

## BAB 4

### ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Pada bab ini akan diuraikan analisis data penelitian, interpretasi dan pembahasan hasil penelitian mengenai pengaruh faktor-faktor fundamental yang dikaji terhadap harga saham. Sesuai dengan teknik ekonometrika pada bab sebelumnya, analisis dan pembahasan ini adalah berdasarkan hasil keluaran komputerisasi *SPSS* versi 16 dan *EViews* versi 5 dan 6 pada komputer bersistem operasi *Windows XP Service Pack 3*.

#### 4.1 Pemodelan Hasil Regresi Linier dengan *OLS*

Sebagaimana yang dikemukakan pada bab sebelumnya mengenai fungsi harga saham dalam penelitian ini, yaitu:  $P_0 = f(\text{DER, ROE, PBV, BETA, IHSS, IHSG, INFL, M2, SBI})$ , maka secara sederhana pemodelan yang terbentuk adalah:

$$P_0 = b_0 + b_1 \text{DER} + b_2 \text{ROE} + b_3 \text{PBV} + b_4 \text{IHSG} + b_5 \text{IHSS} + b_6 \text{BETA} + b_7 \text{INFL} + b_8 \text{M2} + b_9 \text{SBI} + e \quad (4.1)$$

Dimana:

$P_0$  = Nilai intrinsik atau Harga Saham (*Rp*)

$b_0$  = *intercept*

$b_{1..9}$  = *slope*

$e$  = *error*

DER = *Debt to Equity Ratio (X)*

ROE = *Return On Equity (%)*

PBV = *Price to Book Value(X)*

BETA = Beta saham atau besaran risiko sistematis (*X*)

IHSS = Indeks Harga Saham Sektoral (*X*)

IHSG = Indeks Harga Saham Gabungan (*X*)

INFL = Tingkat Laju Inflasi (%)

M2 = *Broad Money Supply* atau jumlah uang beredar (*Rp* dalam milyar)

SBI = Tingkat Suku Bunga Sertifikat Bank Indonesia (%)

Untuk menjawab pertanyaan penelitian (*research question*) yang diajukan pada bab sebelumnya, dimana mengevaluasi keterkaitan kondisi kinerja perusahaan, industri dan makroekonomi terhadap harga saham dapat dilakukan dengan pemodelan terpisah. Maksudnya pemodelan harga saham dalam penelitian ini dapat dilakukan dengan 2 metoda pemodelan, yaitu *Common Ordinary Least Squares (OLS)* dan *Fixed Effect Methods (FEM)*.

Sebagaimana diketahui bahwa yang mendasari metoda OLS adalah asumsi yang mengatakan bahwa semua koefisien (*slope* maupun *intercept*) adalah konstan (atau sama) antar individu (emiten) maupun waktu, sedangkan metoda FEM tidaklah sedemikian. Metoda FEM dilakukan jika hasil dari metoda OLS untuk *pooling data* penelitian adalah *invalid* (tidak berlaku / tidak sah).

Metoda OLS dalam penelitian ini berdasarkan 4 (empat) pemodelan, yakni mengenai model harga saham yang terkait dengan kondisi kinerja perusahaan disebut sebagai model OLS 1, yang terkait dengan kondisi industri disebut sebagai model OLS 2, yang terkait dengan kondisi makroekonomi disebut sebagai model OLS 3, sedangkan untuk yang terkait dengan kondisi kinerja perusahaan, industri dan makroekonomi disebut sebagai model OLS 4. Dari 4 (empat) pemodelan tersebut dipilih yang terbaik, yang kemudian perlu dilakukan analisis kemungkinan *intercept* dan *slope* (Gujarati, h.640).

Estimasi dari fungsi  $P_0$  (nilai intrinsik saham) tergantung dengan asumsi yang ditentukan mengenai koefisien *intercept*, *slope* dan terminologi kesalahan (*error terms*). Dimana *intercept* dan *slope* dapat dianggap konstan namun dapat pula dianggap berbeda sesuai perbedaan individu (emiten) dalam periode penelitian.

Metoda *Common Ordinary Least Squares (OLS)* yang digunakan pada penelitian ini adalah berdasarkan asumsi bahwa semua koefisien (*intercept* dan *slope*) adalah konstan antar individu (emiten) maupun waktu, hal ini sesuai dengan salah satu asumsi *Fixed Effect Methods (FEM)*, yakni asumsi ke-1 (satu). Dimana *pooling data* penelitian (10 emiten), disusun berdasarkan 84 observasi (84 bulan / 7 tahun / 14 periode) untuk setiap perusahaan diatas satu dan yang lainnya, sehingga memberikan

semua 840 observasi untuk setiap variabel yang ada di model. Sebagaimana disebutkan, hasil regresi metoda OLS ini dibuat menjadi 4 model dengan bantuan program komputer SPSS versi 16.0 *for Windows*.

Analisis kemungkinan lain dari berbagai asumsi yang ada untuk *Fixed Effect Methods (FEM)* perlu dilakukan lebih lanjut guna menemukan model terbaik untuk hasil penelitian. Oleh karena itu model *FEM 1*, *FEM 2*, *FEM 3* dan *FEM 4* dibentuk dengan metoda *Fixed Effect Method (FEM)* sebagai perbandingan dari hasil pilihan yang terbaik dari metoda *Common Ordinary Least Square (OLS)*.

Jika berdasarkan pengujian kelayakan model menyatakan model *FEM* yang terbaik, maka model *FEM* yang akan digunakan sebagai hasil kesimpulan penelitian dan jika berdasarkan pengujian kelayakan model menyatakan model *OLS* yang terbaik, maka model *OLS* yang akan digunakan sebagai hasil kesimpulan penelitian.

Dengan demikian, pemilihan model terbaik adalah berdasarkan 8 model penelitian, dimana 4 model berasal dari model *OLS* (sesuai asumsi *FEM* koefisien *intercept* dan *slope* konstan), dan 4 model lainnya berasal dari model *FEM* (d disesuaikan dengan berbagai asumsi yang mungkin, untuk mendapatkan hasil regresi atau pemodelan terbaik).

Perlu diketahui bahwa pemilihan model yang terbaik berdasarkan data panel (*pooled data*) ini tidak ditindak lanjuti dengan penelitian menggunakan metoda *Random Effect Methods (REM)*, disebabkan data panel dalam penelitian ini memiliki jumlah individu (*N*) lebih sedikit berbanding jumlah waktu (*T*). Metoda *Random Effect Methods* lebih bijaksana dilakukan jika jumlah individu lebih banyak berbanding jumlah waktu.

Berdasarkan teknik ekonometrika dengan pemodelan hasil regresi linier berganda yang dihasilkan dari data panel selama 14 periode (84 bulan), yaitu dimulai pada bulan Juli 2000 sampai dengan bulan Juni 2007 dengan jumlah emiten yang diteliti adalah 10 emiten, maka jumlah observasinya adalah 840 ( $N=840$ ).

Hasil pemodelan fungsi  $P_0$  (nilai intrinsic saham atau harga saham) berdasarkan faktor-faktor fundamental yang diteliti dengan *software SPSS* versi 16.0 *for Windows* untuk metoda OLS adalah sebagai berikut:

**Model OLS 1** – Pengaruh Kinerja Perusahaan terhadap Harga Saham:

Harga Saham ( $P_0$ ) = 1804,644 - 54,036 DER + 3,739 ROE + 8,241 PBV

SE (87,376) (15,573) (0,958) (14,152)

$R^2 = 16,6\%$

**Tabel 4.1 Model Summary untuk Model OLS 1**

Model Summary <sup>b</sup>										
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
1	.407 <sup>a</sup>	.166	.163	2068,045637	.166	55,297	3	836	.000	1,611

a. Predictors: (Constant), pbv, roe, der  
b. Dependent Variable: harga

Sumber: Output Software SPSS 16.0 for Windows

Model OLS 1 menunjukkan bahwa kondisi kinerja perusahaan terhadap harga saham memang mempengaruhi (lihat tabel 4.1), hal ini berarti sesuai dengan teori analisis fundamental; dimana *t-stat* menunjukkan bahwa DER *statistically significant* berbanding terbalik dengan harga saham, sedangkan ROE dan PBV berbanding lurus dengan harga saham.

Dengan hanya menggunakan model OLS 1 ini, pertanyaan penelitian belum dapat terjawab. Namun demikian model OLS 1 ini dapat dijadikan model untuk menjawab sebagian pertanyaan penelitian apabila uji kelayakan dan uji signifikansi model terpenuhi.

**Tabel 4.2 Output Regresi Linier Berganda Kondisi Kinerja Perusahaan**

Coefficients <sup>a</sup>													
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95% Confidence Interval for B		Correlations			Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound	Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF
1	(Constant)	1356.692	87.376		15.527	.000	1185.189	1528.194					
	der	-89.371	15.573	-.191	-5.739	.000	-119.937	-58.805	-.076	-.195	-.181	.901	1.110
	roe	3.321	.958	.113	3.467	.001	1.441	5.201	.101	.119	.110	.943	1.060
	pbv	170.495	14.152	.391	12.048	.000	142.718	198.272	.357	.385	.381	.947	1.056

a. Dependent Variable: harga

Sumber: Output Software SPSS 16.0 for Windows

**Model OLS 2 – Pengaruh Kondisi Industri terhadap Harga Saham:**

Harga Saham ( $P_0$ ) = 525,542 – 620,857 BETA + 3,658 IHSS + 1,610 IHSG

SE (158,852) (75,976) (0,343) (0,153)

$R^2 = 47,8\%$

**Tabel 4.3 Model Summary untuk Model OLS 2**

Model Summary <sup>b</sup>										
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
1	.691 <sup>a</sup>	.478	.476	1636.124938	.478	254.897	3	836	.000	1.870

a. Predictors: (Constant), ihsg, beta, ihss  
b. Dependent Variable: harga

Sumber: Output Software SPSS 16.0 for Windows

Model OLS 2 menunjukkan bahwa kondisi industri terhadap harga saham memang mempengaruhi (lihat tabel 4.3), hal ini berarti sesuai dengan teori analisis fundamental; dimana *t-stat* menunjukkan bahwa BETA *statistically significant* berbanding terbalik dengan harga saham, sedangkan IHSG dan IHSS berbanding lurus dengan harga saham.

Dengan hanya menggunakan model OLS 2 ini, pertanyaan penelitian belum dapat terjawab. Namun demikian model OLS 2 ini dapat dijadikan

model untuk menjawab sebagian pertanyaan penelitian apabila uji kelayakan dan uji signifikansi model terpenuhi.

**Tabel 4.4 Output Regresi Linier Berganda Kondisi Industri**

Coefficients <sup>a</sup>														
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95% Confidence Interval for B		Correlations			Collinearity Statistics		
		B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound	Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF	
1	(Constant)	525.542	158.852		3.308	.001	213.747	837.338						
	beta	-620.857	75.976	-.210	-8.172	.000	-769.982	-471.732	-.302	-.272	-.204	.944	1.059	
	ihss	3.658	.343	.354	10.665	.000	2.984	4.331	.615	.346	.267	.566	1.766	
	ihsg	1.610	.153	.341	10.490	.000	1.309	1.911	.576	.341	.262	.591	1.692	

a. Dependent Variable: harga

Sumber: Output Software SPSS 16.0 for Windows

**Model OLS 3 – Pengaruh Kondisi Makroekonomi terhadap Harga Saham:**

Harga Saham ( $P_0$ ) = 3268,951 + 178,395 INFL + 0,240 M2 – 289,165 SBI

SE (454,191) (27,609) (0,368) (29,056)

$R^2 = 10,8\%$

**Tabel 4.5 Model Summary untuk Model OLS 3**

Model Summary <sup>b</sup>										
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
1	.328 <sup>a</sup>	.108	.104	2138.780658	.108	33.572	3	836	.000	1.382

a. Predictors: (Constant), sbi, m2, infl  
b. Dependent Variable: harga

Sumber: Output Software SPSS 16.0 for Windows

Model OLS 3 menunjukkan bahwa kondisi makroekonomi terhadap harga saham memang mempengaruhi (lihat table 4.5), hal ini berarti sesuai dengan teori analisis fundamental; dimana *t-stat* menunjukkan bahwa SBI *statistically significant* berbanding terbalik dengan harga saham, sedangkan INFL berbanding lurus dengan harga saham.

Dengan hanya menggunakan model OLS 3 ini, pertanyaan penelitian belum dapat terjawab. Namun demikian model OLS 3 ini dapat dijadikan model untuk menjawab sebagian pertanyaan penelitian apabila uji kelayakan dan uji signifikansi model terpenuhi.

