pasar modal di amerika latin).

Di pihak lain juga ada yang menemukan ditolakannya EMH bentuk lemah yaitu Cheung, Wong dan Ho, 1993 (pada pasar modal di Korea dan Taiwan), studi oleh Bank Dunia tahun 1995 oleh Claessens, Dasgupta dan Glen, kemudian Nourrendine Kababa, 1998 (pada pasar keuangan Saudi Arabia), Roux dan Gilbertson, 1978 (pada Johannesburg Stock Exchange), Poshokwale, 1996 (pada Indian Stock Market) dan Mobarek, 2000 (pada Dhaka Stock Exchange).

Dalam pasar yang efisien, fluktuasi harga sangat tipis. Perbandingan antara harga saham di pasar dan nilai intrinsik saham mencerminkan tingkat efisiensi pasar. Pada pasar yang efisien kuat (*strong efficient market*), perbedaan antara harga pasar dan nilai intrinsik sangat tipis. Investor memiliki informasi yang relatif tidak begitu berbeda, sehingga tawaran harga beli dan tawaran harga jual hanya berbeda sedikit karena analisis dilakukan berdasarkan fundamental rasional. Sebaliknya, dalam pasar efisien lemah (*weak efficient market*), perbedaan antara harga pasar dan nilai intrinsik relatif besar, karena terbentuknya harga pasar dipengaruhi oleh komposisi distribusi informasi yang berbeda di kalangan investor.

Pasar yang efisien dapat diuraikan dalam tiga macam yaitu pasar efisien secara operasional, pasar yang efisien berdasarkan nilai informasi dan pasar efisien yang tercapai berdasarkan keputusan (Fama, 1970, dalam Manurung, 2010).

Pasar efisien secara operasional adalah pasar yang mempunyai transaksi yang likuid untuk saham-saham dan biaya yang berlaku sangat murah. Secara sederhana, pasar ini menyatakan bahwa pasar tersebut beroperasi secara efisien. Investor ingin melakukan transaksi dengan mudah dan cepat berhasil mendapatkan saham yang diinginkan sesuai dengan harga yang wajar. Investor juga dapat menjual saham tersebut dengan secepatnya. Hal ini bisa terjadi dengan kebijakan dan peraturan yang dilakukan oleh pengelola bursa. Pengelola bursa

harus membuat peraturan yang sedemikian rupa sehingga investor bisa bertransaksi dengan mudah dan murah.

Pasar efisien berdasarkan informasi menyatakan bahwa informasi yang tersedia secara cepat menyebar ke pasar sehingga harga saham merupakan refleksi dari seluruh informasi yang ada. Artinya, harga saham tersebut berubah berdasarkan informasi yang masuk dan merubah nilai wajar perusahaan sehingga harga saham di bursa berubah secara cepat. Pasar efisien berdasarkan informasi dikembangkan oleh Fama (1970) dengan menyatakan definisi sebagai berikut: *“A security market is efficient if security prices fully reflect the information available”*.

Definisi yang diungkapkan oleh Fama secara jelas memberikan gambaran bahwa sebuah pasar yang efisien dikatakan efisien bila informasi yang tersedia terefleksi pada harga saham. Bila informasi yang tersedia tidak terefleksi pada harga saham, maka pasar tersebut tidak dapat dikatakan efisien.

Penelitian efisiensi setengah kuat dimulai oleh Ball dan Brown (1968) yang meneliti pengumuman laba perusahaan dengan harga saham, yang dilanjutkan oleh Beaver dengan memperluas penelitian pengumuman laba tersebut terhadap harga saham. Hasilnya adalah pengumuman laba bisa meningkatkan pergerakan volume transaksi saham dan juga pergerakan harga saham di bursa.

Dalam pasar yang efisien, fluktuasi harga sangat tipis. Perbandingan antara harga saham di pasar dan nilai intrinsik saham mencerminkan tingkat efisiensi pasar. Pada pasar yang efisien kuat (*strong efficient market*), perbedaan antara harga pasar dan nilai intrinsik sangat tipis. Investor memiliki informasi yang relatif tidak begitu berbeda, sehingga tawaran harga beli dan tawaran harga jual hanya berbeda sedikit karena analisis dilakukan berdasarkan fundamental rasional.

Sebaliknya, dalam pasar efisien lemah (*weak efficient market*), perbedaan antara harga pasar dan nilai intrinsik relatif besar, karena terbentuknya harga pasar karena dipengaruhi oleh komposisi distribusi informasi yang berbeda di kalangan investor.

II.2 Pasar Modal

Pasar modal menjalankan fungsi ekonomi dan keuangan dalam sebuah negara. Dalam menjalankan fungsi ekonominya, pasar modal menyediakan fasilitas untuk memindahkan dana dari *lender* ke *borrower*. Dengan menginvestasikan kelebihan dana yang mereka miliki. Para *lender* mengharapkan akan memperoleh imbalan dari penyerahan dana tersebut. Sedangkan bagi para *borrower*, tersedianya dana dari pihak luar memungkinkan mereka melakukan investasi tanpa harus menunggu tersedianya dana dari hasil operasi perusahaan.

Dalam proses ini diharapkan akan terjadi peningkatan produksi, sehingga akhirnya secara keseluruhan akan terjadi peningkatan kemakmuran pada *borrower* dan *lender*. Fungsi ini sebenarnya juga dilakukan oleh intermediasi keuangan lainnya seperti lembaga perbankan. Hanya tentunya dalam pasar modal diperdagangkan dana jangka panjang dan dilakukan secara langsung, tanpa perantara keuangan. Fungsi keuangan dilakukan dengan menyediakan dan yang diperlukan oleh para *borrower* dan para *lender* menyediakan dana tanpa harus terlibat langsung dalam kepemilikan aktiva riil yang diperlukan untuk investasi tersebut. Meskipun harus diakui bahwa perbedaan fungsi ekonomi dan keuangan ini sering tidak jelas.

Ada beberapa daya tarik pasar modal. *Pertama*, diharapkan pasar modal ini akan bisa menjadi alternatif penghimpunan dana selain sistem perbankan. Di setiap negara umumnya di negara dunia ketiga, sistem perbankan seringkali sebagai sebuah sistem yang dominan untuk memobilisasi dana masyarakat. Bank menghimpun dana masyarakat dan kemudian menyalurkan dana tersebut ke pihak-pihak yang memerlukan yang sebagian besar merupakan perusahaan atau mungkin juga individu sebagai kredit.

Dengan kata lain, perusahaan-perusahaan yang memerlukan dana untuk ekspansi usaha mereka hanya bisa memperoleh dana tersebut dalam bentuk kredit. Dalam teori keuangan, dijelaskan bahwa bagaimanapun juga akan terdapat batasan penggunaan hutang. Keterbatasan tersebut biasanya diindikasikan dari telah terlalu tingginya rasio hutang terhadap modal (*debt to equity ratio*) yaitu perbandingan antara hutang dengan modal sendiri yang dimiliki perusahaan. Sesuai dengan *balancing theory capital structure*, pada saat rasio hutang dengan ekuitas sudah terlalu tinggi, maka biaya modal perusahaan tidak lagi minimum, tetapi akan meningkat dengan makin banyaknya hutang yang dipergunakan.

Dalam keadaan tersebut, perusahaan akan terpaksa menahan diri untuk perluasan usaha kecuali kalau bisa mendapatkan dana dalam bentuk *equity* (modal sendiri). Pasar modal memungkinkan perusahaan menerbitkan sekuritas yang berupa surat tanda hutang (obligasi) ataupun surat tanda kepemilikan (saham). Dengan demikian, perusahaan bisa menghindarkan diri dari kondisi *debt to equity ratio* yang terlalu tinggi yang justru akan membuat biaya modal perusahaan tidak lagi minimal.

Tentu saja tidak berarti perusahaan akan selalu menerbitkan saham dengan adanya pasar modal. Tidak berarti juga bahwa saham, karena tidak mengharuskan perusahaan membayar bunga, lantas ditafsirkan sebagai dana murah. Dalam teori

keuangan dijelaskan bahwa setiap sumber dana, baik hutang maupun modal sendiri, mempunyai biaya dana. Hanya untuk modal sendiri, biaya tersebut bersifat implisit, atau *opportunistic*, sedangkan untuk hutang bersifat eksplisit karena memang benar-benar dikeluarkan oleh perusahaan dalam bentuk pembayaran bunga.

Kedua, pasar modal memungkinkan para pemodal mempunyai berbagai pilihan investasi yang sesuai dengan preferensi risiko mereka. Seandainya tidak ada pasar modal, maka para *lender* mungkin hanya bisa menginvestasikan dana mereka dalam sistem perbankan selain alternatif investasi pada asset riil. Dengan adanya pasar modal, para pemodal memungkinkan untuk melakukan diversifikasi investasi, membentuk portofolio yaitu gabungan dari berbagai investasi sesuai dengan risiko yang mereka bersedia tanggung dan tingkat keuntungan yang mereka harapkan.

Dalam keadaan pasar modal yang efisien, hubungan yang positif antara risiko dan keuntungan diharapkan akan terjadi. Di samping itu, investasi pada sekuritas mempunyai daya tarik lain, yaitu pada likuiditasnya. Pemodal bisa melakukan investasi hari ini pada industri semen dan menggantinya minggu depan pada industri farmasi. Mereka tidak mungkin melakukan hal itu pada investasi asset riil. Sehubungan dengan hal itu, maka pasar modal memungkinkan terjadinya alokasi dana yang efisien. Hanya kesempatan-kesempatan investasi yang menjanjikan keuntungan yang tertinggi. Sesuai dengan risikonya yang mungkin memperoleh dana dari para *lender*. Hal ini penting, bagi negara-negara yang *cost of borrowing* kadang-kadang tidak mencerminkan risiko investasi maupun tersedianya dana terutama bagi negara-negara yang sedang berkembang. Dari sisi perusahaan yang memerlukan dana, seringkali pasar modal merupakan alternatif pendanaan ekstrem dengan biaya yang lebih rendah dari sistem perbankan.

II.2.1. Karakteristik Saham Biasa

Saham biasa (common stock) adalah surat berharga sebagai bukti penyertaan atau kepemilikan individu maupun institusi atas suatu perusahaan (Ang, 1997, hal. 162). Saham sebagai sekuritas yang bersifat ekuitas, memberikan implikasi: bahwa kepemilikan saham mencerminkan kepemilikan atas suatu perusahaan.

Nilai suatu saham dapat dipandang dalam empat konsep yang memberikan makna berbeda. *Pertama*, suatu saham memiliki nilai nominal yaitu nilai perlembar saham yang berkaitan dengan kepentingan akuntansi dan hukum. Nilai nominal tidak mengukur nilai riil suatu saham, tetapi hanya digunakan untuk menentukan besarnya modal disetor penuh dalam neraca. Nilai modal disetor penuh adalah nilai nominal suatu saham juga disebut *stated value, face value*, nilai par (par value). *Kedua*, nilai buku perlembar saham (*book value per share*) yaitu total ekuitas dibagi jumlah saham beredar. Nilai buku perlembar saham (*book value pershare*) menunjukkan nilai aktiva bersih perlembar saham yang dimiliki oleh pemegangnya. Sebenarnya nilai buku perlembar saham tidak menunjukkan ukuran kinerja saham yang penting, tetapi dapat mencerminkan berapa besar jaminan yang akan diperoleh oleh pemegang saham apabila perusahaan penerbit saham (emiten) dilikuidasi.

Nilai buku suatu saham akan berarti jika nilai tersebut diperbandingkan dengan nilai pasarnya. *Market Price to Book Value Ratio* menunjukkan perbandingan antara harga pasar saham relative terhadap nilai buku. Misalkan suatu saham dengan *market price to book value ratio* = 1,75 berarti nilai perusahaan melebihi 75% dari apa yang telah dan sedang ditanamkan oleh pemilik perusahaan. Semakin tinggi ratio ini semakin besar tambahan kesejahteraan yang dinikmati oleh pemilik saham.

Konsep nilai yang ketiga adalah nilai pasar. Nilai pasar (market value) adalah nilai suatu saham yang ditentukan oleh permintaan dan penawaran saham di bursa saham. Harga saham inilah yang menentukan indeks harga saham gabungan (IHSG). Fluktuasi harga saham di bursa yang menentukan risiko sistematis suatu saham. Sedangkan konsep nilai terakhir yaitu nilai fundamental.

Tujuan perhitungan nilai fundamental saham atau lebih sering disebut sebagai nilai intrinsik saham adalah menentukan harga wajar suatu saham agar suatu saham tersebut mencerminkan nilai saham yang sebenarnya (*riil value*) sehingga tidak terlalu mahal (*overpriced*). Perhitungan nilai intrinsik (*intrinsic value*) suatu saham adalah mencari nilai sekarang (*present value*) dari semua aliran kas dimasa mendatang baik yang berasal dari dividen maupun *capital gain/loss*.

Karakteristik yang melekat pada saham biasa adalah:

1. Memiliki hak atas pendapatan perusahaan yang berupa dividen
2. Berhak atas harta perusahaan ketika perusahaan penerbitnya dilikuidasi. (setelah dikurangi account payable, gaji karyawan, utang bank, obligasi, utang pajak)
3. Berhak mengeluarkan suara dalam RUPS
4. Hak memesan efek terlebih dahulu.

II.2.2 Pendekatan Penilaian Ekuitas

Karena kompleksitasnya dan kebutuhan akan metode penilaian (valuation) dari *common stock*, maka berbagai teknik untuk melakukan tugas ini telah diciptakan. Teknik-teknik ini dibagi menjadi 2 pendekatan umum, yaitu (1) *the discounted cash flow valuation techniques*, dimana nilai saham diperkirakan berdasarkan pada *present value* dari beberapa pengukuran *cash flow*, dan (2) *the relative valuation techniques*, dimana nilai saham diperkirakan berdasarkan harga pada

saat tertentu dibandingkan dengan variabel-variabel yang dianggap signifikan terhadap *valuation*, seperti *earnings*, *cash flow*, *book value*, atau *sales*.

Discounted cash flow valuation techniques dilakukan berdasarkan pada model valuasi sederhana:

$$V_j = \sum \frac{Cf_t}{(1+k)^t}$$

Dari model tersebut dapat diketahui bahwa *cash flow* yang digunakan bisa berbeda-beda tergantung teknik yang digunakan, seperti *dividen (DDM)*, *operating free cash flow* dan *free cash flow to equity*. Untuk investor yang memiliki waktu untuk menghitung dan menginginkan akurasi dalam sebuah penilaian, maka teknik *discounted cash flow* adalah pilihan utama karena teknik tersebut adalah cara terjelas untuk menggambarkan sebuah nilai (*value*)- yaitu *present value* dari *expected cash flow*. Akan tetapi untuk investor yang menginginkan analisa praktis, maka ada beberapa kesulitan yang membuat pendekatan *discounted cash flow* kurang disukai yaitu ketergantungan pendekatan tersebut pada input utama, yaitu (1) tingkat pertumbuhan *cash flow* dan (2) estimasi *discount rate*. Perubahan kecil pada salah satu dari 2 input tersebut akan mengakibatkan efek signifikan pada nilai estimasi.

Sedangkan pendekatan *relative valuation* adalah pendekatan dengan hanya menggunakan rumus sederhana seperti *price/earnings ratio*, *price/cash flow ratio*, *price/book value ratio*, atau *price/sales ratio*. Pendekatan ini menyediakan informasi tentang bagaimana pasar pada saat ini menilai sebuah saham.

Teknik *relative valuation* cocok untuk dilakukan dalam kondisi-kondisi antara lain :

- Terdapat perusahaan-perusahaan yang dapat dibandingkan yang serupa dalam hal industrinya, ukurannya dan diharapkan juga risikonya.
- Pasar secara keseluruhan dan industri tidak terlalu *undervalued* atau *overvalued*.

II.3 Manfaat Laporan Keuangan

Penggunaan informasi akuntansi dalam melakukan analisis fundamental perusahaan terhadap imbal hasil saham merupakan salah satu bukti dari konsep pasar modal yang efisien. Keane S., menjelaskan di dalam bukunya "*The efficient market hypothesis and the implications for financial reporting*" bahwa harga yang dihasilkan pada pasar modal merupakan estimator terbaik (Keane, 1980).

Harga saham di pasar merupakan harga konsensus di antara para investor dan harga suatu saham dapat terjadi beberapa kali dalam satu hari dengan rentang lebar antara harga pasar terendah dan harga pasar tertinggi. Rentang harga pasar yang lebar mengindikasikan bahwa pasar tidak mencerminkan semua informasi yang diperoleh investor atau dengan kata lain, pasar tidak efisien.

Laporan keuangan berisi informasi tentang prestasi perusahaan di masa lampau dan dapat dipakai sebagai dasar untuk penetapan kebijakan perusahaan di masa yang akan datang. Laporan keuangan merupakan sebuah informasi yang penting bagi investor dalam mengambil keputusan investasi. Manfaat laporan keuangan tersebut menjadi optimal apabila investor dapat menganalisis lebih lanjut melalui analisis rasio keuangan. (Weston & Copeland, 1983)

Menurut Brigham dan Houston (2004), laporan keuangan akan melaporkan posisi perusahaan pada satu titik waktu tertentu maupun operasinya selama suatu periode di masa lalu. Akan tetapi, nilai sebenarnya dari laporan keuangan terletak

pada kenyataan bahwa laporan tersebut dapat digunakan untuk membantu meramalkan keuntungan dan dividen di masa depan. Hal tersebut menunjukkan bahwa kalau kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba meningkat, harga saham akan meningkat. Dengan kata lain, profitabilitas akan mempengaruhi harga saham.

Rasio keuangan berguna untuk menilai dan memprediksi kondisi keuangan perusahaan saat ini dan pada masa mendatang, serta sebagai pedoman bagi investor mengetahui kinerja masa lalu dan masa mendatang. Rasio keuangan yang berasal dari laporan keuangan ini sering disebut faktor fundamental perusahaan.

Bagi perusahaan-perusahaan yang *go public* diharuskan menyertakan rasio keuangan yang relevan sesuai dengan Keputusan Ketua Bapepam Nomor KEP-51/PM/1996 tanggal 17 Januari 1996. Menurut Standar Akuntansi Keuangan, tujuan pelaporan keuangan adalah untuk menyediakan informasi yang menyangkut posisi keuangan, kinerja, serta perubahan posisi keuangan suatu perusahaan yang bermanfaat bagi sejumlah besar pengguna dalam pengambilan keputusan ekonomi.

Pihak-pihak yang menggunakan laporan keuangan dalam pengambilan keputusan ekonomi tersebut di antaranya adalah:

- a. Manajer perusahaan yang menggunakannya untuk memantau posisi keuangan perusahaan dibandingkan dengan perusahaan pesaingnya, untuk mengevaluasi usaha baru yang potensial agar memperoleh bagian dalam perencanaan perusahaan mengenai investasi baru.
- b. Analis Sekuritas, menggunakannya sebagai dasar untuk menilai tingkat dan nilai perusahaan yang mereka rekomendasikan pada para kliennya.
- c. Bankir, menggunakannya untuk mempertimbangkan keputusan

- pemberian kredit dan jangka waktu kredit.
- d. Investor, menggunakannya sebagai dasar untuk menilai dan menganalisis prospektus yang ditawarkan, serta membantu analisis dalam merespon keputusan merger atau akuisisi emiten terkait.
 - e. Konsultan, menggunakannya sebagai dasar analisis persaingan bagi para kliennya.

Dari uraian di atas dapat disimpulkan bahwa laporan keuangan dari suatu perusahaan dapat menyajikan informasi-informasi keuangan yang dapat memudahkan pihak-pihak internal dan eksternal perusahaan untuk mengamati dan menganalisis kondisi fundamental perusahaan.

Menurut Palepu (1996), bahwa dengan menggunakan laporan keuangan, investor dapat melakukan analisis bisnis yang berguna untuk mengetahui kemampuan perusahaan dalam menghadapi kondisi persaingan dengan perusahaan sejenis dalam suatu kelompok industri. Kegiatan penilaian kinerja perusahaan di masa lalu serta saat ini dan proyeksi di masa mendatang dengan menggunakan laporan keuangan disebut sebagai analisis laporan keuangan.

Menurut Raymond P. Neven, dalam bukunya yang berjudul *Fundamentals of Management Finance*, salah satu kegiatan utama dalam melakukan analisis laporan keuangan adalah menganalisis rasio keuangan. Rasio keuangan dibentuk untuk mengukur hampir semua aspek kinerja perusahaan.

Selanjutnya menurut Douglas R. Emery dan John D. Finnerty, rasio-rasio keuangan diklasifikasikan ke dalam 6 kategori, yaitu *Liquidity ratios*, *Asset activity ratios*, *Leverage ratios*, *Coverage ratios*, *Profitability ratios*, dan *Market value ratios* (Emery & Finnerty, 1997).

II.3.1 *Liquidity Ratios*

Rasio likuiditas (*Liquidity Ratios*) adalah kemampuan perusahaan untuk membiayai kewajiban jangka pendek dengan menggunakan aktiva lancarnya atau *current asset*. Rasio-rasio yang digunakan dalam pengukuran ini adalah: *quick ratio*, *current ratio* dan *cash ratio*. *Current ratio* yang dihitung dengan membagi harta lancar dengan kewajiban lancar merupakan ukuran yang paling umum digunakan untuk mengetahui kesanggupan memenuhi kewajiban jangka pendek.

Quick ratio merupakan rasio likuiditas jangka pendek yang lebih ketat dibandingkan dengan *current ratio*, tetapi tanpa menyertakan *inventory* sebagai numeratornya. *Quick ratio* dihitung dengan mengurangi persediaan dari harta lancar dan sisanya dibagi dengan kewajiban lancar. Dalam hubungannya dengan *return* saham, *quick ratio* diharapkan dapat memberikan hubungan yang positif karena semakin likuid suatu perusahaan, maka akan semakin besar kemungkinannya untuk bertahan.

Cash ratio diperoleh dengan membagi uang kas dan surat-surat berharga yang dimiliki oleh perusahaan dengan kewajiban lancarnya, yang berarti semakin tinggi kemampuannya untuk membiayai kewajiban jangka pendeknya.

II.3.2 *Asset Activity Ratios*

Rasio ini dirancang untuk menilai seberapa efektif perusahaan mengatur asetnya. Aktivitas operasi perusahaan membutuhkan investasi, baik untuk aset yang bersifat jangka pendek (*inventory and account receivable*) maupun jangka panjang (*property, plant, and equipment*). Rasio aktivitas menggambarkan hubungan antara tingkat operasi perusahaan (*sales*) dengan aset yang dibutuhkan untuk menunjang kegiatan operasi perusahaan tersebut.

Rasio aktivitas juga dapat digunakan untuk memprediksi modal yang dibutuhkan perusahaan (baik untuk kegiatan operasi maupun jangka panjang). Misalnya untuk meningkatkan penjualan akan membutuhkan tambahan aset. Oleh karena itu, rasio aktivitas juga memungkinkan para analis menduga kebutuhan ini serta menilai kemampuan perusahaan untuk mendapatkan aset yang dibutuhkan untuk mempertahankan tingkat pertumbuhannya. Dua buah contoh rasio aktivitas: *inventory turnover*, *total asset turn over*.

