

# PENGGUNAAN ANALISIS EKONOMI DALAM ESTIMASI TINGKAT PENGEMBALIAN INVESTASI SAHAM

(STUDI KASUS PADA PERUSAHAAN-PERUSAHAAN INDUSTRI DI BURSA EFEK JAKARTA)

Rustam Hidayat

## Abstrak

Keberhasilan perusahaan dalam mencapai laba ditentukan oleh faktor ekonomi. Dengan menggunakan model analisis Multi Indeks, penelitian ini menyimpulkan bahwa tingkat pengembalian pasar, tingkat inflasi yang tidak diharapkan, tingkat bunga deposito, dan harga emas berpengaruh nyata terhadap tingkat pengembalian investasi saham. Sementara pendapatan bersih dan nilai tukar tidak berpengaruh nyata.

**Kata kunci :** Saham, analisis ekonomi

SECARA agregat, keberhasilan perusahaan dalam mencapai laba sangat ditentukan oleh faktor-faktor ekonomi disamping oleh kinerja manajemen perusahaan dan oleh lingkungan industrinya. Kajian teoritik mengelompokkan ketiga faktor penentu tersebut ke dalam analisis fundamental dengan tiga macam pendekatan analisis, yaitu "Analisis Ekonomi, Analisis Perusahaan, dan Analisis Industri".

Studi ini berfokus pada analisis ekonomi dengan model analisis "Multi-Indeks", yaitu sebuah model yang menyatakan bahwa tingkat pengembalian investasi saham mempunyai dua buah atau lebih kovarian. Analisis ekonomi dibangun atas dasar anggapan bahwa variabel-variabel dalam faktor-faktor ekonomi dan pasar merupakan variabel yang berpengaruh secara sistematik terhadap keberhasilan pencapaian laba dengan alasan bahwa pengaruh perubahan variabel-variabel ekonomi cenderung berdampak dengan pola serupa terhadap perubahan laba

seluruh sektor usaha. Maka investor saham di pasar modal harus mengetahui besaran maupun pola pengaruh dari perubahan variabel-variabel ekonomi terhadap variasi naik/turunnya tingkat pengembalian investasi saham yang direfleksikan oleh ratio perubahan harga saham.

## KAJIAN TEORITIK

Schwert (1992), dalam Schwert and Smith memberikan judul penelitiannya dengan pertanyaan "Mengapa harga saham berubah sepanjang waktu?". Salah satu tujuan penelitiannya adalah untuk menjelaskan tentang pola random pada harga saham. Analisis yang digunakan untuk pengujian pola harga adalah uji korelasi serial dengan *time lag* tertentu, sehingga perubahan-perubahan harga itu merefleksikan stock return. *Stocks return* yang diuji dibagi kedalam dua bagian yaitu harian (*daily*) dan bulanan (*Monthly*). Periode sampling yang digunakan adalah dari tahun 1858- 1987, *return on stocks* bulanan dengan beda waktu (*time lag*) 1, 2, 3, dan 11, serta 12 bulan menunjukkan, adanya autokorelasi pada tingkatan sangat lemah. Pengujian dengan autokorelasi

atas tingkat pengembalian investasi saham harian menunjukkan adanya autokorelasi tingkat sedang. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa tingkat pengembalian investasi saham harian sangat ditentukan oleh tingkat return sebelumnya atau oleh harga sebelumnya. Sedangkan pada beda kala bulanan menunjukkan, tingkat pengembalian investasi saham lebih ditentukan oleh variabel di luar harga.

*Monthly stock return* (pengembalian investasi saham bulanan) selama periode penelitian 1858- 1987 dengan *sample size* 1,560 kasus pada *Standard and Poor's Index (S&P)*, menghasilkan angka otokorelasi sebagai berikut;  $r_1 = 0.21$ ;  $r_2 = 0.19$ ;  $r_3 = 0.24$ ; dan  $r_{11} = 0.19$ ; serta  $r_{12} = 0.16$ . Sedangkan pada *daily stock return* (pengembalian investasi saham harian) untuk periode yang sama menghasilkan angka otokorelasi,  $r_1 = 0.69$ ;  $r_2 = 0.58$ ;  $r_3 = 0.51$ ; dan  $r_{11} = 0.44$ ; serta  $r_{12} = 0.44$ .

Nilai-nilai statistik tersebut mempunyai pola yang konsisten bahwa pada beda kala yang semakin besar arah korelasi menjadi semakin kecil, yang berarti tingkat return saham yang akan datang tidak ditentukan oleh tingkat return sebelumnya. Sebaliknya pada beda kala yang sangat kecil, khususnya yang terjadi pada *daily stock return*, hasil observasi menunjukkan adanya otokorelasi, yang berarti bahwa tingkat return hari besok (*time lag* 1 hari) ditentukan oleh tingkat return hari kemarin. Simpulan yang dapat diperoleh dari penelitian tersebut adalah, bahwa untuk prediksi tingkat return dengan beda kala yang panjang tidak tepat menggunakan dasar perhitungan return sebelumnya. Dengan kata lain, analisis harus memasukkan variabel-variabel selain daripada variabel harga.

Penelitian di negara-negara PACIFIC

Drs. Rustam Hidayat, M.Si.,  
Dosen FIA. Universitas Brawijaya,  
Malang

BASIN atas *daily stock return* yang dilakukan Bailey, Stutz, dan Yen (dalam Rhee and Chang, 1990: 155) di Australia, Hongkong, Japan, Malaysia, Philipina, Singapura, Korea Selatan, Taiwan, Thailand menunjukkan bahwa ; pada negara-negara yang disebutkan kecuali Japan dan Korea Selatan mempunyai *order Autocorrelations* yang signifikan, sedangkan pada kedua negara tersebut hampir terjadi autokorelasi negatif. Hal ini berarti, tidak adanya pola *random-walk* dalam *stock return* di negara Pacific Basin kecuali di Japan dan Korea selatan. Hasil penelitian di Pacific Basin khususnya Japan dan Korea Selatan hampir menunjukkan pola yang serupa dengan penelitian pada S&P 500 yang dilakukan Schwert (1992).

Studi empirik lainnya tentang pasar modal umumnya, dan mengenai variabel-variabel indeks ekonomi dan indek pasar, telah memberikan penjelasan mengenai variabel- variabel "tingkat inflasi, tingkat bunga, nilai tukar mata uang domestik, dan indeks pasar" terhadap tingkat pengembalian investasi saham. Variabel-variabel tersebut menurut studi empirik yang dilakukan oleh beberapa peneliti menunjukkan bahwa; Terjadi pola hubungan negatif antara tingkat inflasi dengan tingkat pengembalian investasi saham dan

komoditas future (Jacob and Pettit, 1989: 137). Penelitian lain yang dilakukan oleh Schwert di NYSE selama 23 bulan sejak Januari 1969- November 1970 juga mengungkapkan bahwa "...indicate that there is a reliable negative relationship between the level of the expected returns on common stocks and the level of the treasury bill rate"(Schwert, 1992:519). Perubahan- perubahan tingkat bunga dan inflasi merupakan gerakan-gerakan simultan sehingga perubahan tingkat bunga mempunyai pola pengaruh yang sama terhadap tingkat pengembalian investasi saham sebagaimana pengaruh inflasi. Penelitian oleh Fama dan Schwert terhadap variabel ini telah menghasilkan *trading strategy*. Mereka mengungkapkan bahwa, "jika tingkat bunga *treasury bill* (T. Bill) melebihi 0.42 persen per bulan maka return portfolio saham akan negatif. Jika  $S_{it} < B_{it}$  investasi dalam bulan itu seharusnya dilakukan pada T bill, yang berarti tingkat pengembalian portfolio ( $R_{pt}$ ) pada strategi ini sama dengan tingkat bunga *treasury bill*, " $R_{pt} = B_{it}$ ", maka  $R_{pt} = S_{it}$ " (Fama dan Schwert, 1977: 115- 146, dalam Schwert et al 1992). Dimana  $S_{it}$  adalah tingkat pengembalian portfolio saham.

