

Pengaruh Faktor Fundamental, dan Risiko Sistematis terhadap Tingkat Pengembalian Saham BEJ

Tendi Haruman,
Stevanus Adree Cipto Setiawan,
dan Maya Ariyanti

Abstract

Return is one of the motivator in investment process. Most of the investors use the indicator of return to compare to other investment alternatives. Return indicator measurement with historical method are useful to make sure the investment are succeed and to predict the opportunity in the future. This research try to analyze the factors that influence return such as fundamental factors, macro economic indicator, micro economic indicator and systematic risk

Keywords \ fundamental factors, macro economic indicator, micro economic indicator and systematic risk.

P

asar modal adalah salah satu sarana untuk menghimpun sumber dana ekonomi jangka panjang yang tersedia di perbankan dan masyarakat. Sebagai bagian dari sistem perekonomian suatu negara, khususnya dalam sektor keuangan, pasar modal menyediakan dua fungsi pokok bagi masyarakat yang masing-masing memiliki kepentingan yang berbeda, yaitu sebagai fungsi ekonomi dan keuangan.

Dalam melaksanakan fungsi ekonominya, pasar modal menyediakan fasilitas untuk memindahkan dana dari pihak yang mempunyai kelebihan dana (investor) kepada pihak yang memerlukan dana (emiten). Dengan menginvestasikan kelebihan dana yang mereka miliki, penyanggah dana ber-

harap akan memperoleh imbalan dari penyerahan dana tersebut. Bagi peminjam dana, tersedianya dana tersebut pada pasar modal memungkinkan mereka untuk melakukan kegiatan usaha tanpa harus menunggu dana yang mereka peroleh dari hasil operasi perusahaannya. Proses semacam ini diharapkan mampu meningkatkan produktivitas perusahaan, yang akhirnya mampu meningkatkan kemakmuran dan kesejahteraan suatu negara.

Fungsi keuangan dari pasar modal dilaksanakan dengan menyediakan dana yang diperlukan oleh para peminjam dana, di mana para penyanggah dana menyerahkan dana tersebut tanpa harus terlibat secara langsung dalam bentuk kepemilikan aktiva riil yang digunakan dalam kegiatan investasi tersebut.

Para investor selalu ingin memaksimalkan *return* yang diharapkan berdasarkan tingkat toleransinya terhadap risiko. Untuk investor yang menyukai risiko (*risk lover*), mereka memilih saham-saham

yang mempunyai risiko yang tinggi agar dikemudian hari akan mendapatkan *return* yang tinggi pula. Sebaliknya investor yang tidak menyukai risiko (*risk averter*), merencanakan keuntungan normal,

Investasi selalu mengandung unsur risiko, karena perolehan yang diharapkan baru akan diterima pada masa yang akan datang, risiko itu jugatimbul karenareturn yang diterima mungkin lebih besar atau lebih kecil dari dana yang diinvestasikan.

Return merupakan motivator dalam suatu proses investasi, maka pengukuran *return* merupakan cara yang sering digunakan oleh investor dalam membandingkan berbagai alternatif investasi. Mengukur *return* historis memungkinkan investor untuk mengetahui keberhasilan mereka dalam melakukan suatu investasi. Di samping itu *return* historis juga ikut berperan dalam memperkirakan *return* masa depan yang belum diketahui secara pasti.

Dengan memiliki saham, investor sebagai pemilik saham dapat memiliki keuntungan berupa :

1. Dividen, hanya jika perusahaan memiliki labayang merupakan sumber dana bagi pembayaran dividen dan manajemen memilih membayar dividen daripada menahan seluruh laba.
2. *Capitalgain* (keuntungan modal), yaitu selisih dari harga jual dengan harga beli saham, jika pemilik menjual sahamnya dengan kurs yang lebih tinggi dari kurs waktu membeli.

Penilaian harga saham dapat dilakukan melalui pendekatan fundamental dan tehnikal. Pendekatan fundamental dengan cara memperhatikan faktor-faktor fundamental dari setiap perusahaan yang telah tercatat di bursa. Sedangkan

Tendi Haruman, SE MM, Stevanus Adree Cipto Setiawan, SH MM, Maya Ariyanti, SE. MM, ketiganya Dosen Fakultas Bisnis & Manajemen Universitas Widyatama Bandung dan mengikuti Program Doktor FE-Unpad.

pendekatan tehnikal dilakukan melalui metode peramalan dengan memperhatikan grafik kecenderungan harga saham.

Penilaian kewajaran harga saham yang terbentuk di pasar modal oleh investor dapat dilakukan melalui pendekatan fundamental, sedangkan risiko sistematis (*market risk*) dapat mengurangi besarnya tingkat keuntungan yang akan diperoleh investor. Pendekatan fundamental bertitik-tolak dari pemikiran bahwa harga saham yang wajar ditentukan oleh ekspektasi atas: dividen, pertumbuhan keuntungan dan tingkat bunga diskon di masa mendatang. Ketiga hal ini dipengaruhi oleh kondisi makro ekonomi di mana perusahaan beroperasi.

Pendekatan makro ekonomi diajukan oleh Boss yang mengajukan model yang dapat menjelaskan keterkaitan tingkat hasil saham dengan faktor makro ekonomi atau dikenal dengan pendekatan *Arbitrage Pricing Theory (APT)* (Gruber, 1995:369). Pendekatan APT mensyaratkan adanya hubungan linier antara tingkat hasil sekuritas dengan beberapa faktor. Terkait dengan pasar modal, model APT dinyatakan bahwa tingkat keuntungan dari saham yang diperdagangkan di pasar modal terdiri dari dua komponen, yaitu : tingkat keuntungan normal atau tingkat keuntungan yang diharapkan dan tingkat keuntungan yang tidak pasti atau berisiko (Husnan;1994). Tingkat keuntungan yang diharapkan merupakan bagian dari tingkat keuntungan yang sesungguhnya yang diharapkan oleh investor. Tingkat keuntungan ini sangat dipengaruhi oleh informasi yang dimiliki oleh investor. Investor dalam menjalankan aktivitasnya menghadapi dua macam risiko, yaitu : risiko sistematis dan tidak sistematis. Kedua risiko tersebut mempengaruhi tingkat keuntungan yang diharapkan investor. Risiko tidak sistematis dari satu perusahaan tidak berkorelasi dengan perusahaan lainnya. Sebaliknya, risiko sistematis akan berkorelasi terhadap setiap perusahaan (saham). Hal ini disebabkan karena faktor-faktor yang mempengaruhi risiko sistematis adalah sama, misalnya tingkat inflasi, tingkat bunga atau variabel lainnya atau sering disebut dengan variabel makro ekonomi. Perubahan variabel makro ekonomi akan berdampak pada seluruh perusahaan (saham).

Para peneliti menyatakan bahwa tingkat pengembalian investasi saham tidak hanya ditentukan oleh indeks pasar saja tetapi juga oleh beberapa variabel di luar indeks yang disebut ekstra market. Dengan kata lain bahwa, tingkat pengembalian investasi saham mempunyai beberapa kovarian terhadap beberapa variabel termasuk di dalamnya adalah variabel indeks pasar. Seperti yang dinyatakan oleh Haugen, (1993: 169), bahwa :*"In a multi indeks model, we attribute the covariance to two or more factors, usually including the market"*.