II.3.3 Leverage Ratios

Rasio ini menggambarkan besarnya sumber pembiayaan yang berasal dari luar modal yang digunakan untuk membiayai aktiva perusahaan. Pembiayaan di luar modal yang digunakan untuk pembiayaan aktiva dan mendongkrak (*leveraging*) keuntungan perusahaan adalah pembiayaan yang bersifat jangka panjang (*Long Term Debt*). Semakin tinggi proporsi *Long Term Debt* relatif terhadap ekuitas akan meningkatkan risiko perusahaan.

Sebagaimana rasio lainnya faktor industri dan ekonomi juga sangat mempengaruhi, baik tingkat *debt* maupun sifat *debt* (jatuh tempo dan tingkat bunga tetap dan variabel). Misalnya industri dengan modal yang intensif cenderung untuk menggunakan tingkat *debt* yang tinggi untuk mendanai *property, plan, and equipment*. *Debt* untuk mendanai kegiatan semacam itu harus bersifat jangka panjang agar sesuai dengan jangka waktu aset yang diperoleh. *Debt ratio* ditunjukkan dengan perbandingan *debt to total capital* dan *debt to equity*.

II.3.4 Coverage Ratios

Rasio ini menggambarkan kemampuan perusahaan untuk membayar bunga pinjaman yang berasal dari operasionalnya, bukan dari modal pemiliknya. Rasio-rasio yang sering digunakan adalah: *interest coverage ratio*, *fixed-charge coverage ratio*, dan *cash flow coverage ratio*. Semakin besar rasio-rasio ini, semakin besar pula kemampuan membayar bunga pinjaman perusahaan dengan menggunakan dana hasil operasionalnya.

II.3.5 Profitability Ratios

Rasio profitabilitas merupakan rasio yang menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba (*profit*). Rasio ini mencerminkan performa operasional, risiko, dan pengaruh kewajiban perusahaan yang terdiri dari *gross profit margin*, *net profit margin*, *return on assets*, *earning power* dan *return on equity*. *Gross profit margin* merupakan jumlah rupiah yang tersisa setelah perusahaan membayar harga pokok penjualan. *Net profit margin*, mengukur keuntungan yang tersedia dari tiap-tiap rupiah, setelah semua biaya-biaya dikeluarkan. *Return on assets* menyatakan keuntungan bersih sebagai proporsi dari total asset. *Earning power* merupakan hasil bagi pendapatan perusahaan sebelum pajak dan bunga dengan total asset.

Kemudian, *return on equity*, merupakan hasil pengembalian dari modal pemegang saham. Di mana modal pemegang saham mencakup saham biasa, *capital surplus*, dan laba ditahan. Makin tinggi masing-masing rasio di atas, maka semakin tinggi pula *profit* yang dihasilkan perusahaan. Dampaknya, laba bersih per saham (*earning per share*) perusahaan juga akan meningkat, yang tentunya membawa konsekuensi harga saham yang lebih tinggi.

II.3.6 Market Value Ratios

Para analis menggunakan beberapa *market value ratio* yang berhubungan dengan nilai pasar saham perusahaan terhadap pendapatan per saham, dividen per saham dan nilai buku per saham. Rasio-rasio keuangan yang menunjukkan hal ini adalah: *price earning ratio*, *earning per share*, *dividen per share*, dan *market-to-book ratio*.

Dividen per share merupakan rasio antara dividen per saham dan harga pasar per saham. *Price earning ratio* (PER) merupakan harga pasar per saham biasa dibagi dengan pendapatan per sahamnya. Berbeda dengan rasio lainnya, rasio ini bisa dinyatakan dalam bentuk nilai positif maupun nilai negatif. Ini disebabkan oleh pendapatan per saham yang dapat bernilai negatif jika perusahaan mengalami kerugian (*loss per share*). Semakin besar rasio ini, berarti harga pasar dari setiap lembar saham akan semakin baik. *Earning per share* (EPS) merupakan rasio antara pendapatan per saham dan harga pasar per saham.

Kemudian yang terakhir, *market-to-book ratio* merupakan harga pasar per saham dibagi dengan nilai buku per saham. Semakin besar rasio ini, maka semakin baik pula perusahaan yang bersangkutan.

II.4 Imbal Hasil Saham

Imbal hasil (*return*) yang diterima oleh pemegang saham selama setahun masa kepemilikan berasal dari dividen dan *capital gain* dari penjualan saham. Pada penelitian, biasanya *return* saham yang digunakan adalah *return* saham yang berasal dari *capital gain* atau perubahan (selisih) harga jual dan harga beli. Nilai dividen karena mempunyai sifat yang tetap sehingga tidak relevan jika

dimasukkan ke dalam penelitian. *Return* saham dapat dihitung dengan menggunakan formula berikut ini:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

Di mana:

R_{it} = Return saham ke i pada periode t

P_{it} = Harga saham ke i pada periode t

$P_{i,t-1}$ = Harga saham ke i pada periode t-1

II.5. Penelitian Sebelumnya

Penelitian pentingnya kinerja keuangan perusahaan dalam menentukan *return* saham perusahaan di antaranya dilakukan oleh Gupa dan Heufner (1972) yang meneliti bahwa rasio-rasio keuangan tertentu memiliki manfaat atau arti yang berbeda ketika diasosiasikan dengan karakteristik industri tertentu yang berbeda.

Menurut O'Connor (1973) yang meneliti hubungan antara rasio keuangan yang berguna bagi investor dalam mengambil keputusan, hasil pengujiannya menunjukkan bahwa analisis korelasi rasio keuangan dengan tingkat *return* menunjukkan adanya keragaman akan manfaat rasio keuangan bagi investor pemegang saham biasa.

Selanjutnya menurut Foster (1986), menyatakan bahwa rasio tertentu antara industri yang satu dengan lainnya memiliki perbedaan yang signifikan. Ou dan

Penman (1989) meneliti manfaat laporan keuangan dalam memprediksi *return* saham. Hasil riset mereka menunjukkan bahwa informasi akuntansi mengandung informasi fundamental yang tidak secara langsung berpengaruh dalam pembentukan harga saham.

Greig (1992) dan Stober (1992) menghasilkan penelitian yang kontra dengan penelitian Ou & Penman sebelumnya. Greig dan Stober menyebutkan bahwa informasi dari laporan keuangan memberikan suatu harapan imbal hasil bagi investor dan berperan dalam pembentukan harga pasar.

Lebih lanjut, penelitian Lev & Thiagarajan (1993) memperkenalkan 12 signal keuangan yang diklaim oleh para analis sangat bermanfaat dalam penilaian suatu sekuritas. Kedua belas signal tersebut yaitu:

1. Informasi perubahan persediaan (*inventories*),
2. Piutang usaha (*Account Receivables*),
3. Pengeluaran investasi untuk penambahan modal kerja,
4. Riset dan pengembangan
5. Marjin laba kotor (*Gross Margin*)
6. Pengeluaran administrasi dan penjualan (*Selling and Administrative Expenses*)
7. Provisi untuk piutang tak tertagih (*Provision for doubtful receivables*)
8. Tingkat pajak efektif
9. Order backlog
10. Produktivitas tenaga kerja
11. Metode pengelolaan persediaan
12. Kualifikasi audit

Mereka menunjukkan nilai yang relevan pada faktor-faktor fundamental tersebut terhadap prediksi imbal hasil (*return*) dengan tetap memperhatikan kondisi makroekonomi, ukuran perusahaan dan inovasi usaha.

Selanjutnya, Abarbanell & Bushee (1997) memperkuat hasil kajian Lev dan Thiagarajan (1993) dengan membuktikan bahwa signal-signal keuangan yang diperkenalkan oleh Lev dan Thiagarajan tersebut cukup signifikan hubungannya dengan perubahan penghasilan perusahaan atau kinerja perusahaan di masa mendatang.

Piotroski (2000) memberikan hasil uji lebih lanjut terhadap kemampuan indikator atau signal historis akuntansi untuk memprediksi harga saham di masa mendatang dengan sampel yaitu saham-saham yang memiliki nilai buku yang tinggi terhadap nilai pasar (*Book-to-Market value*) atau BM. Hasil dari pengujiannya adalah bahwa signal-signal tersebut kurang signifikan dalam memprediksi harga saham di masa mendatang atau dalam dua tahun menurut penelitian Piostroski ini.

Pada tahun 1989, Sorensen Menrich dan Thum Cee (1989) melakukan penelitian dengan membuat model yang disebut dengan Solomon Brothers Risk Model di mana *return* saham dipengaruhi oleh:

1. *Economic growth*
2. *Business cycle*
3. *Long term interest*
4. *Short term interest*
5. *Inflation*
6. *Currency fluctuation*
7. *Market index securities*

Faktor-faktor yang berpengaruh terhadap *return* saham tersebut dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. *Economic growth*

Bila pertumbuhan ekonomi suatu negara meningkat maka konsumsi per kapita masyarakat akan meningkat, sehingga penjualan perusahaan juga meningkat yang berdampak pada naiknya nilai perusahaan dan harga saham perusahaan tersebut.

2. *Business cycle*

Perusahaan yang berada dalam tahap berkembang, *mature* atau *decline* akan mempengaruhi nilai saham perusahaan.

3. Bunga bank

Bila bunga bank lebih rendah dari *return* saham, investor akan memilih berinvestasi pada saham dan sebaliknya.

4. Inflasi

Bila inflasi meningkat, daya beli masyarakat akan menurun yang berakibat tingkat penjualan perusahaan mengalami penurunan. Nilai perusahaan akan menurun dan berdampak turunnya harga saham.

5. Nilai tukar mata uang

Bila nilai tukar uang suatu negara melemah, harga barang impor akan meningkat dan daya beli masyarakat akan menurun. Kondisi tersebut akan menekan penjualan perusahaan dan menjatuhkan harga saham perusahaan tersebut. Sebaliknya, jika perusahaan melakukan ekspor ke luar negeri akan meningkatkan nilai penjualan dan akan menaikkan nilai saham perusahaan tersebut.

Penelitian Jaouida Elleuch dan Lotfi Trabelsi (2009) meneliti variabel fundamental keuangan yang terdiri dari:

1. Persentase perubahan persediaan (*Inventory*) terhadap penjualan (*Sales*): mengukur persentase perubahan penjualan relatif terhadap persentase perubahan persediaan, persediaan yang meningkat lebih cepat daripada penjualan berarti mengindikasikan signal yang negatif.
2. Persentase perubahan *Account Receivables* (AR) terhadap penjualan (*Sales*): menggambarkan kemampuan perusahaan dalam mengkolleksi piutang usaha (AR), jika tumbuh lebih cepat daripada penjualan mengindikasikan ada masalah dalam proses penagihan AR yang dan akan berdampak pada meningkatnya provisi untuk AR, yang berarti juga akan mengurangi pendapatan perusahaan.
3. Persentase perubahan investasi modal kerja terhadap penjualan (*Sales*): mengukur persentase perubahan investasi modal kerja terhadap penjualan.
4. Persentase perubahan *Gross Margin* (GM) terhadap penjualan (*Sales*): mengukur persentase perubahan Gross Margin terhadap penjualan, bila hasilnya negatif berarti ada masalah dalam harga pokok penjualan (COGS)
5. Persentase jumlah karyawan terhadap penjualan (*Sales*): persentase perubahan penjualan per karyawan. Semakin tinggi akan semakin baik bagi deskripsi kinerja penjualandan pendapatan perusahaan.
6. *Return on asset* (ROA): menggambarkan kemampuan perusahaan dalam mengelola asset untuk menghasilkan keuntungan.
7. Persentase perubahan ROA: mengukur perubahan atau pertumbuhan ROA perusahaan
8. Arus kas: menggambarkan kemampuan perusahaan dalam memiliki dana likuiditas, sehingga menunjukkan aktivitas operasi yang positif.

9. *Accruals*: persentase perubahan asset lancar terhadap penjualan, nilai negatif diartikan sebagai indikator pelemahan pendapatan perusahaan di masa mendatang.
10. Persentase perubahan rasio utang jangka panjang terhadap total asset: mengukur rasio utang jangka panjang terhadap total asset, bila ada peningkatan pada *leverage* diindikasikan sebagai signal positif bagi peningkatan kinerja perusahaan.
11. Persentase perubahan *current ratio* dengan tahun sebelumnya: mengukur kemampuan likuiditas perusahaan dalam melunasi utang jangka pendek perusahaan.
12. Persentase perubahan *assets turn over*: rasio yang menggambarkan penggunaan asset bagi optimalisasi penjualan, bila positif berarti semakin sedikit asset yang digunakan untuk menghasilkan penjualan dengan level yang sama dengan periode sebelumnya. kondisi tersebut menunjukkan penggunaan asset yang sangat efektif untuk menghasilkan penjualan.

Penelitian mereka menyebutkan bahwa dari kedua belas variabel tersebut hanya faktor *leverage*, investasi modal kerja dan *accrual* yang tidak berpengaruh terhadap distribusi return saham serta kinerja perusahaan di masa mendatang.

Penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi harga saham tidak saja menghasilkan kesimpulan yang menyebutkan bahwa variabel fundamental berpengaruh terhadap imbal hasil saham, namun faktor lain seperti sentimen investor karena ada suatu kejadian luar biasa di lingkungan bursa juga berpengaruh terhadap keputusan investor untuk membeli atau menjual saham yang tentunya akan berpengaruh terhadap harga dan imbal hasil saham. Wong dan Lievano (2009) meneliti tragedi 11 September 2001 terhadap imbal hasil saham yang diwakili oleh indeks S&P 500, menyebutkan tragedi 11 September tersebut sangat berpengaruh kuat terhadap imbal hasil saham.

BAB III

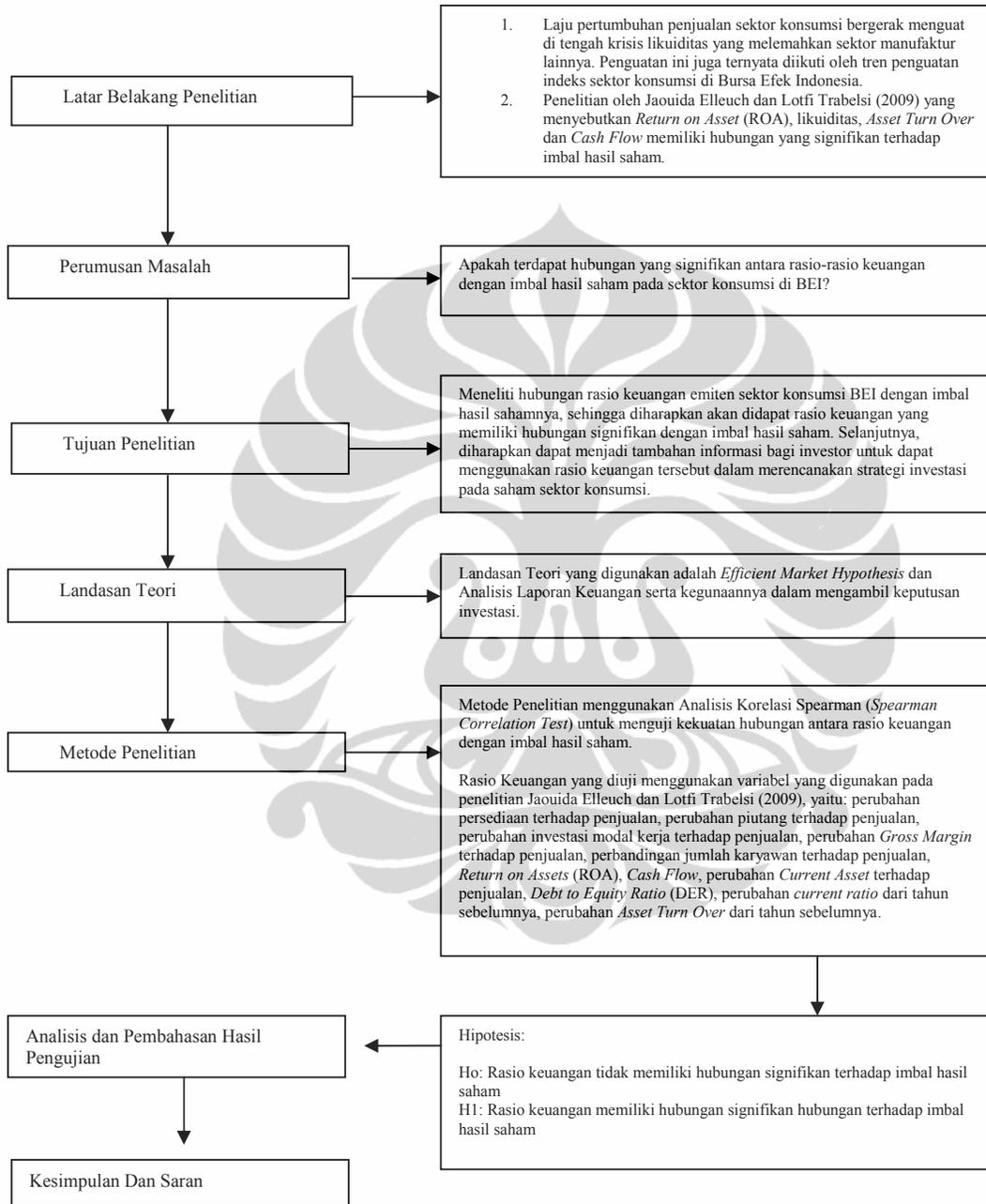
METODE PENELITIAN

III. 1 Metode Pengumpulan data

Data yang digunakan adalah data laporan keuangan untuk menghitung rasio keuangan periode 2006-2009. Sementara data *return* saham menggunakan data 12 bulan ke depan yaitu Maret 2008 hingga Maret 2010 dalam bentuk data mingguan. Penelitian ini bertujuan untuk memberikan temuan empiris tentang hubungan variabel fundamental perusahaan, khususnya yang berkaitan dengan rasio keuangan pada tingkat individual terhadap *return* saham di masa mendatang setelah publikasi laporan keuangan para emiten yang termasuk dalam kategori industri makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dalam kurun waktu tahun 2006-2009.

Strategi investasi untuk mendapatkan keuntungan yang optimal dari *return* saham sangat diharapkan oleh investor. Penelitian ini akan melihat bagaimana hubungan antar rasio keuangan dengan imbal hasil saham dengan memanfaatkan rasio keuangan dalam memilih saham-saham di sektor konsumsi menjadi dua portofolio yaitu portofolio yang memiliki kondisi fundamental bagus (High F_Score Portofolio) dan portofolio yang memiliki kondisi fundamental buruk (Low F_Score Portofolio).

Bagan III. 1. 1 Alur Penelitian



III. 2 Instrumen Pengujian Hipotesis

Menurut A.M. Turtle korelasi dapat didefinisikan dengan kalimat sederhana: “sebuah analisis mengenai hubungan antara dua atau lebih variabel biasanya disebut korelasi”. Analisis korelasi digunakan untuk menyelidiki hubungan antar-variabel dan untuk membuat kesimpulan mengenai salah satu variabel dengan basis variabel lainnya (Wibisono, 2003).

Selain itu, dalam analisis korelasi, variabel-variabel memegang peran yang simetris yang berarti bahwa tidak perlu ada suatu variabel yang merupakan variabel terikat (*dependent variable*). Hubungan antara berbagai variabel dapat terjadi hanya karena faktor kebetulan, tetapi dapat juga memang merupakan hubungan yang terpola atau sering disebut sebagai hubungan *joint behavior* antara variabel-variabel tersebut.

Analisis korelasi adalah analisis statistik yang mengukur tingkat asosiasi atau hubungan antara dua variabel (X dan Y) di mana hubungan di antara kedua variabel tersebut juga disebut sebagai korelasi bivariat. Pengukuran korelasi bivariat dapat dibedakan menjadi dua macam yaitu pengukuran secara linear dan secara berganda (*multiple*). Pengukuran korelasi secara linear adalah pengukuran atau perhitungan korelasi yang hanya melibatkan satu variabel bebas dan satu variabel terikat. Sedangkan pengukuran korelasi secara multipel adalah pengukuran yang melibatkan lebih dari satu variabel bebas dan satu variabel terikat.

Korelasi merupakan teknik analisis yang digunakan untuk mengukur kekuatan hubungan dua variabel. Korelasi tidak secara otomatis menunjukkan hubungan kausalitas antar variabel. Hubungan dalam korelasi dapat berupa hubungan linier positif dan negatif. Interpretasi koefisien korelasi akan menghasilkan makna

kekuatan, signifikansi dan arah hubungan kedua variabel yang diteliti. Kekuatan koefisien korelasi didasarkan pada jarak yang berkisar antara 0 - 1. Kemudian untuk melihat signifikansi hubungan digunakan angka signifikansi. Sedangkan, arah korelasi dilihat dari angka koefisien korelasi yang menunjukkan positif atau negatif.

Pengukuran asosiasi merupakan istilah umum yang mengacu pada sekelompok teknik dalam statistik bivariat yang digunakan untuk mengukur kekuatan hubungan antara dua variabel. Diantara sekian banyak teknik-teknik pengukuran asosiasi, terdapat dua teknik korelasi yang sangat populer sampai sekarang, yaitu Korelasi Pearson Product Moment dan Korelasi Rank Spearman. Selain kedua teknik tersebut, terdapat pula teknik-teknik korelasi lain, seperti Kendal, Chi-Square, Phi Coefficient, Goodman-Kruskal, Somer, dan Wilson.

Pengukuran asosiasi menggunakan nilai numerik untuk mengetahui tingkatan asosiasi atau kekuatan hubungan antara variabel. Dua variabel dikatakan berasosiasi jika perilaku variabel yang satu mempengaruhi variabel yang lain. Jika tidak terjadi pengaruh, maka kedua variabel tersebut disebut independen. Kuat lemah hubungan diukur diantara jarak (*range*) 0 sampai dengan 1. Korelasi mempunyai kemungkinan pengujian hipotesis dua arah (*two tailed*).

Korelasi searah jika nilai koefisien korelasi ditemukan positif; sebaliknya jika nilai koefisien korelasi negatif, korelasi disebut tidak searah. Untuk memudahkan melakukan interpretasi mengenai kekuatan hubungan antara dua variabel, tabel berikut menyatakan hubungan yang ditandai dengan nilai koefisien korelasi ρ (Sarwono, 2006):

Tabel III. 2. 1 Koefisien Korelasi

| No. | Nilai Koefisien Korelasi ρ | Tingkat Hubungan |
|-----|---------------------------------|--|
| 1 | 0,00 | Tidak ada korelasi antara dua variabel |
| 2 | > 0,00 – 0,25 | Korelasi sangat lemah |
| 3 | > 0,25 – 0,50 | Korelasi cukup |
| 4 | > 0,50 – 0,75 | Korelasi kuat |
| 5 | > 0,75 – 0,99 | Korelasi sangat kuat |

Dua variabel dikatakan berkorelasi apabila perubahan pada variabel yang satu akan berpengaruh pada variabel yang lain secara beraturan dengan arah yang sama atau berlawanan.