Penelitian mengenai pengaruh indeks pasar terhadap harga saham-saham telah dilakukan oleh B.F.King

terhadap 60 saham perusahaan yang menggunakan S & P 500 Dow Jones Index, hasil penelitian ini dikutip oleh Fischer dengan pernyataan, "*King observed that, on the average, over half the variation in a stock's price could be attributed to a market influence that affects all stock-market indexes such as Dow Jones Industrial Average or the S&P 500 stock Index*" (Fischer And Jordon, 1995:101). Hasil observasi King tersebut menunjukkan bahwa secara rata-rata, separuh lebih dari variasi harga saham dapat disebabkan oleh pengaruh indeks pasar seluruh saham. Penelitian tentang peran tingkat pengembalian pasar pada model CAPM di Bursa Efek Jakarta menunjukkan peran searah yang dominan dari variabel tersebut terhadap tingkat pengembalian saham individuil. (Rustam, 1997: 26).

Penelitian tentang prediksi tingkat return di Bursa Efek Jakarta telah dilakukan oleh Suad Husnan dan Suwardi B. Hermanto dengan menggunakan data mingguan pada setiap hari Rabu selama periode 1996. Model yang digunakan oleh mereka adalah CAPM yang didasarkan pada asumsi berlakunya hubungan linear positif koefisien Beta terhadap tingkat pengembalian investasi saham. Hasil penelitian mereka terhadap 85 sampel saham diperdagangkan teraktif menunjukkan hanya 37 saham yang memiliki beta signifikan pada level 90 persen. Mereka juga menyebutkan bahwa kondisi pasar bulish terjadi pada awal tahun hingga 8 juli 1997, tetapi secara keseluruhan sepanjang tahun 1997 dinyatakan sebagai pasar bearish. (Suad Husnan Dan Suwardi B. Hermanto, 1998, 6-10)

Penelitian yang dilakukan oleh Djoko Mursinto mengenai variabel- pententu indeks harga saham gabungan bulanan di Bursa Efek Jakarta dengan mengambil periode waktu 1990- 1992 sehingga terdapat 36 kasus ditemukan bahwa: Terdapat otokorelasi pada variabel Y indeks harga saham gabungan. Dua variabel bebas yang berpengaruh secara signifikan diantara variabel-variabel bebas lainnya adalah tingkat bunga deposito dan variabel harga emas. (Djoko Mursinto, 1994: 13- 23)

TABEL - 1  
Tingkat Bunga Deposito Rupiah Tiga Bulanan  
Pada Kelompok Bank Persero di Indonesia

BULAN	1995			1996			1997		
	Per Tahun	Per QWT	Rerata	Per Tahun	Per QWT	Rerata	Per Tahun	Per QWT	Rerata
Januari	0.1469	0.0367		0.1494	0.0374		0.1428	0.0357	
Februari	0.1535	0.0384	0.0376	0.1494	0.0374	0.0374	0.1413	0.0353	0.0358
Maret	0.1592	0.0398		0.1496	0.0374		0.1390	0.0348	
April	0.1639	0.0410		0.1512	0.0378		0.1378	0.0345	
Mai	0.1673	0.0418	0.0409	0.1505	0.0376	0.0376	0.1366	0.0342	0.0345
Juni	0.1420	0.0355		0.1508	0.0377		0.1350	0.0338	
Juli	0.1457	0.0364		0.1503	0.0376		0.1348	0.0337	
Agustus	0.1479	0.0370	0.0363	0.1485	0.0371	0.0375	0.2313	0.0578	0.0418
September	0.1488	0.0372		0.1484	0.0371		0.2582	0.0646	
Oktober	0.1480	0.0370		0.1482	0.0371		0.2588	0.0647	
November	0.1488	0.0372	0.0371	0.1485	0.0371	0.0371	0.2314	0.0579	0.0624
Desember	0.1495	0.0374		0.1458	0.0365		0.1988	0.0497	
AVG	0.1518	0.0379		0.1492	0.0373		0.1788	0.0447	

Sumber: Statistik Ekonomi Keuangan Indonesia, Bank Indonesia, Vol. XXX  
No. 02, 1997 dan No. 08, 1998

Beberapa hasil penelitian tentang pasar modal di Indonesia menunjukkan bahwa tingkat pengembalian investasi saham yang dihitung dari pendapatan dividen dan selisih harga ternyata lebih banyak dipengaruhi oleh variabel ekonomi makro daripada variabel mikro (keadaan fundamental perusahaan). Penelitian di Bursa Efek Jakarta tentang faktor-faktor penentu tingkat resiko yang diukur dari nilai variabilitas tingkat pendapatan saham menunjukkan hasil bahwa, "Tingkat resiko dipengaruhi secara nyata oleh variabel-variabel ekonomi makro, yaitu pertumbuhan ekonomi, tingkat inflasi, dan kurs valuta asing (\$/Rp), sedangkan dalam variabel mikro hanya struktur aktiva saja yang mempengaruhi tingkat resiko saham (Sinaga, 1994: 123).

Penelitian mengenai hubungan harga emas dengan indeks pasar saham menunjukkan ;

*"In general, gold allows one to diversify against the kinds of risk that affect all stock markets simultaneously. For example, in 1973 and 1974 bullion price trippled when stock markets worldwide dropped dramatically during the oil crisis; the New York Stock exchange dropped approximately 50 %. Conversely, the price of gold dropped from 1982 to 1983, when most stock markets rose during the economic recovery. Several studies have shown the existence of a small, and sometimes negative, correlation between gold and stock prices"* (Bruno, 1991 : 328).

Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa, terjadi korelasi positif antara tingkat inflasi dengan harga emas, hal ini berarti bahwa pada masa inflasi investor yang melakukan investasi pada emas cukup terlindungi oleh adanya kenaikan harga emas. Pola hubungan antara harga emas dengan harga saham pada S +P 500 menunjukkan adanya korelasi negatif dengan angka koefisien - 0.40, yang berarti pada saat kondisi pasar modal memburuk justru harga emas akan meningkat. Keadaan yang demikian ini cukup baik untuk dijadikan dasar strategi investasi portfolio antara emas dengan saham.

TABEL - 2  
Nilai Tukar Rp/US\$ Berdasar Kurs Juli  
Di Bank Indonesia

BULAN	'1995			'1996			'1997		
	Kurs	Rerata	Growth	Kurs	Rerata	Growth	Kurs	Rerata	Growth
Januari	2214.50			2291.00			2378.00		
Februari	2232.00	2223.25	0.0051	2320.00	2301.00	0.0143	2391.50	2381.83	0.0201
Maral	2229.00			2344.50			2408.00		
April	2244.00			2324.50			2428.00		
Mei	2231.00	2234.67	0.0048	2332.50	2333.83	0.0018	2453.00	2429.67	0.0986
Juni	2232.00			2335.50			2444.00		
Juli	2234.00			2333.50			2609.00		
Agustus	2270.00	2245.33	0.0140	2345.00	2338.00	-0.0007	2955.00	2669.33	0.3103
September	2275.00			2327.00			3075.00		
Oktober	2272.00			2329.00			3705.00		
November	2283.50	2276.83	0.0106	2353.00	2336.33	0.0195	3712.50	3497.50	-1.0000
Desember	2292.00			2376.00			5900.00		
AVG	2250.75		0.0086	2334.29		0.0087	3029.92		0.1430

Sumber : Laporan Mingguan BI, 23/02/ 1996 dan 06/02/ 1998

#### Model Multi-Indeks

Model ini mengassumsikan bahwa tingkat pengembalian investasi saham tidak hanya ditentukan oleh indek pasar saja tetapi juga oleh beberapa variabel diluar indek pasar yang disebut extra-market. Dengan kata lain bahwa, tingkat pengembalian investasi saham mempunyai beberapa kovarian terhadap beberapa variabel termasuk didalamnya adalah variabel indek pasar. "In a multi-index model, we attribute the covariance to two or more factors, usually including the market" (Haugen, 1993 : 169)

Sharpe dan kawan-kawan memberikan pendapat sebagai berikut:

*"Most factor models of stock returns employ more than two factors, and some use a great many more than two. With M attributes, diagram must be forsaken, since M+1 dimensions would be required. Cross sectional multiple regression analysis can be used, however, to obtain a relationship of the form"*(Sharpe et al, 1990: 437).