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

"There is 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 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" (Parrel, 1997:100).

Pendapat tersebut menyatakan bahwa variabel-variabel yang secara signifikan mempengaruhi tingkat pengembalian sekuritas meliputi : tingkat inflasi, pertumbuhan ekonomi, tingkat bunga, nilai tukar mata uang asing terhadap mata uang domestik, dan premi risiko.

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 (1993,175) adalah bahwa terdapat delapan variabel yang mempengaruhi tingkat pengembalian investasi saham, yaitu :

"1) the rate of inflation, 2) the change in level of unemployment, 3) the growth in

industrial production, 4) the change in trade deficit, 5) the change in the federal budget deficit, 6) the change of the level of interest rates, 7) the change in the difference between long term rates and short term rates, 8) the change in value of dollar."

Pendekatan fundamental menggunakan data-data faktor fundamental yang mempengaruhi harga saham di masa yang akan datang. Menurut Suad Husnan (1996:315) pengertian dari analisis fundamental adalah : "Analisis fundamental mencoba memperkirakan harga saham di masa yang akan datang dengan memperkirakan nilai faktor fundamental yang mempengaruhi harga harga saham di masa yang akan datang."

Sedangkan menurut Fogler dan Kritzman (1994,51) faktor-faktor yang berpengaruh terhadap *return* saham, ialah : "Return market (IHSG), deviden yield, perubahan *earning pershare (EPS)*, *price earning ratio*, *debt equity ratio*, harga saham". Selain itu peneliti lain seperti Chen, Roll dan Ross (1986) berpendapat bahwa terdapat empat faktor yang mendasari perubahan harga saham, seperti tingkat kegiatan industri, tingkat inflasi, perbedaan antara tingkat bunga jangka pendek dan jangka panjang, dan perbedaan antara tingkat keuntungan obligasi yang berisiko tinggi dan berisiko rendah.

Tingkat keuntungan yang diharapkan oleh investor berkaitan erat dengan risiko. Risiko secara umum diartikan sebagai kemungkinan adanya dari suatu dana atau modal yang ditanamkan pada suatu investasi, sebagai pengaruh dari ketidakpastian. Gitman (1997,220) menyebutkan : *"Risk can be defined as the chance of financial loss, or more formally, the variability of return with a given asset"*

Investasi selalu mengandung unsur risiko, karena perolehan yang diharapkan baru akan diterima pada masa yang akan datang, risiko itu juga timbul karena *return* yang diterima mungkin lebih besar atau lebih kecil dari dana yang diinvestasikan. Sedangkan risiko terdapat dua komponen besar yaitu risiko non sistematis dan risiko sistematis. Menurut Levy dan Sarnat (1994,324) yang dimaksud dengan risiko sistematis, adalah : *"The part of the risk on its return which cannot be eliminated by including the security in a diversified port-*

folio". Kedua komponen besar di dalam risiko disebut dengan total risiko yang dapat diukur dengan standar deviasi yang biladikondisikan pada waktu tertentu maka disebut *conditional volatility*.

Hubungan antara conditional mean (tingkat pengembalian yang dikondisikan pada waktu tertentu) dan conditional volatility merupakan permasalahan yang penting dalam teori financial. Banyak teori yang menyatakan bahwa *capital asset pricing* model mensyaratkan suatu hubungan antara tingkat pengembalian (keuntungan) dan risiko (kerugian). Akan tetapi hubungan empiris antara *conditional mean* dan *conditional volatility* dari tingkat pengembalian pasar sangat tidak biasa dilakukan. Hal ini terbukti sulit untuk menjelaskan perbedaan *cross sectional* di dalam pengembalian harga saham melalui risiko differential (Fama dan French, 1996)

Koefisien beta (β) saham, adalah ukuran risiko pasar yang memengaruhi harga suatu saham. Beta mengukur sampai sejauh mana harga saham turun naik bersamaan dengan turun dan naiknya harga pasar. Menurut Brealey dan Myers (1991:249), beta adalah: "*Beta is sensitivity of a stock's return to the return on the market portfolio*". Dalam CAPM, beta suatu sekuritas mengukur kepekaan suatu saham terhadap portofolio pasar. Suatu portofolio yang terdiversifikasikan dengan baik hanya mempunyai risiko sistematis.

Penelitian Fama dan French (FF; 1992) tidak menemukan hubungan yang signifikan yang meningkat pengembalian antara rata-rata return dan beta pasar. Mereka berpendapat bahwa *size* dan *book-to-market value of equity (BM)* adalah variabel yang penting dalam menjelaskan *average cross sectional returns* di *The New York Stock Exchange (NYSE)*, *the American Stock Exchange (AMEX)* dan *The National Association of Security Dealers Automated Quotation (NASDAQ) stocks*. Fama dan French (1993), menyatakan bahwa konstruksi portofolio terhadap beberapa faktor risiko yang berhubungan dengan *market, size* dan *value* akan menjelaskan secara random tingkat pengembalian terhadap saham portofolio yang terdiversifikasi. Fama and French (1995) menjelaskan

perilaku tingkat pengembalian saham yang berhubungan dengan *market, size* dan *value* secara konsisten terhadap perilaku laba. Mereka menemukan kelemahan yang secara mendasar sehubungan dengan *value* faktor, tetapi terdapat kesalahan pengukuran terhadap data *earning*.

Sedangkan Basu (1983) dalam penelitiannya tentang hubungan antara keuntungan pendapatan, nilai pasar dan tingkat pengembalian di NYSE common stock, juga memasukkan variabel ukuran, dan hasil penelitiannya menyatakan bahwa saham yang mempunyai E/P besar akan mempunyai risiko tingkat pengembalian yang lebih besar dari pada saham yang mempunyai E/P kecil. Saham yang mempunyai ukuran kecil akan mempunyai tingkat pengembalian yang besar daripada saham yang mempunyai ukuran besar.

Penelitian ini mencoba menganalisis faktor-faktor yang berpengaruh terhadap tingkat pengembalian saham, seperti : faktor fundamental, indikator ekonomi makro dan risiko sistematis.

1. Faktor fundamental

Variabel yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah : *earning per share* dan *price earning ratio*. a. *Earning per share (EPS)*

Ekspektasi pendapatan yang akan diperoleh merupakan faktor penentu harga saham. Saham dengan *return* tertinggi pada umumnya memiliki pendapatan yang lebih besar daripada yang diperkirakan, sedangkan saham dengan *return* terendah memiliki pendapatan di bawah perkiraan. Harga saham cenderung mengantisipasi dengan cepat pengumuman pendapatan (*earning*) dengan bergerak tepat sebelum pengumuman dilakukan. Jadi *earning per share* memiliki hubungan positif dengan harga saham, sehingga apabila jumlah *earning per share* meningkat maka harga saham akan naik begitu juga tingkat pengembalian investasi, dan sebaliknya. b. *Price earning ratio*.

Price earning ratio merupakan rasio antara harga saham dengan pendapatan setiap lembar saham, dan merupakan indikator perkembangan atau pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang.