Arah hubungan antara dua variabel dapat dibedakan menjadi:

1. Korelasi langsung (*direct correlation/positive correlation*)
Perubahan nilai salah satu variabel diikuti perubahan variabel lain secara berarah. Jika nilai variabel X naik maka nilai variabel Y juga naik, jika variabel X turun maka nilai variabel Y juga turun.
2. Korelasi berlawanan (*inverse correlation/negative correlation*)
Perubahan nilai salah satu variabel diikuti oleh perubahan nilai variabel lain secara teratur dengan arah yang berlawanan. Peningkatan nilai variabel X diikuti oleh penurunan nilai variabel Y dan sebaliknya.
3. Tidak berkorelasi (*nil correlation*) Kenaikan nilai salah satu variabel kadang-kadang diikuti oleh penurunan nilai variabel lain tersebut, kadang-kadang pula diikuti oleh naiknya variabel lain tersebut. Arah hubungannya tidak teratur, kadang berlawanan, kadang searah.

Kuat lemah hubungan diukur diantara jarak (*range*) 0 sampai dengan 1. Korelasi mempunyai kemungkinan pengujian hipotesis dua arah (*two tailed*). Korelasi

searah jika nilai koefisien korelasi ditemukan positif; sebaliknya jika nilai koefisien korelasi negatif, korelasi disebut tidak searah.

Koefisien korelasi merupakan ukuran besar kecilnya atau kuat tidaknya hubungan antara variabel-variabel apabila bentuk hubungan tersebut linear. Nilai koefisien korelasi paling sedikit -1 dan paling besar 1, sehingga bila koefisien korelasi dinyatakan sebagai r , maka nilai r dapat dinyatakan sebagai berikut:

$$-1 \leq r \leq 1$$

Di mana:

- $r = 1$ (mendekati 1) berarti hubungan variabel X dan variabel Y sempurna dan positif, artinya kenaikan/penurunan X umumnya diikuti oleh kenaikan/penurunan Y
- $r = -1$ (mendekati -1) berarti hubungan variabel X dan variabel Y sempurna dan negatif, artinya naik/turunnya X diikuti oleh turun/naiknya nilai Y.
- $r = 0$ berarti hubungan X dan Y tidak ada hubungan (independen)

Berikut rumus perhitungan korelasi:

$$r_s = \frac{\sum R(X_i)R(Y_i) - n \left[\frac{n+1}{2} \right]^2}{\sqrt{\left\{ \sum R(X_i) - n \left(\frac{n+1}{2} \right) \right\} \left\{ \sum R(Y_i)^2 - n \left(\frac{n+1}{2} \right)^2 \right\}}}$$

Dimana:

$R(X_i)$ = ranking untuk setiap skor item

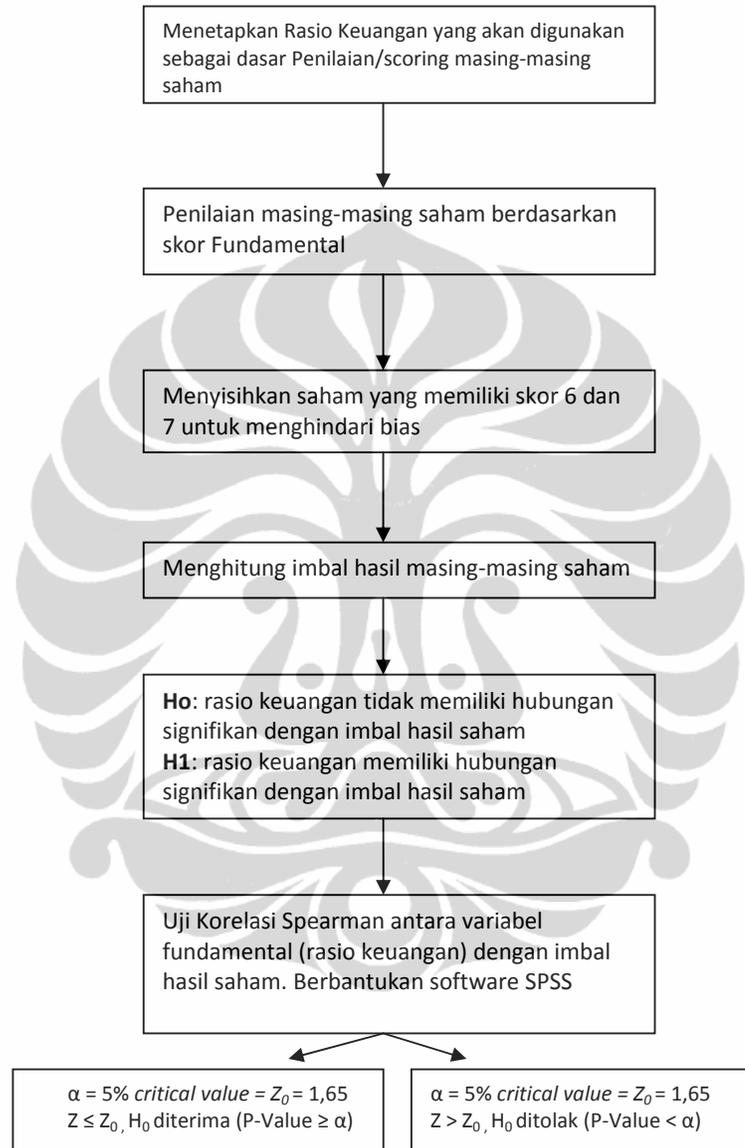
$R(Y_i)$ = ranking untuk skor total item

n = jumlah sampel dalam uji coba

III. 2. 1 Interpretasi Nilai r

Bila koefisien korelasi bernilai sama dengan 0, berarti tidak ada ketepatan pada garis regresi. Artinya pengetahuan kita tentang nilai variabel X tidak dapat digunakan sebagai pijakan dalam meramalkan besarnya nilai Y . Bila koefisien korelasi bernilai sama dengan +1 atau -1 berarti semua titik terletak pada suatu garis lurus. Oleh karena itu, kita dapat membuat peramalan yang sangat mendekati persamaan garis regresinya. Nilai r yang terletak di antara 0 dan 1 atau antara 0 dan -1 lebih sulit untuk dijelaskan. Nilai $r = 0,3$ bukan berarti setengah kali lebih buruk bila dibandingkan dengan nilai $r = 0,6$. Atau nilai $r = 0,90$ bukan berarti tiga kali lebih baik dibandingkan dengan $r = 0,3$.

Bagan III. 2. 1 Desain Pengujian Hipotesis



Penelitian ini bertujuan untuk melihat hubungan antara variabel fundamental dengan imbal hasil saham di sektor konsumsi Bursa Efek Indonesia (BEI). Variabel fundamental yang digunakan merupakan rasio keuangan yang digunakan dalam penelitian Jaouida Elleuch dan Lotfi Trabelsi (2009). Sebanyak 29 saham sektor konsumsi BEI dinilai secara fundamental berdasarkan rasio keuangan tersebut.

Nilai fundamental paling tinggi yaitu 12 dan paling rendah yaitu 0. Saham yang mendapatkan nilai atau skor sebesar 6 atau 7 dikeluarkan dalam penghitungan supaya tidak menimbulkan kondisi fundamental yang bias. Selanjutnya, dihitung imbal hasil masing-masing saham dalam setiap tahunnya sejak 2007 hingga 2010.

Untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini, digunakan pengujian statistik non-parametrik. Uji non-parametrik dapat diterapkan dalam situasi jika ukuran sampel begitu kecil sehingga distribusi sampling statistik tidak mendekati distribusi normal dan jika tak ada asumsi mengenai bentuk distribusi populasi dari mana sampel diambil. Selain itu, uji non-parametrik digunakan jika data berbentuk data urutan atau data ordinal.

Data ordinal hanya mengatakan apakah suatu angka (sebagai ganti urutan yang kualitatif) adalah lebih tinggi, lebih rendah atau sama dengan angka yang lain. Selain data ordinal, uji non-parametrik digunakan untuk data yang berbentuk nominal.

Pengukuran koefisien korelasi menggunakan korelasi Spearman untuk melihat hubungan antara variabel fundamental dan imbal hasil saham, Uji korelasi Spearman dipilih dalam penelitian dengan pertimbangan bahwa kedua variabel penelitian tingkat pengukurannya adalah ordinal. Data yang diinput untuk nilai variabel adalah hasil skoring yang didapat dengan penjumlahan nilai skor.

Analisis korelasi dan signifikansi hubungan antar variabel dilakukan dengan bantuan analisis statistik SPSS.

Tingkat hubungan tersebut dinyatakan dengan nilai korelasi ρ dan nilai signifikansi dinyatakan dengan *P-Value*.

$$\rho = 1 - \frac{6 \sum d_i^2}{n(n^2 - 1)}$$

Rumus korelasi Spearman digunakan untuk data variabel yang berbentuk data peringkat atau orde, di mana:

- ρ = koefisien korelasi Spearman;
- d_i = selisih peringkat dalam satu pasang variabel;
- n = menyatakan banyaknya pasangan data.

Nilai ρ berkisar antara $-1 \leq \rho \leq +1$. Jika $\rho = +1$ menunjukkan hubungan positif sempurna artinya pemberian peringkat searah, jika $\rho = -1$ artinya terdapat hubungan antar variabel dengan pemberian peringkat bertolak belakang. Jika $\rho = 0$, tidak terdapat hubungan.

Untuk mencari nilai signifikansi korelasi digunakan analisis signifikansi yang ditandai dengan nilai *sig* dengan tingkat keyakinan 95% atau faktor kesalahan 5%. Rumus korelasi Spearman uji Statistik yang digunakan untuk menguji hipotesis adalah sebagai berikut:

$$Z = \rho \sqrt{(n - 1)}$$

Di mana: ρ = Koefisien korelasi

Z = Distribusi peubah acak Z yang mendekati distribusi normal

n = banyaknya sampel

Rumus tersebut digunakan untuk sampel besar ($n > 30$). Jika $\alpha = 5\% = 0,05$, nilai kritik $Z_0 = 1,65$. Jika $Z \leq Z_0$ maka hipotesis nol diterima. Sebaliknya jika $Z > Z_0$, maka hipotesis nol ditolak. Jika menggunakan bantuan program SPSS, uji signifikansi korelasi ini dapat dilihat dari nilai *P-Value*. Jika *P-Value* $< \alpha$, itu berarti hipotesis nol ditolak. Dan jika *P-value* $\geq \alpha$, maka hipotesis nol diterima.

III. 3. Langkah-langkah Pengujian

Langkah pertama yang dilakukan dalam penelitian ini adalah menentukan sejumlah rasio keuangan yang secara teoritis mempengaruhi imbal hasil saham, bersumber dari penelitian yang dilakukan oleh Jaouida Elleuch dan Lotfi Trabelsi (2009). Langkah kedua, mengelompokkan rasio-rasio tersebut ke dalam bilangan biner yaitu 0 dan 1. Bilangan 1 menandakan bahwa rasio tersebut menunjukkan dukungan positif bagi harga saham perusahaan, sedangkan bilangan 0 menandakan bahwa rasio tersebut menunjukkan dukungan negatif bagi harga saham perusahaan.

Proses pengelompokkan dengan bilangan biner dilakukan setiap tahun dalam periode pengujian pada tiap saham dengan 12 rasio keuangan yang telah dipilih. Langkah ketiga adalah menghitung *Fundamental Score* (F-Score) bagi masing-masing saham setiap tahunnya, dengan skoring 0 adalah yang terendah dan 12 adalah yang tertinggi dan kemudian dilakukan pengurutan (*ranking*) saham berdasarkan F-Score setiap tahunnya.

Langkah keempat adalah mengelompokkan saham berdasarkan urutan F-Score ke dalam dua kelompok portofolio yaitu F-Score tinggi (High F-Score) dan Low F-

Score rendah (Low F-Score). Portofolio High F-Score berisi saham yang memiliki kondisi fundamental yang mayoritas baik dan sebaliknya Portofolio Low F-Score berisi saham yang memiliki kondisi fundamental yang mayoritas buruk dengan menghilangkan saham-saham yang memiliki F-Score 6 dan 7 karena bias.

Pengelompokkan ini dilakukan setiap tahun dalam periode pengujian. Pengelompokkan ini penting untuk mendukung pengujian hipotesa apakah saham yang memiliki kondisi fundamental yang baik (High F-Score) akan memiliki return yang lebih baik dibandingkan dengan saham yang berada dalam kelompok fundamental yang buruk (Low F-Score).

Langkah kelima dihitung rata-rata imbal hasil (*mean return*) dari kedua portofolio setiap tahunnya. Imbal hasil saham yang digunakan dalam penelitian ini adalah imbal hasil tahunan yang dihitung pada 12 bulan setelah jangka waktu publikasi laporan keuangan tahunan (akhir akhir Maret) setiap tahunnya. Misalnya, untuk laporan keuangan 2007 digunakan imbal hasil yang dihitung dari *closing price* Maret 2008 dan *closing price* Maret 2009. Bulan Maret dipilih karena laporan keuangan tahunan tiap emiten di Bursa Efek Indonesia paling lambat dipublikasikan bulan Maret tahun berikutnya atau 3 bulan setelah periode laporan keuangan tersebut. Hasil yang didapat diharapkan akan menunjukkan bahwa portofolio High F-Score akan memiliki rata-rata imbal hasil lebih besar dibandingkan dengan portofolio Low F-Score.

Kemudian untuk melihat korelasi antar rasio keuangan serta hubungan antara F-Score dengan rata-rata imbal hasil (*mean return*), dilakukan uji korelasi yang menggunakan metode Spearman. Metode Spearman digunakan karena variabel yang akan diuji menggunakan skala ordinal yaitu 0 dan 1.

III. 4 Variabel Pengujian

1. Persentase perubahan persediaan (*Inventory*) terhadap penjualan (*Sales*): mengukur persentase perubahan penjualan relatif terhadap persentase perubahan persediaan, persediaan yang meningkat lebih cepat daripada penjualan berarti mengindikasikan signal yang negatif.

$$\begin{aligned} & \% \Delta \text{ of sales} - \% \Delta \text{ of inventory} \\ & \frac{\text{Sales}_t - \text{Sales}_{t-1}}{\text{Sales}_{t-1}} - \frac{\text{Inventory}_t - \text{Inventory}_{t-1}}{\text{Inventory}_{t-1}} \end{aligned}$$

2. Persentase perubahan *Account Receivables* (AR) terhadap penjualan (*Sales*): menggambarkan kemampuan perusahaan dalam mengkoleksi piutang usaha (AR), jika tumbuh lebih cepat daripada penjualan mengindikasikan ada masalah dalam proses penagihan AR yang dan akan berdampak pada meningkatnya provisi untuk AR, yang berarti juga akan mengurangi pendapatan perusahaan.

$$\begin{aligned} & \% \Delta \text{ of sales} - \% \Delta \text{ of accounts receivable} \\ & \frac{\text{Sales}_t - \text{Sales}_{t-1}}{\text{Sales}_{t-1}} - \frac{\text{Account Receivable}_t - \text{Account Receivable}_{t-1}}{\text{Account Receivable}_{t-1}} \end{aligned}$$

3. Persentase perubahan investasi modal kerja terhadap penjualan (IMK): mengukur persentase perubahan investasi modal kerja terhadap penjualan.

% Δ of firm investments - % Δ of sales

$$\frac{\text{Investment}_t - \text{Investment}_{t-1}}{\text{Investment}_{t-1}} - \frac{\text{Sales}_t - \text{Sales}_{t-1}}{\text{Sales}_{t-1}}$$

4. Persentase perubahan *Gross Margin* (GM) terhadap penjualan (*Sales*): mengukur persentase perubahan *Gross Margin* terhadap penjualan, bila hasilnya negatif berarti ada masalah dalam harga pokok penjualan (COGS).

% Δ of Gross margin - % Δ of sales

$$\frac{\text{Gross margin}_t - \text{Gross margin}_{t-1}}{\text{Gross margin}_{t-1}} - \frac{\text{Sales}_t - \text{Sales}_{t-1}}{\text{Sales}_{t-1}}$$

5. Persentase jumlah karyawan terhadap penjualan (JK): persentase perubahan penjualan per karyawan. Semakin tinggi akan semakin baik bagi deskripsi kinerja penjualan dan pendapatan perusahaan.

% Δ of sales per employee

$$\frac{\frac{\text{Sales}_t}{\text{Employees number}_t} - \frac{\text{Sales}_{t-1}}{\text{Employees number}_{t-1}}}{\frac{\text{Sales}_{t-1}}{\text{Employees number}_{t-1}}}$$

6. *Return on asset* (ROA): menggambarkan kemampuan perusahaan dalam mengelola asset untuk menghasilkan keuntungan.

$$\frac{\text{Net income before extraordinary items}_t}{\text{Total assets}_{t-1}}$$

$$\text{Total assets}_{t-1}$$

7. Persentase perubahan ROA (DROA): mengukur perubahan atau pertumbuhan ROA perusahaan.

$$\text{ROA}_t - \text{ROA}_{t-1}$$

8. Arus kas (CF): menggambarkan kemampuan perusahaan dalam memiliki dana likuiditas, sehingga menunjukkan aktivitas operasi yang positif.

$$\frac{\text{Cash flow}_t}{\text{Total assets}_{t-1}}$$

$$\text{Total assets}_{t-1}$$

9. *Asset Lancar* (CA): persentase perubahan asset lancar terhadap penjualan, nilai negatif diartikan sebagai indikator penguatan pendapatan perusahaan di masa mendatang.

$$\text{Accruals}_t / \text{Total assets}_{t-1}$$

$$\text{Accruals} = (\Delta \text{CA} - \Delta \text{Cash}) - \Delta \text{CL} - \text{Dep}$$

Di mana:

ΔCA : perubahan pada asset lancar

Δ Cash: perubahan pada kas dan setara kas

Δ CL: perubahan pada hutang lancar

Dep: beban depresiasi dan amortisasi

10. Persentase perubahan rasio utang jangka panjang terhadap total asset (LTD): mengukur rasio utang jangka panjang terhadap total asset, bila ada peningkatan pada *leverage* diindikasikan sebagai signal positif bagi peningkatan kinerja perusahaan.

$$\frac{\text{Long term debt}_t}{(\text{Total assets}_t + \text{Total assets}_{t-1})/2} - \frac{\text{Long term debt}_{t-1}}{(\text{Total Assets}_{t-1} + \text{Total Assets}_{t-2})/2}$$

11. Persentase perubahan *current ratio* dengan tahun sebelumnya (CR): mengukur kemampuan likuiditas perusahaan dalam melunasi utang jangka pendek perusahaan.

$$\frac{\text{Current assets}_t}{\text{Current liabilities}_t} - \frac{\text{Current assets}_{t-1}}{\text{Current liabilities}_{t-1}}$$

12. Persentase perubahan *assets turn over* (ATO): rasio yang menggambar penggunaan asset bagi optimalisasi penjualan, bila positif berarti semakin sedikit asset yang digunakan untuk menghasilkan penjualan dengan level yang sama dengan periode sebelumnya. kondisi tersebut menunjukkan penggunaan asset yang sangat efektif untuk menghasilkan penjualan.

$$\frac{\text{Sales}_t}{\text{Total assets}_{t-1}} - \frac{\text{Sales}_{t-1}}{\text{Total assets}_{t-2}}$$

Tabel III. 4. 1 Variabel Pengujian

| Variabel Pengujian | Rumus |
|--------------------------------------|--|
| Inventory (INV) | $\frac{\% \Delta \text{ of sales} - \% \Delta \text{ of inventory}}{\frac{\text{Sales}_t - \text{Sales}_{t-1}}{\text{Sales}_{t-1}} - \frac{\text{Inventory}_t - \text{Inventory}_{t-1}}{\text{Inventory}_{t-1}}}$ |
| Accounts Receivable (AR) | $\frac{\% \Delta \text{ of sales} - \% \Delta \text{ of accounts receivable}}{\frac{\text{Sales}_t - \text{Sales}_{t-1}}{\text{Sales}_{t-1}} - \frac{\text{Account Receivable}_t - \text{Account Receivable}_{t-1}}{\text{Account Receivable}_{t-1}}}$ |
| Working Capital Investments (IMK) | $\frac{\% \Delta \text{ of firm investments} - \% \Delta \text{ of sales}}{\frac{\text{Investment}_t - \text{Investment}_{t-1}}{\text{Investment}_{t-1}} - \frac{\text{Sales}_t - \text{Sales}_{t-1}}{\text{Sales}_{t-1}}}$ |
| Gross Margin (GM) | $\frac{\% \Delta \text{ of Gross margin} - \% \Delta \text{ of sales}}{\frac{\text{Gross margin}_t - \text{Gross margin}_{t-1}}{\text{Gross margin}_{t-1}} - \frac{\text{Sales}_t - \text{Sales}_{t-1}}{\text{Sales}_{t-1}}}$ |
| | Laba usaha dijadikan dasar untuk menghitung Gross Marjin. |
| Labor to Sales (JK) | $\frac{\% \Delta \text{ of sales per employee}}{\frac{\text{Sales}_t}{\text{Employees number}_t} - \frac{\text{Sales}_{t-1}}{\text{Employees number}_{t-1}}}$ |
| Return on assets (ROA) | Net income before extraordinary items _t / Total assets _{t-1} |
| Variation in Return on assets (DROA) | ROA _t – ROA _{t-1} |
| Cash flow (CF) | Cash flow _t Cash flow = Earnings before extraordinary items – Accruals |
| Current Assets (CA) | $\frac{\Delta \text{CA} - \Delta \text{Cash} - \Delta \text{CL} - \text{Dep}}{\text{Sales}}$ <p>Where: ΔCA: change in current assets Δ Cash: change in cash/cash equivalents ΔCL: change in current liabilities Dep: depreciation and amortization expense</p> |
| Long Term Debt (LTD) | $\frac{\text{Long term debt}_t}{\frac{1}{(\text{Total assets}_t + \text{Total assets}_{t-1})/2}} - \frac{\text{Long term debt}_{t-1}}{(\text{Total Assets}_{t-1} + \text{Total Assets}_{t-2})/2}$ |
| Current Ratios (CR) | $\frac{\text{Current assets}_t}{\text{Current liabilities}_t} - \frac{\text{Current assets}_{t-1}}{\text{Current liabilities}_{t-1}}$ |
| Assets Turnover (ATO) | $\frac{\text{Sales}_t}{\text{Total assets}_{t-1}} - \frac{\text{Sales}_{t-1}}{\text{Total assets}_{t-2}}$ |

BAB IV

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

IV.1 Langkah Pengujian

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui hubungan antara rasio keuangan dengan imbal hasil saham emiten industri makanan dan minuman di Bursa Efek Indonesia. Data laporan keuangan emiten yang digunakan untuk menghitung rasio keuangan merupakan data publikasi periode 2006-2009 dengan jumlah emiten sebanyak 29 emiten. Sementara data imbal hasil saham menggunakan data harga saham masing-masing emiten tersebut dalam 12 bulan ke depan yaitu Maret 2008 hingga Maret 2010 dalam bentuk data mingguan. Berikut data emiten sektor konsumsi yang dijadikan sampel dalam penelitian ini:

Tabel IV.1. Emiten Sektor Konsumsi

| No. | KODE EMITEN | NAMA EMITEN |
|-----|-------------|--------------------------------|
| 1 | ADES | Akasha Wira International Tbk. |
| 2 | AISA | Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk. |
| 3 | AQUA | Aqua Golden Mississippi Tbk. |
| 4 | CEKA | Cahaya Kalbar Tbk. |
| 5 | DAVO | Davomas Abadi Tbk. |
| 6 | DLTA | Delta Djakarta Tbk. |
| 7 | DVLA | Darya-Varia Laboratoria Tbk. |
| 8 | GGRM | Gudang Garam Tbk. |
| 9 | HMSP | H.M. Sampoerna Tbk. |
| 10 | INAF | Indofarma Tbk. |

| | | |
|----|------|--|
| 11 | INDF | Indofood Sukses Makmur Tbk. |
| 12 | KAEF | Kimia Farma Tbk. |
| 13 | KDSI | Kedawang Setia Industrial Tbk. |
| 14 | KLBF | Kalbe Farma Tbk. |
| 15 | MERK | Merck Tbk. |
| 16 | MLBI | Multi Bintang Indonesia Tbk. |
| 17 | MRAT | Mustika Ratu Tbk. |
| 18 | MYOR | Mayora Indah Tbk. |
| 19 | PSDN | Prasidha Aneka Niaga Tbk. |
| 20 | PYFA | Pyridam Farma Tbk. |
| 21 | RMBA | Bentoel Internasional Investama Tbk. |
| 22 | SCPI | Schering Plough Indonesia Tbk. |
| 23 | SKLT | Sekar Laut Tbk. |
| 24 | SQBI | Taisho Pharmaceutical Indonesia Tbk. |
| 25 | STTP | Siantar Top Tbk. |
| 26 | TCID | Mandom Indonesia Tbk. |
| 27 | TSPC | Tempo Scan Pacific Tbk. |
| 28 | ULTJ | Ultrajaya Milk Industry & Trading Company Tbk. |
| 29 | UNVR | Unilever Indonesia Tbk. |

S
umber
:
Bursa
Efek
Indone
sia

Lan
gka
h
pert
ama
yan
g
dila

kukan dalam penelitian ini adalah menentukan sejumlah rasio keuangan yang secara teoritis mempengaruhi imbal hasil saham, bersumber dari penelitian yang dilakukan oleh Jaouida Elleuch dan Lotfi Trabelsi (2009)

Langkah kedua, pada masing-masing saham dilakukan pengelompokkan rasio-rasio tersebut ke dalam bilangan biner yaitu 0 dan 1. Bilangan 1 menandakan bahwa rasio tersebut menunjukkan dukungan positif bagi harga saham perusahaan, sedangkan bilangan 0 menandakan bahwa rasio tersebut menunjukkan dukungan negatif bagi harga saham perusahaan. Proses pengelompokkan dengan bilangan biner dilakukan setiap tahun dalam periode pengujian pada tiap saham dengan 12 rasio keuangan yang telah dipilih.