**Tabel 4.6 Output Regresi Linier Berganda Kondisi Makroekonomi**

Coefficients <sup>a</sup>														
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95% Confidence Interval for B		Correlations			Collinearity Statistics		
		B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound	Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF	
1	(Constant)	3268.951	454.191		7.197	.000	2377.462	4160.439						
	infl	178.395	27.609	.279	6.461	.000	124.204	232.587	.001	.218	.211	.575	1.740	
	m2	.240	.368	.021	.651	.515	-.482	.962	.042	.023	.021	.994	1.006	
	sbi	-289.165	29.056	-.429	-9.952	.000	-346.196	-232.133	-.248	-.325	-.325	.575	1.738	

a. Dependent Variable: harga

Sumber: Output Software SPSS 16.0 for Windows

**Model OLS 4** – Pengaruh Kinerja Perusahaan, Kondisi Industri, Kondisi Makroekonomi secara bersama-sama terhadap Harga Saham:

$$\text{Harga Saham } (P_0) = 118,271 - 44,032 \text{ DER} + 1,734 \text{ ROE} + 81,008 \text{ PBV}$$

$$SE \quad (412,040) \quad (12,194) \quad (0,742) \quad (11,792)$$

$$- 471,724 \text{ BETA} + 3,452 \text{ IHSS} + 1,579 \text{ IHSG}$$

$$SE \quad (77,137) \quad (0,336) \quad (0,179)$$

$$- 20,470 \text{ INFL} - 0,214 \text{ M2} + 38,717 \text{ SBI}$$

$$SE \quad (23,023) \quad (0,274) \quad (27,543)$$

$$R^2 = 51,1\%$$

**Tabel 4.7 Model Summary untuk Model OLS 4**

Model Summary <sup>b</sup>										
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
1	.715 <sup>a</sup>	.511	.506	1589.150026	.511	96.302	9	830	.000	2.097

a. Predictors: (Constant), sbi, m2, der, beta, roe, ihss, pbv, infl, ihsg  
b. Dependent Variable: harga

Sumber: Output Software SPSS 16.0 for Windows

Model OLS 4 menunjukkan bahwa kondisi kinerja perusahaan, industri dan makroekonomi terhadap harga saham memang mempengaruhi, hal ini berarti sesuai dengan teori analisis fundamental; dimana *t-stat* menunjukkan bahwa hanya variabel DER dan BETA *statistically significant* berbanding terbalik dengan harga saham, sedangkan ROE, PBV, IHSG, dan IHSS berbanding lurus dengan harga saham.

Berdasarkan model OLS 4 ini, maka variabel INFL, M2 dan SBI tidak *statistically significant* berpengaruh terhadap harga-harga saham yang secara konsisten berada di *Jakarta Islamic Index* (JII) selama 14 periode, dari bulan Juli 2000 sampai dengan Juni 2007. Pada dasarnya dengan menggunakan model OLS 4 ini, dimana memiliki  $R^2$  tertinggi dari 4 model yang diteliti, yakni memiliki  $R^2=51,1\%$  maka seluruh pertanyaan penelitian dapat terjawab, namun perlu dilakukan pengujian kelayakan dan signifikansi model lebih lanjut dan membandingkan dengan hasil pemodelan *Fixed Effect Method* (FEM) untuk mendapatkan model terbaik dalam penelitian ini sehingga lebih realistis untuk dapat digunakan dalam mengevaluasi harga saham *Jakarta Islamic Index* (JII) pada periode Juli 2000 sampai dengan Juni 2007.

**Tabel 4.8 Output Regresi Linier Berganda Kondisi Kinerja Perusahaan, Industri dan Makroekonomi**

Coefficients <sup>a</sup>													
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95% Confidence Interval for B		Correlations			Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound	Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF
1	(Constant)	118.271	412.040		.287	.774	-690.491	927.033					
	der	-44.032	12.194	-.094	-3.611	.000	-67.967	-20.097	-.076	-.124	-.088	.868	1.153
	roe	1.734	.742	.059	2.338	.020	.278	3.190	.101	.081	.057	.929	1.076
	pbv	81.008	11.792	.186	6.870	.000	57.862	104.153	.357	.232	.167	.806	1.241
	beta	-471.724	77.137	-.160	-6.115	.000	-623.129	-320.318	-.302	-.208	-.148	.864	1.158
	ihss	3.452	.336	.334	10.283	.000	2.793	4.111	.615	.336	.250	.558	1.794
	ihsg	1.579	.179	.334	8.811	.000	1.227	1.931	.576	.292	.214	.409	2.444
	infl	-20.470	23.023	-.032	-.889	.374	-65.661	24.721	.001	-.031	-.022	.456	2.192
	m2	-.214	.274	-.019	-.782	.435	-.752	.324	.042	-.027	-.019	.989	1.011
	sbi	38.717	27.543	.057	1.406	.160	-15.345	92.779	-.248	.049	.034	.354	2.829

a. Dependent Variable: harga

Sumber: Output Software SPSS 16.0 for Windows



## 4.2 Pengujian Model OLS

Sebelum dilakukan pengujian regresi (uji hipotesis) untuk menguji kelayakan model, terlebih dahulu dilakukan uji signifikansi model yang digunakan dalam penelitian. Kemudian dilanjutkan dengan interpretasi model.

### 4.2.1 Uji Kelayakan Model

#### 4.2.1.1 Uji Multikolinearitas

Multikolinearitas menunjukkan bahwa antara variable independent mempunyai hubungan langsung (berkorelasi). Multikolinearitas terjadi jika nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) melebihi 5 (Ghozali, 2002). Langkah-langkah pengujian multikolinearitas:

1. Perumusan Hipotesa:

$H_0$ : Tidak ada multikolinearitas

$H_1$ : Ada multikolinearitas

2. Dasar Pengambilan Keputusan :

Jika  $VIF > 5$ , maka  $H_0$  ditolak (ada multikolinearitas)

Jika  $VIF < 5$ , maka  $H_0$  diterima (tidak ada multikolinearitas)

Dari hasil pengolahan data statistik diperoleh tabel pengujian multikolinearitas sebagai berikut:

**Tabel 4.9 Hasil Uji Multikolinearitas Pemodelan OLS**

Variabel	VIF <sub>1</sub>	VIF <sub>2</sub>	VIF <sub>3</sub>	VIF <sub>4</sub>
DER	1,0110	-	-	1,153
ROE	1,060	-	-	1,076
PBV	1,056	-	-	1,241
BETA	-	1,059	-	1,158
IHSS	-	1,766	-	1,794
IHSG	-	1,692	-	2,444
INFL	-	-	1,740	2,192
M2	-	-	1,006	1,011
SBI	-	-	1,738	<b>2,829</b>

Sumber : Data diolah (lihat lampiran)

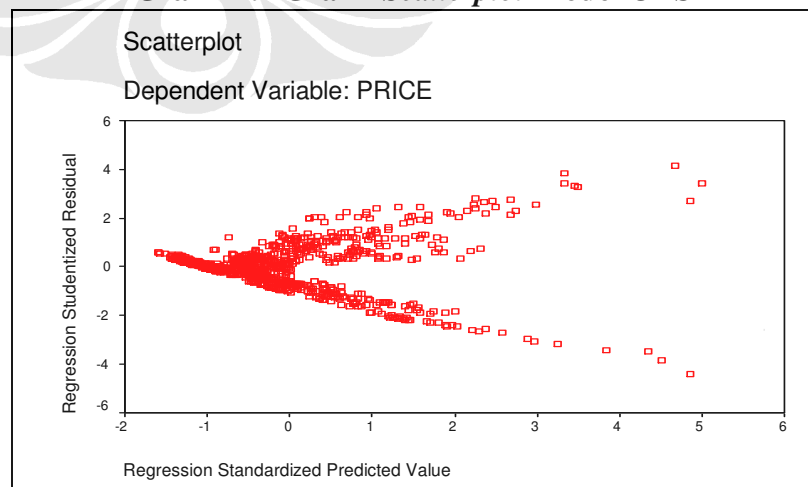
Berdasarkan tabel 4.9, diketahui bahwa tidak terdapat multikolinieritas pada seluruh model tersebut. SBI memiliki nilai VIF tertinggi dan M2 memiliki nilai VIF terendah. Seluruh model dianggap baik, kemudian perlu dilanjutkan dengan pengujian selanjutnya.

#### 4.2.1.2 Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas menunjukkan bahwa varians dari setiap *error* bersifat heterogen yang berarti melanggar asumsi klasik yang mensyaratkan bahwa varians dari *error* harus bersifat homogen.

Salah satu asumsi yang harus dipenuhi agar taksiran parameter dalam model regresi bersifat BLUE, maka  $var(u_i)$  harus sama dengan  $\sigma^2$  (konstan), atau dengan kata lain, semua residual atau *error* mempunyai varian yang sama. Kondisi seperti itu disebut dengan homoskedastis. Sedangkan bila varian tidak konstan atau berubah-ubah disebut dengan heteroskedastis. Heteroskedastisitas banyak ditemui pada data *cross section*, karena pengamatan dilakukan pada individu yang berbeda pada saat yang sama. Akan tetapi heteroskedastisitas tidak ada dalam data *time series*, sebagaimana hasil *output* SPSS dibawah ini untuk Model OLS 4:

**Grafik 4.1 Grafik Scatterplot Model OLS4**



Sumber : Output SPSS 16.0 for Windows (lihat lampiran)

Berdasarkan grafik 4.1 terlihat bahwa data (titik-titik) menyebar secara acak baik diatas maupun di bawah angka nol dan tidak berpola, maka model regresi tersebut lolos dari uji heteroskedastisitas.

#### 4.2.1.3 Uji Autokorelasi

Otokorelasi atau autokorelasi (*autocorrelation*) menunjukkan bahwa ada korelasi antara *error* dengan *error* periode sebelumnya dimana pada asumsi klasik hal ini tidak boleh terjadi.

Uji autokorelasi dilakukan dengan menggunakan *Durbin Watson*. Langkah-langkah pengujian autokorelasi dilakukan sebagai berikut:

1. Perumusan hipotesa :

$H_0$ : tidak ada autokorelasi

$H_1$ : ada autokorelasi

2. Landasan keputusan adalah sesuai tabel 4.10:

**Tabel 4.10 Uji Durbin Watson**

Hipotesa Nol ( $H_0$ )	Keputusan	Kriteria
Tidak ada autokorelasi positif	$H_0$ ditolak	$0 < d < d_L$
Tidak ada autokorelasi positif	tidak ada keputusan	$d_l \leq d \leq d_u$
Tidak ada autokorelasi negatif	$H_0$ ditolak	$4-d_l < d < 4$
Tidak ada autokorelasi negatif	tidak ada keputusan	$4-d_u \leq d \leq 4-d_l$
Tidak ada autokorelasi	$H_0$ diterima	$d_u < d < 4-d_u$

Sumber : *Basic Econometrics, Gujarati (2003)*

**Tabel 4.11 Hasil Uji Autokorelasi (N = 840)**

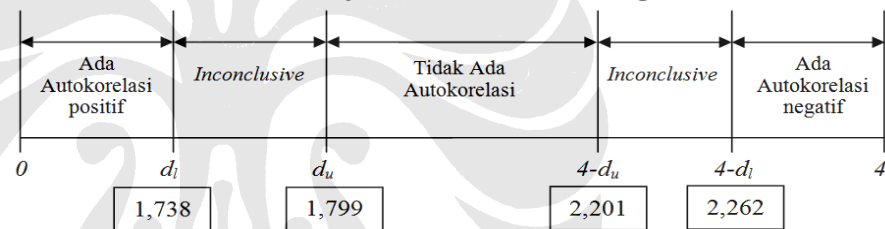
Model	$d_l$	$d_u$	$4-d_u$	$4-d_l$	DW	Kesimpulan
1 ( $k'=3$ )	1,738	1,799	2,201	2,262	1,267	Terdapat autokorelasi +
2 ( $k'=3$ )	1,738	1,799	2,201	2,262	1,870	Tidak ada autokorelasi
3 ( $k'=3$ )	1,738	1,799	2,201	2,262	1,382	Terdapat autokorelasi +
4 ( $k'=9$ )	1,675	1,863	2,137	2,325	1,901	Tidak ada autokorelasi

Sumber : *Data diolah (lihat lampiran)*

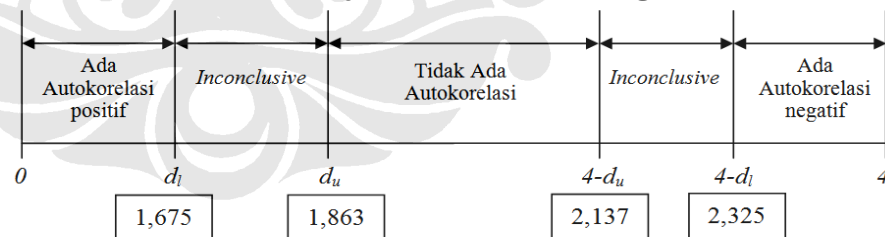
Berdasarkan hasil uji Autokorelasi dengan uji *Durbin Watson*, diketahui hanya model OLS 2 dan 4 yang tidak ada autokorelasi, sedangkan model OLS 1 dan 3 menunjukkan adanya autokorelasi positif. Model OLS ke-4 ( $k'=9$ ) memiliki nilai  $DW = 1,901$  terletak diantara 1,863 dan 2,137 ( $d_u < DW < 4-d_u$ ), sehingga dinyatakan tidak terdapat autokorelasi dalam pemodelan OLS 4.