Price earning ratio memiliki hubungan positif dengan harga saham, sehingga jika *price earning ratio* meningkat maka harga saham juga akan semakin besar begitu juga tingkat pengembalian investasi saham, dan sebaliknya.

Sedangkan pendekatan makro ekonomi yang dipakai dalam penelitian ini adalah tingkat inflasi dan nilai tukar. a. Tingkat Inflasi

Inflasi merupakan faktor risiko yang harus dipertimbangkan dalam proses investasi. Adanya kenaikan harga secara umum akan berdampak pada berkurangnya daya beli sehingga tingkat hasil riil akan turun. Dengan demikian apabila inflasi naik, maka investor akan menginginkan kenaikan tingkat hasil nominal guna melindungi tingkat hasil riilnya. Salah satu indikator untuk mengetahui nilai investasi adalah indeks harga konsumen. b. Nilai tukar

Globalisasi mendorong investasi lintas negara di samping untuk tujuan diversifikasi. Oleh karena itu, risiko nilai tukar mata uang merupakan faktor ketidakpastian yang dihadapi investor apabila melakukan investasi di pasar global. Dengan terbukanya peluang investasi di Bursa Efek Jakarta bagi investor asing, maka faktor nilai tukar *US dollar* terhadap rupiah merupakan faktor risiko yang patut diperhitungkan. Sehingga semakin tinggi fluktuasi nilai tukar suatu negara pengindikasikan ketidakpastian nilai tukar mata uang yang bersangkutan. Dengan demikian investor harus mempertimbangkan pula premi risiko atas nilai tukar tersebut.

Selanjutnya yang digunakan dalam analisis ini adalah pendekatan risiko sistematis. Beta merupakan koefisien yang menunjukkan hubungan antara tingkat hasil suatu aset berisiko terhadap tingkat hasil pasar.

Sejalan dengan pemikiran di atas, maka tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah :

1. Menganalisis pengaruh faktor fundamental terhadap tingkat pengembalian saham individu
2. Menganalisis pengaruh indikator ekonomi makro terhadap tingkat pengembalian saham individu
3. Menganalisis pengaruh beta terhadap tingkat pengembalian saham individu

- Menganalisis pengaruh faktor fundamental, indikator ekonomi makro dan beta terhadap tingkat pengembalian saham individu

Hipotesis

- Faktor fundamental berpengaruh terhadap tingkat pengembalian saham individu
- Indikator ekonomi makro berpengaruh terhadap tingkat pengembalian saham individu
- Beta berpengaruh terhadap tingkat pengembalian saham individu
- Faktor fundamental, indikator ekonomi makro dan beta berpengaruh terhadap tingkat pengembalian saham individu

Objek Dan Metode Penelitian

Objek Penelitian

Penelitian ini dilakukan untuk dapat mengetahui sejauh mana pengaruh Faktor Fundamental, Ekonomi Makro, dan Risiko Sistematis terhadap Tingkat Pengembalian Saham. Faktor fundamental diwakili oleh *earning per share, price earning ra-*

tio. Faktor ekonomi makro diwakili oleh tingkat inflasi dan nilai tukar. Sedangkan risiko sistematis diukur oleh beta.

Obyek penelitian ini adalah Saham-saham yang termasuk di dalam LQ45 periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2003, dengan pertimbangan kecukupan data. Selain itu saham-saham LQ45 dengan likuiditas dan kapitalisasi pasar yang tinggi sehingga diasumsikan dapat mewakili kondisi industri lain yang tercatat di Bursa Efek Jakarta.

Metode Penelitian

Metode penelitian yang dilakukan adalah menggunakan analisis verifikatif yaitu dengan melakukan uji hipotesa melalui pengolahan dan pengujian data secara statistik. Dalam penelitian ini akan digunakan juga pendekatan analisis deskriptif, yaitu dengan menginterpretasikan data-data yang diperoleh berdasarkan fakta-fakta yang tampak dalam kurun waktu yang diselidiki sehingga diperoleh gambaran yang jelas tentang obyek yang diteliti. Penelitian ini dilakukan dengan tujuan untuk menambah pengetahuan atas faktor-faktor yang berpengaruh

terhadap tingkat pengembalian investasi. Jadi penelitian ini biasa disebut sebagai *Applied research*.

Metode Pengumpulan Data

Metode penentuan sampel yang digunakan adalah *Simple Random Sampling (SRS)*, dimana dari anggota populasi dipilih secara acak sederhana dari seluruh perusahaan yang ada di saham LQ 45. Sampling frame dalam tulisan ini adalah dengan mempertimbangkan keterbatasan, waktu, tenaga, dan biaya, maka penelitian ini akan mengambil jumlah sampel berdasarkan data sebagai berikut ini : tingkat ketelitian 10%, tingkat keyakinan 95%. Rumus dan perhitungan yang dipergunakan untuk mendapatkan jumlah sampel minimum tersebut adalah :

$$n = \frac{NZ^2 \times 0,25}{x0,25}$$

dimana :

- n : jumlah sampel minimum
- N : populasi
- d : tingkat ketelitian (precision level) (10%)
- Z : satuan tingkat keyakinan sebesar 1,96 (a = 0,05)

Uji Regresi

a. **Persamaan 1** : Pengaruh faktor fundamental terhadap tingkat pengembalian investasi

b. **Persamaan 2** : Pengaruh indikator ekonomi makro terhadap tingkat pengembalian investasi
 $Y = p_0 + p_3 X_3 + p_4 X_4 + e$

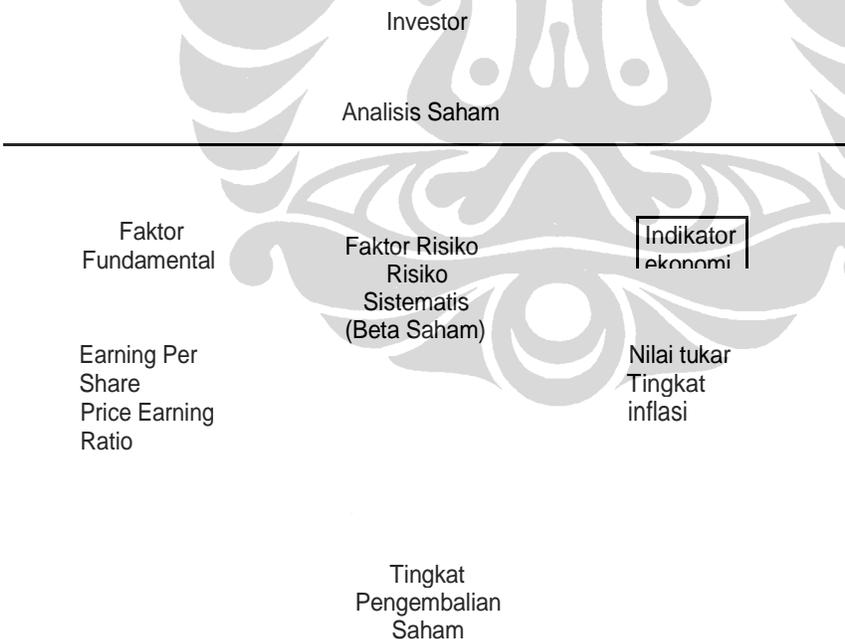
c. **Persamaan 3** : Pengaruh beta terhadap tingkat pengembalian investasi
 $Y = P_0 + P_5 X_5 + E$

d. **Persamaan 4** : Pengaruh faktor fundamental, ekonomi makro dan beta terhadap tingkat pengembalian investasi

$$Y = P_0 + M_1 + P_E X_2 + P_3 X_3 + P_4 X_4 + P_5 V^E -$$

dimafia :