Langkah ketiga adalah menghitung *Fundamental Score* (F-Score) bagi masing-masing saham setiap tahunnya, dengan skoring 0 adalah yang terendah dan 12

adalah yang tertinggi dan kemudian dilakukan pengurutan (*ranking*) saham berdasarkan F-Score setiap tahunnya.

Langkah keempat adalah mengelompokkan saham berdasarkan urutan F-Score ke dalam dua kelompok portofolio yaitu F-Score tinggi (High F-Score) dan Low F-Score rendah (Low F-Score). Portofolio High F-Score berisi saham yang memiliki kondisi fundamental yang mayoritas baik dan sebaliknya Portofolio Low F-Score berisi saham yang memiliki kondisi fundamental yang mayoritas buruk. Dalam proses ini, saham-saham yang memiliki nilai F-Score 6 dan 7 dihilangkan karena bias.

Pengelompokkan ini dilakukan setiap tahun dalam periode pengujian. Pengelompokkan ini penting untuk mendukung pengujian hipotesa apakah saham yang memiliki kondisi fundamental yang baik (High F-Score) akan memiliki return yang lebih baik dibandingkan dengan saham yang berada dalam kelompok fundamental yang buruk (Low F-Score).

Berdasarkan hasil pembentukan portofolio selama periode penelitian, maka tahap selanjutnya adalah melakukan penghitungan besar *return* dari masing-masing portofolio tersebut. Kemudian, langkah pengujian yang terakhir adalah melakukan pengujian korelasi *Spearman* untuk melihat korelasi variabel rasio keuangan dengan imbal hasil saham (BHR)

Berikut adalah tabel hasil skoring emiten sektor konsumsi di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2006.

Tabel IV.1.1 Skor Fundamental Rendah (Low F-Score) 2006

| No. | LOW F_SCORE | INV | AR | IMK | GM | JK | ROA | DROA | CF | CA | LTD | CR | ATO | F_Score | BHR |
|-----|-------------|-----|----|-----|----|----|-----|------|----|----|-----|----|-----|-----------|---------|
| 1 | STTP | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0.0004 |
| 2 | SQBI | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | 0.0009 |
| 3 | SKLT | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 | 0 | 2 | -0.0062 |
| 4 | PYFA | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 2 | -0.0009 |
| 5 | CEKA | 1 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 3 | 0.0145 |
| 6 | KDSI | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 3 | 0.0003 |
| 7 | MLBI | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 3 | 0.0009 |
| 8 | PSDN | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 3 | 0.0558 |
| 9 | DAVO | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 4 | -0.0133 |
| 10 | INAF | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 4 | 0.0021 |
| 11 | TCID | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 4 | 0.0003 |
| | | | | | | | | | | | | | | JUMLAH | 0.0547 |
| | | | | | | | | | | | | | | RATA-RATA | 0.0050 |

Tabel IV.1.1 menunjukkan hasil skoring emiten 2006 yang termasuk dalam kategori Fundamental Rendah (Low F-Score) dengan nilai F-Score < 6 dan imbal hasil saham rata-rata dari 11 saham pada portofolio Low F-Score sebesar 0,005. Sedangkan Tabel IV.1.2 menunjukkan hasil skoring emiten 2006 yang berhasil masuk dalam kategori Fundamental Tinggi (High F-Score) dengan nilai F-Score > 7 dan imbal hasil saham rata-rata dari 14 saham pada portofolio High F-Score sebesar 0,0075. Berdasarkan nilai imbal hasil saham rata-rata dari kedua portofolio 2006, dapat disimpulkan bahwa imbal hasil rata-rata portofolio High F-Score lebih tinggi daripada imbal hasil rata-rata portofolio Low F-Score.

Tabel IV.1.2 Skor Fundamental Tinggi (High F-Score) 2006

| No. | HIGH F_SCORE | INV | AR | IMK | GM | JK | ROA | DROA | CF | CA | LTD | CR | ATO | F_Score | BHR |
|-----|-----------------|-----|----|-----|----|----|-----|------|----|----|-----|----|-----|---------------|---------|
| 1 | AISA | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 0 | 7 | 0.0533 |
| 2 | SCPI | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 8 | 0.0352 |
| 3 | DLTA | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 9 | -0.0033 |
| 4 | TSPC | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 9 | -0.0061 |
| 5 | KAEF | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 10 | 0.0050 |
| 6 | KLBF | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 10 | -0.0041 |
| 7 | RMBA | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 10 | 0.0068 |
| 8 | AQUA | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 11 | -0.0025 |
| 9 | ULTJ | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 11 | 0.0151 |
| 10 | GGRM | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 12 | -0.0056 |
| 11 | HMSP | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 12 | 0.0005 |
| 12 | INDF | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 12 | 0.0086 |
| 13 | MRAT | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 12 | -0.0035 |
| 14 | UNVR | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 12 | 0.0050 |
| | | | | | | | | | | | | | | JUMLAH | 0.1043 |
| | | | | | | | | | | | | | | RATA- RATA | 0.0075 |

Selanjutnya adalah hasil skoring emiten industri makanan dan minuman di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2007 yang ditampilkan oleh Tabel IV.1.3 dan Tabel IV.1.4 berikut ini:

Tabel IV.1.3 Skor Fundamental Rendah (Low F-Score) 2007

| No. | LOW F_SCORE | INV | AR | IMK | GM | JK | ROA | DROA | CF | CA | LTD | CR | ATO | F_Score | BHR |
|-----|----------------|-----|----|-----|----|----|-----|------|----|----|-----|----|-----|---------------|---------|
| 1 | INDF | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 5 | -0.0129 |
| 2 | UNVR | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 5 | 0.0029 |
| | | | | | | | | | | | | | | JUMLAH | -0.0099 |
| | | | | | | | | | | | | | | RATA- RATA | -0.0050 |

Pada Tabel IV.1.3 terlihat hasil skoring emiten 2007 yang termasuk dalam kategori portofolio Fundamental Rendah (Low F-Score) sebanyak 2 emiten yaitu INDF dan UNVR dengan masing-masing F-Score < 6 dan imbal hasil saham rata-rata dari portofolio Low F-Score tersebut yaitu sebesar -0,005.

Selanjutnya Tabel IV.1.4 menunjukkan hasil skoring emiten 2007 yang berhasil masuk dalam kategori Fundamental Tinggi (High F-Score) dengan nilai F-Score > 7 serta imbal hasil saham rata-rata dari 18 saham pada portofolio High F-Score tersebut sebesar 0,0079. Berdasarkan nilai imbal hasil saham rata-rata dari kedua portofolio 2007, dapat disimpulkan bahwa imbal hasil rata-rata portofolio High F-Score lebih tinggi daripada imbal hasil rata-rata portofolio Low F-Score.

Tabel IV.1.4 Skor Fundamental Tinggi (High F-Score) 2007

| No. | HIGH F_SCORE | INV | AR | IMK | GM | JK | ROA | DROA | CF | CA | LTD | CR | ATO | F_Score | BHR |
|-----|--------------|-----|----|-----|----|----|-----|------|----|----|-----|----|-----|-----------|---------|
| 1 | MRAT | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 8 | 0.0020 |
| 2 | RMBA | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 8 | 0.0144 |
| 3 | SKLT | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 0 | 8 | 0.0548 |
| 4 | ADES | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 8 | 0.0182 |
| 5 | MYOR | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 8 | 0.0036 |
| 6 | SCPI | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 8 | 0.0200 |
| 7 | TSPC | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 8 | 0.0003 |
| 8 | AISA | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 9 | -0.0106 |
| 9 | KDSI | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 9 | 0.0214 |
| 10 | ULTJ | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 9 | 0.0087 |
| 11 | CEKA | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 10 | 0.0154 |
| 12 | DAVO | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 10 | -0.0226 |
| 13 | DLTA | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 10 | 0.0018 |
| 14 | GGRM | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 10 | -0.0013 |
| 15 | PYFA | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 10 | 0.0033 |
| 16 | AQUA | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 11 | 0.0004 |
| 17 | MLBI | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 11 | 0.0225 |
| 18 | TCID | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 11 | -0.0109 |
| | | | | | | | | | | | | | | JUMLAH | 0.1414 |
| | | | | | | | | | | | | | | RATA-RATA | 0.0079 |

Selanjutnya adalah hasil skoring emiten industri makanan dan minuman di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2008 yang ditampilkan oleh Tabel IV.1.5 dan Tabel IV.1.6 berikut ini:

Tabel IV.1.5 Skor Fundamental Rendah (Low F-Score) 2008

| No. | LOW F_SCORE | INV | AR | IMK | GM | JK | ROA | DROA | CF | CA | LTD | CR | ATO | F_Score | BHR |
|-----|-------------|-----|----|-----|----|----|-----|------|----|----|-----|----|-----|-----------|--------|
| 1 | MYOR | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 3 | 0.0087 |
| 2 | RMBA | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 4 | 0.0018 |
| 3 | STTP | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 4 | 0.0134 |
| 4 | TCID | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 4 | 0.0148 |
| | | | | | | | | | | | | | | JUMLAH | 0.0386 |
| | | | | | | | | | | | | | | RATA-RATA | 0.0097 |

Pada Tabel IV.1.5 terlihat hasil skoring emiten 2008, yang termasuk dalam kategori portofolio Fundamental Rendah (Low F-Score) sebanyak 4 emiten yaitu MYOR, RMBA, STTP dan TCID dengan masing-masing F-Score < 6 dan imbal hasil saham rata-rata dari portofolio Low F-Score tersebut yaitu sebesar 0,0097. Selanjutnya Tabel IV.1.6 menunjukkan hasil skoring emiten 2008 yang berhasil masuk dalam kategori Fundamental Tinggi (High F-Score) dengan nilai F-Score > 7 serta imbal hasil saham rata-rata dari 18 saham pada portofolio High F-Score tersebut sebesar 0,0159.

Berdasarkan nilai imbal hasil saham rata-rata dari kedua portofolio 2008, dapat disimpulkan bahwa imbal hasil rata-rata portofolio High F-Score lebih tinggi daripada imbal hasil rata-rata portofolio Low F-Score.

Tabel IV.1.6 Skor Fundamental Tinggi (High F-Score) 2008

| No. | HIGH F_SCORE | INV | AR | IMK | GM | JK | ROA | DROA | CF | CA | LTD | CR | ATO | F_Score | BHR |
|-----|--------------|-----|----|-----|----|----|-----|------|----|----|-----|----|-----|-----------|---------|
| 1 | ADES | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 8 | 0.0152 |
| 2 | AISA | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 8 | -0.0002 |
| 3 | AQUA | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 8 | 0.0415 |
| 4 | DLTA | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 8 | 0.0237 |
| 5 | KLBF | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 8 | 0.0221 |
| 6 | MLBI | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 8 | 0.0209 |
| 7 | PSDN | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 8 | 0.0482 |
| 8 | SKLT | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 8 | -0.0005 |
| 9 | ULTJ | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 8 | 0.0020 |
| 10 | UNVR | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 8 | 0.0096 |
| 11 | CEKA | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 9 | 0.0191 |
| 12 | HMSP | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 9 | 0.0062 |
| 13 | INAF | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 9 | 0.0034 |
| 14 | MRAT | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 9 | 0.0163 |
| 15 | TSPC | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 9 | 0.0079 |
| 16 | DVLA | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 | 10 | 0.0080 |
| 17 | KAEF | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 10 | 0.0012 |
| 18 | GGRM | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 11 | 0.0298 |
| 19 | MERK | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 11 | 0.0116 |
| 20 | SQBI | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 11 | 0.0319 |
| | | | | | | | | | | | | | | JUMLAH | 0.3179 |
| | | | | | | | | | | | | | | RATA-RATA | 0.0159 |

Selanjutnya adalah hasil skoring emiten industri makanan dan minuman di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2009 yang ditampilkan oleh Tabel IV.1.7 dan Tabel IV.1.8 berikut ini:

Tabel IV.1.7 Skor Fundamental Rendah (Low F-Score) 2009

| No. | LOW F_SCORE | INV | AR | IMK | GM | JK | ROA | DROA | CF | CA | LTD | CR | ATO | F_Score | BHR |
|-----|-------------|-----|----|-----|----|----|-----|------|----|----|-----|----|-----|-----------|---------|
| 1 | PSDN | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 3 | -0.0143 |
| 2 | AISA | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 5 | -0.0356 |
| | | | | | | | | | | | | | | JUMLAH | -0.0499 |
| | | | | | | | | | | | | | | RATA-RATA | -0.0249 |

Pada Tabel IV.1.7 terlihat hasil skoring emiten 2009, yang termasuk dalam kategori portofolio Fundamental Rendah (Low F-Score) sebanyak 2 emiten yaitu PSDN dan AISA dengan masing-masing F-Score < 6 dan imbal hasil saham rata-rata dari portofolio Low F-Score tersebut yaitu sebesar -0,0249. Selanjutnya Tabel IV.1.8 menunjukkan hasil skoring emiten 2009 yang berhasil masuk dalam kategori Fundamental Tinggi (High F-Score) dengan nilai F-Score > 7 serta imbal hasil saham rata-rata dari 21 saham pada portofolio High F-Score tersebut yaitu sebesar 0,0079.

Berdasarkan nilai imbal hasil saham rata-rata dari kedua portofolio 2009, dapat disimpulkan bahwa imbal hasil rata-rata portofolio High F-Score lebih tinggi daripada imbal hasil rata-rata portofolio Low F-Score.

Tabel IV.1.8 Skor Fundamental Tinggi (High F-Score) 2009

| No. | HIGH F_SCORE | INV | AR | IMK | GM | JK | ROA | DROA | CF | CA | LTD | CR | ATO | F_Score | BHR |
|-----|--------------|-----|----|-----|----|----|-----|------|----|----|-----|----|-----|---------|---------|
| 1 | AQUA | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 8 | 0.0271 |
| 2 | KAEF | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 8 | 0.0053 |
| 3 | MERK | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 8 | 0.0086 |
| 4 | PYFA | 0 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 8 | 0.0041 |
| 5 | TCID | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 8 | -0.0102 |
| 6 | ADES | 1 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 9 | 0.0189 |
| 7 | GGRM | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 9 | 0.0156 |
| 8 | HMSP | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 9 | 0.0131 |
| 9 | INAF | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 9 | 0.0015 |
| 10 | KLBF | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 9 | 0.0085 |
| 11 | MYOR | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 9 | 0.0156 |
| 12 | ULTJ | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 9 | 0.0212 |
| 13 | UNVR | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 9 | 0.0039 |
| 14 | INDF | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 10 | 0.0025 |
| 15 | MLBI | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 10 | 0.0058 |
| 16 | MRAT | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 10 | 0.0037 |
| 17 | SCPI | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 10 | 0.0008 |

| | | | | | | | | | | | | | | | |
|----|------|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|----|-----------|--------|
| 18 | SQBI | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 10 | 0.0011 |
| 19 | STTP | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 10 | 0.0039 |
| 20 | TSPC | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 10 | 0.0090 | |
| 21 | DLTA | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 11 | 0.0062 | |
| | | | | | | | | | | | | | | JUMLAH | 0.1662 |
| | | | | | | | | | | | | | | RATA-RATA | 0.0079 |

Gabungan perhitungan selisih antara Low F-Score dan High F-Score ditampilkan pada Tabel IV.1.9 di bawah ini.

Tabel IV.1. 9 Selisih Rata-rata Imbal Hasil Saham Sektor Konsumsi

| BHR | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | Rata-rata |
|--------------------|--------|---------|--------|---------|-----------|
| Low F_Score | 0.0050 | -0.0050 | 0.0097 | -0.0249 | -0.0038 |
| High F-Score | 0.0075 | 0.0079 | 0.0159 | 0.0079 | 0.0098 |
| High-Low | 0.0025 | 0.0128 | 0.0062 | 0.0329 | 0.0136 |
| Seluruh Perusahaan | 0.0064 | 0.0066 | 0.0149 | 0.0051 | 0.0082 |

Hasil pengelompokan emiten berdasarkan scoring fundamental di atas merupakan langkah pertama pengujian dari dua langkah pengujian hipotesis. Dari pengelompokan ini dapat diketahui bahwa sejauh ini dugaan sementara emiten yang berkinerja fundamental baik memiliki imbal hasil yang lebih baik dibandingkan dengan kelompok emiten yang memiliki kinerja buruk, seperti terlihat pada tabel IV.1.9.

Namun, sesuai dengan tujuan penelitian ini yang ingin mengetahui bagaimana hubungan antara kinerja fundamental yang diwakili oleh rasio-rasio keuangan terhadap imbal hasil saham tersebut. Dalam teori korelasi, kedua variabel yang independen meskipun terlihat bergerak searah belum tentu memiliki hubungan signifikan.

Tabel IV.2. Spearman's Correlation Test

| | | | Correlations | | | | | | | | | | | | | |
|-----------------|-------------------------|-------------------------|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|-------|
| | | | RINV | RAR | RIMK | RGM | RJK | RROA | RDROA | RCF | RCA | RLTD | RRCR | RATO | RF_SCORE | RBHR |
| Spearman's rho | RINV | Correlation Coefficient | 1.000 | .096 | .241* | .159 | .234* | .134 | .120 | .227* | .033 | .012 | .038 | .305** | .476** | -.017 |
| | | Sig. (2-tailed) | . | .364 | .021 | .130 | .025 | .202 | .256 | .029 | .753 | .911 | .721 | .003 | .000 | .869 |
| | | N | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 |
| | RAR | Correlation Coefficient | .096 | 1.000 | .226* | .095 | .013 | .194 | .204 | .214* | .146 | -.012 | .161 | .095 | .401** | .156 |
| | | Sig. (2-tailed) | .364 | . | .030 | .369 | .903 | .064 | .051 | .041 | .164 | .912 | .126 | .369 | .000 | .139 |
| | | N | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 |
| | RIMK | Correlation Coefficient | .241* | .226* | 1.000 | .059 | .268** | .227* | .214* | .250* | .100 | .145 | .256* | .269** | .548** | -.015 |
| | | Sig. (2-tailed) | .021 | .030 | . | .577 | .010 | .030 | .041 | .016 | .343 | .169 | .014 | .009 | .000 | .886 |
| | | N | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 |
| | RGM | Correlation Coefficient | .159 | .095 | .059 | 1.000 | .419** | .255* | .146 | .467** | .147 | .088 | .029 | .245* | .507** | .001 |
| | | Sig. (2-tailed) | .130 | .369 | .577 | . | .000 | .014 | .166 | .000 | .163 | .407 | .783 | .019 | .000 | .990 |
| | | N | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 |
| | RJK | Correlation Coefficient | .234* | .013 | .268** | .419** | 1.000 | .561** | .195 | .523** | .151 | .151 | -.013 | .149 | .522** | .093 |
| | | Sig. (2-tailed) | .025 | .903 | .010 | .000 | . | .000 | .062 | .000 | .151 | .151 | .901 | .158 | .000 | .377 |
| | | N | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 |
| | RROA | Correlation Coefficient | .134 | .194 | .227* | .255* | .561** | 1.000 | .364** | .678** | .184 | .219* | .004 | .327** | .515** | .158 |
| Sig. (2-tailed) | | .202 | .064 | .030 | .014 | .000 | . | .000 | .000 | .080 | .036 | .971 | .001 | .000 | .132 | |
| N | | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 |
| RDROA | Correlation Coefficient | .120 | .204 | .214* | .146 | .195 | .364** | 1.000 | .406** | .172 | .069 | .235* | .302** | .441** | .168 | |
| | Sig. (2-tailed) | .256 | .051 | .041 | .166 | .062 | .000 | . | .000 | .101 | .511 | .024 | .003 | .000 | .109 | |
| | N | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 |
| RCF | Correlation Coefficient | .227* | .214* | .250* | .467** | .523** | .678** | .406** | 1.000 | .101 | .210* | .133 | .467** | .624** | .093 | |
| | Sig. (2-tailed) | .029 | .041 | .016 | .000 | .000 | .000 | .000 | . | .336 | .045 | .205 | .000 | .000 | .380 | |
| | N | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 |
| RCA | Correlation Coefficient | .033 | .146 | .100 | .147 | .151 | .184 | .172 | .101 | 1.000 | .045 | .010 | -.088 | .374** | .039 | |
| | Sig. (2-tailed) | .753 | .164 | .343 | .163 | .151 | .080 | .101 | .336 | . | .667 | .926 | .407 | .000 | .713 | |
| | N | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 |
| RLTD | Correlation Coefficient | .012 | -.012 | .145 | .088 | .151 | .219* | .069 | .210* | .045 | 1.000 | .172 | .181 | .363** | -.004 | |
| | Sig. (2-tailed) | .911 | .912 | .169 | .407 | .151 | .036 | .511 | .045 | .667 | . | .102 | .084 | .000 | .969 | |
| | N | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 |
| RRCR | Correlation Coefficient | .038 | .161 | .256* | .029 | -.013 | .004 | .235* | .133 | .010 | .172 | 1.000 | .127 | .391** | .109 | |
| | Sig. (2-tailed) | .721 | .126 | .014 | .783 | .901 | .971 | .024 | .205 | .926 | .102 | . | .229 | .000 | .300 | |
| | N | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 |
| RATO | Correlation Coefficient | .305** | .095 | .269** | .245* | .149 | .327** | .302** | .467** | -.088 | .181 | .127 | 1.000 | .489** | .036 | |
| | Sig. (2-tailed) | .003 | .369 | .009 | .019 | .158 | .001 | .003 | .000 | .407 | .084 | .229 | . | .000 | .736 | |
| | N | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 |
| RF_SCORE | Correlation Coefficient | .476** | .401** | .548** | .507** | .522** | .515** | .441** | .624** | .374** | .363** | .391** | .489** | 1.000 | .005 | |
| | Sig. (2-tailed) | .000 | .000 | .000 | .000 | .000 | .000 | .000 | .000 | .000 | .000 | .000 | .000 | . | .963 | |
| | N | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 |
| RBHR | Correlation Coefficient | -.017 | .156 | -.015 | .001 | .093 | .158 | .168 | .093 | .039 | -.004 | .109 | .036 | .005 | 1.000 | |
| | Sig. (2-tailed) | .869 | .139 | .886 | .990 | .377 | .132 | .109 | .380 | .713 | .969 | .300 | .736 | .963 | . | |
| | N | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 |

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

IV.2 Analisis Korelasi Spearman

Untuk melihat korelasi antar rasio keuangan serta hubungan antara F-Score dengan rata-rata imbal hasil selama periode kepemilikan saham (Buy Holding Return), dilakukan uji korelasi yang menggunakan metode Spearman. Hasil pengujian dengan metode *Spearman's Correlation Test* dapat dilihat pada Tabel IV.2.