Pendapat Sharpe dan kawan-kawannya tersebut memperjelas bahwa sebagian besar alat prediksi tingkat pengembalian investasi saham menggunakan lebih dari dua faktor, sedangkan alat analisis yang lebih tepat adalah model regresi berganda (multiple re-

gression) dengan menggunakan data *cross sectional* sehingga lebih diperoleh gambaran bentuk dan keamatan hubungan.

Alasan-alasan penggunaan *multi-index* sebagai alat prediksi tingkat keuntungan saham pada kenyataannya lebih unggul daripada *single index model*. Sebab pada kenyataannya harga saham tidak hanya ditentukan oleh indeks pasarnya secara tunggal melainkan ditentukan oleh banyak faktor.

*"There is a strong empirical evidence that several important factors affect the returns of securities rather than only a single index predominating effect, as is assumed for a single-index model. As a result, investors are best served with multi-index model rather than a single-index model when analyzing a portfolio of securities. .... More fundamentally, one might propose that such underlying factors as inflation, real economic growth, interest rate, exchange rate, or risk premium changes would have a significant impact in determining the returns of securities"* (Farrell, 1997:100).

Pendapat tersebut menyatakan bahwa varibel-variabel yang secara signifikan mempengaruhi tingkat pengembalian sekuritas meliputi, (1)

TABEL - 3  
 Harga Jual Emas (24 Karat) Per Gram  
 Di Jakarta

BULAN	1995			1996			1997		
	Harga	Rerata	Growth	Harga	Rerata	Growth	Harga	Rerata	Growth
Januari	26000.00			27500.00			27450.00		
Februari	26000.00	26000.00	0.0359	28000.00	27550.00	0.0163	26750.00	27350.00	-0.0189
Maret	26700.00			28000.00			27000.00		
April	27100.00			28000.00			26600.00		
Mei	27000.00	26933.33	0.0025	28000.00	28000.00	-0.0107	26900.00	26833.33	-0.0124
Juni	27000.00			27700.00			26500.00		
Juli	27000.00			27700.00			26000.00		
Agustus	27000.00	27000.00	0.0000	27700.00	27700.00	0.0016	27000.00	26500.00	0.1447
September	27000.00			27700.00			28000.00		
Oktober	27000.00			27700.00			32000.00		
November	27000.00	27000.00	0.0204	27837.00	27745.67	-0.0143	31000.00	30333.33	-1.0000
Desember	27150.00			27850.00			40000.00		
AVG	26829.17		0.0147	27807.25		-0.0017	28766.67		0.0378

Sumber : Laporan Mingguan BI, 23 Februari 1996 dan 06 Februari 1998

tingkat inflasi, (2) pertumbuhan ekonomi, (3) tingkat bunga, (4) nilai tukar mata uang asing terhadap mata uang domestik, dan (5) premi resiko. Peneliti lain yaitu Sharpe (1995) mengemukakan bahwa variabel-variabel multi-index model yang mempengaruhi tingkat pengembalian investasi saham adalah : (1) pertumbuhan GDP, (2) tingkat bunga, (3) tingkat inflasi, (4) harga minyak.

Peneliti lain berpendapat bahwa dalam model multi-indeks harus menggunakan banyak variabel yang diperkirakan secara signifikan berpengaruh terhadap tingkat pengembalian investasi saham, variabel-variabel yang dikemukakan oleh Haugen adalah bahwa terdapat delapan variabel yang mempengaruhi tingkat pengembalian investasi saham;

- (1) *the rate of inflation*, (2) *the change in level of unemployment*, (3) *the growth in industrial production*, (4) *the change in the trade deficit*, (5) *the change in the Federal budget deficit*, (6) *the change in the level of interest rates*, (7) *the change in the difference between long-term rates and short-term rates*, (8) *the change in the value of dollar*. (Haugen, 1993:175)
- Keragaman variabel-variabel penentu tingkat pengembalian investasi saham sebagaimana telah diuraikan, menunjukkan bahwa setiap peneliti dapat melaku-

kan proxy dengan variabel lain yang relevan. Namun demikian multi-index harus tetap didasarkan pada asumsi bahwa model tersebut selalu memasukkan variabel index pasar sebagaimana dinyatakan; *"In applying the multi-index model, there is, however, first a need to identify what the significant factors affecting the returns of securities are. One obvious factor is the market effect, and that is commonly used as one of the factors in a multi-index model"* (Farrell, 1997:100).

#### Hipotesis

1. Diduga terdapat pengaruh bersama dari variabel-variabel tingkat pengembalian pasar (X1), pendapatan nasional bersih (X2), tingkat inflasi [unexpected inflation](X3), tingkat bunga deposito (X4), nilai tukar Rp/\$ (X5), serta harga emas (X6) terhadap tingkat pengembalian investasi saham (Y).
2. Diduga bahwa tingkat pengembalian pasar (X1) berpengaruh dominan terhadap tingkat pengembalian investasi saham (Y).

#### MODEL DAN TEKNIS ANALISIS

##### Model Regresi Berganda

Model regresi berganda digunakan untuk mengetahui tentang adanya

ketergantungan statistik dari variabel bebas yaitu tingkat pengembalian investasi saham (Y) terhadap variabel-variabel bebasnya (X). Model regresi berganda penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$Y = b_0 + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4X_4 + b_5X_5 + b_6X_6 + e$$

Di mana:

Y = Variabel tingkat pengembalian investasi saham.

X<sub>1</sub> = Variabel tingkat pengembalian pasar

X<sub>2</sub> = Variabel pendapatan nasional bersih

X<sub>3</sub> = Variabel tingkat inflasi (unexpected inflation)

X<sub>4</sub> = Variabel Tingkat bunga deposito

X<sub>5</sub> = Variabel Nilai tukar Rp/\$

X<sub>6</sub> = Variabel Harga emas

e = Variabel kesalahan residu.

b<sub>1</sub>, ..... b<sub>6</sub> adalah koefisien regresi

b<sub>0</sub> = Nilai konstanta, jika b<sub>1</sub>, b<sub>2</sub>, ..... b<sub>6</sub> seluruhnya bernilai nul.