Berbanding dengan  $R^2$  yang dimiliki model OLS 2 yaitu sebesar 0,478 sedangkan  $R^2$  model OLS 4 yaitu sebesar 0,485 maka model OLS 4 yang dianggap sebagai model terbaik, sehingga pengujian lebih lanjut hanya dilakukan pada model OLS ke-4.

**Gambar 4.1 Uji Durbin Watson dengan  $k'=3$**



**Gambar 4.2 Uji Durbin Watson dengan  $k'=9$**



Dengan demikian model ke-4 ini akan digunakan sebagai perbandingan dengan model *Fixed Effect Method (FEM)*, model yang terbaik akan digunakan sebagai dasar kesimpulan pada penelitian ini untuk menjawab seluruh pertanyaan penelitian.

#### 4.2.1.4 Uji Normalitas

Sebagaimana diketahui, uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel terikat dan variabel bebas keduanya mempunyai distribusi normal atau tidak (Ghozali, 2001).

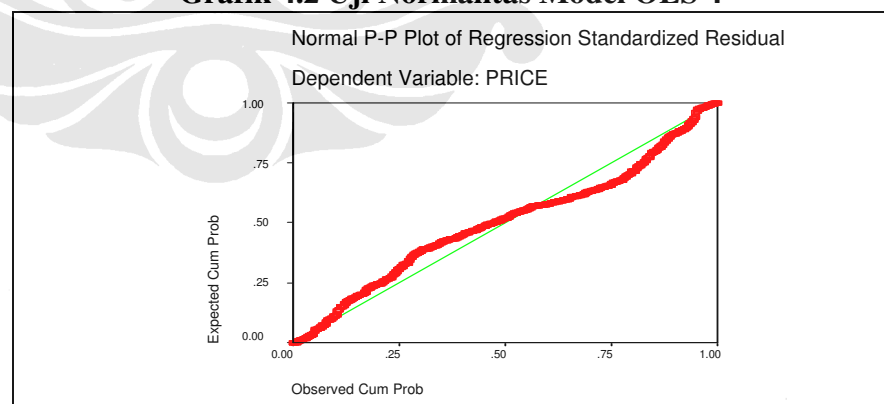
Untuk melakukan uji normalitas data digunakan pengujian dengan **Grafik Normal P-Plot**, yang pada prinsipnya normalitas dapat dideteksi dengan melihat penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal dari grafik normal.

Dasar pengambilan keputusannya dilakukan dengan kriteria sebagai berikut :

- Jika data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonalnya, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas.
- Jika data menyebar jauh dari garis diagonal dan/atau tidak mengikuti arah garis diagonal, maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas.

Berikut ini hasil pengujian normalitas dengan menggunakan grafik *Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual*:

**Grafik 4.2 Uji Normalitas Model OLS 4**



Sumber : Data diolah (lihat lampiran)

Dilihat dari grafik normalitas pada grafik 4.12 (*Normal P-Plot of Regression Standardized Residual*) terlihat bahwa titik-titik

menyebar disekitar garis diagonal, serta penyebarannya mengikuti arah garis diagonal, hal ini menunjukkan bahwa model regresi layak dipakai karena memenuhi asumsi normalitas.

#### 4.3 Pemodelan Hasil Regresi Linier dengan *FEM*

Sebagaimana yang telah dikemukakan pada landasan teori dan pembahasan sebelumnya, model yang dihasilkan dengan *Fixed Effect Method (FEM)* akan dapat menyediakan nilai *intercept* maupun *slope* yang berubah-ubah, baik antar waktu maupun antar individu, namun dalam penelitian ini adalah hanya antar individu (emiten).

Pada dasarnya, model *FEM* tidak membutuhkan asumsi terbebasnya model dari serial korelasi (autokorelasi), maka uji autokorelasi untuk model *FEM* dapat diabaikan (Nachrowi dan Usman, 2006). Sedangkan untuk pengujian adanya heteroskedastisitas dapat ditanggulangi dengan uji *White*, mengingat data panel (*pooled data*) ini menggunakan data *cross section* untuk 10 individu (emiten). Namun demikian, peneliti berasumsi bahwa jika nilai uji *Durbin-Watson* lebih kecil dari koefisien determinasi regresi ( $DW < R^2$ ), maka diduga regresi itu palsu (*spurious regression*). Hal ini sesuai dengan pendapatnya Granger dan Newold (Nachrowi dan Usman, 2006), maka dari itu metoda pembedaan pertama (*First Difference Autoregressive*) atau dapat disebut dengan *AR(1)* akan digunakan untuk menanggulangi masalah otokorelasi dalam pemodelan data panel (*pooled data*).

Dengan demikian, hasil output *EViews* dibagi menjadi 4 (empat):

1. Hasil *output Pooled Least Square (PLS)* tanpa dilakukan pengujian *White Cross-section standard errors & covariance* (model *FEM 1*),
2. Hasil *output PLS* menggunakan metoda *AR(1)* tanpa dilakukan pengujian *White Cross-section standard errors & covariance* (model *FEM 2*),

3. Hasil *output PLS* dengan berasumsi bahwa hanya koefisien *intercept* yang berubah menggunakan metoda *AR(1)* sesudah dilakukan pengujian *White Cross-section standard errors & covariance* (model *FEM 3*),
4. Hasil *output PLS* dengan berasumsi bahwa semua koefisien *slope* berubah dengan *AR(1)* sesudah dilakukan pengujian *White Cross-section standard errors & covariance* (model *FEM 4*).

Jika terdapat perbedaan yang signifikan terhadap hasil *output* (*t-statistic*), maka pemodelan *FEM* dinyatakan memiliki heteroskedastisitas yang signifikan pada awal pemodelan. Dengan demikian model sesudah uji *White Cross-section standard errors & covariance*, yaitu salah satu dari model *FEM 3*, atau *FEM 4* yang akan dipakai sebagai landasan dalam menjawab seluruh *research questions* dan menyimpulkan hasil penelitian, karena estimator yang akan diperoleh adalah tidak bias dan konsisten (tidak ada heteroskedastis dan otokorelasi secara signifikan).

Dan jika tidak terdapat perbedaan yang signifikan terhadap hasil *output* (*t-statistic*), berarti model *FEM 1* atau *FEM 2* sudah dianggap terbaik (dari model awal maupun datanya sudah tidak ada masalah heteroskedastis dan otokorelasi), maka model *FEM 1*, atau *FEM 2* yang akan dipakai.

**Model *FEM 1***– Pengaruh Kinerja Perusahaan, Kondisi Industri, Kondisi Makroekonomi secara bersama-sama terhadap Harga Saham (lihat *output Pooled Least Square (PLS)* untuk model *FEM 1* pada lampiran):

$$\begin{aligned}
 \text{Harga Saham } (P_0) = & -249,7744 - 53,31610 \text{ DER} + 1,482693 \text{ ROE} \\
 & SE \quad (388,6184) \quad (9,193492) \quad (0,538133) \\
 & + 49,02770 \text{ PBV} - 143,3334 \text{ BETA} + 4,825658 \text{ IHSS} \\
 & SE \quad (10,12924) \quad (202,9926) \quad (0,294355) \\
 & + 1,24250 \text{ IHSG} - 15,50606 \text{ INFL} - 0,118304 \text{ M2} \\
 & SE \quad (0,136014) \quad (15,51099) \quad (0,183790) \\
 & + 27,45177 \text{ SBI} \\
 & SE \quad (18,64175)
 \end{aligned}$$

$$R^2 = 0,782577$$

$$Adj. R^2 = 0,777810$$

Dari pemodelan *FEM 1* dengan *Pooled Least Squares (PLS)* diperoleh koefisien determinasi  $R^2$  sebesar 0,782577; *S.E. of regression* sebesar 1065,250 dan *F-Statistic* sebesar 164,1694 serta pemodelan *FEM 1* memiliki besaran koefisien *Fixed Effects (Cross)* untuk:

$$AALI = 998,8774$$

$$ANTM = -2315,150$$

$$GJTL = -745,7130$$

$$INDF = -863,4460$$

$$INTP = 1376,958$$

$$KLBF = -1165,753$$

$$SMCB = -540,4006$$

$$TLKM = 1652,070$$

$$UNTR = 926,3239$$

$$UNVR = 676,2341$$

**Model *FEM 2*** – Pengaruh Kinerja Perusahaan, Kondisi Industri, Kondisi Makroekonomi secara bersama-sama terhadap Harga Saham (lihat *output Pooled Least Square (PLS)* untuk model *FEM 2* pada lampiran):

$$\text{Harga Saham } (P_0) = -582,8732 - 1,588826 \text{ DER} + 0,086252 \text{ ROE}$$

$$SE \quad (672,0867) \quad (1,210363) \quad (0,048572)$$

$$t\text{-stat} \quad (-1,022124) \quad (-0,752971) \quad (0,775151)$$

$$+ 1,934831 \text{ PBV} - 259,8265 \text{ BETA} + 6,126781 \text{ IHSS}$$

$$SE \quad (1,092677) \quad (400,5172) \quad (0,526929)$$

$$t\text{-stat} \quad (1,319915) \quad (1,021053) \quad (20,63441)$$

$$+ 0,721570 \text{ IHSG} - 7,433004 \text{ INFL} - 0,022325 \text{ M2}$$

$$SE \quad (0,171127) \quad (2,713047) \quad (0,026220)$$

$$t\text{-stat} \quad (4,585823) \quad (-1,432846) \quad (-0,749511)$$

$$+ 13,72493 \text{ SBI} + [\text{AR}(1)=1,019645]$$

$$SE \quad (10,12906) \quad (0,013568)$$

$$t\text{-stat} \quad (0,782736) \quad (157,6064)$$

$$R^2 = 0,992569$$

$$Adj. R^2 = 0,992395$$



Model FEM 2 telah menggunakan *Fixed Effect Methods (FEM)* digabungkan dengan metoda *AR(1)*, sehingga pemodelannya secara sistematis adalah sebagai berikut:

$$P_t - \rho P_{t-1} = (b_0 - \rho b_0) + b_1 (DER_t - \rho (DER_{t-1}) + \dots + (e_t - \rho e_{t-1})) \quad (4.2)$$

$$P_t = (b_0 - \rho b_0) + b_1 (DER_t - \rho (DER_{t-1}) + \dots + (e_t - \rho e_{t-1}) + \rho P_{t-1} \quad (4.3)$$

Dimana:

- $P_t$  = harga saham pada bulan ke t
- $P_{t-1}$  = harga saham pada bulan ke t-1
- $b_0$  = koefisien *intercept*
- $b_1$  = koefisien *slope*
- $\rho$  = koefisien *AR(1)*
- $e$  = residual

Dari model FEM 2 masih dicurigai adanya heteroskedastis walaupun masalah otokorelasi sudah tidak ada. Tidak adanya otokorelasi pada model FEM 2 ditunjukkan dengan nilai statistik DW yang berada diarea  $d_u$  (1,863) dan  $4-d_u$  (2,137), yaitu 1,983202. Namun agar model regresi ini bersifat BLUE maka  $var(\mu_i)$  harus sama dengan  $\sigma^2$  (konstan), atau dengan kata lain semua residual atau error mempunyai varian yang sama. Model FEM 2 masih menunjukkan varian yang tidak konstan atau berubah-ubah. (Lihat lampiran *output EViews* untuk model FEM 2).

Dari hasil regresi model FEM 2 perlu dilakukan uji *White cross-section standard errors & covariance* untuk mendeteksi masalah heteroskedastis, sehingga terbentuk Model FEM 3. Dimana jika tidak terdapat masalah heteroskedastisitas, maka model akan mempunyai hasil uji-F dan uji-t lebih baik, sehingga kesimpulan dapat lebih akurat.

**Model FEM 3** – Pengaruh Kinerja Perusahaan, Kondisi Industri, Kondisi Makroekonomi secara bersama-sama terhadap Harga Saham ( $P$ ) berdasarkan hasil *output EViews* versi 6.0 for Windows untuk model FEM 3

dengan menggunakan metoda  $AR(1)$  dan pengujian *White cross-section standard errors & variance* adalah sebagai berikut:

**Tabel 4.12 Model FEM 3**

Dependent Variable: HARGA?				
Method: Pooled Least Squares				
Date: 06/24/08 Time: 14:41				
Sample (adjusted): 2000M08 2007M06				
Included observations: 83 after adjustments				
Cross-sections included: 10				
Total pool (balanced) observations: 830				
White cross-section standard errors & covariance (no d.f. correction)				
Convergence achieved after 11 iterations				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-582.8732	672.0867	-0.867259	0.3861
DER?	-1.588826	1.210363	-1.312685	0.1897
ROE?	0.086252	0.048572	1.775760	0.0761
PBV?	1.934831	1.092677	1.770726	0.0770
BETA?	259.8265	400.5172	0.648727	0.5167
IHSS?	6.126781	0.526929	11.62734	0.0000
IHSG?	0.721570	0.171127	4.216576	0.0000
INFL?	-7.433004	2.713047	-2.739725	0.0063
M2?	-0.022325	0.026220	-0.851429	0.3948
SBI?	13.72493	10.12906	1.355006	0.1758
AR(1)	1.019645	0.013568	75.15196	0.0000
Fixed Effects (Cross)				
_AALI-C	-304.2101			
_ANTM-C	2774.711			
_GJTL-C	228.3303			
_INDF-C	303.9587			
_INTP-C	817.6307			
_KLBFC	-543.2409			
_SMCB-C	-237.8982			
_TLKM-C	-260.7255			
_UNTR-C	-2846.298			
_UNVR-C	67.74228			
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.992569	Mean dependent var	1838.627	
Adjusted R-squared	0.992395	S.D. dependent var	2269.718	
S.E. of regression	197.9320	Akaike info criterion	13.43753	
Sum squared resid	31733425	Schwarz criterion	13.55129	
Log likelihood	-5556.573	Hannan-Quinn criter.	13.48115	
F-statistic	5694.739	Durbin-Watson stat	1.983202	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Sumber: *Output EViews 6.0 for Windows*

Berdasarkan pemodelan *Fixed Effect Method*, *FEM 2* dan *FEM 3*, diketahui bahwa *standard error (SE)* untuk masing-masing variabel berbeda secara signifikan antar hasil output *FEM 2* dan *FEM 3*, sedangkan untuk *S.E. of Regression*, *F-Statistic* dan  $R^2$  maupun koefisien *Fixed Effects (cross)*

mempunyai besaran nilai yang sama baik pada model *FEM 2* ataupun *FEM 3* (lihat lampiran).