Dari tabel hasil pengujian Spearman, terlihat Koefisien korelasi antara variabel rasio investasi (RINV) terhadap Imbal Hasil Saham (RBHR) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = -0,017$) dan nilai P-Value = $0,869 > 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan yang berarti tidak ada korelasi antara Investasi (RINV) dengan Imbal Hasil Saham (RBHR). Nilai korelasi sebesar $-0,017$ menjelaskan bahwa korelasi tersebut sangat lemah dan tanda negatif mengindikasikan arah korelasi yang berlawanan arah.

Dalam kondisi ini dapat disimpulkan hubungan antara rasio investasi dengan imbal hasil saham di sektor konsumsi bukan merupakan faktor pertimbangan utama investor dalam memutuskan untuk berinvestasi di sektor konsumsi. Investor mengabaikan informasi perkembangan fundamental emiten yang terdistribusi secara rata.

Kondisi ini menjelaskan bahwa pasar modal Indonesia masih berada dalam tingkatan efisiensi pasar yang lemah disebabkan investor di dalamnya lebih menyukai informasi yang tidak terdistribusi secara normal dan akan berpotensi besar untuk menciptakan abnormal *return*.

Pada pengujian korelasi antara variabel rasio Piutang Usaha (RAR) terhadap Imbal Hasil Saham (RBHR) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di

atas, didapat koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,156$) dan nilai P-Value = $0,139 > 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan yang berarti tidak ada korelasi antara Piutang Usaha (RAR) dengan Imbal Hasil Saham (RBHR). Nilai korelasi sebesar 0,156 menjelaskan bahwa korelasi tersebut sangat lemah.

Pengujian ini menunjukkan kondisi piutang emiten tidak dipertimbangkan oleh investor di sektor konsumsi. Investor cukup yakin bahwa kebutuhan makan dan minum masyarakat Indonesia tidak akan putus, yang akan mengakibatkan terhambatnya piutang tertagih.

Pengujian korelasi antara variabel rasio Investasi Modal Kerja (RIMK) terhadap Imbal Hasil Saham (RBHR) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = -0,015$) dan nilai P-Value = $0,886 > 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti tidak ada korelasi antara Investasi Modal Kerja (RIMK) dengan Imbal Hasil Saham (RBHR). Nilai korelasi sebesar -0,015 menjelaskan bahwa korelasi tersebut sangat lemah dan tanda negatif mengindikasikan arah hubungan yang berlawanan.

Investor melihat bahwa imbal hasil saham tidak memiliki hubungan signifikan dengan investasi modal kerja yang dilakukan oleh perusahaan. Jadi, jika emiten melakukan investasi modal kerja, keputusan tersebut tidak akan dijadikan bahan pertimbangan investor untuk membeli atau menjual saham di sektor konsumsi.

Investor tidak memasukkan *Gross Margin* sebagai faktor yang signifikan dalam pengambilan keputusan investasi ini terlihat dari hasil uji korelasi antara variabel rasio *Gross Margin* (RGM) terhadap Imbal Hasil Saham (RBHR) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, juga didapat koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,001$) dan nilai P-Value = $0,990 > 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan pada tingkat keyakinan 95%

yang berarti tidak ada korelasi antara *Gross Margin* (RGM) dengan Imbal Hasil Saham (RBHR). Nilai korelasi sebesar 0,001 menjelaskan bahwa korelasi tersebut sangat lemah.

Koefisien korelasi antara variabel rasio Jumlah Karyawan (RJK) terhadap Imbal Hasil Saham (RBHR) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,093$) dan nilai P-Value = $0,377 > 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti tidak ada korelasi antara Jumlah Karyawan (RJK) dengan Imbal Hasil Saham (RBHR). Nilai korelasi sebesar 0,093 menjelaskan bahwa korelasi sangat lemah. Begitu juga dengan variabel *Return On Assets* (RROA) terhadap Imbal Hasil Saham (RBHR) memiliki nilai koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,158$) dan nilai P-Value = $0,132 > 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti tidak ada korelasi antara *Return On Assets* (RROA) dengan Imbal Hasil Saham (RBHR). Nilai korelasi sebesar 0,158 menjelaskan bahwa korelasi sangat lemah. Variabel Pertumbuhan *Return On Assets* (RDROA) terhadap Imbal Hasil Saham (RBHR) memiliki hasil yang tidak jauh berbeda, koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,168$) dan nilai P-Value = $0,109 > 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti tidak ada korelasi antara Pertumbuhan *Return On Assets* (RDROA) dengan Imbal Hasil Saham (RBHR). Nilai korelasi sebesar 0,168 menjelaskan bahwa korelasi sangat lemah.

Selanjutnya variabel *Cash Flow* (RCF) terhadap Imbal Hasil Saham (RBHR), dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,093$) dan nilai P-Value = $0,380 > 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti tidak ada korelasi antara *Cash Flow* (RCF) dengan Imbal Hasil Saham (RBHR). Nilai korelasi sebesar 0,093 menjelaskan bahwa korelasi sangat lemah. Hasil uji korelasi juga dilakukan pada variabel *Current Assets* (RCA) terhadap Imbal Hasil Saham (RBHR)

menghasilkan uji korelasi yang tidak berbeda jauh dengan sebelumnya. Koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,039$) dan nilai P-Value = $0,713 > 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti tidak ada korelasi antara *Current Assets* (RCA) dengan Imbal Hasil Saham (RBHR). Nilai korelasi sebesar 0,039 menjelaskan bahwa korelasi sangat lemah.

Pengujian Spearman juga dilakukan pada variabel *Long Term Debt* (RLTD) terhadap Imbal Hasil Saham (RBHR), koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = -0,004$) dan nilai P-Value = $0,969 > 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti tidak ada korelasi antara *Long Term Debt* (RLTD) dengan Imbal Hasil Saham (RBHR). Nilai korelasi sebesar -0,004 menjelaskan bahwa korelasi sangat lemah dan tanda negatif mengindikasikan arah korelasi yang berlawanan. Selanjutnya uji korelasi Spearman melihat hubungan antara variabel *Current Ratio* (RCR) dengan Imbal Hasil Saham (RBHR) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,109$) dan nilai P-Value = $0,300 > 0,05$ oleh karena itu hipotesis nol diterima secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti tidak ada korelasi antara *Current Ratio* (RCR) dengan Imbal Hasil Saham (RBHR). Nilai korelasi sebesar 0,109 menjelaskan bahwa korelasi sangat lemah.

Pengujian Spearman dilanjutkan pada uji korelasi antara variabel *Assets Turn Over* (RATO) terhadap Imbal Hasil Saham (RBHR) dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,036$) dan nilai P-Value = $0,736 > 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti tidak ada korelasi antara *Assets Turn Over* (RATO) dengan Imbal Hasil Saham (RBHR). Nilai korelasi sebesar 0,036 menjelaskan bahwa korelasi sangat lemah.

Hasil pengujian dua belas variabel secara keseluruhan yang diwakili oleh Fundamental Score (F_Score) juga menyatakan hasil yang tidak jauh berbeda. Variabel *Fundamental Score* (RF_SCORE) terhadap Imbal Hasil Saham (RBHR) diketahui memiliki koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,005$) dan nilai P-Value = $0,963 > 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti tidak ada korelasi antara *Fundamental Score* (RF_SCORE) dengan Imbal Hasil Saham (RBHR). Nilai korelasi sebesar 0,005 menjelaskan bahwa korelasi sangat lemah.

Tabel IV. 3 P-Value dan Koefisien Korelasi Rasio Pengujian dengan RBHR

| No. | Rasio | P-Value | RBHR |
|-----|-------|---------|-------|
| 1 | RDROA | 0,109 | 0,168 |
| 2 | RROA | 0,132 | 0,158 |
| 3 | RAR | 0,139 | 0,156 |
| 4 | RCR | 0,3 | 0,109 |
| 5 | RCF | 0,38 | 0,093 |
| 6 | RJK | 0,377 | 0,093 |
| 7 | RCA | 0,713 | 0,039 |
| 8 | RATO | 0,736 | 0,036 |
| 9 | RGM | 0,99 | 0,001 |

Tabel IV. 4 P-Value dan Koefisien Korelasi Rasio Pengujian dengan RBHR

| No. | Rasio | P-Value | RBHR |
|-----|-------|---------|--------|
| 1 | RINV | 0,109 | -0.017 |
| 2 | RIMK | 0,132 | -0.015 |
| 3 | RLTD | 0,139 | -0.004 |

Hasil analisis uji Spearman ternyata memberikan hasil perhitungan yang cukup mengejutkan di mana seluruh rasio keuangan yang diujikan dengan imbal hasil saham pada sektor konsumsi di BEI menyatakan tidak memiliki korelasi yang signifikan, atau dengan kata lain hipotesis nol (H_0) diterima.

Kondisi ini tidak sejalan dengan hasil penelitian Elleuch dan Trabelsi (2009) yang menyebutkan bahwa rasio keuangan memiliki hubungan yang signifikan dengan imbal hasil saham pada sektor non-finansial. Jika dirujuk pada beberapa jurnal yang meneliti efisiensi pasar di Indonesia, hasil penelitian ini semakin membuktikan bahwa pasar saham di Indonesia masih jauh dari kata efisien.

Keputusan investor tidak selalu didasarkan pada bagaimana kinerja fundamental emiten sektor konsumsi. Namun, lebih menjadikan sektor konsumsi sebagai kelompok emiten kelas dua atau bantalan investasi ketika investasi mereka di saham kelas satu seperti saham pertambangan dan telekomunikasi mengalami koreksi yang cukup tajam.

Krisis likuiditas global yang terjadi pada kurun waktu yang sama dengan periode data dalam penelitian ini tentu memberikan pengaruh yang cukup signifikan bagi hasil penelitian. Koreksi IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan) yang hampir tertekan menyentuh level 1.000 merupakan kondisi ketika investor sungguh-sungguh mengalami semacam tekanan yang cukup hebat untuk mengurangi kerugian dari transaksi marjin pada saham-saham kelas satu yang sebelumnya memiliki kinerja yang sangat bagus dan berproyeksi baik dalam masa mendatang.

Ketika terjadi krisis, investor tidak memiliki pemikiran yang cukup dalam untuk mengembangkan investasi mereka, namun di sisi lain mereka hanya berpikir bagaimana menutup kerugian yang diderita. Pemikiran itulah yang menekan IHSG jatuh hingga hampir menyentuh level tersebut. Investor berusaha menutup kerugian transaksi marjin pada saham-saham yang sangat likuid. Namun, kondisi tersebut bukan berarti bahwa investor lain yang ingin masuk ke bursa hanya

berdiam diri, menunggu krisis likuiditas usai. Investor memburu saham-saham yang mengalami *undervalued* dan saham-saham yang dibeli dengan pertimbangan kebutuhan primer, yaitu saham sektor konsumsi. Inilah yang berhasil membuat sektor konsumsi melonjak cukup tinggi sebesar 105,39% dalam satu tahun setelah krisis. Selain itu, koreksi sektor konsumsi juga merupakan yang terendah selama krisis yaitu hanya sebesar 25,04%.

Hasil perhitungan P-Value oleh uji Spearman pada dua belas variabel pengujian terhadap imbal hasil saham, menerangkan bahwa kenaikan atau penurunan imbal hasil saham di luar kendali kinerja rasio-rasio keuangan tersebut. Ini berarti bahwa investor tidak memperhatikan bagaimana kinerja rasio-rasio keuangan tersebut terhadap keputusan beli atau jual mereka atas saham-saham di sektor konsumsi. Investor cukup yakin bahwa saham sektor kebutuhan primer dan barang konsumtif akan lebih cepat pulih di saat krisis.

Hasil penelitian ini juga sejalan dengan Piotroski (2000) yang memberikan hasil uji lebih lanjut terhadap kemampuan indikator atau signal historis akuntansi untuk memprediksi harga saham di masa mendatang dengan sampel yaitu saham-saham yang memiliki nilai buku yang tinggi terhadap nilai pasar (*Book-to-Market value*) atau BM. Hasil dari pengujiannya adalah bahwa signal-signal tersebut kurang signifikan dalam memprediksi harga saham di masa mendatang.

Hubungan rasio keuangan sektor konsumsi dengan imbal hasil saham di Bursa Efek Indonesia sebelumnya juga pernah dilakukan oleh Natarsyah S. (2002) meneliti pengaruh beberapa faktor fundamental dan risiko sistematis terhadap harga saham. Penelitiannya merupakan studi terhadap 16 industri barang konsumsi yang *go public* di Bursa Efek Indonesia dalam periode 8 tahun (1990-1997) dengan mengasumsikan bahwa harga saham merupakan fungsi dari ROA, ROE, *beta*, *book value*, *debt/equity* dan *required rate of return*. Setelah melakukan pengujian terhadap hipotesis diperoleh hasil bahwa faktor fundamental seperti *return on assets*, *dividend payout ratio*, *debt to equity ratio*,

book value equity per share, dan indeks beta memiliki pengaruh terhadap harga saham.

Hasil penelitian oleh Natarsyah dilakukan dalam periode ketika Bursa Efek Indonesia baru mengalami pemulihan setelah krisis moneter 1998 atau berada dalam tren kematangan ekonomi. Dalam kondisi ini, bisa dipastikan mayoritas sektor bergerak menguat. Namun, ketika terjadi koreksi secara massif karena krisis, akan terlihat bagaimana karakter investor sangat berperan penting dalam pergerakan harga suatu saham. Suatu keputusan investasi yang cenderung didasarkan pada karakter investor, dan informasi yang tidak terdistribusi secara normal serta menyebabkan adanya investor yang mendapatkan keuntungan abnormal sekaligus menandakan bahwa pasar tersebut memiliki tingkat efisiensi yang lemah.

Nilai P-Value pada dua belas rasio terhadap imbal hasil saham selain menunjukkan diterimanya H_0 , juga menunjukkan bahwa rasio-rasio keuangan tersebut tidak diminati oleh investor untuk dijadikan indikator baik dan buruknya kinerja harga saham sektor konsumsi. Investor masih menempatkan sektor konsumsi sebagai saham lapis kedua untuk meragamkan investasi mereka lebih karena alasan harga saham yang tergolong lebih stabil dibandingkan sektor lainnya di bursa. Kondisi ini ditunjukkan oleh kinerja indeks sektor konsumsi yang memiliki daya tahan yang cukup kuat pada saat terjadi krisis.

Wira (2011) menyebutkan sektor ini dihuni oleh saham-saham yang defensif. Produknya dibutuhkan oleh masyarakat, tidak peduli harga mahal atau tidak, masyarakat tetap membutuhkan makanan, minuman, dan atau mandi. Jadi saham di sektor ini biasanya tetap bertumbuh walau krisis. Biasanya para investor membeli saham di sektor konsumsi ini untuk mendiversifikasi risiko investasi. Sayangnya saham di sektor ini rata-rata tidak terlalu likuid, kecuali INDF (Indofood Sukses Makmur Tbk.) dan UNVR (Unilever Indonesia Tbk.). Jika ditilik, INDF pun sebenarnya bukan murni perusahaan makanan karena telah

mengakuisisi LSIP (PP London Sumatra Indonesia Tbk.) yang merupakan produsen CPO (*crude palm oil*). Sedangkan emiten farmasi seperti KLBF (Kalbe Farma Tbk.) sangat terpengaruh oleh nilai tukar rupiah terhadap dolar AS, karena bahan baku obat hampir semuanya diimpor, tetapi mereka tidak bisa dengan mudah menaikkan harga jual obat karena dikontrol pemerintah. Sedangkan industri rokok walaupun mendapat tantangan dari sisi kesehatan dan regulasi, tetap menjanjikan karena jumlah perokok di Indonesia sangat besar.

Investor nampaknya masih memiliki tingkat keyakinan yang cukup tinggi bahwa sektor konsumsi akan menjadi “bantalan” yang cukup empuk ketika terjadi koreksi di sektor lain yang jauh lebih favorit, ini disebabkan karena investor sangat sadar potensi Indonesia yang didominasi jumlah penduduk yang besar, pada rata-rata usia 24 tahun, merupakan potensi besar yang masih akan mengangkat konsumsi dalam negeri, sehingga kinerja emiten sektor ini tidak akan terganggu. Namun, tingkat likuiditas saham yang masih kurang likuid dengan sektor pertambangan dan telekomunikasi serta perbankan menjadi penghalang investor untuk menjadikan sektor ini sebagai sektor favorit mereka di Bursa Efek Indonesia.

Hubungan yang tidak signifikan antara imbal hasil saham dengan rasio keuangan di sektor konsumsi, ternyata juga dipengaruhi oleh keyakinan investor terhadap peran besar pendapatan per kapita masyarakat Indonesia yang semakin baik serta nilai tukar dolar AS terhadap rupiah yang semakin stabil di bawah level Rp10.000 per US\$. Kondisi tersebut lebih besar pengaruhnya bagi investor daripada kinerja rasio keuangan setiap tahunnya. Investor cukup yakin bahwa meskipun sektor konsumsi mengalami koreksi, koreksi tersebut tidak akan berlangsung lama atau terlalu dalam.

Selain itu, jumlah wisatawan mancanegara dan domestik yang setiap tahun meningkat, menjadi katalis kenaikan indeks sektor konsumsi ketika mengalami koreksi. Tingkat keamanan dalam negeri yang semakin kondusif serta

peningkatan kapasitas pertahanan kepolisian Republik Indonesia (Polri) dan Tentara Nasional Indonesia (TNI) yang semakin efektif dalam menanganin kasus bom bunuh diri serta tindakan-tindakan pencegahan yang dilakukan oleh Polri dan TNI semakin meningkatkan kepercayaan investor terhadap pertumbuhan sektor konsumsi dalam negeri yang ditopang oleh wisatawan mancanegara atau[un domestik.

Hasil penelitian ini kembali menegaskan bahwa investor perlu meracik strategi inovatif yang tidak hanya mengandalkan informasi yang datang dari laporan keuangan ketika ingin berinvestasi pada saham di sektor konsumsi BEI. Namun, investor perlu memahami kondisi dan karakter pasar modal di Indonesia serta pendistribusian informasi yang masih jauh dari sempurna.

Selain itu, investor masih sangat dipengaruhi oleh kondisi makro ekonomi terutama yang berasal dari luar bursa. Ini tercermin dari koreksi tajam investor pada saat krisis yang mengesampingkan kinerja emiten yang tergolong masih cukup bagus. Faktor kepanikan yang terjadi di antara investor bursa menjadi bumerang bagi investasi mereka sendiri.

Pada sektor konsumsi, kondisi ini terefleksi pada tabel IV.1.6 yang memperlihatkan sebanyak 20 emiten atau lebih dari 50% emiten sektor konsumsi memiliki nilai skor fundamental yang baik di tahun 2008. Namun, pada periode yang sama indeks sektor konsumsi mengalami penurunan sebanyak 25,04%. Kemudian pada tahun 2009 seperti yang terlihat di tabel IV.1.8, kinerja rasio keuangan yang cukup baik oleh 21 emiten berhasil menopang indeks sektor konsumsi sebesar 105,39%.

Saham-saham sektor konsumsi merupakan saham-saham yang menarik bagi investor karena pertumbuhan yang relatif stabil ditopang sifat produk-produknya yang bersifat inelastis, sehingga menjadi pilihan investor untuk diversifikasi risiko. Namun, faktor kinerja fundamental yang ditampilkan dengan rasio

keuangan emiten di sektor konsumsi ini ternyata kurang dijadikan perhatian oleh investor, mereka lebih memperhatikan faktor makro ekonomi terutama seperti nilai tukar kurs rupiah terhadap dolar AS dan harga CPO di bursa komoditas dalam memutuskan berinvestasi di sector konsumsi BEI.

Selanjutnya merupakan hasil uji korelasi antar masing-masing variabel pengujian. Koefisien korelasi antara variabel rasio investasi (RINV) terhadap Piutang Usaha (RAR) diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,096$) dan nilai P-Value = $0,364 > 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan yang berarti tidak ada korelasi antara Investasi (RINV) dengan Piutang Usaha (RAR). Nilai korelasi sebesar 0,096 menjelaskan bahwa korelasi tersebut sangat lemah.

Kemudian koefisien korelasi antara variabel rasio investasi (RINV) terhadap Investasi Modal Kerja (RIMK) diketahui memiliki koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,241$) dan nilai P-Value = $0,021 < 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol ditolak secara signifikan yang berarti ada korelasi antara Investasi (RINV) dengan Investasi Modal Kerja (RIMK). Namun, nilai korelasi sebesar 0,241 menjelaskan bahwa korelasi tersebut sangat lemah.

Variabel rasio investasi (RINV) terhadap Gross Margin (RGM) diketahui memiliki koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,159$) dan nilai P-Value = $0,130 > 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan yang berarti tidak ada korelasi antara Investasi (RINV) dengan Gross Margin (RGM). Nilai korelasi sebesar 0,159 menjelaskan bahwa korelasi tersebut sangat lemah.