Model analisis tersebut dapat diformulasikan dalam teknis analisis yang umum dipakai, sebagai berikut :

$$\hat{Y} = b_0 + b_1X_1 + b_2X_2 + \dots + b_kX_k$$

Pengujian-pengujian yang berhubungan dengan tujuan penelitian meliputi :

##### 1. Koefisien Determinasi

Pengujian kontribusi pengaruh dari seluruh variabel bebas secara bersama-sama terhadap variabel terikat dapat dilihat dari koefisien determinasi berganda (R<sup>2</sup>), dimana 0 ≤ R<sup>2</sup> ≤ 1, hal ini menunjukkan bahwa jika nilai R<sup>2</sup> semakin dekat kepada nilai 1 menunjukkan semakin kuatnya pengaruh variabel-variabel (X) terhadap variabel (Y), kekuatan pengaruh sebaliknya, nilai R<sup>2</sup> semakin dekat kearah nilai nul.

$$Jk(\text{Reg})$$

$$R^2 = \frac{Jk(\text{Reg})}{Jk(\text{Tot})}$$

Dimana :

$$Jk(\text{reg}) = b_1 \sum x_1y + b_2 \sum x_2y + \dots + b_k \sum x_ky,$$

sedangkan,

$$Jk(\text{Tot}) = \sum Y^2 - ((\sum Y)^2/n)$$

Untuk menguji keberartian koefisien determinasi ganda dilakukan dengan uji statistik Snedecor F.

$$F = \frac{R^2/k}{(1 - R^2)/(n-k-1)}$$

Dimana :

n = adalah jumlah sampel (kasus)

k = adalah jumlah variabel bebas

R<sup>2</sup> dinyatakan signifikan apabila F<sub>hitung</sub> > F<sub>tabel</sub>

Setelah R<sup>2</sup> secara nyata benar-benar signifikan maka langkah berikutnya perlu diketahui sampai seberapa besar keterandalan model regresi tersebut, yaitu dengan menaksir besarnya galat baku (standard error estimate) Y atas x<sub>1</sub>, x<sub>2</sub>, ..... x<sub>k</sub>

$$S^2 y_{.12} \dots k = \frac{Jk(S)}{(n-k-1)}$$

Jk(S) = Jumlah kwadrat sisa

## 2. Koefisien Regresi

Keterandalan regresi sebagai alat estimasi adalah ditentukan oleh signifikansi parameter-parameter regresi yang dalam hal ini adalah nilai-nilai koefisien regresi (bi). Untuk keperluan ini perlu dilakukan uji keberartian koefisien bi dengan uji t.

$$t = bi/S_{bi}$$

S<sub>bi</sub> = standard error koefisien regresi.

$$S_{bi} = \frac{S^2 y_{.12} \dots k}{S x^2 (1 - R^2)}$$

## METODOLOGI

### Populasi dan sampel.

Populasi dari penelitian ini adalah seluruh perusahaan industri yang sahamnya terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Penetapan jumlah sampel dilakukan secara proporsional berdasar jumlah populasi yang ada pada setiap kelompok industri yang terdiri dari "Basic Industry and Chemical sebanyak 17 perusahaan, Miscellaneous sebanyak 15 perusahaan, dan Consumer Goods Industry sebanyak 13 perusahaan", dengan demikian jumlah sampel yang

diambil secara acak adalah 45 perusahaan. Periode data penelitian ini adalah sejak Februari 1995 - Mei 1997.

Variabel dan Pengukuran.

1. Variabel tingkat pengembalian investasi saham (Y) ditentukan berdasar ratio perubahan harga saham individu dengan beda kala tiga bulanan.
2. Tingkat pengembalian pasar (X1) ditentukan dari ratio perubahan indeks harga saham gabungan (IHSG) dengan beda kala tiga bulanan.
3. Pendapatan nasional bersih (X2) ditentukan berdasar pertumbuhan PNB yang dihitung dari PDB riil per kuartal.
4. Tingkat inflasi (X3) ditentukan berdasar perubahan harga atas sekeranjang barang konsumsi yang dikenal dengan consumers price index dari barang-barang makanan (foodstuffs), perumahan (housing), sandang (clothing), serta aneka barang dan jasa (miscellaneous). Ukuran variabel ini ditentukan dari unexpected inflation dengan tujuan menghindari multi-kolinearitas dari Fischer Effect atas tingkat bunga nominal yang sudah memasukkan kompensasi tingkat inflasi yang diharapkan (expected inflation). Unexpected inflation diperoleh dari nilai residu antara nilai estimasi tingkat inflasi dengan nilai observasi tingkat inflasi.

Model estimasi tingkat inflasi yang digunakan adalah analisis time series dengan "Least Squares Method" dimana nilai konstan dan koefisien regresi event waktu dihitung melalui:

$$1. \sum Y = Na + b \sum X$$

$$2. \sum XY = a \sum X + \sum X^2$$

5. Tingkat bunga deposito (X4) ditentukan atas harga atas dana deposito rupiah tiga bulanan pada bank-bank persero.
6. Nilai tukar Rp/US\$ (X5) ditentukan oleh perubahan nilai tukar mata uang rupiah atas US \$ berdasar kurs jual Bank Indonesia, beda kala tiga bulanan.
7. Harga emas (X6) ditentukan berdasar ratio perubahan harga emas 24 karat per gram di Jakarta pada beda kala tiga bulanan.

## ANALISIS HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil perhitungan statistik menunjukkan adanya dua parameter koefisien regresi yang bertanda positif, yaitu tingkat pengembalian pasar (X1) dan variabel tingkat inflasi yang tidak diharapkan (X3). Sedangkan variabel lainnya yaitu; pendapatan nasional bersih (X2), tingkat bunga deposito (X4), nilai tukar Rp/\$ (X5) dan harga emas (X6) mempunyai parameter koefisien regresi bertanda negatif. Secara matematis, tanda positif mempunyai arti bahwa setiap perubahan salah satu variabel bebas akan mengakibatkan perubahan variabel

TABEL - 4  
Tingkat Inflasi (Unexpected)

CPI % (Y)	X (POINT)	XY	X <sup>2</sup>	Y CALCUL	RESIDU (%)
1.31	0	0.00	0	0.3770	0.9330
0.49	1	0.49	1	0.4060	0.0840
0.32	2	0.64	4	0.4349	-0.1149
0.42	3	1.26	9	0.4639	-0.0439
1.71	4	6.84	16	0.4929	1.2171
0.06	5	0.30	25	0.5219	-0.4619
0.27	6	1.62	36	0.5508	-0.2808
0.57	7	3.99	49	0.5798	-0.0098
1.05	8	8.40	64	0.6088	0.4412
0.19	9	1.71	81	0.6377	-0.4477
5.08	45	25.25	285		

Sumber : Statistik Ekonomi Keuangan Indonesia, Desember 1996 Dan Agustus 1998 (Data Diolah), Konstanta = 0.3770; B = 0.0290

tidak bebasnya dengan arah yang sama bila variabel bebas lainnya dianggap konstan. Sebaliknya, tanda negatif berarti setiap perubahan salah satu variabel bebas akan mengakibatkan perubahan variabel tidak bebasnya dengan arah yang berlawanan bila variabel lainnya dianggap konstan. Persamaan regresi berganda dari tingkat pengembalian investasi saham (Y):

$$\hat{Y} = 1.2277 X_1 - 1.5624 X_2 + 6.9845 X_3 - 27.9650 X_4 - 0.5534 X_5 - 3.1008 X_6 + 0.2185$$

[0.2107] [1.5204] [3.6106] [16.1068] [3.0083] [1.4557]

Pembahasan secara parsial dari hasil penelitian ini adalah sebagai berikut:

#### a. Kontribusi Tingkat Pengembalian Pasar (X1)

Tingkat Pengembalian Pasar (X1) sebagai ukuran tingkat pengembalian portfolio saham mempunyai parameter koefisien regresi yang bertanda positif sebesar 1.2277, ( $t$  hitung = 5.826 >  $t_{0,01} = 2.576$ ) yang berarti bahwa variabel X1 secara parsial layak dipakai sebagai alat estimasi. Di samping itu, variabel ini merupakan variabel yang dominan pengaruhnya terhadap tingkat pengembalian investasi saham, hal ini dapat dilihat dari nilai koefisien determinasi parsialnya ( $r^2 = 0.0786$ ;  $P = 0.00000$ ), nilai  $r^2$  ini adalah tertinggi daripada koefisien determinasi parsial kelima variabel bebas lainnya. Maka hipotesis kedua yang menyatakan bahwa "Variabel tingkat pengembalian pasar (X1) berpengaruh dominan terhadap tingkat pengembalian investasi saham" dapat diterima. Secara teoritik, kenyataan tersebut adalah benar.