Diagram Kerangka Pemikiran



Operasionalisasi Variabel

Tingkat Pengembalian Investasi saham (Y)		Besarnya <i>return</i> saham	Ratio
Faktor Fundamental	<i>Earning per share</i> (X1) <i>Price earning ratio</i> (X2)	Besarnya EPS Besarnya PER	Ratio
Indikator Makro Ekonomi	Nilai tukar (X3) Tingkat inflasi (X4)	Pertumbuhan nilai tukar Pertumbuhan tingkat inflasi	Ratio
Risiko Sistematis	Beta (X5)	Besarnya beta	Ratio

X₁ = *earning per share*

X₂ = *price earning ratio*

X₃ = nilai tukar

X₄ = tingkat inflasi

X₅ = beta saham

Y = Tingkat pengembalian investasi

P₀ = *intercept*

p_{1,5} = *slope*

E = *error term*

Hasil Penelitian Dan Pembahasan

Gambaran Umum

Penelitian ini menganalisis pengaruh faktor fundamental, ekonomi makro dan risiko sistematis terhadap tingkat pengembalian saham periode Januari 2001 sampai dengan Desember 2003 (data bulanan). Obyek penelitian ini adalah 33 perusahaan dari 45 perusahaan yang telah go public di Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan tergabung dalam LQ45. Sampel 33 perusahaan ini diasumsikan dapat mewakili saham-saham LQ45 dengan pertimbangan bahwa selama periode 2001-2003 perusahaan tersebut tetap bertahan dan memenuhi kriteria masuk dalam kelompok LQ45.

Indeks LQ 45 terdiri dari 45 buah saham dengan likuiditas dan kapitalisasi pasar yang tinggi. Saham-saham yang tercantum di dalam LQ 45 terus dipantau dan setiap enam bulan mengalami *review* (Februari dan Agustus). Jika terdapat saham yang sudah tidak termasuk kriteria maka akan diganti dengan saham lain yang memenuhi syarat. Saham-saham dengan indeks LQ 45 harus memenuhi kriteria dan melewati seleksi utama sebagai berikut :

2. Ranking berdasar kapitalisasi pasar (rata-rata kapitalisasi pasar selama 12 bulan terakhir)
3. Telah tercatat di Bursa Efek Jakarta minimum 3 bulan.
4. Keadaan keuangan perusahaan dan prospek pertumbuhan
5. Frekuensi dan jumlah hari perdagangan transaksi pasar reguler. Pihak BEJ mempunyai komite penasehat yang terdiri dari para ahli di Bapepam, Universitas dan Profesional di bidang pasar modal untuk menentukan saham-saham yang termasuk golongan ini.

Adapun perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel penelitian adalah : (Tabel 1) Data Perusahaan

Masuk dalam ranking 60 besar dari total transaksi saham di pasar reguler (rata-rata nilai transaksi selama 12 bulan terakhir)

Tabel 1 Data Perusahaan

No.	Kode	Nama Perusahaan/Emiten	Sektor
1	AALI	Astra Agro Lestari Tbk	Plantation
2	ANTM	Aneka Tambang Tbk	Metal and Mineral Mining
3	ASGR	Astra Graphia Tbk	Computer and Service
4	ASM	Astra International Tbk	Automotive and Components
5	AUTO	Astra Otoparts Tbk	Automotive and Components
6	BBCA	Bank Central Asia Tbk	Bank
7	BBNI	Bank Negara Indonesia Tbk	Bank
8	BMTR	BimantaraCitraTbk	Investment Company
9	CMNP	Citra Marga Nushapala P. Tbk	Infrastructure
10	DNKS	Dankos Laboratories Tbk	Pharmaceuticals
11	DYNA	Dynaplast Tbk	Plastics & Packaging
12	GGRM	Gudang Garam Tbk	Tobacco Manufacturers
13	GJTL	Gajah Tunggal Tbk	Automotive and Components
14	HMSP	HM SampoernaTbk	Tobacco Manufacturers
15	IDSR	Indosiar Visual Mandiri Tbk	Others Trade, Services & Investment
16	INDF	Indofood Sukses MakmurTbk	Foods And Beverages
17	INDR	Indorama Synthetics	Textile, Garment
18	INTP	Indocement Tunggak Prakarsa Tbk	Cement
19	ISAT	Indosat	Tel ecom m u nication
20	KLBF	Kalbe Farm a	Pharmaceuticals
21	MEDC	Medco Energi Internasional Tbk	Crude Petroleum & Natural Gas
22	MLPL	Multipolar Corporation Tbk	Computer and Service
23	MPPA	Matahari Putra Prima Tbk	Retail Trade
24	NISP	Bank NISP Tbk	Bank
25	PNBN	Bank Pan Indonesia Tbk	Bank
26	RALS	Ramayana Lestari Sentosa Tbk	Retail Trade
27	RMBA	Bentoel Internasional Investama Tbk	Tobacco Manufacturers
28	SMGR	Semen Gresik (Persero) Tbk	Cement
29	TINS	Timah Tbk	Metal and Mineral Mining
30	TLKM	Telekomunikasi Indonesia	Telecommunication
31	TSPC	Tempo Scan Pacific Tbk	Pharmaceuticals
32	UNTR	United Tractors Tbk	Wholesale
33	UNVR	Unilever Indonesia Tbk	Cosmetics and Household

Gambaran umum data faktor fundamental, faktor ekonomi makro dan risiko sistematis yang berpengaruh terhadap tingkat pengembalian saham individual sebagai variabel terikat adalah :

Faktor Fundamental

Analisis fundamental menyatakan bahwa setiap investasi saham mempunyai landasan yang kuat yang disebut dengan nilai intrinsik yang dapat ditentukan melalui analisis yang sangat hati-hati terhadap kondisi perusahaan pada saat sekarang dan prospeknya di masa mendatang. Nilai intrinsik merupakan suatu fungsi dari factor-faktor perusahaan yang dikombinasikan untuk menghasilkan keuntungan (*return*) yang diharapkan dengan suatu risiko yang melekat pada saham tersebut. Nilai inilah yang diestimasi oleh para pemodal dan analisis dan dari hasil estimasi ini dibandingkan dengan nilai pasar sekarang (*current market price*) sehingga dapat diketahui saham yang *overprice* maupun *underprice*, sehingga dapat disimpulkan bahwa para analisis fundamental mencoba memperkirakan harga saham di masa yang akan datang dengan cara : 1) mengestimasi nilai dari faktor fundamental yang mempengaruhi harga saham di masa datang 2) menerapkan hubungan faktor-faktor tersebut sehingga diperoleh taksiran harga saham sekaligus keuntungan (*return* saham) a. **Earning per share**

Earning per share (EPS) menggambarkan jumlah rupiah yang diperoleh untuk setiap lembar saham biasa. Para calonpemegang saham tertarik pada EPS yang besar, karena merupakan salah satu tolok ukur keberhasilan suatu perusahaan. Semakin tinggi EPS maka semakin tinggi harga saham begitu juga *return* perusahaan.