Rasio investasi (RINV) terhadap Jumlah Karyawan (RJK) memiliki koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,234$) dan nilai P-Value = $0,025 < 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol ditolak secara signifikan yang berarti ada korelasi antara Investasi (RINV) dengan Jumlah Karyawan (RJK). Namun, nilai korelasi sebesar 0,234 menjelaskan bahwa korelasi tersebut sangat lemah.

Rasio investasi (RINV) terhadap *Return On Assets* (RROA) diketahui memiliki koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,134$) dan nilai P-Value = $0,202 > 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan yang berarti tidak ada korelasi antara Investasi (RINV) dengan *Return On Assets* (RROA). Nilai korelasi sebesar 0,134 menjelaskan bahwa korelasi tersebut sangat lemah.

Variabel rasio investasi (RINV) terhadap Pertumbuhan *Return On Assets* (RROA) diketahui memiliki koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,120$) dan nilai P-Value = $0,256 > 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan yang berarti tidak ada korelasi antara Investasi (RINV) dengan *Return On Assets* (RROA). Nilai korelasi sebesar 0,120 menjelaskan bahwa korelasi tersebut sangat lemah.

Variabel rasio investasi (RINV) terhadap Arus Kas (RCF) diketahui memiliki koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,227$) dan nilai P-Value = $0,029 < 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol ditolak secara signifikan yang berarti ada korelasi antara Investasi (RINV) dengan Arus Kas (RCF). Nilai korelasi sebesar 0,227 menjelaskan bahwa korelasi tersebut sangat lemah.

Variabel rasio investasi (RINV) terhadap *Current Assets* (RCA) diketahui memiliki koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,033$) dan nilai P-Value = $0,753 > 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan yang berarti tidak ada korelasi antara Investasi (RINV) dengan *Current Assets* (RCA). Nilai korelasi sebesar 0,033 menjelaskan bahwa korelasi tersebut sangat lemah.

Variabel rasio investasi (RINV) terhadap *Long Term Debts* (RLTD) diketahui memiliki koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,012$) dan nilai P-Value = $0,911 > 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan yang berarti tidak ada korelasi antara Investasi (RINV) dengan *Long Term Debts* (RLTD). Nilai korelasi sebesar 0,012 menjelaskan bahwa korelasi tersebut sangat lemah.

Variabel rasio investasi (RINV) terhadap *Current Ratios* (RCR) diketahui memiliki koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,038$) dan nilai P-Value = $0,721 > 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan yang berarti tidak ada korelasi antara Investasi (RINV) dengan *Current Ratios* (RCR). Nilai korelasi sebesar 0,038 menjelaskan bahwa korelasi tersebut sangat lemah.

Variabel rasio investasi (RINV) terhadap *Assets Turn Over* (RATO) diketahui memiliki koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,305$) dan nilai P-Value = $0,003 < 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol ditolak secara signifikan yang berarti ada korelasi antara Investasi (RINV) dengan *Assets Turn Over* (RATO). Nilai korelasi sebesar 0,305 menjelaskan bahwa korelasi tersebut cukup.

Variabel rasio investasi (RINV) terhadap *Fundamental Score* (RF_SCORE) diketahui memiliki koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,476$) dan nilai P-Value = $0,000 < 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol ditolak secara signifikan yang berarti ada korelasi antara Investasi (RINV) dengan *Fundamental Score* (RF_SCORE). Nilai korelasi sebesar 0,476 menjelaskan bahwa korelasi tersebut cukup.

Variabel rasio Piutang Usaha (RAR) terhadap Investasi Modal Kerja (RIMK) diketahui memiliki koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,226$) dan nilai P-Value = $0,030 < 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol ditolak secara signifikan yang berarti ada korelasi antara Piutang Usaha (RAR) dengan Investasi Modal Kerja (RIMK). Nilai korelasi sebesar 0,226 menjelaskan bahwa korelasi tersebut sangat lemah.

Variabel rasio Piutang Usaha (RAR) terhadap *Gross Margin* (RGM) diketahui memiliki koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,095$) dan nilai P-Value = $0,369 > 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan yang berarti tidak ada korelasi antara Piutang Usaha (RAR) dengan *Gross Margin*

(RGM). Nilai korelasi sebesar 0,095 menjelaskan bahwa korelasi tersebut sangat lemah.

Variabel rasio Piutang Usaha (RAR) terhadap Jumlah Karyawan (RJK) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, diketahui memiliki koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,013$) dan nilai P-Value = $0,903 > 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan yang berarti tidak ada korelasi antara Piutang Usaha (RAR) dengan Jumlah Karyawan (RJK). Nilai korelasi sebesar 0,013 menjelaskan bahwa korelasi tersebut sangat lemah.

Variabel rasio Piutang Usaha (RAR) terhadap *Return On Assets* (RROA) diketahui memiliki koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,194$) dan nilai P-Value = $0,064 > 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan yang berarti tidak ada korelasi antara Piutang Usaha (RAR) dengan *Return On Assets* (RROA). Nilai korelasi sebesar 0,194 menjelaskan bahwa korelasi tersebut sangat lemah.

Variabel rasio Piutang Usaha (RAR) terhadap Pertumbuhan *Return On Assets* (RDROA) diketahui memiliki koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,204$) dan nilai P-Value = $0,051 > 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan yang berarti tidak ada korelasi antara Piutang Usaha (RAR) dengan Pertumbuhan *Return On Assets* (RDROA). Nilai korelasi sebesar 0,204 menjelaskan bahwa korelasi tersebut sangat lemah.

Variabel rasio Piutang Usaha (RAR) terhadap *Cash Flow* (RCF) diketahui memiliki koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,214$) dan nilai P-Value = $0,041 < 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol ditolak secara signifikan yang berarti ada korelasi antara Piutang Usaha (RAR) dengan *Cash Flow* (RCF). Nilai korelasi sebesar 0,214 menjelaskan bahwa korelasi tersebut sangat lemah.

Variabel rasio Piutang Usaha (RAR) terhadap *Current Assets* (RCA) diketahui memiliki koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,146$) dan nilai P-Value = $0,164 > 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan yang berarti tidak ada korelasi antara Piutang Usaha (RAR) dengan *Current Assets* (RCA). Nilai korelasi sebesar 0,146 menjelaskan bahwa korelasi tersebut sangat lemah.

Variabel rasio Piutang Usaha (RAR) terhadap *Long Term Debts* (RLTD) diketahui memiliki koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = -0,012$) dan nilai P-Value = $0,912 > 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan yang berarti tidak ada korelasi antara Piutang Usaha (RAR) dengan *Long Term Debts* (RLTD). Nilai korelasi sebesar -0,012 menjelaskan bahwa korelasi tersebut sangat lemah dan tanda negatif mengindikasikan arah korelasi yang berlawanan arah.

Variabel rasio Piutang Usaha (RAR) terhadap *Current Ratios* (RCR) diketahui memiliki koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,161$) dan nilai P-Value = $0,126 > 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan yang berarti tidak ada korelasi antara Piutang Usaha (RAR) dengan *Current Ratios* (RCR). Nilai korelasi sebesar 0,161 menjelaskan bahwa korelasi tersebut sangat lemah.

Variabel rasio Piutang Usaha (RAR) terhadap *Asset Turn Over* (RATO) diketahui memiliki koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,095$) dan nilai P-Value = $0,369 > 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan yang berarti tidak ada korelasi antara Piutang Usaha (RAR) dengan *Asset Turn Over* (RATO). Nilai korelasi sebesar 0,095 menjelaskan bahwa korelasi tersebut sangat lemah.

Variabel rasio Piutang Usaha (RAR) terhadap *Fundamental Score* (RF_SCORE) diketahui memiliki koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,401$) dan nilai

P-Value = 0,000 < 0,05. Ini menandakan hipotesis nol ditolak secara signifikan yang berarti ada korelasi antara Piutang Usaha (RAR) dengan *Fundamental Score* (RF_SCORE). Nilai korelasi sebesar 0,401 menjelaskan bahwa korelasi tersebut cukup.

Koefisien korelasi antara variabel rasio Investasi Modal Kerja (RIMK) terhadap *Gross Margin* (RGM) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,059$) dan nilai P-Value = 0,577 > 0,05. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan yang berarti tidak ada korelasi antara Investasi Modal Kerja (RIMK) dengan *Gross Margin* (RGM). Nilai korelasi sebesar 0,059 menjelaskan bahwa korelasi tersebut sangat lemah.

Koefisien korelasi antara variabel rasio Investasi Modal Kerja (RIMK) terhadap Jumlah Karyawan (RJK) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,268$) dan nilai P-Value = 0,010 < 0,05. Ini menandakan hipotesis nol ditolak secara signifikan yang berarti ada korelasi antara Investasi Modal Kerja (RIMK) dengan Jumlah Karyawan (RJK). Nilai korelasi sebesar 0,268 menjelaskan bahwa korelasi tersebut cukup.

Koefisien korelasi antara variabel rasio Investasi Modal Kerja (RIMK) terhadap *Return On Assets* (RROA) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,227$) dan nilai P-Value = 0,030 < 0,05. Ini menandakan hipotesis nol ditolak secara signifikan yang berarti ada korelasi antara Investasi Modal Kerja (RIMK) dengan *Return On Assets* (RROA). Nilai korelasi sebesar 0,227 menjelaskan bahwa korelasi tersebut sangat lemah.

Koefisien korelasi antara variabel rasio Investasi Modal Kerja (RIMK) terhadap Pertumbuhan *Return On Assets* (RDROA) pada hasil pengujian *Spearman's*

Correlations di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,214$) dan nilai P-Value = $0,041 < 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol ditolak secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti ada korelasi antara Investasi Modal Kerja (RIMK) dengan Pertumbuhan *Return On Assets* (RDROA). Nilai korelasi sebesar 0,214 menjelaskan bahwa korelasi tersebut sangat lemah.

Koefisien korelasi antara variabel rasio Investasi Modal Kerja (RIMK) terhadap *Cash Flow* (RCF) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,250$) dan nilai P-Value = $0,016 < 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol ditolak secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti ada korelasi antara Investasi Modal Kerja (RIMK) dengan *Cash Flow* (RCF). Nilai korelasi sebesar 0,250 menjelaskan bahwa korelasi tersebut sangat lemah.

Koefisien korelasi antara variabel rasio Investasi Modal Kerja (RIMK) terhadap *Current Assets* (RCA) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,100$) dan nilai P-Value = $0,343 > 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti tidak ada korelasi antara Investasi Modal Kerja (RIMK) dengan *Current Assets* (RCA). Nilai korelasi sebesar 0,100 menjelaskan bahwa korelasi tersebut sangat lemah.

Koefisien korelasi antara variabel rasio Investasi Modal Kerja (RIMK) terhadap *Long Term Debt* (RLTD) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,145$) dan nilai P-Value = $0,169 > 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti tidak ada korelasi antara Investasi Modal Kerja (RIMK) dengan *Long Term Debt* (RLTD). Nilai korelasi sebesar 0,145 menjelaskan bahwa korelasi tersebut sangat lemah.

Koefisien korelasi antara variabel rasio Investasi Modal Kerja (RIMK) terhadap *Current Ratio* (RCR) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,256$) dan nilai P-Value = $0,014 < 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol ditolak secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti ada korelasi antara Investasi Modal Kerja (RIMK) dengan *Current Ratio* (RCR). Nilai korelasi sebesar 0,256 menjelaskan bahwa korelasi tersebut cukup.

Koefisien korelasi antara variabel rasio Investasi Modal Kerja (RIMK) terhadap *Assets Turn Over* (RATO) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,269$) dan nilai P-Value = $0,009 < 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol ditolak secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti ada korelasi antara Investasi Modal Kerja (RIMK) dengan *Assets Turn Over* (RATO). Nilai korelasi sebesar 0,269 menjelaskan bahwa korelasi tersebut cukup.

Koefisien korelasi antara variabel rasio Investasi Modal Kerja (RIMK) terhadap *Fundamental Score* (RF_SCORE) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,548$) dan nilai P-Value = $0,000 < 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol ditolak secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti ada korelasi antara Investasi Modal Kerja (RIMK) dengan *Fundamental Score* (RF_SCORE). Nilai korelasi sebesar 0,548 menjelaskan bahwa korelasi tersebut kuat.

Koefisien korelasi antara variabel rasio *Gross Margin* (RGM) terhadap Jumlah Karyawan (RJK) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,419$) dan nilai P-Value = $0,000 < 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol ditolak secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti ada korelasi antara *Gross Margin* (RGM) dengan Jumlah Karyawan (RJK). Nilai korelasi sebesar 0,419 menjelaskan bahwa korelasi tersebut cukup.

Koefisien korelasi antara variabel rasio *Gross Margin* (RGM) terhadap *Return On Assets* (RROA) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,255$) dan nilai P-Value = $0,014 < 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol ditolak secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti ada korelasi antara *Gross Margin* (RGM) dengan *Return On Assets* (RROA). Nilai korelasi sebesar 0,255 menjelaskan bahwa korelasi tersebut cukup.

Koefisien korelasi antara variabel rasio *Gross Margin* (RGM) terhadap *Return On Assets* (RROA) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,255$) dan nilai P-Value = $0,014 < 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol ditolak secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti ada korelasi antara *Gross Margin* (RGM) dengan *Return On Assets* (RROA). Nilai korelasi sebesar 0,255 menjelaskan bahwa korelasi tersebut cukup.

Koefisien korelasi antara variabel rasio *Gross Margin* (RGM) terhadap Pertumbuhan *Return On Assets* (RDROA) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,146$) dan nilai P-Value = $0,166 > 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti tidak ada korelasi antara *Gross Margin* (RGM) dengan Pertumbuhan *Return On Assets* (RDROA). Nilai korelasi sebesar 0,146 menjelaskan bahwa korelasi tersebut sangat lemah.

Koefisien korelasi antara variabel rasio *Gross Margin* (RGM) terhadap *Cash Flow* (RCF) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,467$) dan nilai P-Value = $0,000 < 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol ditolak secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti ada korelasi antara *Gross Margin* (RGM)

dengan *Cash Flow* (RCF). Nilai korelasi sebesar 0,467 menjelaskan bahwa korelasi tersebut cukup.

Koefisien korelasi antara variabel rasio *Gross Margin* (RGM) terhadap *Current Assets* (RCA) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,147$) dan nilai P-Value = $0,163 > 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti tidak ada korelasi antara *Gross Margin* (RGM) dengan *Current Assets* (RCA). Nilai korelasi sebesar 0,147 menjelaskan bahwa korelasi tersebut sangat lemah.

Koefisien korelasi antara variabel rasio *Gross Margin* (RGM) terhadap *Long Term Debt* (RLTD) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,088$) dan nilai P-Value = $0,407 > 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti tidak ada korelasi antara *Gross Margin* (RGM) dengan *Long Term Debt* (RLTD). Nilai korelasi sebesar 0,088 menjelaskan bahwa korelasi tersebut sangat lemah.

Koefisien korelasi antara variabel rasio *Gross Margin* (RGM) terhadap *Current Ratio* (RCR) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,029$) dan nilai P-Value = $0,783 > 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti tidak ada korelasi antara *Gross Margin* (RGM) dengan *Current Ratio* (RCR). Nilai korelasi sebesar 0,029 menjelaskan bahwa korelasi tersebut sangat lemah.

Koefisien korelasi antara variabel rasio *Gross Margin* (RGM) terhadap *Assets Turn Over* (RATO) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,245$) dan nilai P-Value = $0,019 < 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol ditolak secara signifikan pada

tingkat keyakinan 95% yang berarti ada korelasi antara *Gross Margin* (RGM) dengan *Assets Turn Over* (RATO). Nilai korelasi sebesar 0,245 menjelaskan bahwa korelasi tersebut sangat lemah.

Koefisien korelasi antara variabel rasio *Gross Margin* (RGM) terhadap *Fundamental Score* (RF_SCORE) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,507$) dan nilai P-Value = $0,000 < 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol ditolak secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti ada korelasi antara *Gross Margin* (RGM) dengan *Fundamental Score* (RF_SCORE). Nilai korelasi sebesar 0,507 menjelaskan bahwa korelasi tersebut kuat.

Koefisien korelasi antara variabel rasio Jumlah Karyawan (RJK) terhadap *Return On Assets* (RROA) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,561$) dan nilai P-Value = $0,000 < 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol ditolak secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti ada korelasi antara Jumlah Karyawan (RJK) dengan *Return On Assets* (RROA). Nilai korelasi sebesar 0,561 menjelaskan bahwa korelasi tersebut kuat.

Koefisien korelasi antara variabel rasio Jumlah Karyawan (RJK) terhadap Pertumbuhan *Return On Assets* (RDROA) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,195$) dan nilai P-Value = $0,062 > 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti tidak ada korelasi antara Jumlah Karyawan (RJK) dengan Pertumbuhan *Return On Assets* (RDROA). Nilai korelasi sebesar 0,195 menjelaskan bahwa korelasi sangat lemah.

Koefisien korelasi antara variabel rasio Jumlah Karyawan (RJK) terhadap *Cash Flow* (RCF) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat

diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,523$) dan nilai P-Value = $0,000 < 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol ditolak secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti ada korelasi antara Jumlah Karyawan (RJK) dengan *Cash Flow* (RCF). Nilai korelasi sebesar 0,523 menjelaskan bahwa korelasi kuat.

Koefisien korelasi antara variabel rasio Jumlah Karyawan (RJK) terhadap *Current Assets* (RCA) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,151$) dan nilai P-Value = $0,151 > 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti tidak ada korelasi antara Jumlah Karyawan (RJK) dengan *Current Assets* (RCA). Nilai korelasi sebesar 0,151 menjelaskan bahwa korelasi sangat lemah.

Koefisien korelasi antara variabel rasio Jumlah Karyawan (RJK) terhadap *Long Term Debt* (RLTD) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,151$) dan nilai P-Value = $0,151 > 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti tidak ada korelasi antara Jumlah Karyawan (RJK) dengan *Long Term Debt* (RLTD). Nilai korelasi sebesar 0,151 menjelaskan bahwa korelasi sangat lemah.

Koefisien korelasi antara variabel rasio Jumlah Karyawan (RJK) terhadap *Current Ratio* (RCR) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = -0,013$) dan nilai P-Value = $0,901 > 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti tidak ada korelasi antara Jumlah Karyawan (RJK) dengan *Current Ratio* (RCR). Nilai korelasi sebesar -0,013 menjelaskan bahwa korelasi sangat lemah dan tanda negatif menyatakan arah korelasi yang berlawanan.

Koefisien korelasi antara variabel rasio Jumlah Karyawan (RJK) terhadap *Assets Turn Over* (RATO) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,149$) dan nilai P-Value = $0,158 > 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti tidak ada korelasi antara Jumlah Karyawan (RJK) dengan *Assets Turn Over* (RATO). Nilai korelasi sebesar 0,149 menjelaskan bahwa korelasi sangat lemah.

Koefisien korelasi antara variabel rasio Jumlah Karyawan (RJK) terhadap *Fundamental Score* (RF_SCORE) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,522$) dan nilai P-Value = $0,000 < 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol ditolak secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti ada korelasi antara Jumlah Karyawan (RJK) dengan *Fundamental Score* (RF_SCORE). Nilai korelasi sebesar 0,522 menjelaskan bahwa korelasi kuat.

Koefisien korelasi antara variabel *Return On Assets* (RROA) terhadap Pertumbuhan *Return On Assets* (RDROA) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,364$) dan nilai P-Value = $0,000 < 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol ditolak secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti ada korelasi antara *Return On Assets* (RROA) dengan Pertumbuhan *Return On Assets* (RDROA). Nilai korelasi sebesar 0,364 menjelaskan bahwa korelasi cukup.

Koefisien korelasi antara variabel *Return On Assets* (RROA) terhadap *Cash Flow* (RCF) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,678$) dan nilai P-Value = $0,000 < 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol ditolak secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti ada korelasi antara *Return On Assets* (RROA) dengan *Cash Flow* (RCF). Nilai korelasi sebesar 0,678 menjelaskan bahwa korelasi kuat.

Koefisien korelasi antara variabel *Return On Assets* (RROA) terhadap *Current Assets* (RCA) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,184$) dan nilai P-Value = $0,080 > 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti tidak ada korelasi antara *Return On Assets* (RROA) dengan *Current Assets* (RCA). Nilai korelasi sebesar 0,184 menjelaskan bahwa korelasi sangat lemah.

Koefisien korelasi antara variabel *Return On Assets* (RROA) terhadap *Long Term Debt* (RLTD) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,219$) dan nilai P-Value = $0,036 < 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol ditolak secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti ada korelasi antara *Return On Assets* (RROA) dengan *Long Term Debt* (RLTD). Nilai korelasi sebesar 0,219 menjelaskan bahwa korelasi sangat lemah.

Koefisien korelasi antara variabel *Return On Assets* (RROA) terhadap *Current Ratio* (RCR) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,004$) dan nilai P-Value = $0,971 > 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti tidak ada korelasi antara *Return On Assets* (RROA) dengan *Current Ratio* (RCR). Nilai korelasi sebesar 0,004 menjelaskan bahwa korelasi sangat lemah.

Koefisien korelasi antara variabel *Return On Assets* (RROA) terhadap *Assets Turn Over* (RATO) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,327$) dan nilai P-Value = $0,001 < 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol ditolak secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti ada korelasi antara *Return On Assets*

(RROA) dengan *Assets Turn Over* (RATO). Nilai korelasi sebesar 0,327 menjelaskan bahwa korelasi cukup.

Koefisien korelasi antara variabel *Return On Assets* (RROA) terhadap *Fundamental Score* (RF_SCORE) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,515$) dan nilai P-Value = $0,000 < 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol ditolak secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti ada korelasi antara *Return On Assets* (RROA) dengan *Fundamental Score* (RF_SCORE). Nilai korelasi sebesar 0,515 menjelaskan bahwa korelasi kuat.

Koefisien korelasi antara variabel Pertumbuhan *Return On Assets* (RDROA) terhadap *Cash Flow* (RCF) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,406$) dan nilai P-Value = $0,000 < 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol ditolak secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti ada korelasi antara Pertumbuhan *Return On Assets* (RDROA) dengan *Cash Flow* (RCF). Nilai korelasi sebesar 0,406 menjelaskan bahwa korelasi cukup.

Koefisien korelasi antara variabel Pertumbuhan *Return On Assets* (RDROA) terhadap *Current Assets* (RCA) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,172$) dan nilai P-Value = $0,101 > 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti tidak ada korelasi antara Pertumbuhan *Return On Assets* (RDROA) dengan *Current Assets* (RCA). Nilai korelasi sebesar 0,172 menjelaskan bahwa korelasi sangat lemah.

Koefisien korelasi antara variabel Pertumbuhan *Return On Assets* (RDROA) terhadap *Long Term Debt* (RLTD) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,069$) dan nilai P-Value = $0,511 > 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara

signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti tidak ada korelasi antara Pertumbuhan *Return On Assets* (RDROA) dengan *Long Term Debt* (RLTD). Nilai korelasi sebesar 0,069 menjelaskan bahwa korelasi sangat lemah.