Namun demikian *t-statistic* yang diperoleh *FEM 2* dan *FEM 3* juga berbeda secara signifikan (lihat output *EViews FEM 2* pada lampiran), dimana pemodelan *FEM 3* menghasilkan variabel bebas yang lebih signifikan secara statistik, yakni INFL sekarang *statistically significant* terhadap harga saham sedangkan pada pemodelan *FEM 2* hanya IHSS dan IHSG yang *statistically significant* terhadap harga saham (*P*), adapun untuk variabel lainnya dari pemodelan *FEM 2* maupun *FEM 3* dinyatakan *statistically* tidak *significant* terhadap harga saham.

Perubahan yang terjadi adalah akibat dikonsistensikannya varian *error* (uji *White cross-section standard errors & covariance*), hal ini menunjukkan bahwa pada pemodelan awal (model *FEM 2*) memang terdapat heteroskedastisitas. Sedangkan pada model *FEM 3*, heteroskedastisitas sudah tidak terdapat secara signifikan lagi dan nilai statistik uji *DW* tetap sama, yaitu: 1,983202; hal ini bermakna model *FEM 3* sudah cukup baik disebabkan tidak bias dan konsisten.

Namun demikian, hanya variabel IHSS, IHSG, dan INFL yang *statistically significant* terhadap harga saham, hal ini perlu ditindak lanjuti dengan asumsi mengenai koefisien *slope* yang berbeda untuk mendeteksi variabel lainnya, dimana variabel DER, ROE dan PBV diyakini secara statistik saling berbeda pengaruhnya antar individu (emiten).

Oleh karena itu dibentuklah model *FEM 4* dengan berlandaskan asumsi bahwa koefisien *intercept* maupun *slope* berbeda antar individu dengan harapan untuk dapat mendeteksi pengaruh DER, ROE dan PBV terhadap seluruh harga-harga saham yang dimiliki oleh setiap emiten yang tercatat di *Jakarta Islamic Index* secara konsisten selama 14 periode, yakni dari bulan Juli 2000 sampai dengan Juni 2007.

Sebagaimana diketahui saham-saham yang konsisten tersebut adalah berkode AALI, ANTM, GJTL, INDF, INTP, KLBF, SMCB, TLKM, UNTR, dan UNVR; kesemuanya berjumlah 10 emiten. Lebih realistis untuk berasumsi bahwa koefisien *intercept* dan *slope* berbeda-beda (tidak sama) berbanding dengan asumsi yang mengatakan *intercept* dan *slope* bernilai konstan. Mengingat seluruh saham mempunyai harga dasar yang bisa jadi berbeda-beda, emiten memiliki karakteristik yang saling berbeda maupun berada di industri yang berbeda, serta lain sebagainya.

**Model FEM 4** – Pengaruh Kinerja Perusahaan, Kondisi Industri, Kondisi Makroekonomi secara bersama-sama terhadap Harga Saham ( $P$ ) menggunakan metoda  $AR(1)$  dan pengujian *White cross-section standard errors & variance* adalah berdasarkan hasil *output EViews* versi 6.0 *for Windows* sebagai berikut (lihat *output Pooled Least Square (PLS)* untuk model *FEM 4* pada lampiran):

Dari pemodelan *FEM 4* dengan *Pooled Least Squares (PLS)* diperoleh *S.E. of regression* sebesar 130,1799 dan *F-Statistic* sebesar 4567,854 serta pemodelan *FEM 4* memiliki besaran koefisien *Fixed Effects (Cross)* untuk:

AALI = 1504,4183	ANTM= -2620,411
GJTL = 1381,109	INDF = 1476,868
INTP = 805,0184	KLBF = -953,3219
SMCB = 864,7072	TLKM = -1450,818
UNTR = -6255,478	UNVR = 6,668889

Dan estimasi persamaan linier yang diperoleh dari model *FEM 4* adalah berdasarkan fungsi Harga Saham ( $P_0$ ) =  $f$  (DER, ROE, PBV, BETA, IHSS, IHSG, INFL, M2, SBI) dengan perintah estimasi pada program *EViews* versi 6.0 sebagai berikut: `LS(CX=F,COEF=B,B,COV=CXWHITE,NODF) HARGA? IHSS? IHSG? INFL? M2? SBI? AR(1) @CXREG DER? ROE? PBV? BETA?`, maka diperoleh pemodelan harga saham secara individu (emiten) untuk masing-masing emiten pada periode penelitian sebagai berikut:

$$P_{AALI} = B(48) + B(1) + B(2)*IHSS_{AALI} + B(3)*IHSG_{AALI} + B(4)*INFL_{AALI} + B(5)*M2_{AALI} + B(6)*SBI_{AALI} + B(7)*DER_{AALI} + B(17)*ROE_{AALI} + B(27)*PBV_{AALI} + B(37)*BETA_{AALI} + [AR(1)=B(47)]$$

$$P_{ANTM} = B(49) + B(1) + B(2)*IHSS_{ANTM} + B(3)*IHSG_{ANTM} + B(4)*INFL_{ANTM} + B(5)*M2_{ANTM} + B(6)*SBI_{ANTM} + B(8)*DER_{ANTM} + B(18)*ROE_{ANTM} + B(28)*PBV_{ANTM} + B(38)*BETA_{ANTM} + [AR(1)=B(47)]$$

$$P_{GJTL} = B(50) + B(1) + B(2)*IHSS_{GJTL} + B(3)*IHSG_{GJTL} + B(4)*INFL_{GJTL} + B(5)*M2_{GJTL} + B(6)*SBI_{GJTL} + B(9)*DER_{GJTL} + B(19)*ROE_{GJTL} + B(29)*PBV_{GJTL} + B(39)*BETA_{GJTL} + [AR(1)=B(47)]$$

$$P_{INDF} = B(51) + B(1) + B(2)*IHSS_{INDF} + B(3)*IHSG_{INDF} + B(4)*INFL_{INDF} + B(5)*M2_{INDF} + B(6)*SBI_{INDF} + B(10)*DER_{INDF} + B(20)*ROE_{INDF} + B(30)*PBV_{INDF} + B(40)*BETA_{INDF} + [AR(1)=B(47)]$$

$$P_{INTP} = B(52) + B(1) + B(2)*IHSS_{INTP} + B(3)*IHSG_{INTP} + B(4)*INFL_{INTP} + B(5)*M2_{INTP} + B(6)*SBI_{INTP} + B(11)*DER_{INTP} + B(21)*ROE_{INTP} + B(31)*PBV_{INTP} + B(41)*BETA_{INTP} + [AR(1)=B(47)]$$

$$P_{KLBF} = B(53) + B(1) + B(2)*IHSS_{KLBF} + B(3)*IHSG_{KLBF} + B(4)*INFL_{KLBF} + B(5)*M2_{KLBF} + B(6)*SBI_{KLBF} + B(12)*DER_{KLBF} + B(22)*ROE_{KLBF} + B(32)*PBV_{KLBF} + B(42)*BETA_{KLBF} + [AR(1)=B(47)]$$

$$P_{SMCB} = B(54) + B(1) + B(2)*IHSS_{SMCB} + B(3)*IHSG_{SMCB} + B(4)*INFL_{SMCB} + B(5)*M2_{SMCB} + B(6)*SBI_{SMCB} + B(13)*DER_{SMCB} + B(23)*ROE_{SMCB} + B(33)*PBV_{SMCB} + B(43)*BETA_{SMCB} + [AR(1)=B(47)]$$

$$P_{TLKM} = B(55) + B(1) + B(2)*IHSS_{TLKM} + B(3)*IHSG_{TLKM} + B(4)*INFL_{TLKM} + B(5)*M2_{TLKM} + B(6)*SBI_{TLKM} + B(14)*DER_{TLKM} + B(24)*ROE_{TLKM} + B(34)*PBV_{TLKM} + B(44)*BETA_{TLKM} + [AR(1)=B(47)]$$

$$P_{UNTR} = B(56) + B(1) + B(2)*IHSS_{UNTR} + B(3)*IHSG_{UNTR} + B(4)*INFL_{UNTR} + B(5)*M2_{UNTR} + B(6)*SBI_{UNTR} + B(15)*DER_{UNTR} + B(25)*ROE_{UNTR} + B(35)*PBV_{UNTR} + B(45)*BETA_{UNTR} + [AR(1)=B(47)]$$

$$P_{UNVR} = B(57) + B(1) + B(2)*IHSS_{UNVR} + B(3)*IHSG_{UNVR} + B(4)*INFL_{UNVR} + B(5)*M2_{UNVR} + B(6)*SBI_{UNVR} + B(16)*DER_{UNVR} + B(26)*ROE_{UNVR} + B(36)*PBV_{UNVR} + B(46)*BETA_{UNVR} + [AR(1)=B(47)]$$

Dimana:

B(1) = *Intercept* yang bersifat konstan

B(2..46) = *Slope* untuk masing-masing individu (emiten)

B(48..57) = *Intercept* berdasarkan *Fixed Effect Methods*

AR(1) = B(47) = Koefisien residual regresi ordo 1

Berikut merupakan tabel *model summary* untuk model FEM 4 berdasarkan kalkulasi komputer dengan menggunakan program EViews:

**Tabel 4.14 Model Summary untuk Model FEM 4**

R-squared	0.996929	Mean dependent var	1838.627
Adjusted R-squared	0.996710	S.D. dependent var	2269.718
S.E. of regression	130.1799	Akaike info criterion	12.64080
Sum squared resid	13116819	Schwarz criterion	12.95935
Log likelihood	-5189.931	Hannan-Quinn criter.	12.76296
F-statistic	4567.854	Durbin-Watson stat	2.116088
Prob(F-statistic)	0.000000		

Sumber: *Output EViews 6.0 for Windows*

Model *FEM 4* berdasarkan hasil *output EViews* (lihat lampiran *output* model FEM untuk lebih lengkapnya) memiliki  $R^2$  yang lebih kecil berbanding

*statistic Durbin-Watson*, yaitu 0,9969 sedangkan  $DW_{stat}$  menunjukkan hasil sebesar 2,116. Oleh karena itu model telah terbebas dari dugaan *spurious model* dan lolos uji BLUE, sehingga kesimpulan penelitian dapat disimpulkan dengan model FEM 4 ini setelah menelaah signifikansi model dengan uji signifikansi model berdasarkan hasil-hasil statistik yang diperoleh dari seluruh model penelitian.

#### 4.4 Uji Signifikansi Model

##### 4.4.1 Koefisien Determinasi (Pengujian Model Fit)

Sebagaimana diulas sebelumnya, seluruh 8 model telah dibandingkan. Yang tersaring untuk pemodelan terbaik adalah model OLS 4 dan model FEM 4, sehingga tidak perlu dilakukan pengujian signifikansi model keseluruhan model, hanya kedua model ini yang perlu dibandingkan dan dibahas lebih rinci.

Dari hasil pengolahan regresi berganda model OLS 4 diketahui bahwa koefisien determinasi  $R^2 = 0,511$ . Artinya seluruh variabel independen (DER, ROE, PBV, BETA, IHSS, IHSG, INFL, M2 dan SBI) hanya mampu menjelaskan variasi dari variabel dependen  $P_0$  (harga saham) adalah sebesar 51,1% sedangkan sisanya 48,9% ( $100\% - 51,1\% = 48,9\%$ ) mampu dijelaskan oleh faktor-faktor lain yang tidak diikutsertakan dalam model.