Kebenaran hasil studi empirik ini didukung oleh hubungan rasionalitas dengan alasan bahwa, tingkat pengembalian pasar yang dihitung dari indeks harga saham gabungan (IHSG) merefleksikan tingkat pengembalian investasi saham secara keseluruhan di Bursa efek Jakarta. Maka tingkat pengembalian saham secara individu mempunyai ketergantungan statistik searah. Dominannya pengaruh variabel tingkat pengembalian pasar (X1) daripada pengaruh variabel X lainnya membuktikan bahwa investor sangat memperhatikan gerakan-gerakan

indeks harga saham gabungan. Hasil penelitian ini tidak hanya konsisten dengan teori, tetapi juga memperkuat hasil observasi King di SP 500 index yang dinyatakan dalam Fischer dan Jordon, (1995), Rustam (1997).

Hasil penelitian ini mengandung makna bahwa pada keadaan pasar yang sedang optimis (bull markets) yaitu adanya kecenderungan naiknya indeks

pasar, para investor akan segera melakukan aksi beli pada hari ini untuk mengharapkan keuntungan dari penjualan saham pada harga yang lebih tinggi pada saat-saat berikutnya. Sebaliknya jika terdapat kecenderungan penurunan indeks pasar dan pasar menjadi pesimis yang dikenal dengan istilah bear market, investor akan melakukan aksi jual pada hari ini untuk kemudian membelinya kembali pada harga yang lebih rendah pada waktu setelahnya.

Secara teoritik keadaan seperti bear market cenderung menimbulkan short selling, yaitu tindakan menjual saham-saham yang bukan miliknya yang dilakukan dengan cara meminjam sejumlah kuantitas saham yang sama dengan yang akan diserahkan untuk kemudian mengembalikan saham-saham tersebut melalui pembelian saham-saham tersebut pada harga yang telah lebih rendah. Penjelasan ini untuk menunjukkan kebenaran hubungan statistik yang searah bahwa tingkat pengembalian investasi saham akan meningkat jika terjadi peningkatan indeks pasar, sebaliknya, menurunnya indeks pasar akan berdampak pada menurunnya tingkat pengembalian saham secara individu. Artinya tindakan short selling dilakukan oleh investor dengan motive mencegah kerugian karena menurunnya indeks pasar.

#### b. Kontribusi Pendapatan Nasional Bersih (X2)

Pendapatan nasional bersih (X2) dari hasil analisis penelitian ini mempunyai parameter koefisien regresi bertanda negatif sebesar - 1.5624; ( $t$  hitung = -

1.028 >  $t_{0,10} = -1.645$ );  $r^2 = 0.0026$ , nilai-nilai tersebut menunjukkan bahwa variabel ini tidak layak dijadikan alat variabel penentu, sebab, disamping pengaruh yang tidak signifikan, pola arah variabel ini juga tidak konsisten. Maka, secara teoritik kenyataan tersebut adalah tidak benar. Sebab pendapatan nasional bersih PNB merupakan ukuran kemampuan ekonomi nasional yang sesungguhnya, jadi perkembangan PNB yang dihitung dari PDB riil seharusnya berpengaruh positif terhadap tingkat pengembalian investasi saham (Y).

Ketidak konsistenan arah parameter koefisien regresi X2 ini dapat disebabkan oleh dua hal: Pertama, terjadi tambahan emisi saham baru secara berlebihan guna memenuhi kebutuhan dana ekspansi oleh emiten. Kedua, tidak adanya kepedulian investor terhadap perubahan variabel PNB, kedua alasan tersebut cukup kuat mengingat pada tidak kuatnya tingkat sinifikansi dari variabel ini.

Kenyataan menunjukkan bahwa pertumbuhan PNB terus meningkat hal ini dapat dilihat dari semakin membaiknya sumbangan terhadap PDB riil yang berasal dari pembentukan modal tetap (capital formation) yaitu 29,71 persen pada tahun 1995, dan 44,87 persen pada tahun 1996, serta 49,31

TABEL 5  
Tingkat Pengembalian Pasar

No	Periode	IHSG	Rm
Tahun 1995			
1	Februari	453.5760	0.0479
2	Mei	475.2800	0.0536
3	Agustus	500.7400	-0.0380
4	November	481.7300	0.2148
Tahun 1996			
1	Februari	585.2000	0.0551
2	Mei	617.4600	-0.1131
3	Agustus	547.6100	0.1194
4	November	613.0100	0.1507
Tahun 1997			
1	Februari	705.3700	-0.0133
2	Mei	696.0200	-1.0000
	AVG		-0.0523
	SD		0.346148

Sumber: Bank Indonesia  
(Weekly Report, No. 1912 dan No. 2006)

**TABEL - 6**  
**Produk Domestik Bruto**  
**Berdasarkan Sektor Pengeluaran**  
**(Harga Konstan Tahun 1993, Dalam Milyar Rupiah)**

Sektor Pengeluaran	1995					1996					1997	
	Trw 1	Trw 2	Trw 3	Trw 4	Total	Trw1	Trw 2	Trw3	Trw 4	Total	Trw 1	Trw2
1. Konsumsi	56540.80	56799.80	64949.40	68983.90	247273.90	71995.10	70953.60	72034.50	72585.70	287568.90	74819.40	73851.60
Rumah tangga	48645.10	49874.00	57451.20	59827.60	215797.90	63605.30	63633.40	64041.60	64261.00	255541.30	66313.20	66390.30
Pemerintah	7895.70	6925.80	7498.20	9156.30	31476.00	8389.80	7320.20	7992.90	8324.70	32027.60	8506.20	7461.30
2. Pembentukan Modal	27003.90	27304.00	30269.20	29445.00	114022.10	27816.40	29259.40	36556.10	35413.80	129045.70	36423.10	36890.00
3. Perubahan Stock	9110.30	11757.90	3384.60	-798.00	23434.80	1635.60	5880.00	1728.80	1193.60	10438.00	2543.90	2278.90
4. Ekspor Barang dan Jasa	23019.50	24589.40	28112.90	27253.00	102974.80	25288.60	27525.70	28280.90	29155.60	110250.80	25069.70	25604.80
5. Impor Barang & Jasa	23122.90	26205.50	27570.30	26991.10	103919.80	28304.30	32696.50	31497.70	30386.00	122884.50	33597.10	31701.20
PDB	92551.60	94215.60	99125.80	97892.80	383785.80	98431.40	100922.20	107102.60	107962.70	414418.90	105259.00	106924.10
6. Produksi Netto Dari LN	-3983.90	-3814.80	-4428.30	-4529.20	-16756.20	-2896.00	-2827.50	-3248.20	-3070.90	-12042.60	-3397.20	-3395.00
PNB	88567.70	90400.80	94697.50	93363.60	367029.60	95535.40	98094.70	103854.40	104891.80	402376.30	101861.80	103529.10
7. Pajak Tidak Langsung	5616.20	5357.30	5737.90	6606.20	23317.60	5454.30	5237.10	5450.40	6315.90	22467.70	6999.50	6730.00
8. Penyusutan	4627.60	4709.90	4956.30	4894.60	19188.40	4921.60	5046.10	5355.10	5398.10	20720.90	5263.00	5346.20
Pendapatan Nasional												
Nilai	78323.90	80333.60	84003.30	81862.80	324523.60	85159.50	87811.50	93038.90	93177.80	359187.70	89599.30	91452.90
Pertumbuhan (%)	8.50	6.00	8.50	8.50	7.90	7.10	7.60	10.00	11.10	9.00	5.20	4.20

Sumber : Statistik Ekonomi Keuangan Indonesia, Desember 1996, Januari 1998, Dan Juli 1998

persen sampai kuartal kedua dalam tahun 1997. Dilihat dari sektor pengeluaran konsumsi, pada tahun 1995 terdapat ± 87 persen berasal dari konsumsi rumah tangga, pengeluaran dari sektor ini terus meningkat menjadi 88.9 persen pada tahun 1996, dan menjadi 89.26 persen pada tahun 1997. Meningkatnya capital formation mempunyai arti bahwa terdapat proses ekspansi sebagai respon terhadap bergairahnya konsumsi rumah tangga, kedua keadaan ini akan memicu produksi. Secara teoritik, semakin tingginya jumlah pengeluaran yang sudah terbebas dari pengaruh inflasi tersebut seharusnya berpengaruh positif terhadap kenaikan indeks harga saham.