Koefisien korelasi antara variabel Pertumbuhan *Return On Assets* (RDROA) terhadap *Current Ratio* (RCR) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,235$) dan nilai P-Value = $0,024 < 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol ditolak secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti ada korelasi antara Pertumbuhan *Return On Assets* (RDROA) dengan *Current Ratio* (RCR). Nilai korelasi sebesar 0,235 menjelaskan bahwa korelasi sangat lemah.

Koefisien korelasi antara variabel Pertumbuhan *Return On Assets* (RDROA) terhadap *Assets Turn Over* (RATO) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,302$) dan nilai P-Value = $0,003 < 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol ditolak secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti ada korelasi antara Pertumbuhan *Return On Assets* (RDROA) dengan *Assets Turn Over* (RATO). Nilai korelasi sebesar 0,302 menjelaskan bahwa korelasi cukup.

Koefisien korelasi antara variabel Pertumbuhan *Return On Assets* (RDROA) terhadap *Fundamental Score* (RF_SCORE) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,441$) dan nilai P-Value = $0,000 < 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol ditolak secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti ada korelasi antara Pertumbuhan *Return On Assets* (RDROA) dengan *Fundamental Score* (RF_SCORE). Nilai korelasi sebesar 0,441 menjelaskan bahwa korelasi cukup.

Koefisien korelasi antara variabel *Cash Flow* (RCF) terhadap *Current Assets* (RCA) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,101$) dan nilai P-Value = $0,336 >$

0,05. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti tidak ada korelasi antara *Cash Flow* (RCF) dengan *Current Assets* (RCA). Nilai korelasi sebesar 0,336 menjelaskan bahwa korelasi cukup.

Koefisien korelasi antara variabel *Cash Flow* (RCF) terhadap *Long Term Debt* (RLTD) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,210$) dan nilai P-Value = $0,045 < 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol ditolak secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti ada korelasi antara *Cash Flow* (RCF) dengan *Long Term Debt* (RLTD). Nilai korelasi sebesar 0,210 menjelaskan bahwa korelasi sangat lemah.

Koefisien korelasi antara variabel *Cash Flow* (RCF) terhadap *Current Ratio* (RCR) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,133$) dan nilai P-Value = $0,205 > 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti tidak ada korelasi antara *Cash Flow* (RCF) dengan *Current Ratio* (RCR). Nilai korelasi sebesar 0,133 menjelaskan bahwa korelasi sangat lemah.

Koefisien korelasi antara variabel *Cash Flow* (RCF) terhadap *Assets Turn Over* (RATO) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,467$) dan nilai P-Value = $0,000 < 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol ditolak secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti ada korelasi antara *Cash Flow* (RCF) dengan *Assets Turn Over* (RATO). Nilai korelasi sebesar 0,467 menjelaskan bahwa korelasi cukup.

Koefisien korelasi antara variabel *Cash Flow* (RCF) terhadap *Fundamental Score* (RF_SCORE) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat

diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,624$) dan nilai P-Value = $0,000 < 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol ditolak secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti ada korelasi antara *Cash Flow* (RCF) dengan *Fundamental Score* (RF_SCORE). Nilai korelasi sebesar 0,624 menjelaskan bahwa korelasi kuat.

Koefisien korelasi antara variabel *Current Assets* (RCA) terhadap *Long Term Debt* (RLTD) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,045$) dan nilai P-Value = $0,667 > 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti tidak ada korelasi antara *Current Assets* (RCA) dengan *Long Term Debt* (RLTD). Nilai korelasi sebesar 0,093 menjelaskan bahwa korelasi sangat lemah.

Koefisien korelasi antara variabel *Current Assets* (RCA) terhadap *Current Ratio* (RCR) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,010$) dan nilai P-Value = $0,926 > 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti tidak ada korelasi antara *Current Assets* (RCA) dengan *Current Ratio* (RCR). Nilai korelasi sebesar 0,010 menjelaskan bahwa korelasi sangat lemah.

Koefisien korelasi antara variabel *Current Assets* (RCA) terhadap *Assets Turn Over* (RATO) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = -0,088$) dan nilai P-Value = $0,407 > 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti tidak ada korelasi antara *Current Assets* (RCA) dengan *Assets Turn Over* (RATO). Nilai korelasi sebesar -0,088 menjelaskan bahwa korelasi sangat lemah dan tanda negatif mengindikasikan arah korelasi yang berlawanan.

Koefisien korelasi antara variabel *Current Assets* (RCA) terhadap *Fundamental Score* (RF_SCORE) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,374$) dan nilai P-Value = $0,000 < 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol ditolak secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti ada korelasi antara *Current Assets* (RCA) dengan *Fundamental Score* (RF_SCORE). Nilai korelasi sebesar 0,374 menjelaskan bahwa korelasi cukup.

Koefisien korelasi antara variabel *Long Term Debt* (RLTD) terhadap *Current Ratio* (RCR) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,172$) dan nilai P-Value = $0,102 > 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti tidak ada korelasi antara *Long Term Debt* (RLTD) dengan *Current Ratio* (RCR). Nilai korelasi sebesar 0,172 menjelaskan bahwa korelasi sangat lemah.

Koefisien korelasi antara variabel *Long Term Debt* (RLTD) terhadap *Assets Turn Over* (RATO) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,181$) dan nilai P-Value = $0,084 > 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti tidak ada korelasi antara *Long Term Debt* (RLTD) dengan *Assets Turn Over* (RATO). Nilai korelasi sebesar 0,181 menjelaskan bahwa korelasi sangat lemah.

Koefisien korelasi antara variabel *Long Term Debt* (RLTD) terhadap *Fundamental Score* (RF_SCORE) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,363$) dan nilai P-Value = $0,000 < 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol ditolak secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti ada korelasi antara *Long Term Debt* (RLTD) dengan *Fundamental Score* (RF_SCORE). Nilai korelasi sebesar 0,363 menjelaskan bahwa korelasi cukup.

Koefisien korelasi antara variabel *Current Ratio* (RCR) terhadap *Assets Turn Over* (RATO) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,127$) dan nilai P-Value = $0,229 > 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol diterima secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti tidak ada korelasi antara *Current Ratio* (RCR) dengan *Assets Turn Over* (RATO). Nilai korelasi sebesar 0,127 menjelaskan bahwa korelasi sangat lemah.

Koefisien korelasi antara variabel *Current Ratio* (RCR) terhadap *Fundamental Score* (RF_SCORE) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,391$) dan nilai P-Value = $0,000 < 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol ditolak secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti ada korelasi antara *Current Ratio* (RCR) dengan *Fundamental Score* (RF_SCORE). Nilai korelasi sebesar 0,391 menjelaskan bahwa korelasi cukup.

Koefisien korelasi antara variabel *Assets Turn Over* (RATO) terhadap *Fundamental Score* (RF_SCORE) pada hasil pengujian *Spearman's Correlations* di atas, dapat diketahui koefisien korelasi (*correlation coefficient* $\rho = 0,489$) dan nilai P-Value = $0,000 < 0,05$. Ini menandakan hipotesis nol ditolak secara signifikan pada tingkat keyakinan 95% yang berarti ada korelasi antara *Assets Turn Over* (RATO) dengan *Fundamental Score* (RF_SCORE). Nilai korelasi sebesar 0,489 menjelaskan bahwa korelasi cukup.

Tidak adanya korelasi yang signifikan antara rasio keuangan yang dijadikan sebagai variabel dalam penelitian ini dengan imbal hasil saham di sektor konsumsi, bukan berarti seluruh elemen faktor fundamental menjadi tidak berguna bagi investor dalam berinvestasi di sektor konsumsi.

Seperti yang dijelaskan oleh Wira (2011) bahwa faktor fundamental seperti nilai tukar kurs rupiah terhadap dolar AS dan juga harga CPO di bursa komoditas memiliki peran yang cukup besar bagi emiten yang memiliki komposisi hutang luar negeri berdenominasi dolar AS dan emiten yang mendapatkan kontribusi besar dari hasil penjualan minyak sawit seperti INDF setelah mengakuisisi LSIP.

Penelitian ini juga sejalan dengan hasil penelitian Menrich dan Cee (1989) yang menyebutkan bahwa nilai tukar uang suatu negara melemah, harga barang impor akan meningkat dan daya beli masyarakat akan menurun. Kondisi tersebut akan menekan penjualan perusahaan dan menjatuhkan harga saham perusahaan tersebut. Sebaliknya, jika perusahaan melakukan ekspor ke luar negeri akan meningkatkan nilai penjualan dan akan menaikkan nilai saham perusahaan tersebut.

Harga saham adalah cerminan dari kinerja perusahaan. Di dalam periode jangka pendek mungkin harga bisa berfluktuatif, tetapi dalam jangka panjang, perusahaan yang memiliki kinerja fundamental yang baik akan memiliki pergerakan imbal hasil saham yang bagus. Hal ini sangat berguna bagi investor yang memiliki visi jangka panjang dalam berinvestasi.

Dengan mengetahui perusahaan yang memiliki fundamental baik, maka investor dalam jangka panjang akan memiliki risiko lebih kecil untuk mengalami kerugian dan juga potensi keuntungan yang lebih besar. Dengan analisis fundamental, investor dapat memilih saham yang berfundamental baik dan dapat terhindar dari saham-saham yang biasa digoreng oleh pemain besar. Keamanan berinvestasi cenderung lebih baik dengan dasar investasi fundamental.

Di pasar yang sedang *bearish*, saham berfundamental baik dipastikan juga akan ikut terkoreksi seperti yang dialami oleh saham-saham di sektor konsumsi pada tahun 2007-2008 di saat krisis likuiditas. Namun, saham yang berfundamental baik jugalah yang akan paling cepat *rebound* dan kembali memimpin di depan.

BAB V KESIMPULAN DAN SARAN

V. 1 Kesimpulan

Hasil perhitungan rata-rata imbal hasil saham antara variabel fundamental dengan imbal hasil saham di sektor konsumsi Bursa Efek Indonesia (BEI), menunjukkan bahwa secara umum saham yang memiliki kondisi fundamental baik yang digolongkan ke dalam kelompok High F_Score memiliki tingkat imbal hasil saham yang lebih tinggi daripada kelompok saham yang memiliki kondisi fundamental buruk dan digolongkan ke dalam kelompok Low F_Score.

Kelompok saham berfundamental baik memiliki nilai skor fundamental antara 8 hingga 12, dan kelompok saham berfundamental buruk memiliki nilai skor fundamental antara 0 hingga 5. Dari hasil analisis diketahui bahwa, kelompok berfundamental baik memiliki imbal hasil rata-rata sebesar 0,0098 sedangkan kelompok berfundamental buruk memiliki imbal hasil rata-rata sebesar -0,0038.

Namun hasil perhitungan rata-rata imbal hasil saham dari dua kelompok saham sektor konsumsi tersebut tidak didukung oleh *Spearman Correlation Test* yang memberikan hasil hipotesis H_0 diterima atau tidak ada korelasi antara rasio keuangan dengan imbal hasil saham.

Kondisi ini dapat diketahui dari hasil *Spearman Correlation Test* yang mengungkapkan bahwa F_Score tidak memiliki korelasi dengan imbal hasil saham (BHR) karena memiliki nilai P-Value melebihi 5%. Nilai koefisien korelasi antara F_Score dengan BHR adalah sangat lemah karena hanya bernilai 0,005 atau di bawah 0,25. Selain itu, sebanyak 9 rasio dari 12 rasio keuangan

yang menjadi variabel pengujian juga memiliki korelasi yang positif dengan imbal hasil saham (BHR).

Sembilan rasio tersebut yaitu selisih *Return On Asset* (DROA), *Return On Asset* (ROA), *Account Receivables* (AR), *Current Ratio* (CR), *Cash Flows* (CF), Ketersediaan Jumlah Karyawan dalam menunjang penjualan (JK), *Current Assets* (CA), *Asset Turn Over* (ATO) dan *Gross Margin* (GM) memiliki korelasi yang positif terhadap imbal hasil saham (BHR), namun sangat lemah disebabkan nilai koefisien korelasi masing-masing rasio tersebut di bawah 0,25 dan nilai P-Value masing-masing rasio tersebut di atas 5% yang menyebabkan hipotesis H_0 diterima atau tidak ada korelasi antara masing-masing rasio tersebut dengan imbal hasil saham.

Selain itu, ada tiga variabel pengujian yang memiliki korelasi yang negatif dengan imbal hasil saham (BHR). Ketiga rasio tersebut yaitu rasio Persediaan terhadap Penjualan (INV), rasio Investasi Modal Kerja terhadap Penjualan (IMK) dan rasio Utang Jangka Panjang (Long Term Debt) memiliki nilai korelasi yang negatif dengan imbal hasil saham dan memiliki nilai P-Value di atas 5% yang menyebabkan hipotesis H_0 diterima atau ketiga rasio tersebut tidak memiliki korelasi dengan imbal hasil saham.

Secara umum, kesimpulan dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Rasio keuangan pada saham sektor konsumsi di Bursa Efek Indonesia tidak memiliki korelasi yang signifikan dengan imbal hasil saham di sektor tersebut. Ini dibuktikan dengan hasil uji hipotesis 12 rasio keuangan dengan imbal hasil saham di sektor konsumsi dalam penelitian ini yang menyatakan hipotesis H_0 diterima atau dengan pernyataan lain tidak ada korelasi antara antara rasio keuangan sebagai variabel fundamental dengan imbal hasil saham di sektor konsumsi pada Bursa Efek Indonesia (H_1 ditolak).

2. Hasil penelitian tidak sejalan dengan hasil penelitian Elleuch dan Trabelsi (2009) yang menyebutkan bahwa rasio keuangan memiliki hubungan yang signifikan dengan imbal hasil saham pada sektor non-finansial. Jika dirujuk pada beberapa jurnal yang meneliti efisiensi pasar di Indonesia, hasil penelitian ini semakin membuktikan bahwa pasar saham di Indonesia masih jauh dari kata efisien.
3. Ketika terjadi koreksi secara massif karena krisis, akan terlihat bagaimana karakter investor sangat berperan penting dalam pergerakan harga suatu saham. Suatu keputusan investasi yang cenderung didasarkan pada karakter investor, dan informasi yang tidak terdistribusi secara normal serta menyebabkan adanya investor yang mendapatkan keuntungan abnormal sekaligus menandakan bahwa pasar tersebut memiliki tingkat efisiensi yang lemah.
4. Keputusan investor tidak selalu didasarkan pada bagaimana perkembangan rasio keuangan emiten semata. Namun, beberapa variabel fundamental lain lebih berperan dalam keputusan investasi para investor pada sektor konsumsi.
5. Investor cenderung menjadikan sektor konsumsi sebagai kelompok emiten kelas dua atau bantalan investasi ketika investasi mereka di saham kelas satu seperti saham pertambangan dan telekomunikasi mengalami koreksi yang cukup tajam.
6. Ketika terjadi krisis, investor tidak memiliki pemikiran yang cukup dalam untuk mengembangkan investasi mereka, namun di sisi lain mereka hanya berpikir bagaimana menutup kerugian yang diderita.
7. Hasil perhitungan P-Value oleh uji Spearman pada dua belas variabel pengujian terhadap imbal hasil saham, menerangkan bahwa kenaikan atau

penurunan imbal hasil saham di luar kendali kinerja rasio-rasio keuangan tersebut. Ini berarti bahwa investor tidak memperhatikan bagaimana kinerja rasio-rasio keuangan tersebut terhadap keputusan beli atau jual mereka atas saham-saham di sektor konsumsi. Investor cukup yakin bahwa saham sektor kebutuhan primer dan barang konsumtif akan lebih cepat pulih di saat krisis.

8. Penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Menrich dan Cee (1989) yang menyebutkan bahwa nilai tukar uang suatu negara melemah, harga barang impor akan meningkat dan daya beli masyarakat akan menurun. Kondisi tersebut akan menekan penjualan perusahaan dan menjatuhkan harga saham perusahaan tersebut. Sebaliknya, jika perusahaan melakukan ekspor ke luar negeri akan meningkatkan nilai penjualan dan akan menaikkan nilai saham perusahaan tersebut.
9. Hasil penelitian ini juga sejalan dengan Piotroski (2000) yang memberikan hasil uji lebih lanjut terhadap kemampuan indikator atau signal historis akuntansi untuk memprediksi harga saham di masa mendatang dengan sampel yaitu saham-saham yang memiliki nilai buku yang tinggi terhadap nilai pasar (*Book-to-Market value*) atau BM. Hasil dari pengujiannya adalah bahwa signal-signal tersebut kurang signifikan dalam memprediksi harga saham di masa mendatang.
10. Nilai P-Value pada dua belas rasio terhadap imbal hasil saham selain menunjukkan diterimanya H_0 , juga menunjukkan bahwa rasio-rasio keuangan tersebut tidak diminati oleh investor untuk dijadikan indikator baik dan buruknya kinerja harga saham sektor konsumsi. Investor masih menempatkan sektor konsumsi sebagai saham lapis kedua untuk meragamkan investasi mereka lebih karena alasan harga saham yang tergolong lebih stabil dibandingkan sektor lainnya di bursa.

11. Hubungan yang tidak signifikan antara imbal hasil saham dengan rasio keuangan di sektor konsumsi, ternyata juga dipengaruhi oleh keyakinan investor terhadap peran besar pendapatan per kapita masyarakat Indonesia yang semakin baik serta nilai tukar dolar AS terhadap rupiah yang semakin stabil di bawah level Rp10.000 per US\$. Kondisi tersebut lebih besar pengaruhnya bagi investor daripada kinerja rasio keuangan setiap tahunnya. Investor cukup yakin bahwa meskipun sektor konsumsi mengalami koreksi, koreksi tersebut tidak akan berlangsung lama atau terlalu dalam.
12. Hasil penelitian ini kembali menegaskan bahwa investor perlu meracik strategi inovatif yang tidak hanya mengandalkan informasi yang datang dari laporan keuangan ketika ingin berinvestasi pada saham di sektor konsumsi BEI. Namun, investor perlu memahami kondisi dan karakter pasar modal di Indonesia serta pendistribusian informasi yang masih jauh dari sempurna.
13. Selain itu, investor masih sangat dipengaruhi oleh kondisi makro ekonomi terutama yang berasal dari luar bursa. Ini tercermin dari koreksi tajam investor pada saat krisis yang mengesampingkan kinerja emiten yang tergolong masih cukup bagus. Faktor kepanikan yang terjadi di antara investor bursa menjadi bumerang bagi investasi mereka sendiri.
14. Saham-saham sektor konsumsi merupakan saham-saham yang menarik bagi investor karena pertumbuhan yang relatif stabil ditopang sifat produk-produknya yang bersifat inelastis, sehingga menjadi pilihan investor untuk diversifikasi risiko. Namun, faktor kinerja fundamental yang ditampilkan dengan rasio keuangan emiten di sektor konsumsi ini ternyata kurang dijadikan perhatian oleh investor, mereka lebih memperhatikan faktor makro ekonomi terutama seperti nilai tukar kurs

rupiah terhadap dolar AS dan harga CPO di bursa komoditas dalam memutuskan berinvestasi di sektor konsumsi BEI.

15. Dengan mengetahui perusahaan yang memiliki fundamental baik, maka investor dalam jangka panjang akan memiliki risiko lebih kecil untuk mengalami kerugian dan juga potensi keuntungan yang lebih besar. Dengan analisis fundamental, investor dapat memilih saham yang berfundamental baik dan dapat terhindar dari saham-saham yang biasa digoreng oleh pemain besar. Keamanan berinvestasi cenderung lebih baik dengan dasar investasi fundamental.

V.2 Saran

Saran-saran setelah melakukan penelitian ditujukan kepada para investor maupun para pelaku pasar lainnya serta bagi penelitian selanjutnya sebagai implikasi dari hasil penelitian yang telah dilakukan. Berikut saran-saran dari penelitian ini:

1. Investor yang ingin melakukan investasi di Bursa Efek Indonesia khususnya di sektor konsumsi perlu memperhatikan analisis fundamental yang lebih luas, seperti mempertimbangkan variabel makroekonomi dan tidak hanya berpedoman pada kinerja rasio keuangan.
2. Selain menggunakan analisis fundamental, disarankan kepada investor untuk menggunakan analisis pergerakan teknikal harga saham di sektor ini, karena penerapan strategi dengan hanya mengandalkan analisis fundamental masih belum cukup memberikan kontribusi yang signifikan bagi pertumbuhan nilai investasi di dalam kondisi pasar modal yang masih berada dalam tingkatan efisiensi lemah.

3. Kondisi Bursa Efek Indonesia (BEI) yang belum sepenuhnya efisien atau bahkan masih dalam tingkat efisien lemah, perlu menjadi perhatian investor untuk menggali dan memiliki informasi yang lebih akurat ketika ingin membeli saham sektor konsumsi BEI.
4. Hasil penelitian ini menghasilkan kesimpulan bahwa imbal hasil saham sektor konsumsi tidak memiliki korelasi dengan rasio-rasio keuangan emiten di sektor tersebut, perlu menjadi perhatian investor dan menegaskan kondisi efisiensi pasar modal di Indonesia yang masih dalam bentuk efisien lemah. Kondisi tersebut menjadikan investor perlu mencari strategi investasi terbaik untuk mendapatkan tingkat pengembalian yang optimal dan tidak hanya bertumpu pada strategi investasi yang berlandaskan analisis fundamental emiten.
5. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat menggunakan metode penelitian kualitatif yang akan memberikan pemaparan lebih komprehensif mengenai seluk beluk investasi di sektor konsumsi dengan melakukan wawancara langsung dengan pelaku pasar, khususnya investor di Bursa Efek Indonesia
6. Bagi penelitian selanjutnya disarankan agar dapat memasukkan variabel tambahan terutama variabel ekonomi makro seperti nilai kurs mata uang rupiah terhadap dolar AS, tingkat inflasi, tingkat suku bunga Bank Indonesia, indeks bursa saham regional Asia Pasifik, pergerakan harga minyak dunia, harga komoditas pangan di bursa berjangka, dan tingkat pendapatan per kapita Indonesia sebagai variabel pengujian selain variabel fundamental emiten.

DAFTAR PUSTAKA

Jurnal:

1. Abarbanell, J., and B., Bushee, 1997, "Fundamental analysis, future earnings and stock returns", *Journal of Accounting Research*, vol. 35, pp 1-24.
2. Affandi, U. dan S. Utama. 1998. *Uji Efisiensi Bentuk Setengah Kuat pada BEJ*. Usahawan, No. 3 TH. XXVII, Maret. hal 42-47.
3. Bradshaw, M., Richardson, S., R., and Sloan, 1999, "Earnings quality and financial reporting credibility: an empirical investigation", working paper, University of Michigan Business School.
4. Caicedo-Llano J., Dionysopoulos T., *Predictors of Stock Returns in Emerging Equity Markets*. May 2007.
5. Collins, D., and P., Hribar, 2000, "Earnings-based and accrual-based market anomalies: one effect or two?", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 29, pp 101-123.
6. Dhankani, Mr. Dinesh. *Fundamental Analysis and Stock Returns: India (2000-2005)*. The Business Review, Cambridge. December 2005.
7. Elleuch J., Trabelsi L. *Fundamental Analysis Strategy and the Prediction of Stock Returns*. International Research Journal of Finance and Economics. 2009.
8. Hermawan, Moudy., & Subiyantoro, Heru. "Pengujian Hipotesis Pasar Efisien Bentuk Lemah pada Pasar Modal di Indonesia: Sebuah Catatan Empiris. *Jurnal keuangan Publik*. Vol. 4, No.1, April 2006. hal 123-138.