Dengan model OLS 4 ini, dimana diasumsikan bahwa jika hasil penelitian tidak membeda-bedakan antar individu (emiten), maka variabel independen dalam penelitian ini dapat menjelaskan variasi harga saham sebesar 51,1%. Maknanya pemodelan harga saham pada model OLS 4 ini, untuk perusahaan AALI, ANTM, GJTL, INDF, INTP, SMCB, TLKM, UNTR, dan UNVR adalah dengan ber-*intercept* yang sama dapat menjelaskan variasi harga saham sebesar 51,1% tanpa membedakan masing-masing karakteristik individu (emiten), sedangkan pada kenyataannya harga saham yang terbentuk dapat saja berbeda untuk masing-masing individu (emiten).

Oleh karena itu, koefisien determinasi ( $R^2$ ) model OLS 4 ini masih perlu dibandingkan dengan koefisien determinasi ( $R^2$ ) yang diperoleh dari pemodelan *Fixed Effect Method (FEM)* yang ke-4. Hasil pengolahan Regresi Berganda (*Pooled Least Squares*) dengan metoda *Fixed Effects*, yakni model *FEM 4* diperoleh koefisien determinasi  $R^2 = 0,996929$ . Artinya seluruh variabel independen (DER, ROE, PBV, BETA, IHSS, IHSG, INFL, M2, dan SBI) mampu menjelaskan variasi dari variabel dependen  $P_0$  (harga saham) sebesar 99,6929% sedangkan sisanya hanya 0,3071% ( $100\% - 99,6929\% = 0,3071\%$ ) mampu dijelaskan oleh faktor-faktor lain yang tidak diikutsertakan dalam model penelitian ini.

$R^2$  pemodelan *FEM 4* jauh lebih baik berbanding dengan  $R^2$  model OLS 4, dimana  $R^2$  model *FEM* lebih besar dari  $R^2$  model 4 ( $R^2$  model *FEM 4* =  $0,996929 > R^2$  model OLS 4 =  $0,485$ ).

Hal ini berarti hasil penelitian lebih yakin untuk disimpulkan berdasarkan pemodelan *Fixed Effect Method* model *FEM 4*, dimana asumsi yang menyatakan bahwa *intercept* ( $b_0$ ) adalah sama untuk pemodelan harga saham pada 10 saham (emiten) dalam daftar JII yang konsisten selama periode penelitian diabaikan, digantikan dengan asumsi bahwa *intercept* ( $b_0 + b_{11..20}$ ) dan *slope* ( $b_{1..10}$ ) berbeda-beda. Artinya diasumsikan bahwa setiap emiten mempunyai karakteristik perusahaan (emiten) yang berbeda-beda.

Selanjutnya Uji- $F$  dan Uji- $t$  dilakukan untuk pemodelan *OLS 4* dan *FEM 4*, guna mengetahui perbedaan hasil uji- $F$  dan uji- $t$  antar kedua model tersebut, dimana satu antar model lainnya dilandasi asumsi yang berbeda.

#### 4.4.2 Uji- $F$ (Uji Simultan)

Uji- $F$  digunakan untuk menguji apakah secara bersama-sama (*simultaneously*) seluruh variabel independen mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.



Dalam hal ini yang di uji- $F$  adalah model OLS 4 dan model  $FEM$  4, dimana variabel bebasnya meliputi DER, ROE, PBV, BETA, IHSS, IHSG, INFL, M2, dan SBI. Sedangkan variabel terikatnya adalah  $P_0$  (harga saham).

Perumusan hipotesa :

$$H_0: b_1 = b_2 = b_3 = b_4 = b_5 = b_6 = b_7 = b_8 = b_9 = 0$$

Secara bersama-sama tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara seluruh variabel independen (DER, ROE, PBV, BETA, IHSS, IHSG, INFL, M2 dan SBI) terhadap variabel dependen (Harga saham ( $P_0$ )).

$$H_1: b_1 \neq b_2 \neq b_3 \neq b_4 \neq b_5 \neq b_6 \neq b_7 \neq b_8 \neq 0$$

Secara bersama-sama terdapat pengaruh yang signifikan antara seluruh variabel independen (DER, ROE, PBV, BETA, IHSS, IHSG, INFL, M2 dan SBI) terhadap variabel dependen (Harga saham ( $P_0$ )).

Dasar Pengambilan Keputusan :

1. Berdasarkan probabilitas:

Jika  $p\text{-value} < 0,05$ , maka  $H_0$  ditolak.

Jika  $p\text{-value} > 0,05$ , maka  $H_0$  diterima.

2. Berdasarkan  $F_{hitung}$  terhadap  $F_{tabel}$  :

Jika  $F_{hitung} > F_{tabel}$ , maka  $H_0$  ditolak.

Jika  $F_{hitung} < F_{tabel}$ , maka  $H_0$  diterima.

Diketahui bahwa  $F$  tabel dengan tingkat signifikan 0,05 sebesar 1,94 sedangkan dari *output SPSS* didapat hasil sebagai berikut :

**Tabel 4.15 Hasil Pengujian Simultan (Uji-F)**

ANOVA <sup>b</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2.189E9	9	2.432E8	96.302	.000 <sup>a</sup>
	Residual	2.096E9	830	2525397.805		
	Total	4.285E9	839			

a. Predictors: (Constant), sbi, m2, der, beta, roe, ihss, pbv, infl, ihsg  
b. Dependent Variable: harga

Sumber : Data diolah (lihat lampiran)

Dari tabel ANOVA (tabel 4.13), diketahui bahwa *p-value* sebesar 0,000 lebih kecil dari 0,05 (atau  $F_{hitung}$  sebesar 96,302 lebih besar dari  $F_{tabel} = 1,94$ ) maka  $H_0$  ditolak, yang berarti secara bersama-sama terdapat pengaruh yang signifikan antara seluruh variabel bebas (DER, ROE, PBV, BETA, IHSS, IHSG, INFL, M2, dan SBI) terhadap variabel terikat  $P_0$  (harga saham).

Adapun hasil *F-statistic* dari model *FEM 4* lebih besar berbanding dengan  $F_{hitung}$  model OLS 4 (lihat lampiran *output EViews* model *FEM 4*). *F-statistic FEM 4* bernilai sebesar 4567,854 sedangkan  $F_{hitung}$  model OLS 4 hanya bernilai sebesar 96,302.

Hal ini berarti model *FEM 4* jauh lebih baik. Dengan demikian berdasarkan model *FEM 4*,  $H_0$  juga ditolak, yang berarti secara bersama-sama terdapat pengaruh yang signifikan antara seluruh variabel independen (DER, ROE, PBV, BETA, IHSS, IHSG, INFL, M2, dan SBI) terhadap variabel dependen  $P_0$  (harga saham).

#### 4.4.3 Uji-t (Uji Parsial)

Uji-t dilakukan untuk mengetahui pengaruh dari masing-masing variabel bebas terhadap variabel tidak bebas. Dengan dasar pengambilan keputusan:

1. Pengambilan keputusan berdasarkan probabilitas:

Jika *p-value* < tingkat kesalahan ( $\alpha = 0,05$ ), maka  $H_0$  ditolak.

Jika *p-value* > tingkat kesalahan ( $\alpha = 0,05$ ), maka  $H_0$  diterima.

2. Pengambilan keputusan berdasarkan  $t$  hitung:

Jika  $t_{hitung} > t_{tabel}$ , maka  $H_0$  ditolak.

Jika  $-t_{hitung} < -t_{tabel}$ , maka  $H_0$  ditolak.

Jika  $t_{hitung} < t_{tabel}$ , maka  $H_0$  diterima.

Jika  $-t_{hitung} > -t_{tabel}$ , maka  $H_0$  diterima

*Standard Error Regression* model OLS 4 dan FEM 4 masing-masing adalah sebesar 1589,150026 dan 130,1799. Dengan *F-statistic* yang dimiliki FEM 4 lebih besar berbanding model OLS 4, yaitu  $F_{stat}$  4567,854 lebih besar dari  $F_{stat}$  96,302. Hal ini berarti hasil uji- $t$  antar kedua model dapat saja berbeda, namun boleh jadi juga diperoleh hasil uji- $t$  yang sama.

Diketahui bahwa nilai  $t_{tabel}$  dengan tingkat signifikan 0,05 sebesar  $\pm 1,960$  dan dari hasil pengujian regresi berganda, didapat hasil uji- $t$  (untuk hasil uji- $t$  model OLS 4 lihat Tabel 4.16 dan untuk FEM 4 lihat Tabel 4.17):

**Tabel 4.16 Hasil Uji Parsial (Uji- $t$ ) model OLS 4**

Variabel	$B$	$t_{stat}$	Sig.	Kesimpulan
Constant	118,271	0,287	0,774	-
DER	-44,032	-3,611	0,000	$H_{01}$ ditolak
ROE	1,734	2,338	0,020	$H_{02}$ ditolak
PBV	81,008	6,870	0,000	$H_{03}$ ditolak
BETA	-471,724	-6,115	0,000	$H_{04}$ ditolak
IHSS	3,452	10,283	0,000	$H_{05}$ ditolak
IHSG	1,579	8,811	0,000	$H_{06}$ ditolak
INFL	-20,470	-0,889	0,374	$H_{07}$ diterima
M2	-0,214	-0,782	0,435	$H_{08}$ diterima
SBI	38,717	1,406	0,160	$H_{09}$ diterima

Sumber : Data diolah (lihat lampiran)

**Tabel 4.17 Hasil Uji Parsial (Uji-*t*) model FEM 4**

Variabel	<i>t-stat</i>	Kesimpulan
<i>Constant</i>	-2,156923	-
DER	-18,6166	H <sub>0</sub> 1 ditolak
ROE	10,885479	H <sub>0</sub> 2 ditolak
PBV	43,982662	H <sub>0</sub> 3 ditolak
BETA	11,007849	H <sub>0</sub> 4 ditolak
IHSS	8,146974	H <sub>0</sub> 5 ditolak
IHSG	4,850979	H <sub>0</sub> 6 ditolak
INFL	-1,964382	H <sub>0</sub> 7 ditolak
M2	-2,333856	H <sub>0</sub> 8 ditolak
SBI	0,998132	H <sub>0</sub> 9 diterima

*Sumber : Data diolah (lihat lampiran)*

#### 4.4.3.1 Uji Hipotesis 1 - DER

Perumusan hipotesis:

H<sub>0</sub>1: tidak terdapat pengaruh antara DER terhadap Harga Saham.

H<sub>1</sub>1: terdapat pengaruh antara DER terhadap Harga Saham

Dari hasil uji-*t* model OLS 4 maupun model *FEM* 4 (*intercept* konstan maupun berubah, dengan berasumsi (karakteristik) emiten sama maupun berbeda) diketahui bahwa *p-value* dari model OLS 4 maupun dari model *FEM* 4 lebih kecil dari 0,05 (dimana  $t_{hitung}$  sebesar -3,611 atau -18,6166 lebih kecil dari  $t_{tabel}$  -1,960), maka H<sub>0</sub>1 ditolak, yang berarti **terdapat pengaruh yang signifikan negatif antara DER terhadap Harga Saham.**

Dari model *FEM* 4, *t-statistic* ( $t_{stat}$  atau  $t_{hitung}$ ) -18,6166 adalah hasil jumlah seluruh *t-statistic* untuk 10 emiten yang diteliti, dimana hanya harga saham AALI, INTP, TLKM dan UNVR yang *statistically significant* pada periode penelitian ini.

#### 4.4.3.2 Uji Hipotesis 2 - ROE

Perumusan hipotesis:

H<sub>0</sub>2: tidak terdapat pengaruh antara ROE terhadap Harga Saham

H<sub>1</sub>2: terdapat pengaruh antara ROE terhadap Harga Saham

Dari hasil uji-*t* model OLS 4 maupun model *FEM* 4 (*intercept* konstan maupun berubah, dengan berasumsi (karakteristik) emiten sama maupun berbeda) diketahui bahwa *p-value* dari model OLS 4 maupun model *FEM* 4 lebih kecil dari 0,05 (atau *t*<sub>hitung</sub> sebesar 2,338 atau 10,88548 lebih besar dari *t*<sub>tabel</sub> 1,960), maka H<sub>0</sub>2 ditolak, yang berarti bahwa **terdapat pengaruh yang signifikan positif antara ROE terhadap Harga Saham.**

Dari model *FEM* 4, *t-statistic* 10,88548 adalah hasil jumlah seluruh *t-statistic* untuk 10 emiten yang diteliti, dimana hanya TLKM dan UNTR yang *statistically significant*.

#### 4.4.3.3 Uji Hipotesis 3 - PBV

Perumusan hipotesis:

H<sub>0</sub>3: tidak terdapat pengaruh antara PBV terhadap Harga Saham

H<sub>1</sub>3: terdapat pengaruh antara PBV terhadap Harga Saham

Dari hasil uji-*t* model OLS 4 (*intercept* konstan, dengan asumsi tidak membeda-bedakan (karakteristik) emiten) diketahui bahwa *p-value* 0,000 lebih kecil dari 0,05 (atau *t*<sub>hitung</sub> sebesar 6,870 lebih besar dari *t*<sub>tabel</sub> 1,960), maka H<sub>0</sub>3 ditolak, yang berarti terdapat pengaruh yang signifikan positif antara PBV terhadap Harga Saham. Demikian pula berdasarkan hasil uji-*t* model *FEM* 4 (*intercept* berubah-ubah, dengan asumsi setiap emiten mempunyai karakteristik berbeda) diketahui bahwa *t*<sub>hitung</sub> sebesar 43,98266 lebih besar dari *t*<sub>tabel</sub> 1,960, maka H<sub>0</sub>3 ditolak, yang berarti **terdapat**

### **pengaruh yang signifikan positif antara PBV terhadap Harga Saham.**

Untuk lebih spesifik, hanya harga saham AALI, ANTM, INDF, INTP, TLKM, UNTR, dan UNVR yang *statistically significant*. Dimana berdasarkan model FEM 4 ini, untuk periode Juli 2000 sampai dengan Juni 2007, harga saham GJTL, KLBF dan SMCB tidak signifikan secara statistik.