### c. Kontribusi Tingkat Inflasi (X3)

Tingkat inflasi (X3) dari hasil analisis penelitian ini mempunyai parameter koefisien regresi bertanda positif sebesar 6.9845; (t hitung = 1.934 >  $t_{\alpha, 10} = 1.645$ );  $r^2 = 0.0093$ . Nilai statistik tersebut menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan, tetapi dilihat dari arah parameter koefisiennya menampakkan pola yang tidak konsisten. Hasil studi ini berlawanan dengan penelitian sebelumnya yang telah dilakukan oleh Jacob and Pettit, (1989).

Secara teoritik, pola hubungan negatif antara tingkat inflasi dengan tingkat

pengembalian investasi saham dapat disebabkan oleh meningkatnya ongkos produksi sehingga menurunkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kebutuhan masyarakat, sebagai akibatnya menurunkan penawaran agregat (cost-push inflation). Demikian juga terdapat kemungkinan perusahaan harus berproduksi melebihi kapasitas normalnya karena adanya peningkatan permintaan agregat tetapi peningkatan ongkos untuk berproduksi lebih besar jika dibandingkan dengan kenaikan permintaannya (demand-pull inflation). Seluruh keadaan sebagaimana dijelaskan tersebut berpengaruh negatif terhadap indeks harga gabungan dan tentu saja terhadap indeks harga saham individu.

### d. Kontribusi Tingkat Bunga Deposito (X4)

Variabel tingkat bunga deposito (X4) pada hasil analisis penelitian menunjukkan parameter koefisien regresi bertanda negatif sebesar - 27.9650; (t hitung = - 1.736 <  $t_{\alpha, 10} = -1.645$ );  $r^2 = 0.0075$  hal ini berarti secara teoritik kenyataan tersebut adalah benar. Sebab, bunga deposito merupakan harga yang harus dibayar oleh perbankan kepada deposan sebagai investor. Oleh karena itu deposito dijadikan investasi alternatif terhadap investasi saham oleh para in-

vestor. Jika tingkat bunga deposito lebih tinggi daripada tingkat pengembalian investasi saham, investor akan lebih tertarik untuk menanamkan kekayaannya dalam bentuk deposito

Hasil studi empirik ini konsisten dengan teori sehingga hubungan keduanya mempunyai arti bahwa tingginya tingkat bunga yang mengacu pada tingginya opportunity cost yang menyebabkan investor kurang tertarik menanamkan dana di pasar modal karena opportunity cost oleh mereka dijadikan dasar biaya pemilikan uang (holding cost of money). Penjelasan ini mempunyai arti bahwa menanamkan dana pada saham akan menghilangkan kesempatan untuk memperoleh keuntungan yang lebih tinggi karena tingginya tingkat bunga deposito. Sebaliknya jika tingkat bunga mengalami penurunan sampai dengan batasan tingkat bunga yang rendah, maka para investor cenderung melakukan investasi saham di pasar modal dengan mengorbankan kesempatan untuk mendapatkan pengembalian dari bunga deposito. Hasil penelitian ini disamping konsisten dengan teori, juga memperkuat penelitian yang dilakukan oleh Fama and Schwert di NYSE yang diungkap dalam Schwert and Smith (1992), dan Djoko Mursinto (1994) di BEJ; Rustam (1997) di BES.

**e. Kontribusi Nilai Tukar Rp/US\$ (X5).**

Variabel nilai tukar Rp/US\$ (X5) pada hasil analisis penelitian menunjukkan parameter koefisien regresi bertanda negatif sebesar -0.5534; (t hitung = -0.184 >  $t_{0.10} = -1.645$ );  $r^2 = 0.00008$ . Arah koefisien regresi dari variabel ini menunjukkan pola yang konsisten tetapi tidak signifikan, sehingga variabel ini tidak layak dijadikan alat estimasi.

Secara teoritik, harga tukar mencerminkan keseimbangan permintaan dan penawaran terhadap mata uang lokal rupiah maupun mata uang US \$. Merosotnya nilai tukar rupiah merefleksikan menurunnya permintaan masyarakat internasional terhadap mata uang ini karena menurunnya peranan ekonomi nasional, atau karena meningkatnya permintaan US \$ oleh masyarakat karena peranannya sebagai alat pembayaran internasional. Penjelasan tersebut menunjukkan bahwa merosotnya nilai tukar rupiah menunjuk kepada merosotnya kemampuan ekonomi nasional Indonesia, maka kemampuan

fundamental perusahaan juga cenderung merosot, sehingga meningkatnya nilai tukar US \$ akan menurunkan tingkat pengembalian investasi saham.

Tidak adanya kontribusi secara signifikan dari variabel ini menunjukkan kurang berperannya informasi perubahan variabel nilai tukar, kemungkinan penyebabnya adalah telah diketahui batas-batas perubahan kurs pada saat penggunaan sistem nilai tukar manage floating, sehingga investor tidak dapat memaksimalkan keuntungan dari perubahan nilai tukar. Nilai rata-rata perubahan nilai tukar Rp/US\$ sepanjang periode observasi adalah 0.99 persen per kuartal atau sebesar 2.97 persen per tahun, ratio perubahan tersebut masih terlalu kecil dibandingkan dengan tingkat bunga deposito yang mencapai 15 persen per tahun.

**f. Kontribusi Harga Emas (X6)**

Variabel harga emas (X6) pada hasil analisis penelitian menunjukkan parameter koefisien regresi bertanda negatif

sebesar - 3.1008; (t hitung = - 2.130 <  $t_{0.05} = - 1.960$ );  $r^2 = 0.0113$ . Nilai- nilai tersebut menunjukkan bahwa variabel harga emas layak dapat dijadikan alat estimasi. Kenyataan ini dapat dijelaskan oleh hubungan rasionalitas, bahwa emas adalah logam mulia yang banyak diminati sebagai alternatif investasi karena sifatnya yang anti inflasi. Maka perubahan harga emas sering menjadi perhatian investor sebagai dasar untuk menentukan keputusan investasinya.