Salah satu indikator keberhasilan suatu perusahaan ditunjukkan oleh besarnya EPS dari perusahaan yang bersangkutan. Pada umumnya investor akan mengharapkan manfaat dari investasinya dalam bentuk laba per saham, sebab EPS menggambarkan jumlah keuntungan diperoleh

label. 2 Besaran *Earning per share* (dalam satuan rupiah)

Tabel. 2 Besaran *Earning per share* (dalam satuan rupiah)

if					
AALI	Astra Agro Lestari Tbk	59,14	150,28	182,11	130,51
ANTM	Aneka Tambang Tbk	291,00	105,90	118,76	171,88
ASGR	Astra Graphia Tbk	20,41	54,52	16,00	30,31
ASH	Astra International Tbk	332,72	1.394,36	1.096,00	941,02
AUTO	Astra Otoparts Tbk	340,93	343,20	274,67	319,60
BBCA	Bank Central Asia Tbk	524,58	427,01	393,32	448,31
BBNI	Bank Negara Indonesia Tbk	6,82	12,47	31,93	17,07
BMTR	Bimantara Citra Tbk	335,95	341,05	234,00	303,67
CMNP	Citra Marga Nushapala P. Tbk	-203,22	48,40	61,22	-31,20
DNKS	Dankos Laboratories Tbk	66,10	104,34	70,00	80,15
DYNA	Dynaplast Tbk	110,64	152,35	177,64	146,88
GGRM	Gudang Garam Tbk	1.084,86	1.084,61	955,61	1.041,69
GJTL	Gajah Tunggal Tbk	-390,00	1.202,10	70,36	294,15
HMSP	HM Sampoerna Tbk	212,31	371,35	312,63	298,76
IDSR	Indosiar Visual Mandiri Tbk	169,48	103,09	50,68	107,75
INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	81,51	-19,00	71,00	44,50
INDR	Indorama Synthetics	-556,97	51,04	62,60	-147,78
INTP	Indocement Tunggal Prakarsa Tbk	-17,15	282,80	182,08	149,24
ISAT	Indosat	1.402,99	324,72	303,23	676,98
KLBF	Kalbe Farma	8,04	65,73	39,76	37,84
MEDC	Medco Energi Internasional Tbk	224,09	225,72	135,74	195,18
MLPL	Multipolar Corporation Tbk	84,38	10,73	10,15	35,09
MPPA	Matahari Putra Prima Tbk	37,43	38,92	45,00	40,45
NISP	Bank NISP Tbk	58,80	20,70	43,19	40,89
PNBN	Bank Pan Indonesia Tbk	0,37	6,77	28,44	11,86
RALS	Ramayana Lestari Sentosa Tbk	228,63	214,06	216,00	219,56
Kode	Perusahaan	2001	2002	2003	Rerata
RMBA	Bentoel Internasional Investama Tbk	32,86	14,97	-3,24	14,86
SMGR	Semen Gresik (Persero) Tbk	535,22	453,12	672,69	553,68
TINS	Timah Tbk	73,07	22,41	151,74	82,41
TLKM	Telekomunikasi Indonesia	421,64	827,90	603,89	617,81
TSPC	Tempo Scan Pacific Tbk	704,28	702,91	229,73	545,64
UNTR	United Tractors Tbk	153,99	191,81	220,00	188,60
UNVR	Unilever Indonesia Tbk	1.162,44	1.282,11	169,95	871,50
	Rerata	230,22	321,59	218,99	256,94

Sumber: Indonesian Capital Market Directory 2002 dan Website BEJ <http://www.jsx.com>

Pada tabel di atas terlihat bahwa Gudang Garam Tbk. mempunyai besaran rerata EPsterbesar yaitu Rp. 1.041,69 sedangkan yang terendah adalah Indorama Syntentic yaitu sebesar Rp. -147,78. Pada tabel di atas juga terlihat bahwa *earning per share* dari 33 perusahaan yang termasuk LQ 45 pada tahun 2001-2003 adalah positif dengan rata-rata sebesar Rp. 256,94, tetapi perkembangan setiap tahunnya perubahan

EPS berfluktuatif, pada tahun 2002 mengalami kenaikan 39,68 % dari tahun 2001, sedangkan tahun 2003 mengalami penurunan 31,9 % dibanding tahun 2002. b. *Price earning ratio*

Price earning ratio (PER) merupakan perbandingan antara harga pasar dari setiap lembar saham terhadap *earning per share*, PER merupakan indikator perkembangan atau pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang (*prospects of the firm*). *Price earning ratio*

memiliki hubungan positif dengan harga saham khususnya *return* perusahaan.

PER secara teknis adalah hasil bagi antara harga saham dengan laba bersih per saham. Harga saham di pasar merupakan harga yang berlaku dan laba bersih per saham merupakan laba bersih per saham proyeksi tahun berjalan.

PER dipergunakan oleh berbagai pihak atau investor untuk membeli saham. Investor akan membeli saham perusahaan dengan PER yang kecil karena PER yang kecil menggambarkan laba bersih saham yang cukup tinggi dan harga yang

rendah. Keputusan yang diambil untuk membeli saham dengan PER, yaitu pertama sekali membandingkan dengan PER saham sejenis atau industrinya, bahkan dilihat dari PER pasarnya. Saham tersebut sudah layak dibeli karena murah dibandingkan dengan sejenisnya. Tetapi investor tidak perlu membeli saham tersebut bila PERnya lebih tinggi dari perusahaan sejenis. (Tabel 3)

Pada tabel di atas terlihat bahwa besaran rerata PER dalam tahun 2001 s.d 2003 adalah 14,98 kali sedangkan rata-rata tahunan paling tinggi pada tahun

2001 sebesar 20,9 kali, tahun 2002 turun menjadi 7,99 kali dan menaik kembali pada tahun 2003 menjadi 16,05 kali. Bank Pan Indonesia Tbk. mempunyai rata-rata PER tertinggi yaitu sebesar 178,87 kali, sedangkan IndocementTunggal Prakarsa Tbk. mempunyai PER terendah yaitu sebesar -8,92 kali.

Pada sisi lain investor jugadapat membeli saham tersebut walaupun PERnya lebih tinggi, tetapi masih lebih rendah dari PER pasar sehingga harga saham dari industri tersebut masih murah dan memberikan kontribusi yang sangat besar terhadap perekonomian. Walaupun PER masih lebih kecil dari pasar, tidak memberikan kontribusi terhadap perekonomian, maka rendahnya PER tersebut disebabkan pasar belum memperhatikan industri tersebut.

Kenaikan harga saham yang mengakibatkan kenaikan PER sesuai PER pasar, maka sentimen pasar sangat menentukan kenaikan saham tersebut. Saham tersebut bukan saham yang layak diinvestasikan dalam jangka panjang, tetapi merupakan saham yang dapat diinvestasikan dalam jangka pendek.