#### **4.4.3.4 Uji Hipotesis 4 - BETA**

Perumusan hipotesis:

H<sub>0</sub>4: tidak terdapat pengaruh antara BETA terhadap Harga Saham

H<sub>1</sub>4: terdapat pengaruh antara BETA terhadap Harga Saham

Dari hasil uji-*t* model OLS 4 (*intercept* konstan, dengan asumsi tidak membeda-bedakan (karakteristik) emiten) diketahui bahwa *p-value* 0,000 lebih kecil dari 0,05 (atau  $t_{stat}$  sebesar -6,115 lebih kecil dari  $t_{tabel}$  -1,960), maka H<sub>0</sub>4 ditolak, yang berarti bahwa **terdapat pengaruh yang signifikan antara BETA terhadap Harga Saham.**

Hasil uji-*t* model OLS 4 menunjukkan signifikan negatif, namun berdasarkan hasil uji-*t* model FEM 4 (*intercept* berubah-ubah, dengan asumsi setiap emiten mempunyai karakteristik berbeda) diketahui bahwa  $t_{hitung}$  sebesar 11,007849 lebih besar dari  $t_{tabel}$  1,960, maka H<sub>0</sub>3 diterima, yang berarti terdapat pengaruh yang signifikan positif antara BETA terhadap Harga Saham. Khususnya untuk harga saham KLBF, SMCB, UNTR dan UNVR.

Pada  $t_{stat}$  BETA ini terdapat pengecualian, disebabkan bahwa pada dasarnya risiko dapat dijadikan indikator adanya keuntungan. Bisa jadi pada saham-saham tertentu ketika BETA menaik, justru lebih diminati sehingga harga sahamnya ikut menaik.

**Tabel 4.18 Hasil Uji Parsial (Uji-t) Model FEM 4 Berdasarkan Masing-masing Emiten**

Kode Saham	<i>t-statistik</i>							
	DER	ROE	PBV	BETA				
AALI	-	-2,88636	.	1,021177	+	9,490232	.	-1,51421
ANTM	.	-0,04228	.	0,538883	+	1,618978	.	-0,92203
GJTL	.	0,759738	.	0,570263	.	-0,23827	.	1,63888
INDF	.	-0,80818	.	1,044533	+	6,894746	.	-0,77925
INTP	-	-3,69681	.	0,461701	+	4,324762	.	0,716201
KLBF	.	-1,72695	.	1,49562	.	2,764585	.	2,847261
SMCB	.	-0,216	.	-0,770209	.	-0,13659	.	2,656851
TLKM	-	-7,04696	+	2,965301	+	7,052284	.	0,46467
UNTR	+	3,082965	+	3,584633	+	3,981861	+	3,723337
UNVR	-	-6,03581	.	-0,026423	+	8,230072	+	2,176136
$\Sigma$ t-statistik		<b>-18,6166</b>		<b>10,885479</b>		<b>43,982662</b>		<b>11,007849</b>

Sumber : Data diolah (lihat lampiran)

#### 4.4.3.5 Uji Hipotesis 5 - IHSS

Perumusan hipotesis:

H<sub>0</sub>5: tidak terdapat pengaruh antara IHSS terhadap Harga Saham

H<sub>1</sub>5: terdapat pengaruh antara IHSS terhadap Harga Saham

Dari hasil uji-t model OLS 4 maupun model *FEM* 4 (*intercept* konstan maupun berubah) diketahui bahwa *p-value* 0,000 lebih kecil dari 0,05 (atau  $t_{hitung}$  sebesar 10,283 atau 8,146974 lebih besar dari  $t_{tabel}$  1,960), maka H<sub>0</sub>5 ditolak, yang berarti **terdapat pengaruh yang signifikan positif antara IHSS terhadap Harga Saham.**

#### 4.4.3.6 Uji Hipotesis 6 - IHSG

Perumusan hipotesis:

$H_0$ 6: tidak terdapat pengaruh antara IHSG terhadap Harga Saham

$H_1$ 6: terdapat pengaruh antara IHSG terhadap Harga Saham

Dari hasil uji- $t$  model OLS 4 maupun model *FEM* 4 (*intercept* konstan maupun berubah) diketahui bahwa  $p$ -value 0,000 lebih kecil dari 0,05 (atau  $t_{hitung}$  sebesar 8,811 atau 4,850979 lebih besar dari  $t_{tabel}$  1,960), maka  $H_0$ 6 ditolak, yang berarti bahwa **terdapat pengaruh yang signifikan positif antara IHSG terhadap Harga Saham.**

#### 4.4.3.7 Uji Hipotesis 7 - INFL

$H_0$ 7: tidak terdapat pengaruh antara INFL terhadap Harga Saham

$H_1$ 7: terdapat pengaruh antara INFL terhadap Harga Saham

Dari hasil uji- $t$  model OLS 4 (*intercept* konstan, dengan asumsi tidak membedakan (karakteristik) emiten) diketahui bahwa  $p$ -value 0,374 lebih besar dari 0,05 (dimana besaran nilai  $t_{stat}$  sebesar -0,889 lebih besar dari  $t_{tabel}$  -1,960), maka  $H_0$ 7 diterima, yang berarti tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara INFL terhadap Harga Saham.

Adapun berdasarkan hasil uji- $t$  model *FEM* 4 (*intercept* berubah-ubah, dengan asumsi setiap emiten mempunyai karakteristik berbeda) diketahui bahwa  $t_{hitung}$  sebesar -1,964382 lebih kecil dari  $t_{tabel}$  -1,960, maka  $H_0$ 7 ditolak, yang berarti **terdapat pengaruh yang signifikan negatif antara INFL terhadap Harga Saham.**



#### 4.4.3.8 Uji Hipotesis 8 - M2

H<sub>0</sub>8: tidak terdapat pengaruh antara M2 terhadap Harga Saham

H<sub>1</sub>8: terdapat pengaruh antara M2 terhadap Harga Saham

Dari hasil uji-*t* model OLS 4 (*intercept* konstan, dengan asumsi tidak membeda-bedakan (karakteristik) emiten) diketahui bahwa *p-value* 0,435 lebih besar dari 0,05 (atau  $t_{\text{stat}}$  sebesar -0,782 lebih besar dari  $t_{\text{tabel}}$  -1,960), maka H<sub>0</sub>8 diterima, yang berarti tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara M2 terhadap Harga Saham.

Adapun berdasarkan hasil uji-*t* model FEM 4 (*intercept* berubah-ubah, dengan asumsi setiap emiten mempunyai karakteristik berbeda) diketahui bahwa  $t_{\text{hitung}}$  sebesar -2,333856 lebih kecil dari  $t_{\text{tabel}}$  -1,960, maka H<sub>0</sub>8 ditolak, yang berarti **terdapat pengaruh yang signifikan negatif antara M2 terhadap Harga Saham.**

Untuk lebih spesifik, hanya saham AALI, ANTM, INDF, INTG, TLKM, UNTR, dan UNVR yang *statistically significant*. Dimana berdasarkan model FEM 4 ini, untuk periode Juli 2000 – Juni 2007 saham GJTL, KLBF dan SMCB tidak signifikan secara statistik.

#### 4.4.3.9 Uji Hipotesis 9 - SBI

H<sub>0</sub>7: tidak terdapat pengaruh antara SBI terhadap Harga Saham

H<sub>1</sub>7: terdapat pengaruh antara SBI terhadap Harga Saham

Dari hasil uji-*t* model OLS 4 maupun model FEM 4 (*intercept* konstan maupun berubah) diketahui bahwa *p-value* SBI pada OLS 4 ialah 0,16 dan *p-value* SBI pada FEM 4 ialah 0,3185 lebih besar dari 0,05 (atau  $t_{\text{stat}}$  sebesar 1,406 lebih kecil dari  $t_{\text{tabel}}$  1,960 dan 0,998132 lebih kecil dari  $t_{\text{tabel}}$  1,960), maka H<sub>0</sub>7 ditolak,

yang berarti bahwa **tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara SBI terhadap Harga Saham.**

#### 4.5 Interpretasi Model

Berdasarkan hasil pengujian kelayakan dan signifikansi model, maka model OLS 4 dan model *FEM* 4 telah memenuhi uji kelayakan dan signifikansi model. Sedangkan 6 (enam) model lainnya tidak memenuhi uji kelayakan dan signifikansi model ataupun dianggap kurang realistis dalam memenuhi asumsi *intercept* dan *slope* berbanding dengan keadaan *real* perekonomian Indonesia pada saat sekarang ini, baik dari segi makroekonomi maupun mikroekonomi (kinerja masing-masing emiten yang terdaftar di BEJ).

Model *FEM* 4 lebih realistis berbanding dengan model OLS 4, karena pada kenyataannya setiap emiten yang diteliti memiliki karakteristik yang berbeda-beda sehingga asumsi yang dinyatakan pada model OLS 4 bahwa *intercept* konstan adalah kurang realistis, disamping itu *F-Statistic* dan Koefisien Determinasi ( $R^2$ ) model *FEM* 4 lebih besar berbanding model OLS 4, dan *S.E. of regression* model *FEM* 4 lebih kecil berbanding model OLS 4.

Hal ini berarti model dengan *Fixed Effect Methods* (*FEM* 4) lebih dapat menjelaskan secara akurat pengaruh faktor-faktor fundamental yang diteliti terhadap harga saham yang konsisten berada pada *Jakarta Islamic Index* (*JII*) selama 14 periode berbanding dengan metoda langsung *Ordinary Least Squares* (model OLS 4).

Oleh karena itu, dari kedua model yang telah memenuhi uji kelayakan dan signifikansi model ini, model *FEM* 4 dianggap yang terbaik, sehingga dalam penelitian ini digunakan untuk menghitung nilai intrinsik saham melalui pemodelan harga saham dan untuk menjawab seluruh pertanyaan penelitian (*research questions*) serta menyimpulkan hasil penelitian.

#### 4.5.1 Analisis dan Pembahasan Model

Sebagaimana persamaan 4.2 dan 4.3 yang menggunakan metoda perbedaan pertama atau *autoregressive I* (AR(1)) pada model FEM 2, model FEM 4 pun mempunyai persamaan fungsi harga saham yang identik, hanya saja koefisiennya berbeda. Untuk mempermudah interpretasi model, hasil *output EViews* untuk model FEM 4 disubstitusikan sesuai dari koefisien yang telah diperoleh dan diubah sebagai berikut:

$$P_{AALI} = (b_0 - \rho b_0) + b_1 (DER_{AALI} - \rho (DER_{AALI-1}) + \dots + (e_t - \rho e_{t-1}) + \rho P_{t-1} \quad (4.3)$$

**Tabel 4.19 – Output Regresi Linier Berganda Kondisi Kinerja Perusahaan, Industri dan Makroekonomi (FEM 4)**

Variable	Coefficient	Variable	Coefficient
C	-1485.972	_AALI--PBV_AALI	1047.296
IHSS?	2.170993	_ANTM--PBV_ANTM	155.3812
IHSG?	0.544858	_GJTL--PBV_GJTL	-0.044046
INFL?	-4.067865	_INDF--PBV_INDF	294.3474
M2?	-0.051192	_INTP--PBV_INTP	347.4251
SBI?	11.42167	_KLBF--PBV_KLBF	37.25213
_AALI--DER_AALI	-912.5831	_SMCB--PBV_SMCB	-0.112276
_ANTM--DER_ANTM	-1.917534	_TLKM--PBV_TLKM	568.9294
_GJTL--DER_GJTL	0.249962	_UNTR--PBV_UNTR	539.0313
_INDF--DER_INDF	-20.93906	_UNVR--PBV_UNVR	201.0408
_INTP--DER_INTP	-147.9374	_AALI--BETA_AALI	-1114.167
_KLBF--DER_KLBF	-19.27524	_ANTM--BETA_ANTM	-455.2084
_SMCB--DER_SMCB	-0.364155	_GJTL--BETA_GJTL	295.6378
_TLKM--DER_TLKM	-665.2751	_INDF--BETA_INDF	-214.5317
_UNTR--DER_UNTR	17.65982	_INTP--BETA_INTP	1045.435
_UNVR--DER_UNVR	-1035.490	_KLBF--BETA_KLBF	738.6799
_AALI--ROE_AALI	2.973059	_SMCB--BETA_SMCB	245.4579
_ANTM--ROE_ANTM	1.615017	_TLKM--BETA_TLKM	482.6541
_GJTL--ROE_GJTL	0.016682	_UNTR--BETA_UNTR	1373.084
_INDF--ROE_INDF	2.569613	_UNVR--BETA_UNVR	2317.173
_INTP--ROE_INTP	0.513936	AR(1)	1.012763
_KLBF--ROE_KLBF	0.608325		
_SMCB--ROE_SMCB	-0.207535		
_TLKM--ROE_TLKM	15.48576		
_UNTR--ROE_UNTR	2.961606		
_UNVR--ROE_UNVR	-0.091488		

Sumber: *Output EViews 6.0 for Windows*

Dengan menggunakan model FEM 4 ini, dimana memiliki  $R^2$  tertinggi dari seluruh model yang diteliti yakni memiliki  $R^2 = 99,69\%$ , dan telah memenuhi uji kelayakan dan signifikansi model (lihat lampiran), maka

seluruh pertanyaan penelitian dapat terjawab, sehingga dapat digunakan untuk evaluasi harga saham JII pada periode Juli 2000 sampai dengan Juni 2007.