Idealnya investor harus memperhatikan informasi tentang perubahan harga emas, sebab Kenaikan harga emas yang melebihi batas-batas normalnya dapat dijadikan indikator sebagai terjadinya krisis nilai tukar mata uang lokal (rupiah) terhadap mata uang US \$ yang menurut kesepakatan Bretton Wood 1944 mata uang ini tetap menggunakan standar emas sedangkan mata uang lainnya tidak harus dijamin dengan emas melainkan menambatkan diri pada mata uang US \$. Dengan demikian kejadian naiknya harga emas di negara

TABEL - 7  
Tingkat Pengembalian Investasi Saham Kuartalan  
Basic Industry and Chemical

	Kuart. 0	Kuart 1	Kuart 2	Kuart 3	Kuart 4	Kuart 5	Kuart 6	Kuart 7	Kuart 8	Kuart 9	Kuart 10
<b>I. BASIC IND. &amp; CHEMICAL</b>											
1 Semen Cibinong	-0.1296	-0.1117	0.1018	-0.0707	-0.0058	0.2588	-0.2243	0.3675	0.2687	-0.1563	-1.0000
2 Semen Gresik	0.2000	0.1905	-0.3200	-0.1765	0.4554	-0.0184	-0.1844	0.0958	-0.0105	-0.1802	-1.0000
3 Keramik Ind. Ass.	0.0263	-0.1111	-0.0385	-0.5100	-0.1897	0.3750	0.4182	0.3846	-0.2500	-0.1358	-1.0000
4 Bukaka teknik U	0.0000	0.2026	-0.1848	-0.2533	0.2232	-0.1606	-0.4261	0.1364	-0.0400	-0.1806	-1.0000
5 Tembaga Mulya S	-0.1000	-0.1111	-0.3125	-0.0909	-0.0500	0.0000	-0.2632	-0.0179	0.2364	-0.0441	-1.0000
6 Duta Pertiwi N	-0.2632	-0.0357	-0.0370	0.0000	-0.1154	0.3478	0.0968	0.1175	0.2632	0.5833	-1.0000
7 Intan Wijaya C. I.	-0.1250	-0.1071	-0.0400	-0.0833	0.0455	0.3913	0.3750	-0.0909	0.3250	0.2830	-1.0000
8 Argha Karya P. I	-0.1771	-0.1013	0.0423	0.0000	0.3919	0.2621	-0.0846	0.1597	-0.0145	-0.5809	-1.0000
9 Trias Sentosa	-0.1625	0.0746	0.2500	-0.0222	0.1989	-0.0711	-0.3265	-0.6364	0.0833	-0.0769	-1.0000
10 Dynaplast	-0.4565	-0.0800	0.0435	-0.1667	0.1000	0.0455	0.0000	0.1304	-0.2692	0.1053	-1.0000
11 Ugahari	0.1489	-0.2222	0.0000	-0.2857	-0.3333	0.1000	-0.3636	0.0714	0.8667	0.2857	-1.0000
12 Lion Metal Works	-0.0685	-0.1471	0.0345	0.1667	0.0286	-0.0278	-0.5000	0.1143	0.0513	-0.1220	-1.0000
13 Barito Pacific T.	-0.0667	-0.1429	-0.0926	-0.3163	0.2090	0.0123	-0.2927	0.0517	0.4262	0.0115	-1.0000
14 Sumaleindo L. J.	-0.2931	-0.0610	-0.2468	-0.3448	0.2237	0.1613	-0.1481	-0.3043	0.4063	-0.0667	-1.0000
15 Fajar surya W	-0.0781	-0.2373	0.0333	-0.4086	0.0909	-0.0833	-0.2364	-0.0952	0.1842	-0.1778	-1.0000
16 Suparma	-0.4063	-0.1404	-0.0612	-0.3043	0.1875	0.1579	-0.4545	0.1667	0.1429	-0.0625	-1.0000
17 Inii Indorayon U.	-0.0089	-0.0631	-0.1587	-0.4457	0.1753	-0.1667	-0.1474	-0.1235	-0.0563	0.0000	-1.0000

Sumber : Data diolah dari Indonesian Capital Market Directory, Tahun 1995, 1996, 1997



**TABEL - 8**  
Tingkat Pengembalian Investasi Saham (Kuartalan)  
Miscellaneous Industry

	Kuart 0	Kuart 1	Kuart 2	Kuart 3	Kuart 4	Kuart 5	Kuart 6	Kuart 7	Kuart 8	Kuart 9	Kuart 10	
<b>II. MISCELLANEOUS INDUSTRY</b>												
18	Gajah Tunggal	-0.1349	0.0275	-0.4107	-0.2121	0.2115	-0.2063	-0.2000	0.0000	0.1500	0.0217	-1.0000
19	Goodyear Indo	-0.0847	-0.1667	-0.3778	-0.0625	0.0095	-0.0189	-0.1154	-0.0435	0.0909	-0.2083	-1.0000
20	Indospring	0.0345	0.0000	-0.2000	-0.1042	0.1163	0.1667	-0.0357	-0.1852	0.8182	-0.1750	-1.0000
21	Hadtex	0.0455	0.1957	-0.1273	0.0000	0.1458	-0.5091	-0.1111	-0.0417	0.1739	-0.0741	-1.0000
22	Ever Shine Textile	-0.4271	0.0182	-0.3036	-0.1282	0.1765	0.0000	0.3750	-0.4909	0.1429	0.1250	-1.0000
23	Karwell Indonesia	0.0000	0.0172	-0.0169	0.0086	0.0000	0.1624	-0.5368	-0.1905	-0.0392	-0.1429	-1.0000
24	Kedaung Indah Can	-0.0370	-0.2308	-0.2000	-0.0625	0.0833	-0.0769	-0.3667	0.3684	-0.5000	-0.0385	-1.0000
25	Great River Ind.	0.0000	-0.0294	-0.1364	-0.0526	0.0370	0.6607	-0.4946	0.1702	0.1818	-0.0923	-1.0000
26	Roda Vitalex	-0.6375	0.2586	-0.2192	0.0351	0.0508	0.1613	-0.2083	0.1404	0.3846	-0.6778	-1.0000
27	Texmaco Jaya	0.0000	-0.7108	-0.0417	0.0435	-0.0417	0.0000	0.0217	-0.0213	0.0435	0.1250	-1.0000
28	Tifico (TFC)	-0.2167	-0.0213	-0.0652	0.1628	-0.1000	-0.0667	-0.0119	-0.1325	0.0000	0.1667	-1.0000
29	Sepatu Bata	-0.0909	0.0000	-0.1714	0.0000	-0.0517	-0.0182	-0.0741	-0.1200	-0.0455	0.2857	-1.0000
30	Iki Indah Kabel	-0.0769	-0.2222	-0.1071	-0.2800	0.3333	0.0000	-0.3333	0.0938	0.0286	0.0556	-1.0000
31	Kebelindo Murni	-0.0667	-0.7286	-0.4474	-0.0476	0.7500	-0.0286	-0.3529	-0.1136	0.0769	0.1190	-1.0000
32	Asiana IMI Ind.	-0.3786	-0.4063	-0.0263	0.1892	0.2727	0.3214	-0.2162	0.0345	0.1000	0.3788	-1.0000

Sumber : Data diolah dari Indonesian Capital Market Directory, Tahun 1995, 1996, 1997

**TABEL - 9**  
Tingkat Pengembalian Investasi Saham (Kuartalan)  
Consumer Goods Industry

PERUSAHAAN	Kuart 0	Kuart 1	Kuart 2	Kuart 3	Kuart 4	Kuart 5	Kuart 6	Kuart 7	Kuart 8	Kuart 9	Kuart 10	
<b>III. CONSUMER GOODS INDUSTRY</b>												
33	Ades Allindo	0.0693	-0.0185	-0.0943	-0.6146	-0.1081	0.1212	0.0811	0.0750	0.0930	0.1702	-1.0000
34	Aqua Golden Miss	0.0000	0.0000	-0.1429	-0.2708	0.2000	0.0952	0.0000	0.6522	0.5000	0.0614	-1.0000
35	Indofood S M.	-0.0517	0.1788	-0.0026	0.0309	0.1900	-0.1092	-0.5519	0.0421	0.0808	0.0234	-1.0000
36	Prashida Aneka N	-0.0720	-0.0345	-0.0714	-0.1923	0.0119	0.5059	0.0313	-0.0227	0.1240	-0.1172	-1.0000
37	Darya Varia Lab.	0.2435	0.1157	0.4149	-0.7180	0.4467	-0.0415	-0.2404	-0.0696	0.0272	-0.1656	-1.0000
38	Suba Indah	-0.4417	-0.2537	-0.1000	0.2444	0.4643	-0.1098	-0.0274	0.1549	0.1829	0.0206	-1.0000
39	Ultra Jaya Milk	-0.6333	-0.0909	-0.3750	-0.3200	0.3529	0.1739	-0.0370	-0.2308	0.1000	0.1591	-1.0000
40	Gudang Garam	0.1707	0.1528	0.1114	0.1924	0.2727	-0.3196	-0.5486	0.1599	0.1704	-0.1006	-1.0000
41	HM. Sampoerna	0.1981	0.2863	0.3480	0.0651	0.1037	0.0959	-0.1859	-0.4701	-0.0042	-0.1744	-1.0000
42	Dankos Lab.	0.0084	-0.4125	-0.0355	-0.2206	0.0377	0.0455	-0.6000	-0.2391	0.0714	0.0933	-1.0000
43	Kalbe Farma	0.0640	0.0301	-0.0080	-0.2246	0.0448	-0.2442	-0.2489	-0.3605	0.1000	-0.0744	-1.0000
44	Unilever Indo	-0.1409	-0.0313	0.1129	-0.1522	0.3333	-0.1103	-0.0101	0.0247	0.0000	0.0000	-1.0000
45	Tancho Indonesia	-0.0769	0.0000	-0.5000	-0.1000	-0.1667	0.2000	-0.0370	0.2115	0.1667	0.2245	-1.0000