Para pemain pasar menyebutkannya untuk mendapatkan capital dalam rangka belum mendapatkan saham yang tepat atau tempat persinggahan.

Indikator Ekonomi Makro

a. Nilai Tukar

Harga tukar mencerminkan keseimbangan permintaan dan penawaran terhadap mata uang dalam negeri rupiah maupun mata uang asing US\$. Merosotnya nilai tukar rupiah merefleksikan menurunnya permintaan masyarakat internasional terhadap mata uang rupiah karena menurunnya peranan ekonomi nasional, atau karena meningkatnya permintaan mata uang asing US\$ oleh masyarakat karena perannya sebagai alat pembayaran internasional. (Tabel 4).

Pada tabel di atas menunjukkan bahwa perubahan nilai tukar rupiah terhadap dollar AS adalah cukup berfluktuasi, terjadi penurunan tertinggi nilai tukar rupiah terhadap dollar AS pada bulan April 2001 yaitu sebesar Rp. 11.675, sedangkan rupiah menguat paling tinggi terhadap dollar AS pada bulan Mei 2003 sebesar Rp. 8.279. Selain itu pada tabel juga terlihat bahwa nilai tukar rupiah.

Tabel 3 Besaran Price earning ratio (dalam satuan kali)

Kode	Perusahaan	2001	2002	2003	rerata
AALI	AstraAgroLestariTbk	15,64	10,31	9,47	11,81
ANTM	Aneka Tambang Tbk	2,75	5,67	16,21	8,21
ASGR	AstraGraphiaTbk	17,64	5,04	20,63	14,44
ASH	Astra International Tbk	5,86	2,26	4,56	4,23
AUTO	Astra Otoparts Tbk	3,59	4,08	5,64	4,44
BBCA	Bank Central Asia Tbk	2,81	5,85	8,45	5,71
BBNI	Bank Negara Indonesia Tbk	13,20	8,82	4,07	8,69
BMTR	Bimantara Citra Tbk	4,24	8,36	13,68	8,76
CMNP	Citra Marga Nushapala P. Tbk	-1,53	7,85	6,13	4,15
DNKS	Dankos Laboratories Tbk	6,96	3,83	17,50	9,43
DYNA	Dynaplast Tbk	4,43	5,58	7,88	5,96
GGRM	Gudang Garam Tbk	7,97	7,65	14,23	9,95
GJTL	Gajah Tunggal Tbk	-0,35	0,19	7,82	2,55
Kode	Perusahaan	2001	2002	2003	Rerata
HMSP	HMSampoernaTbk	15,07	9,96	14,31	13,12
IDSR	Indosiar Visual Mandiri Tbk	3,39	5,34	10,06	6,26
INDF	Indofood Sukses MakmurTbk	7,67	-31,58	11,27	-4,21
INDR	Indorama Synthetics	-0,76	8,82	8,39	5,48
INTP	Indocement Tunggal Prakarsa Tbk	-40,82	2,39	11,67	-8,92
ISAT	Indosat	6,74	28,47	49,47	28,23
KLBF	Kalbe Farma	27,97	4,18	25,15	19,10
MEDC	Medco Energi Internasional Tbk	6,69	5,98	9,95	7,54
MLPL	Multipolar Corporation Tbk	4,63	15,84	20,69	13,72
MPPA	Matahari Putra Prima Tbk	11,62	12,85	11,67	12,05
NISP	Bank NISP Tbk	3,57	19,32	8,45	10,45
PNBN	Bank Pan Indonesia Tbk	500,00	26,59	10,02	178,87
RALS	Ramayana Lestari Sentosa Tbk	11,70	11,80	20,14	14,55
RMBA	Bentoel Internasional InvestamaTbk	4,26	8,35	-27,78	-5,06
SMGR	Semen Gresik (Persero) Tbk	10,28	17,99	11,67	13,31
TINS	Timah Tbk	5,88	15,40	16,81	12,69
TLKM	Telekomunikasi Indonesia	7,59	4,65	11,18	7,81
TSPC	Tempo Scan Pacific Tbk	4,61	5,87	25,68	12,05
UNTR	United Tractors Tbk	2,34	1,59	5,68	3,20
UNVR	Unilever Indonesia Tbk	14,07	14,20	139,01	55,76
	Rerata	20,90	7,99	16,05	14,98

Sumber: Indonesian Capital Market Directory 2002 dan Website BEJ <http://www.jsx.com>

b. Tingkat Inflasi

Indikator yang sering digunakan untuk mengukur tingkat inflasi adalah dengan menggunakan Indeks Harga Konsumen (IHK) Gabungan di 43 kota. Faktor-faktor yang dapat menyebabkan inflasi adalah kenaikan permintaan barang dan jasa dan biaya produksi. Inflasi merupakan suatu indikator ekonomi makro yang menggambarkan kenaikan harga barang-barang dan jasa dalam suatu periode tertentu. Bagi sebuah negara, keadaan perekonomian yang baik umumnya diwakili dengan tingkat inflasi yang relatif rendah dan terkendali. (label 5)

Pada tabel di atas terlihat tingkat inflasi tahunan selama tahun 2001-2003 menunjukkan trend menurun. Tahun 2001 inflasi tercatat 11,91 % dan tahun 2002 turun menjadi 9,62 %, bahkan tahun 2003 inflasi cukup rendah dan terkendali pada angka 4,95 %.

Secara teoritis, investasi pada saham dapat memberikan perlindungan nilai (hedge) yang baik dari pengaruh inflasi karena saham merupakan klaim terhadap asset nil. Teori tersebut dikemukakan antara lain oleh Bodie (*Common stocks as a hedge against inflation, Journal of Business*, 55, 201-231, 1977). Berdasarkan teori tersebut, tingkat pengembalian riil dari saham seharusnya tidak terpengaruh oleh perubahan harga barang dan jasa.

Index Harga Saham Gabungan pada Bursa Efek Jakarta sejak awal tahun 2001 sampai akhir tahun 2003 IHSG memperlihatkan trend menaik. Pada bulan Januari 2001 IHSG tercatat sebesar 425,6 dan pada akhir tahun 2003 IHSG membukukan kenaikan yang signifikan dalam level 752,9. Pada periode tersebut, tingkat inflasi di Indonesia juga memperlihatkan angka penurunan yang signifikan dimana pada tahun 2001 inflasi tercatat 11,9 % turun menjadi 9,6 % dan tahun 2003 inflasi cukup terkendali dan relatif rendah yaitu 4,95 %. Karena kedua hal tersebut terjadi bersamaan, keterkaitan antara inflasi dengan kenaikan IHSG menjadi hal yang menarik untuk dikaji. Hasil pengamatan selama periode 3 tahun dari tahun 2001 sampai 2003 menunjukkan apresiasi nilai IHSG berbanding terbalik dengan inflasi.