Model *FEM* 4 menunjukkan bahwa kondisi kinerja perusahaan, industri dan makroekonomi terhadap harga saham memang mempengaruhi secara signifikan, hal ini berarti sesuai dengan teori analisis fundamental.

Dengan  $R^2 = 99,69\%$ , maka dapat dijelaskan bahwa variabel bebas DER, ROE, PBV, BETA, IHSG, IHSS, INFL, M2, dan SBI secara bersama-sama (*simultaneously*) mempengaruhi variabel terikat  $P_0$  (harga saham) yang dimiliki oleh 10 (sepuluh) emiten yang secara konsisten berada di daftar *Jakarta Islamic Index* (JII) selama periode Juli 2000 sampai dengan Juni 2007 sebesar 99,69%.

Sedangkan secara parsial pengaruh DER, INFL dan M2 *statistically significant negative*, adapun pengaruh ROE, PBV, BETA, IHSS, dan IHSS *statistically significant positive* mempengaruhi  $P_0$  (harga saham) yang dimiliki oleh 10 (sepuluh) emiten yang secara konsisten berada di daftar *Jakarta Islamic Index* (JII) selama periode Juli 2000 – Juni 2007 (lihat tabel 4.19).

Adapun DER dan PBV *statistically significant* sebagai indikator yang paling dominan mempengaruhi  $P_0$  (harga saham) selain IHSG dan IHSS, dimana  $t_{\text{stat}}$  DER menunjukkan -18,6166 dan PBV 43,982662 sedangkan  $t_{\text{stat}}$  IHSG adalah 4,850979 dan IHSS 8,146974.

Adapun  $t_{\text{stat}}$  ROE dan BETA adalah masing-masing sebesar 10,885479 dan 11,007849. Dengan demikian, jika DER, INFL, M2 menurun dan ROE, PBV, BETA, IHSG serta IHSS menaik, maka dapat diprediksi bahwa  $P_0$  (harga saham) menaik.

#### 4.5.2 Analisis dan Pembahasan Harga Saham

Sebagaimana berdasarkan hasil penelitian, harga-harga saham ( $P_0$ ) JII selama periode penelitian dimodelkan dengan model *FEM* 4, sehingga dapat diperoleh rata-rata harga saham untuk setiap emiten yang diteliti. Rata-rata

harga saham yang diperoleh dari model FEM 4 ini dibandingkan dengan rata-rata harga saham yang ada di pasar. Dengan membandingkan kedua rata-rata harga saham yang ada ini, maka dapat dianalisis secara fundamental mengenai apresiasi yang terjadi pada masing-masing harga saham untuk setiap emiten yang diteliti selama 14 periode ini.

Jika terjadi *overvalue* terhadap rata-rata harga saham JII, maka berarti harga-harga saham JII selama periode penelitian ditaksir terlalu berlebihan, atau kebanyakan investor rela membeli saham dengan harga lebih mahal dari semestinya. Demikian pula sebaliknya, jika terjadi *undervalue* terhadap rata-rata harga saham JII, maka berarti harga-harga saham JII selama periode penelitian ditaksir terlalu murah, atau kebanyakan investor tidak rela untuk membeli saham dengan harga lebih mahal dari semestinya.

Namun bisa jadi pula harga-harga saham JII ternyata terapresiasi dengan sangat akurat (sangat baik), yang berarti harga-harga yang ada dalam kondisi *parvalue*. Jika hal ini terjadi berarti pada dasarnya emiten yang memiliki saham tersebut memiliki fundamental perusahaan yang kuat dan stabil, namun tetap bersifat alami dan terapresiasi dengan baik oleh masyarakat (investor). Maknanya, emiten yang memiliki harga saham *parvalue* akan cenderung terpengaruh secara alami dengan perubahan besaran nilai dari seluruh variabel-variabel fundamental yang diteliti berbanding dengan harga saham yang *overvalue* ataupun *undervalue*.

Untuk memperoleh harga berdasarkan analisis fundamental tersebut, maka seluruh koefisien *intercept* dan *slope* disubstitusikan dengan hasil yang diperoleh dari *Fixed Effect Methods* (lihat lampiran output Model FEM 4) yang telah dikemukakan sebelumnya. Dengan demikian diperoleh estimasi persamaan linier untuk harga saham pada setiap emiten JII sebagai berikut:

$$P_{AALI} = 1504,83508168 - 1485,97208782 + 2,17099315731 IHSS_{AALI} + 0,544858236709 IHSG_{AALI} - 4,06786546855 INFL_{AALI} - 0,0511918082234$$

$$M2_{AALI} + 11,4216723182 \text{ SBI}_{AALI} - 912,583111817 \text{ DER}_{AALI} + 2,97305912088 \text{ ROE}_{AALI} + 1047,2961587 \text{ PBV}_{AALI} - 1114,16669561 \text{ BETA}_{AALI} + [\text{AR}(1)=1,01276260292]$$

$$P_{ANTM} = 2620,41126121 - 1485,97208782 + 2,17099315731 \text{ IHSS}_{ANTM} + 0,544858236709 \text{ IHSG}_{ANTM} - 4,06786546855 \text{ INFL}_{ANTM} - 0,0511918082234 \text{ M2}_{ANTM} + 11,4216723182 \text{ SBI}_{ANTM} - 1,91753364656 \text{ DER}_{ANTM} + 1,61501722904 \text{ ROE}_{ANTM} + 155,381207719 \text{ PBV}_{ANTM} - 455,208350671 \text{ BETA}_{ANTM} + [\text{AR}(1)=1,01276260292]$$

$$P_{GJTL} = 1381,1085699 - 1485,97208782 + 2,17099315731 \text{ IHSS}_{GJTL} + 0,544858236709 \text{ IHSG}_{GJTL} - 4,06786546855 \text{ INFL}_{GJTL} - 0,0511918082234 \text{ M2}_{GJTL} + 11,4216723182 \text{ SBI}_{GJTL} + 0,249962189232 \text{ DER}_{GJTL} + 0,0166820047599 \text{ ROE}_{GJTL} - 0,0440459850406 \text{ PBV}_{GJTL} + 295,637780552 \text{ BETA}_{GJTL} + [\text{AR}(1)=1,01276260292]$$

$$P_{INDF} = 1476,86843522 - 1485,97208782 + 2,17099315731 \text{ IHSS}_{INDF} + 0,544858236709 \text{ IHSG}_{INDF} - 4,06786546855 \text{ INFL}_{INDF} - 0,0511918082234 \text{ M2}_{INDF} + 11,4216723182 \text{ SBI}_{INDF} - 20,9390632173 \text{ DER}_{INDF} + 2,56961295035 \text{ ROE}_{INDF} + 294,347362607 \text{ PBV}_{INDF} - 214,531698702 \text{ BETA}_{INDF} + [\text{AR}(1)=1,01276260292]$$

$$P_{INTP} = 805,018386164 - 1485,97208782 + 2,17099315731 \text{ IHSS}_{INTP} + 0,544858236709 \text{ IHSG}_{INTP} - 4,06786546855 \text{ INFL}_{INTP} - 0,0511918082234 \text{ M2}_{INTP} + 11,4216723182 \text{ SBI}_{INTP} - 147,937407981 \text{ DER}_{INTP} + 0,513935630997 \text{ ROE}_{INTP} + 347,425132959 \text{ PBV}_{INTP} + 1045,43520061 \text{ BETA}_{INTP} + [\text{AR}(1)=1,01276260292]$$

$$P_{KLBF} = -953,321853404 - 1485,97208782 + 2,17099315731 \text{ IHSS}_{KLBF} + 0,544858236709 \text{ IHSG}_{KLBF} - 4,06786546855 \text{ INFL}_{KLBF} - 0,0511918082234$$

$$M2_{KLBF} + 11,4216723182 \text{ SBI}_{KLBF} - 19,2752394952 \text{ DER}_{KLBF} + 0,608324968217 \text{ ROE}_{KLBF} + 37,2521294637 \text{ PBV}_{KLBF} + 738,679894597 \text{ BETA}_{KLBF} + [\text{AR}(1)=1,01276260292]$$

$$P_{SMCB} = 864,70724557 - 1485,97208782 + 2,17099315731 \text{ IHSS}_{SMCB} + 0,544858236709 \text{ IHSG}_{SMCB} - 4,06786546855 \text{ INFL}_{SMCB} - 0,0511918082234 \text{ M2}_{SMCB} + 11,4216723182 \text{ SBI}_{SMCB} - 0,364154967639 \text{ DER}_{SMCB} - 0,207534625888 \text{ ROE}_{SMCB} - 0,112275689403 \text{ PBV}_{SMCB} + 245,457948617 \text{ BETA}_{SMCB} + [\text{AR}(1)=1,01276260292]$$

$$P_{TLKM} = -1450,81769769 - 1485,97208782 + 2,17099315731 \text{ IHSS}_{TLKM} + 0,544858236709 \text{ IHSG}_{TLKM} - 4,06786546855 \text{ INFL}_{TLKM} - 0,0511918082234 \text{ M2}_{TLKM} + 11,4216723182 \text{ SBI}_{TLKM} - 665,275097679 \text{ DER}_{TLKM} + 15,485756269 \text{ ROE}_{TLKM} + 568,92941943 \text{ PBV}_{TLKM} + 482,654107235 \text{ BETA}_{TLKM} + [\text{AR}(1)=1,01276260292]$$

$$P_{UNTR} = -6255,47831717 - 1485,97208782 + 2,17099315731 \text{ IHSS}_{UNTR} + 0,544858236709 \text{ IHSG}_{UNTR} - 4,06786546855 \text{ INFL}_{UNTR} - 0,0511918082234 \text{ M2}_{UNTR} + 11,4216723182 \text{ SBI}_{UNTR} + 17,6598193073 \text{ DER}_{UNTR} + 2,96160603058 \text{ ROE}_{UNTR} + 539,031342099 \text{ PBV}_{UNTR} + 1373,08431853 \text{ BETA}_{UNTR} + [\text{AR}(1)=1,01276260292]$$

$$P_{UNVR} = 6,66888852518 - 1485,97208782 + 2,17099315731 \text{ IHSS}_{UNVR} + 0,544858236709 \text{ IHSG}_{UNVR} - 4,06786546855 \text{ INFL}_{UNVR} - 0,0511918082234 \text{ M2}_{UNVR} + 11,4216723182 \text{ SBI}_{UNVR} - 1035,4900205 \text{ DER}_{UNVR} - 0,0914879571738 \text{ ROE}_{UNVR} + 201,040810285 \text{ PBV}_{UNVR} + 2317,17336808 \text{ BETA}_{UNVR} + [\text{AR}(1)=1,01276260292]$$

Dari pemodelan harga yang terbentuk ini dapat diperoleh harga model yang dianggap sebagai *intrinsic value*, karena pemodelan ini terbentuk sesuai

dengan analisis fundamental. Dengan demikian berdasarkan hasil pengamatan selama periode bulan Juli 2000 sampai dengan Juni 2007, maka rata-rata harga saham di Bursa Efek Jakarta dan harga saham yang diperoleh dari model dapat dibandingkan.

Tabel 4.20 dan Grafik 4.3 memberikan deskriptif statistik mengenai rata-rata harga saham untuk setiap emiten yang diteliti selama periode Juli 2000 sampai dengan Juni 2007.

Dimana, pada kenyataannya (dari hasil pengolahan data) walaupun tidak diperoleh kondisi (status) *parvalue* secara keseluruhan, namun harga saham yang diperoleh dari model dengan harga saham yang ada di pasar tidak jauh berbeda secara signifikan antar keduanya.