Sumber : Data diolah dari Indonesian Capital Market Directory, Tahun 1995, 1996, 1997

yang mata uang lokalnya menambatkan diri pada US \$, informasi tersebut oleh masyarakat diterjemahkan sebagai metemahnya nilai tukar mata uang lokal, atau sebagai indikator meningkatnya permintaan terhadap emas. Oleh karena

itu investor saham akan segera menjual saham pada saat sebelum terpuruknya indeks pasar, kemudian mereka melakukan investasi dalam emas yang harganya mempunyai kecenderungan untuk naik.

Hasil penelitian ini konsisten dengan teori yang ada, disamping juga memperkuat hasil observasi Bruno (1991) di New York Stock Exchange selama 1973-1974, demikian juga dengan penelitian Djoko Mursinto (1994).



Efisiensi pasar modal BEJ masih berpola rendah-sedang

Dari penjelasan di atas dapat diketahui bahwa dua variabel yang tidak dapat dijadikan variabel estimasi, yaitu variabel PNB karena arah koefisien regresinya tidak konsisten dan tidak signifikan, sedangkan variabel nilai tukar Rp/US\$ karena tidak signifikan, tetapi arah koefisien regresinya berpola konsisten. Secara keseluruhan peran dari variabel-variabel bebas (X) secara bersama menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan;  $R^2 = 0.1788$ ; ( $F_{hitung} = 14.440 > F_{0,01} = 2.80$ ). Hasil perhitungan ini mempunyai makna bahwa hipotesis pertama tentang adanya pengaruh bersama dari variabel-variabel bebasnya terhadap tingkat pengembalian investasi saham" dapat diterima.

### Simpulan

1. Bahwa empat dari seluruh variabel bebas yang terdiri dari; tingkat pengembalian pasar (X1), tingkat inflasi yang tidak diharapkan (X3), Tingkat bunga deposito (X4), dan harga emas (X6) berpengaruh nyata terhadap tingkat pengembalian investasi saham (Y). Dua buah variabel bebas yaitu pendapatan nasional bersih dan variabel nilai tukar Rp/ US\$ tidak berpengaruh nyata sehingga kedua variabel tersebut tidak layak dijadikan alat

estimasi.

2. Bahwa tingkat pengembalian pasar (X1) berpengaruh dominan terhadap tingkat pengembalian investasi saham (Y).
3. Rendahnya koefisien determinasi berganda menunjukkan bahwa peran perubahan informasi dari variabel-variabel yang ada dalam model secara signifikan berkontribusi sangat rendah terhadap perubahan variabel tingkat pengembalian investasi saham, sehingga terdapat kemungkinan bahwa efisiensi pasar modal BEJ. masih berpola lemah sampai dengan sedang.

### Kelemahan

Penelitian ini dilakukan pada sampel yang sangat kecil ( $\pm 35\%$ ) dari kelompok perusahaan-perusahaan industri sedangkan kelompok lainnya tidak diteliti. Disamping kelemahan itu, penelitian ini hanya mengambil kasus waktu 28 bulan sejak Februari 1995 - Mei 1997 atau terdapat 9 seri waktu. Oleh karena itu, untuk pengujian yang lebih kuat masih diperlukan penelitian pada ukuran sampel dan waktu yang lebih luas serta time lag yang lebih kecil.

### Daftar Putaka

Bank Indonesia, Weekly Report, No. 1912, 23 Februari 1996; dan No. 2006, 06 Februari, 1998

\_\_\_\_\_, Statistik Ekonomi-Keuangan Indonesia, Vol. XXVIII No. 11, November 1995; dan Vol. XXIX No. 02, Februari, 1996

Blanchard, Olivier, *Macroeconomics*, Prentice Hall International, Inc., New Jersey, 1997

Bodie, Zvi; Alex Kane, and Alan J Marcus., *Essentials Of Investments*, Irwin MC. Graw Hill, New York, 1998

Djoko Mursinto, Dampak Resiko Sistematis Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan, *Majalah Ekonomi, UNAIR*., Th. III No. 12, 1994,

Eiteman, David K., Arthur I Stonehill, and Michael H Moffet., *Multinational Business Finance*, Addison- Wesley Publishing Company, New York, 1995

Farrell, Jr. James L., *Portfolio Management Theory And Applications*, MC.Graw Hill Series in Finance, 1997

Fischer, Donald E. and Ronald J Jordan., *Security Analysis And Portfolio Management*, Prentice Hall, New Jersey, USA, 1995

Haugen, Robert, *Modern Investment Theory*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1993

Institute For Economic And Financial Research, *Indonesian Capital Market Directory*, 1995, 1996, 1997

Jacob, Nancy L., And R.Richardson Pettit., *Investments*, Richard D. Irwin Inc., Illinois, 1989

Jakarta Stock Exchange ,JSX. Statistics, Periode 1995, 1996, 1997

\_\_\_\_\_, *Fact Book 1996*, Laporan Tahunan 1996

Midgley, Kenneth And Ronald Burns, *The Capital Market, Its Nature and Significance*, The Mc.Millan, Press Ltd., London, 1977

Mishkin, Frederics., *The Economics Of Money, Banking, And Financial Markets*, Harper Collins Publishers, New York, 1992

Park, Keith K.H., And Antoine W Van Agtmael., *The World's Emerging Stock Markets, Structure, Development, Regulations And Opportunities*, Heinemann Asia, Singapore, 1994

Rhee SG, and RP Chang, *Pacific-Basin, Capital Markets Reseach*, North-Holland, Amsterdam, 1990

Rustam Hidayat, *Test Variabel-Variabel CAPM*, Manajemen & Usahawan, FE. UI. Jakarta, Desember 1997

Samuelson, Paul A., and William D. Nordhaus. *Economics*, Mc.Graw-Hill, Inc., New York, 1995

Schwert, William G., And Clifford W Smith., *Empirical Research In Capital Market*, Mc. Graw- Hill Inc., New York, 1992

Sharpe, William F., *Investments*, Englewood Cliffs, New York, 1990

\_\_\_\_\_, *Investments*, Prentice Hall International, New York 1993.

\_\_\_\_\_, Alexander Gordon J., Jeffrey V Bailey., *Investasi*, Terjemahan Prenhalindo, Jakarta, 1997

Sinaga, Antonius, *Analisis faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Risiko Investasi Saham di Bursa Elek Jakarta*, Tesis, UNAIR, Surabaya, 1994

Suad Husnan, dan Suwardi B. Hemanto, *CAPM & Strategi Portfolio Kajian Kondisi Pasar di BEJ*, 1997, *Manajemen & Usahawan* No. 05 Th. XXVII Mei 1998.