Menariknya investasi dalam bursa saham juga didorong rendahnya suku

Tabel 4 Besaran Nilai Tukar Rp/US \$ Berdasar kurs tengah Bank Indonesia

Periode	KURS	Perubahan	KURS	Perubahan	KURS	Perubahan
Jan	9.450	-	10.320	-0,008	8.876	-
Feb	9.835	0,015	10.189	-0,013	8.905	0,007
Mar	10.400	0,041	9.655	-	8.908	0,003
Apr	11.675	0,057	9.316	0,052	8.675	0,000
Mei	11.058	0,123	8.785	-	8.279	-
Jun	11.440	-	8.730	0,035	8.28	0,026
Jul	9.525	0,053	9.108	-	5	-
Agust	8.865	0,035	8.867	0,057	8.505	0,046
Sep	9.675	-0,167	9.015	-	8.535	0,001
Okt	10.435	-0,069	9.233	0,006	8.389	0,027
Nop	10.430	0,091	8.976	0,043	8.495	0,004
Des	249,15	0,079	8.940	-	8.53	-
Nilai tukar	10.265,67		9261,17		8571,17	

Sumber: Website Bank Central Indonesia: <http://www.bi.go.id>

Tabel 5 Tingkat Inflasi (Indeks harga konsumen)

Jan	222,10	0,0033	254,12	0,0199	276,33	0,0080
Feb	224,04	0,0087	257,93	0,0150	276,87	0,0020
Mar	226,04	0,0089	257,87	0,0002	276,23	-0,0023
Apr	227,07	0,0046	257,26	-	276,65	0,0015
Mei	229,63	0,0113	259,31	0,0024	277,23	0,0021
Jun	233,46	0,0167	260,25	0,0080	277,49	0,0009
Jul	238,42	0,0212	262,38	0,0036	277,58	0,0003
Agust	237,92	-0,0021	263,13	0,0082	279,92	0,0084
Sep	239,44	0,0064	264,53	0,0029	280,93	0,0036
Okt	241,06	0,0068	265,95	0,0053	282,48	0,0055
Nop	245,18	0,0171	270,87	0,0054	285,32	0,0101
Des	249,15	0,0162	274,13	0,0185	287,99	0,0094
Inflasi		0,1191		0,0962		0,0495

Sumber: Website Bank Central Indonesia: <http://www.bi.go.id>

bunga penyimpanan di perbankan. Suku bunga penyimpanan tersebut dilihat dari dua aspek, yaitu nominal dan riil. Suku bunga penyimpanan nominal adalah suku bunga penyimpanan perbankan yang dipublikasikan oleh bank-bank setiap harinya, sedangkan suku bunga penyimpanan riil adalah suku bunga nominal dikurangi dengan laju inflasi pada saat yang bersangkutan.

Secara teoritis, apabila suku bunga penyimpanan riil di suatu negara mengalami penurunan, maka investasi di bursa saham menjadi lebih menarik

karena investor cenderung untuk mencari tingkat pengembalian yang lebih tinggi. Kinerja bursa saham di Indonesia seperti yang diungkapkan oleh Fama (1981) di mana kinerja positif dari investasi pada saham cenderung didorong oleh tingkat inflasi yang terkendali dan meningkatnya aktivitas ekonomi riil.

Beta Saham

Koefisien beta (b) saham merupakan ukuran risiko yang berasal dari hubungan antara tingkat keuntungan suatu saham dengan pasar. Beta mengukur sampai

sejauh mana harga saham individu turun naik bersamaan dengan turun dan naiknya harga pasar,

Beta ditentukan dengan menggunakan model indeks tunggal (model pasar), yang diperoleh dari persamaan regresi linier sederhana antara tingkat keuntungan suatu saham (R) dan tingkat keuntungan indeks pasar (RJ (Suad Husnan, 1994: 98), dengan asumsi model ini valid untuk Bursa Efek Jakarta, dengan persamaan sbb.: $R = a_i + a \cdot R_m + e$.

Variabel R. adalah *average return* saham individual yang diperoleh dengan menghitung selisih antara harga saham i pada waktu t (bulan depan) dengan harga saham i pada waktu t-1 (bulan ini), dibagi dengan dengan *hargasaham* i pada waktu t-1 (bulan ini). Variabel R_m adalah *return* market yang diperoleh dengan *index* harga saham gabungan (IHSG) dikurangi IHSG t-1 dibagi IHSG t-1. Beta (a) menunjukkan slope garis regresi yang mengindikasikan sensitivitas *return* saham individual terhadap *return* pasar. Beta saham individu yang tergabung dalam LQ45 dengan periode penaksiran Januari 2001 sampai dengan Januari 2004 dengan menggunakan data bulanan adalah sebagai berikut : (Tabel 6)

Tabel 6 Indeks Beta Saham Individu

Perusahaan	Beta	perusahaan	Beta
AALI	1,305	INTP	1,088
ANTM	1,412	ISAT	1,416
ASGR	1,490	KLBF	1,263
ASH	1,962	MEDC	0,571
AUTO	1,270	MLPL	1,137
BBCA	0,603	MPPA	1,040
BBNI	0,974	NISP	0,863
BMTR	0,929	PNBN	1,587
CMNP	0,943	RALS	1,128
DNKS	1,126	RMBA	0,821
DYNA	1,245	SMGR	1,291
GGRM	1,263	TINS	1,877
GJTL	1,708	TLKM	1,147
HMSP	1,110	TSPC	1,131
IDSR	0,797	UNTR	1,927
INDF	1,167	UNVR	0,628
INDR	1,478		

Sumber: Hasil olah data

Nilai beta saham untuk 33 perusahaan terpilih adalah >0 , beta saham Medco Energi International merupakan terkecil yaitu 0,571, sedangkan terbesar 1,962 yaitu beta saham Astra International. Saham dengan beta lebih besar dari 1 termasuk saham agresif yaitu saham yang sangat peka terhadap perubahan pasar dan saham yang mempunyai beta kurang dari 1 disebut sebagai saham yang *defensive*. (Tabel 7)

Tabel 7 Besaran beta tahunan

> , , Beta, , .	Besaran
Beta Tahun 2001	1,305
Beta Tahun 2002	1,265
Beta Tahun 2003	1,130
Rata-rata Beta 3 Tahun	1,203

Sumber: Hasil olah data

Tabel di atas menunjukkan bahwa besaran rata-rata beta selama 3 tahun adalah sebesar 1,203, dengan kecenderungan penurunan beta sejak tahun 2001 s/d 2003. Dari hasil pengamatan menunjukkan bahwa R_{IHSG} berbanding lurus dengan *return* saham, hal ini menunjukkan bahwa perubahan IHSG akan diikuti oleh perubahan saham individu pada LQ 45.

Kebenaran hasil studi empiris ini didukung oleh hubungan rasionalitas dengan alasan bahwa tingkat pengembalian pasar yang dihitung dengan IHSG merefleksikan tingkat pengembalian saham secara keseluruhan di BEJ. Makin tinggi tingkat pengembalian saham secara individu mempunyai ketergantungan statistik yang searah. Dominan pengaruh variabel IHSG membuktikan bahwa investor sangat memperhatikan gerakan IHSG. Hasil penelitian ini memperkuat hasil observasi King di SP 500 indeks yang dinyatakan oleh Fischer dan Jordon (1995) dan Rustam 1997. Hasil penelitian ini

mengandung makna bahwa keadaan pasar yang sedang optimis ada kecenderungan naiknya indeks pasar, para investor akan melakukan aksi beli pada hari ini untuk mengharapkan keuntungan dari penjualan saham pada harga yang lebih tinggi berikutnya. Sebaliknya jika tingkat 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. Penjelasan ini 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 investor dengan motif mencegah kerugian karena menurunnya indeks pasar.