9. Husnan, Suad. 1991; *Pasar Modal Indonesia Makin Efisienkah?: Pengamatan Selama Tahun 1990*; Manajemen Usahawan Indonesia; Juni. hal 36-39.
10. Husnan, Suad. 1992. *Efisiensi Pasar Modal*. Jurnal Ekonomi Indonesia. April. hal 24-34.
11. Jasmina, Thia. 1999. Weak Form Efficiency Test: Evidence from The Jakarta Stock Exchange (1990-1996). *Ekonomi dan Keuangan Indonesia*, Vol. 47. No. 2; hal 191-218.
12. Keane S., “*The efficient market hypothesis and the implications for financial reporting*”. ICAS, 1980.
13. Lev, B., and R., Thiagarajan, 1993, “Fundamental information analysis”, *Journal of Accounting Research*, vol. 31, pp 190- 215.
14. Lievano R.J., Wong, Shee Q., *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*. Volume 13, Number 4. 2009.
15. Loughran, T., and J., Ritter, 1995, “The new issues puzzle”, *Journal of Finance*, vol. 50, pp 23-51.
16. Michaely, R., Thaler, R., and K., Womack, 1995, “Price reactions to dividend initiations and omissions: overreaction or drift ?”, *Journal of Finance*, vol. 50, pp 573-608.
17. Miller, M., and K., Rock, 1985, “Dividend policy under asymmetric information” *Journal of Finance*, vol. 40, pp 1031-1051.

18. Mobarek, Asma., & Keasey, Keavin., *Weak Form Market Efficiency of Emerging Market: Evidence from Dhaka Stock Market of Bangladesh*, 2000.
19. Myers, S.C., 1984, "The capital structure puzzle", *Journal of Finance*, vol. 39, pp 575-592.
20. Neven, Raymond P., "*Fundamentals of Management Finance*". Second edition, Cincinnati: South-Western Publishing Co., Ohio
21. Ou, J., and S., Penman, 1989, "Accounting measurement, Price-Earnings Ratio, and the information content of security prices", *Journal of Accounting Research*, vol. 27, supplement, pp 111-152.
22. Palepu, KG., Bernhard, VL., and Healey, PM., "*Business Analysis Valuating Using Financial Statement*", South-Western College Publishing, 1996.
23. Piotroski, J., 2000, "Value investing: the use of historical financial statement information to separate winners from losers", *Journal of Accounting Research*, vol. 38, supplement, pp 1-42.
24. Sloan, R., 1996, "Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings", *The Accounting Review*, vol. 71, pp 289-315.
25. Spiess, K., and J., Affleck-Graves, 1995, "Underperformance in long-run stock returns following seasoned equity offerings", *Journal of Financial Economics*, vol. 38, pp 243-267.

26. Stober, T., 1992, "Summary financial statement measures and analysts' forecasts of earnings", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 15, pp 347-372.
27. Stulz, R., 1990, "Managerial discretion and optimal financing policies", *Journal of Financial Economics*, vol. 26, pp 3-27.

Buku:

1. Ang, Robert. *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia*, Mediasoft Indonesia, 1997, hal. 62.
2. Barney, Jay B. 1997. *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*. Second Edition. Prentice Hall
3. Bodie, Zvi, Kane, Alex and Marcus, Alan J. 1996. *Investments*. Boston: McGraw-Hill.
4. Bowers, David A. 1985. *An Introduction to Business Cycles and Forecasting*. Addison-Wesley Publishing Company. Singapore.
5. Brealey, R., and Myers, S. 1991. *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill
6. Brigham, Eugene F., & Houston, Joel F. 2004. *Fundamentals Of Financial Management*, 10th Edition. Cengage Learning. Singapore.
7. Cohen, Jerome B., Zinbarg, Edward D., and Zeikel, Arthur. 1987. *Investment Analysis and Portfolio Management*. 5th Editions. Irwin. Singapore.

8. Copeland, T.E., and Weston, J.F. 1983. *Financial Theory and Corporate Policy*. Addison-Wesley. Reading, MA.
9. Davies, Gary, Chun, Rosa, Da Silva, Rui Vinhas, and Roper Stuart. 2003. *Corporate Reputation and Competitiveness*. Routledge. London.
10. Dowling, J. and Grahame. 2001. *Creating Corporate Reputation, Identify, Image and Performance*. Oxford University Press. New York.
11. Edwin, J. Elton., and Martin J. Gruber., Stephen J. Brown., and William N. Goetzmann. 2003. *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. 6th Editions. John Wiley & Sons. Singapore.
12. Elton, E.J., and Gruber, M.J. 1991. *Modern Portofolio Theory and Investment Analysis*, John Wiley and Sons.
13. Emery, Douglas R., and Finnerty, John D., “*Corporate Financial Management*”, Prentice-Hall Inc., 1997
14. Fama, Eugene F., and Miller, Merton. 1972. *The Theory of Finance*. Dryden Press.
15. Foster, G. 1986. *Financial Statement Analysis*. Prentice Hall
16. Haugen, R. 1990. *Modern Investment Theory*. Prentice Hall
17. Ikatan Akuntan Indonesia. 2009. Standar Akuntansi Keuangan. Jakarta: Salemba Empat.
18. Jones, Charles P. 1996. *Investment: Analysis and Management*. NY: John Wiley & Sons, Inc.

19. Jones, Chris. 2008. *Financial Economics*. Routledge.
20. Keasey, Kevin, and Mike Wright. 1997. *Corporate Governance: Risk, Responsibility, and Remuneration*. Chichester, U.K.: John Wiley & Sons.
21. Kitchen, R. 1986. *Finance for The Developing Countries*. John Wiley & Sons.
22. Levy, Haim., and Sarnat, Marshall. 1984. *Portfolio and Investment Selection: Theory and Practice*. Prentice Hall. Singapore.
23. Maginn, John L., and Tuttle, Donald L., Pinto, Jerald E., and McLeavey, Dennis W. 2007. *Managing Investment Portfolio Management*. 5th Editions
24. Manurung, Adler H. 2010; *Ekonomi Finansial*. PT Adler Manurung Press.
25. Munn, Glenn G. 1983. *Encyclopedia of Banking and Finance*. Boston, MA: Bankers Publishing Co.
26. Natarsyah S. 2002. “*Analisis Pengaruh beberapa Faktor Fundamental dan Risiko Sistemik terhadap Harga Saham*”. *Bunga Rampai Kajian Teori Keuangan*. Jogjakarta: BPFÉ.
27. Neven, Raymond P., “*Fundamentals of Management Finance*”. Second edition, Cincinnati: South-Western Publishing Co., Ohio
28. Prasetyo, Bambang dan Jannah, Lina Miftanul. 2008. *Metode Penelitian Kuantitatif*, PT Raja Grafindo Persada, Jakarta

29. Rally, Frank K., and Brown, Keith C. 2000. *Investment Analysis and Portfolio Management*. 6th Editions. Dryden Press. Singapore.
30. Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W. and Jaffe, Jeffrey. 1996. *Corporate Finance*. Irwin. Singapore.
31. S. Uyanto, Stanislaus, 2006, *Pedoman Analisis Data dengan SPSS*, Graha Ilmu.
32. Scherer, F.M. 1980. *Industrial Market Structure and Economic Performance*. Houghton Mifflin. Boston.
33. Sharpe, W.F. 1990. *Investments*. Prentice Hall
34. Sharpe, W.F., Alexander , G.J., and Bailey, J.V. 1995. *Investments*. Prentice Hall International.
35. Sharpe, W.F., and Alexander, G.J. 1989. *Fundamentals of Investments*. Prentice Hall.
36. Suta, I Putu Gede Ary. 2000. *Menuju Pasar Modal Modern*. Jakarta: Yayasan Sad Satria Bhakti.
37. Usman, Marzuki, Riphath, Singgih, dan Ika, Syahrir. 1997. *Pengetahuan Dasar Pasar Modal*. Jakarta. Penerbit IBI.
38. Walker, Gordon. 2003. *Modern Competitive Strategy*. McGraw-Hill. New York.
39. Weygandt Jerry J., Kieso Donald E. and Kell Walter G. 1996. *Accounting Principles*. NY: John Wiley and Sons Incorporated.

40. Wira, Desmond. 2011. Analisis Fundamental Saham. Exceed.
41. Wibisono, Darmawan. 2003. Riset Bisnis, Panduan bagi Praktisi dan Akademisi. Gramedia Pustaka Utama. Jakarta

Tesis dan Disertasi:

1. Hermanto, B. 1998. *Nominal Stock Return Volatility on The Jakarta Stock Exchange and Changes in Government Policy*. Ph.D Dissertation, Departement of Accounting and Finance, University of Birmingham, UK.
2. Suha, Faruq R. 2004. Analisis Efisiensi Pasar di BEJ Tahun 1999-2004. Tesis Tidak Dipublikasikan. Magister Pascasarjana FEUI.
3. Suta, I Putu Gede Ary. 2005. Kinerja Pasar Perusahaan Publik Di Indonesia. Suatu Analisis Reputasi Perusahaan. Disertasi. Program Studi Ilmu Manajemen. Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

Laporan publikasi umum:

1. Laporan Perekonomian Indonesia Tahun 2009. Direktorat Riset Ekonomi dan Kebijakan Moneter. Bank Indonesia, April 2010
2. Outlook Industri Makanan Minuman 2010. Gabungan Pengusaha Makanan dan Minuman Indonesia.

3. Jati, Yusuf W., “*Bertumpu Pada Sektor Makanan dan Minuman,*” Arah Bisnis dan Politik 2010. *Suplemen Bisnis Indonesia*. 11 Januari 2010

Sumber online:

1. <http://www.indonesiainancetoday.com/read/10098/Investor-Apresiasi-Saham-Emiten-Barang-Konsumsi>
2. www.idx.co.id
3. <http://finance.yahoo.com>
4. www.bisnis.com



LAMPIRAN
CONTOH PERHITUNGAN IMBAL HASIL SAHAM

| No. | Date | Price | Return | No. | Date | Price | Return |
|------|----------|-------|---------|-----|----------|-------|---------|
| | | | | 42 | 03/02/09 | 360 | -0.0137 |
| ADES | 03/31/08 | 445 | | 43 | 03/10/09 | 360 | 0.0000 |
| 1 | 04/07/08 | 430 | -0.0337 | 44 | 03/16/09 | 410 | 0.1389 |
| 2 | 04/14/08 | 450 | 0.0465 | 45 | 03/23/09 | 405 | -0.0122 |
| 3 | 04/21/08 | 445 | -0.0111 | 46 | 03/30/09 | 435 | 0.0741 |
| 4 | 04/28/08 | 440 | -0.0112 | | | | -0.1131 |
| 5 | 05/05/08 | 425 | -0.0341 | | | | |
| 6 | 05/12/08 | 450 | 0.0588 | No. | Date | Price | Return |
| 7 | 05/19/08 | 560 | 0.2444 | 1 | 04/06/09 | 410 | -0.0575 |
| 8 | 05/26/08 | 780 | 0.3929 | 2 | 04/13/09 | 405 | -0.0122 |
| 9 | 06/02/08 | 1190 | 0.5256 | 3 | 04/20/09 | 390 | -0.0370 |
| 10 | 07/14/08 | 610 | -0.4874 | 4 | 04/27/09 | 405 | 0.0385 |
| 11 | 07/21/08 | 620 | 0.0164 | 5 | 05/04/09 | 520 | 0.2840 |
| 12 | 07/28/08 | 600 | -0.0323 | 6 | 05/11/09 | 720 | 0.3846 |
| 13 | 08/04/08 | 590 | -0.0167 | 7 | 05/18/09 | 630 | -0.1250 |
| 14 | 08/11/08 | 510 | -0.1356 | 8 | 05/25/09 | 590 | -0.0635 |
| 15 | 08/19/08 | 490 | -0.0392 | 9 | 06/01/09 | 850 | 0.4407 |
| 16 | 08/25/08 | 495 | 0.0102 | 10 | 06/08/09 | 770 | -0.0941 |
| 17 | 09/01/08 | 475 | -0.0404 | 11 | 06/15/09 | 660 | -0.1429 |
| 18 | 09/08/08 | 405 | -0.1474 | 12 | 06/22/09 | 610 | -0.0758 |
| 19 | 09/15/08 | 405 | 0.0000 | 13 | 06/29/09 | 630 | 0.0328 |
| 20 | 09/22/08 | 390 | -0.0370 | 14 | 07/06/09 | 610 | -0.0317 |
| 21 | 09/29/08 | 300 | -0.2308 | 15 | 07/13/09 | 600 | -0.0164 |
| 22 | 10/14/08 | 240 | -0.2000 | 16 | 07/21/09 | 610 | 0.0167 |
| 23 | 10/20/08 | 162 | -0.3250 | 17 | 07/27/09 | 590 | -0.0328 |
| 24 | 10/27/08 | 150 | -0.0741 | 18 | 08/03/09 | 600 | 0.0169 |
| 25 | 11/03/08 | 185 | 0.2333 | 19 | 08/10/09 | 630 | 0.0500 |
| 26 | 11/10/08 | 150 | -0.1892 | 20 | 08/18/09 | 700 | 0.1111 |
| 27 | 11/17/08 | 195 | 0.3000 | 21 | 08/24/09 | 630 | -0.1000 |
| 28 | 11/24/08 | 175 | -0.1026 | 22 | 08/31/09 | 660 | 0.0476 |
| 29 | 12/01/08 | 191 | 0.0914 | 23 | 09/07/09 | 730 | 0.1061 |
| 30 | 12/09/08 | 200 | 0.0471 | 24 | 09/14/09 | 690 | -0.0548 |
| 31 | 12/15/08 | 190 | -0.0500 | 25 | 09/28/09 | 770 | 0.1159 |
| 32 | 12/22/08 | 225 | 0.1842 | 26 | 10/05/09 | 800 | 0.0390 |
| 33 | 12/30/08 | 225 | 0.0000 | 27 | 10/12/09 | 760 | -0.0500 |
| 34 | 01/05/09 | 200 | -0.1111 | 28 | 10/19/09 | 730 | -0.0395 |
| 35 | 01/12/09 | 195 | -0.0250 | 29 | 10/26/09 | 660 | -0.0959 |
| 36 | 01/19/09 | 161 | -0.1744 | 30 | 11/02/09 | 640 | -0.0303 |
| 37 | 01/27/09 | 210 | 0.3043 | 31 | 11/09/09 | 670 | 0.0469 |
| 38 | 02/02/09 | 205 | -0.0238 | 32 | 11/16/09 | 660 | -0.0149 |
| 39 | 02/09/09 | 230 | 0.1220 | 33 | 11/23/09 | 640 | -0.0303 |
| 40 | 02/16/09 | 385 | 0.6739 | 34 | 11/30/09 | 630 | -0.0156 |
| 41 | 02/23/09 | 365 | -0.0519 | 35 | 12/07/09 | 650 | 0.0317 |

| | | | | | | | |
|-----|----------|-------|---------|----|----------|------|---------|
| 36 | 12/14/09 | 630 | -0.0308 | 25 | 09/27/10 | 2275 | 0.5066 |
| 37 | 12/21/09 | 610 | -0.0317 | 26 | 10/18/10 | 2150 | -0.0549 |
| 38 | 12/28/09 | 640 | 0.0492 | 27 | 10/25/10 | 2075 | -0.0349 |
| 39 | 01/04/10 | 630 | -0.0156 | 28 | 11/01/10 | 2025 | -0.0241 |
| 40 | 01/11/10 | 620 | -0.0159 | 29 | 11/08/10 | 1860 | -0.0815 |
| 41 | 01/18/10 | 600 | -0.0323 | 30 | 11/15/10 | 1890 | 0.0161 |
| 42 | 01/25/10 | 590 | -0.0167 | 31 | 11/22/10 | 1800 | -0.0476 |
| 43 | 02/01/10 | 580 | -0.0169 | 32 | 11/29/10 | 1750 | -0.0278 |
| 44 | 02/08/10 | 560 | -0.0345 | 33 | 12/06/10 | 1740 | -0.0057 |
| 45 | 02/15/10 | 540 | -0.0357 | 34 | 12/13/10 | 1710 | -0.0172 |
| 46 | 02/22/10 | 550 | 0.0185 | 35 | 12/20/10 | 1660 | -0.0292 |
| 47 | 03/01/10 | 540 | -0.0182 | 36 | 12/27/10 | 1620 | -0.0241 |
| 48 | 03/08/10 | 640 | 0.1852 | 37 | 01/03/11 | 1610 | -0.0062 |
| 49 | 03/15/10 | 610 | -0.0469 | 38 | 01/10/11 | 1440 | -0.1056 |
| 50 | 03/22/10 | 630 | 0.0328 | 39 | 01/17/11 | 1340 | -0.0694 |
| 51 | 03/29/10 | 720 | 0.1429 | 40 | 01/24/11 | 1220 | -0.0896 |
| | | | 0.7756 | 41 | 01/31/11 | 1130 | -0.0738 |
| | | | | 42 | 02/07/11 | 1040 | -0.0796 |
| No. | Date | Price | Return | 43 | 02/14/11 | 1030 | -0.0096 |
| 1 | 04/05/10 | 740 | 0.0278 | 44 | 02/21/11 | 1040 | 0.0097 |
| 2 | 04/12/10 | 670 | -0.0946 | 45 | 02/28/11 | 1150 | 0.1058 |
| 3 | 04/19/10 | 650 | -0.0299 | 46 | 03/07/11 | 1170 | 0.0174 |
| 4 | 04/26/10 | 670 | 0.0308 | 47 | 03/14/11 | 1150 | -0.0171 |
| 5 | 05/03/10 | 600 | -0.1045 | 48 | 03/21/11 | 1160 | 0.0087 |
| 6 | 05/10/10 | 610 | 0.0167 | 49 | 03/28/11 | 1200 | 0.0345 |
| 7 | 05/17/10 | 590 | -0.0328 | | | | 0.9282 |
| 8 | 05/24/10 | 540 | -0.0847 | | | | |
| 9 | 05/31/10 | 560 | 0.0370 | | | | |
| 10 | 06/07/10 | 550 | -0.0179 | | | | |
| 11 | 06/14/10 | 590 | 0.0727 | | | | |
| 12 | 06/21/10 | 590 | 0.0000 | | | | |
| 13 | 06/28/10 | 560 | -0.0508 | | | | |
| 14 | 07/05/10 | 550 | -0.0179 | | | | |
| 15 | 07/12/10 | 580 | 0.0545 | | | | |
| 16 | 07/19/10 | 590 | 0.0172 | | | | |
| 17 | 07/26/10 | 600 | 0.0169 | | | | |
| 18 | 08/02/10 | 640 | 0.0667 | | | | |
| 19 | 08/09/10 | 660 | 0.0313 | | | | |
| 20 | 08/16/10 | 650 | -0.0152 | | | | |
| 21 | 08/23/10 | 670 | 0.0308 | | | | |
| 22 | 08/30/10 | 670 | 0.0000 | | | | |
| 23 | 09/06/10 | 810 | 0.2090 | | | | |
| 24 | 09/20/10 | 1510 | 0.8642 | | | | |

LAMPIRAN
SKORING NILAI FUNDAMENTAL

| INV | AR | IMK | GM | JK | ROA | DROA | CF | CA | LTD | CR | ATO | F_Score | BHR |
|-----|----|-----|----|----|-----|------|----|----|-----|----|-----|---------|---------|
| 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0.0004 |
| 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | 0.0009 |
| 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 | 0 | 2 | -0.0062 |
| 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 2 | -0.0009 |
| 1 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 3 | 0.0145 |
| 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 3 | 0.0003 |
| 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 3 | 0.0009 |
| 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 3 | 0.0558 |
| 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 4 | -0.0133 |
| 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 4 | 0.0021 |
| 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 4 | 0.0003 |
| 0 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 0 | 7 | 0.0533 |
| 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 8 | 0.0352 |
| 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 9 | -0.0033 |
| 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 9 | -0.0061 |
| 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 10 | 0.0050 |
| 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 10 | -0.0041 |
| 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 10 | 0.0068 |
| 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 11 | -0.0025 |
| 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 11 | 0.0151 |
| 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 12 | -0.0056 |
| 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 12 | 0.0005 |
| 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 12 | 0.0086 |
| 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 12 | -0.0035 |
| 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 12 | 0.0050 |
| 0 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 5 | -0.0129 |
| 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 5 | 0.0029 |
| 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 8 | 0.0020 |
| 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 8 | 0.0144 |
| 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 0 | 8 | 0.0548 |
| 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 8 | 0.0182 |
| 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 8 | 0.0036 |
| 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 8 | 0.0200 |

| | | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|----|---------|
| 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 8 | 0.0003 |
| 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 9 | -0.0106 |
| 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 9 | 0.0214 |
| 0 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 9 | 0.0087 |
| 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 10 | 0.0154 |
| 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 10 | -0.0226 |
| 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 10 | 0.0018 |
| 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 10 | -0.0013 |
| 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 10 | 0.0033 |
| 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 11 | 0.0004 |
| 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 11 | 0.0225 |
| 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 11 | -0.0109 |
| 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 3 | 0.0087 |
| 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 4 | 0.0018 |
| 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 4 | 0.0134 |
| 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 4 | 0.0148 |
| 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 8 | 0.0152 |
| 0 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 8 | -0.0002 |
| 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 8 | 0.0415 |
| 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 8 | 0.0237 |
| 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 8 | 0.0221 |
| 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 8 | 0.0209 |
| 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 8 | 0.0482 |
| 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 8 | -0.0005 |
| 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 8 | 0.0020 |
| 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 8 | 0.0096 |
| 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 9 | 0.0191 |
| 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 9 | 0.0062 |
| 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 9 | 0.0034 |
| 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 9 | 0.0163 |
| 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 9 | 0.0079 |
| 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 | 10 | 0.0080 |
| 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 10 | 0.0012 |
| 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 11 | 0.0298 |
| 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 11 | 0.0116 |
| 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 11 | 0.0319 |
| 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 3 | -0.0143 |
| 0 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 5 | -0.0356 |
| 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 8 | 0.0271 |
| 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 8 | 0.0053 |
| 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 8 | 0.0086 |

| | | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|----|---------|
| 0 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 8 | 0.0041 |
| 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 8 | -0.0102 |
| 1 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 9 | 0.0189 |
| 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 9 | 0.0156 |
| 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 9 | 0.0131 |
| 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 9 | 0.0015 |
| 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 9 | 0.0085 |
| 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 9 | 0.0156 |
| 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 9 | 0.0212 |
| 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 9 | 0.0039 |
| 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 10 | 0.0025 |
| 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 10 | 0.0058 |
| 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 10 | 0.0037 |
| 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 10 | 0.0008 |
| 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 10 | 0.0011 |
| 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 10 | 0.0039 |
| 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 10 | 0.0090 |
| 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 11 | 0.0062 |