Tingkat Pengembalian Saham Individu

Tingkat pengembalian saham individu diperoleh dengan menghitung selisih antara harga saham i pada waktu t (bulan depan) dengan harga saham i pada waktu t-1 (bulan ini), dibagi dengan dengan harga saham i pada waktu t-1 (bulan ini) selama periode Januari 2001 s/d Desember 2003. (Tabel 8)

Analisis Data

Pengaruh Faktor Fundamental terhadap Tingkat Pengembalian Saham Individu a. Uji **Autokorelasi**

Untuk melihat ada tidaknya autokorelasi pada time series data, maka digunakan uji durbin watson menunjukkan bahwa : $0 < D(1,394) < 4-d(2,794)$:HO diterima

Dengan diterimanya HO berarti tidak ada autokorelasi pada time series data. b. Uji

multikolinieritas

Untuk melihat ada tidaknya multi-

kolinieritas sempurna yang menyebabkan penaksiran koefisien regresi tidak dapat ditentukan kesalahan bakunya tidak terhingga, maka digunakan uji multikolinieritas yang menunjukkan bahwa :

Tolerance	VIF
0,996	1,004
0,996	1,004

Variabelbebas

PER EPS

Hasil di atas menunjukkan bahwa nilai VIF tidak lebih dari 10 (Gujarati, 2003) sehingga tidak terdapat multikolinieritas antar variabel bebasnya. c. Uji Persamaan regresi

Analisis persamaan regresi adalah : $Y : 0,041 + 0,0002X1 + 0,000X2 + e$ $R^2 : 0,043$

t hitung : (1,972) (0,809)
sig t : (0,052) (0,420)
F hitung : 2,176 sig F : 0,119

Dimana :

X1 = *Price earning ratio*
X2 = *Earning per share*

- Koefisien regresi variabel X1 bertanda positif, menunjukkan adanya hubungan positif dari *price earning ratio* yang menyebabkan kenaikan terhadap tingkat pengembalian saham individu. Hal ini karena PER merupakan indikator perkembangan atau pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang (*prospects of the firm*). *Price earning ratio* memiliki hubungan positif dengan harga saham khususnya perusahaan. PER juga merupakan salah satu tolok ukur keberhasilan suatu perusahaan, sehingga semakin tinggi PER maka semakin tinggi pula harga saham begitu juga *return* perusahaan. • Koefisien regresi variabel X2 bertanda positif, menunjukkan adanya hubungan positif dari *earning per share* yang menyebabkan kenaikan terhadap tingkat pengembalian saham individu. Hal ini karena *earnings per share* menggambarkan jumlah rupiah yang diperoleh untuk setiap lembar saham biasa. Berdasarkan hasil perhitungannya koefisien determinasi R^2 adalah 1, maka model persamaan tersebut

dapat menjelaskan variasi tingkat pengembalian saham sebesar 4,30%, sedangkan sisanya sebesar 95,70% diterangkan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model persamaan tersebut di atas.

Berdasarkan sig F sebesar 0,119 lebih besar dari a 0,05 maka menolak H1, yaitu faktor fundamental (PER dan EPS) tidak berpengaruh secara simultan terhadap tingkat pengembalian investasi saham individu.

Berdasarkan sig t X1 (0,042) lebih kecil dari a 0,05, maka menolak H0, yaitu faktor fundamental (PER), berpengaruh secara parsial terhadap tingkat pengembalian investasi saham individu, tetapi EPS tidak berpengaruh nyata terhadap tingkat pengembalian saham karena sig t X2 (0,809) lebih besar dari a 0,05 meski-pun koefisien regresi menunjukkan hasil yang positif.

Berdasarkan hasil perhitungan tersebut di atas, menunjukkan bahwa faktor fundamental yang diwakili oleh EPS dan PER tidak cukup untuk mempengaruhi besarnya perubahan saham individu (*return* saham) kecuali didukung oleh faktor-faktor lain.

Pengaruh Faktor Ekonomi Makro terhadap Tingkat Pengembalian Saham Individu a. Uji Autokorelasi

Untuk melihat ada tidaknya autokorelasi pada time series data, maka digunakan uji Durbin Watson menunjukkan bahwa :

- $D(1,886) < 4-d(2,794) : H_0$ diterima

Dengan diterimanya H0 berarti tidak ada autokorelasi pada time series data, b.

Uji multikolinieritas

Untuk melihat ada tidaknya multi kolinieritas sempurna yang menyebabkan penaksiran koefisien regresi tidak dapat ditentukan kesalahan bakunya tidak terhingga, maka digunakan uji multi kolinieritas yang menunjukkan bahwa :

Variabelbebas	Tolerance	VIF
IHK	0,107	9,328
Nilai Tukar Rp/US\$	0,107	9,328

Hasil di atas menunjukkan bahwa nilai VIF lebih kecil dari 10,00 (Gujarati, 2003) sehingga terdapat multikolinieritas antar variabel bebasnya.

c. Uji Persamaan Regresi

Analisis persamaan regresi adalah:

$Y : -0,384 - 0,022X1 + 0,000X2 + e$

t hitung : (-5,528) (3,827)

sig t : (0,000) (0,000)

F hitung : 27,223 sig F : 0,000

R 0,362

Dimana :

X1 : IHK

X2 : Nilai tukar Rp/US \$

- i Koefisien regresi variabel X1 bertanda negatif, menunjukkan adanya hubungan negatif dari tingkat inflasi terhadap *return* harga saham secara individu sebesar 0,022. Hal ini menunjukkan untuk bulan Januari 2001 sampai dengan Desember 2003 menunjukkan pola yang konsisten karena secara umum terjadi pola hubungan negatif antara tingkat inflasi dengan tingkat pengembalian investasi saham yang dapat disebabkan oleh meningkatnya ongkos produksi sehingga menurunkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kebutuhan masyarakat sebagai akibatnya menurunkan penawaran agregat, dan juga terdapat kemungkinan perusahaan harus berproduksi melebihi kapasitas normalnya karena adanya permintaan agregat tetapi peningkatan ongkos untuk berproduksi lebih besar jika dibandingkan dengan kenaikan permintaannya. Seluruh keadaan sebagaimana dijelaskan tersebut berpengaruh negatif terhadap IHSG dan terhadap indeks harga saham individu.
- Koefisien regresi variabel X2 bertanda positif, menunjukkan adanya hubungan positif dari nilai tukar yang menyebabkan kenaikan sebesar 0,000 terhadap tingkat pengembalian saham individu. Secara teori menunjukkan merosotnya nilai tukar rupiah merefleksikan menurunnya permintaan masyarakat internasional terhadap mata uang ini karena menurunnya peranan ekonomi nasional, atau karena permintaan US\$ oleh masyarakat karena peranannya sebagai alat pembayaran internasional. Penjelasan tersebut menunjukkan bahwa merosotnya nilai tukar rupiah menunjukkan kepada merosotnya