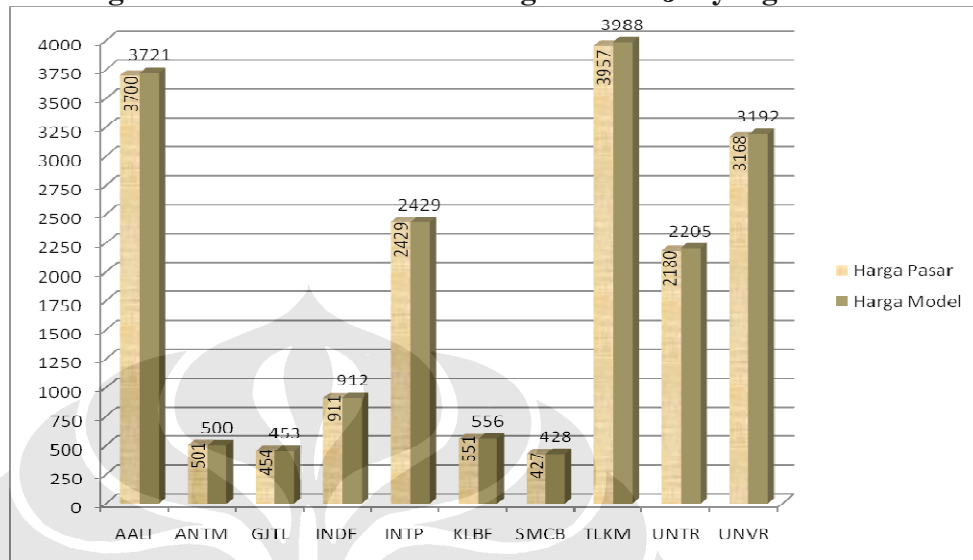
**Tabel 4.20 Perbandingan Rata-rata Harga Saham (dalam Rp.)**

<b>Kode Emiten</b>	<b>Low</b>	<b>High</b>	<b>Market</b>	<b>Model</b>	<b>Status</b>
AALI	473	15750	3700	3721	<i>Undervalue</i>
ANTM	80	3120	501	500	<i>Overvalue</i>
GJTL	125	860	454	453	<i>Overvalue</i>
INDF	575	2025	911	912	<i>Undervalue</i>
INTP	650	6250	2429	2429	<i>Parvalue</i>
KLBF	110	1520	551	556	<i>Undervalue</i>
SMCB	135	950	427	428	<i>Undervalue</i>
TLKM	1001	10500	3957	3988	<i>Undervalue</i>
UNTR	195	8250	2180	2205	<i>Undervalue</i>
UNVR	1250	6700	3168	3192	<i>Undervalue</i>
<b>Total</b>	<b>4593</b>	<b>55925</b>	<b>18278</b>	<b>18384</b>	

*Sumber : Data diolah (lihat lampiran)*



**Grafik 4.3 Perbandingan berdasarkan Harga Model dan Harga Pasar untuk Rata-rata Harga Saham JII yang Konsisten**



Sumber : Data diolah (lihat lampiran)

Dalam pengamatan selama periode bulan Juli 2000 sampai dengan Juni 2007 ini, diperoleh informasi mengenai IHSG yang memiliki perubahan 497,18% dari nilai minimum yang dimiliki senilai 358,23 dan maksimum senilai 2139,28, sedangkan angka rata-ratanya adalah 843,0465. Hal ini menunjukkan bahwa kinerja Bursa Efek Jakarta dalam kurun waktu semenjak dibentuknya *Jakarta Islamic Index* (JII) sampai dengan Juni 2007 mengalami perkembangan yang signifikan pesat, dimana kondisi makroekonomi di Indonesia selama periode tersebut memiliki rata-rata inflasi sebesar 9,45%, tingkat suku bunga SBI sebesar 11,63%, serta mengalami perubahan 52,78% dalam persediaan jumlah uang beredar (*broad money supply*).

**Tabel 4.21 Kondisi Makroekonomi Periode Juli 2000 – Juni 2007**

<i>Makroeconomic Indicator</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>	<i>Mean</i>	<i>Change</i>
INFL	5,10%	17,90%	9,45%	250,98%
LN M2	27.254%	28,004%	27,598%	2,68%
M2 (dalam milyar Rupiah)	685,602	1451,974	987,29323	52.78%
SBI	7,32%	17,67%	11,63%	141,39%

Sumber: Data olahan (Lihat Lampiran)

Meskipun inflasi di Indonesia terus meningkat dari waktu ke waktu, namun pada kenyataannya harga-harga saham JII tetap dapat menguat sehingga dapat memberikan keuntungan bagi para investor dengan adanya keuntungan dari *capital gain*. Tingkat suku bunga SBI yang terus meningkat pula namun dengan tetap diimbangi jumlah peredaran uang yang stabil, maka inflasi ini masih dapat dikatakan terkendali. IHSG dan IHSS mengalami secara rata-rata mengalami peningkatan selama periode penelitian, dimana IHSG pernah mencapai level 2139,28 dan indeks sektor pertanian (*agriculture index*) sebagai IHSS tertinggi pernah mencapai level 1772,36.

Dari kondisi perekonomian yang sedemikian (lihat tabel 4.17 dan 4.18), diperoleh bahwa harga-harga saham yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index* (JII) seharusnya mengalami penguatan harga. Pada kenyataannya memang demikian, harga-harga saham yang secara konsisten dalam daftar JII mengalami kenaikan, walaupun demikian saham GJTL mengalami *significantly fluctuated* yang berakhir dengan harga sahamnya Rp. 600,- dimana pada awal periode penelitian yaitu pada saat *Closing Price* Juli 2000 harga sahamnya adalah Rp. 500,- namun pernah mencapai harga terendah pada Rp. 125,- dan Rp.860,- sebagai harga tertingginya.

**Tabel 4.22 Kondisi Industri Periode Juli 2000 – Juni 2007**

<i>Industry Indices</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>	<i>Mean</i>
IHSG	358,23	2139,28	843,05
<i>AGRICULTURE</i>	117,00	1772,36	389,11
<i>METALMINERALMINING</i>	76,86	1647,04	409,83
<i>MISCINDUSTRY</i>	73,00	324,96	150,50
IHSS			
<i>CONSUMERGOODS</i>	124,00	437,01	221,55
<i>BASICINDUSTRY</i>	33,84	196,10	78,29
<i>INFRASTRUCTURE</i>	82,12	788,22	294,21
<i>TRADE</i>	95,03	387,38	165,58

*Sumber: Data olahan (Lihat Lampiran)*

Sebagaimana diketahui harga saham yang terbentuk adalah berdasarkan *supply dan demand* yang ada di pasar, dimana pelaku pasar terdiri

dari investor muslim dan non-muslim, maka fluktuasi harga saham JII dalam penelitian ini dapat saja disebabkan regulasi-regulasi atau isu-isu terbaru yang beredar di tengah masyarakat (investor).

Namun demikian, ternyata berdasarkan ke-9 (sembilan) variabel fundamental ini, dapat ditunjukkan secara drastis 99,69% bahwa harga-harga saham yang dimiliki oleh 10 emiten yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index* (JII) selama periode penelitian dapat dijelaskan dengan model yang terdiri dari 9 variabel meliputi kondisi kinerja perusahaan, industri dan makroekonomi, yakni DER, ROE, PBV, BETA, IHSS, IHSG, INFL, M2 dan SBI.

Sedangkan hanya 0,31% harga saham dijelaskan oleh variabel lainnya, yang berarti ketika kondisi kinerja perusahaan, industri dan makroekonomi menguat, hanya ada sedikit kemungkinan harga-harga saham mengalami penurunan. Tetapi tidak tertutup kemungkinan juga bahwa jika dalam keadaan fundamental sedemikian kuatnya, namun harga-harga saham mengalami penurunan, maka dapat diduga bahwa terjadinya praktek spekulasi dan manipulasi atau monopoli pada harga-harga saham tersebut.

Berdasarkan model FEM 4 ini, maka dapat dikatakan jika jumlah peredaran uang (M2) naik Rp. 1.000.000.000.000,- (Satu Trilyun Rupiah), maka seluruh saham yang terdapat di JII ini akan terpengaruh untuk mengalami penurunan harga sebesar Rp. 51,19,- (Lima Puluh Satu Koma Sembilan Belas Rupiah), yang berarti ada kemungkinan grafik IHSS dan IHSG ikut menurun. Dan jika grafik IHSS dan IHSG pada BEJ masing-masing naik 10 poin, maka harga saham yang dimiliki oleh emiten yang kinerjanya menguat akan juga terpengaruh untuk mengalami kenaikan harga saham sekitar 27,16 poin. Atau jika IHSS saja yang naik 10 poin, maka harga saham diduga akan mengalami kenaikan sebesar 21,7 poin.

Berdasarkan model FEM 4 ini juga diketahui bahwa selama periode Juli 2000 sampai dengan 2007, harga saham JII akan terpengaruh untuk mengalami penurunan sebesar 203,39 poin jika tingkat laju inflasi meningkat

sebesar 50%. Semakin tinggi tingkat laju inflasi (INFL), maka berdampak untuk semakin dapat mempengaruhi penurunan harga saham JII, maknanya akan pula melemahkan fundamental perusahaan. Jika tingkat laju inflasi ini tidak dikendalikan, dikhawatirkan secara makroekonomi akan lebih terpuruk, dimulai dengan terpuruknya kondisi industri, dimana hal ini akan berimbas ke perusahaan yang berada dalam industri tersebut.

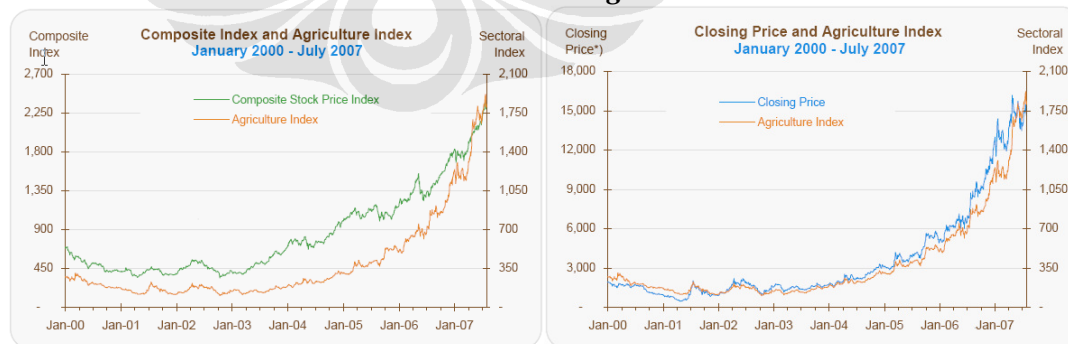
## 4.6 Harga-harga Saham

### 4.6.1 AALI - Astra Agro Lestari Tbk. (*Plantation*)

Grafik 4.1 mendeskripsikan secara keseluruhan pergerakan harga saham AALI pada periode penelitian ini, dimana harga saham AALI cenderung seirama dengan naik dan turunnya IHSG dan IHSS, berarti dapat dikatakan bahwa kinerja AALI cenderung baik dan stabil.

Walaupun demikian, berdasarkan hasil analisis fundamental pada penelitian ini, rata-rata harga saham AALI selama periode penelitian adalah *undervalue*, walaupun demikian dari Grafik 4.1 dapat diduga bahwa kebanyakan investor memperoleh keuntungan dari *capital gain* dengan menaksir harga saham AALI tinggi dari bulan ke bulan selama periode Juli 2000 – Juni 2007.

**Grafik 4.4 Closing Price AALI**



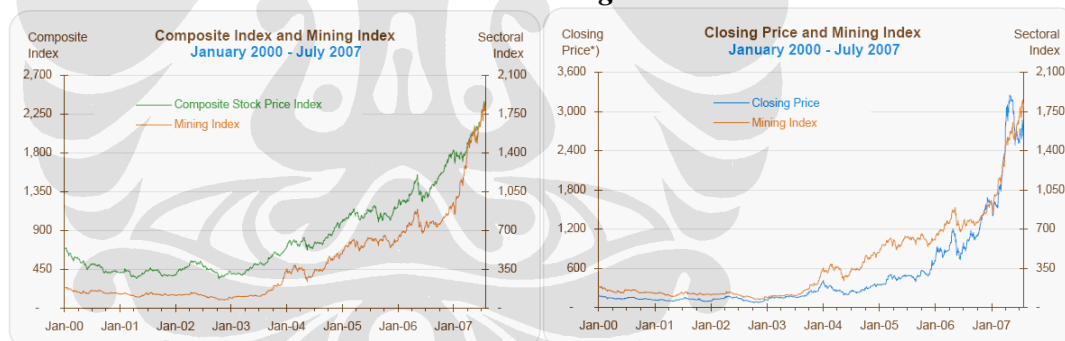
Sumber: Jakarta Stock Exchange

#### 4.6.2 ANTM – Aneka Tambang (Persero) Tbk. (*Metal and Mineral Mining*)

Grafik 4.2 mendeskripsikan secara keseluruhan pergerakan harga saham ANTM pada periode penelitian ini, dimana harga saham ANTM cenderung seirama dengan naik dan turunnya IHSG dan IHSS, namun berfluktuatif pada akhir periode penelitian, berarti belum dapat dikatakan bahwa kinerja ANTM cenderung baik dan stabil seperti AALI.

Berdasarkan hasil analisis fundamental pada penelitian ini, rata-rata harga saham ANTM selama periode penelitian adalah *overvalue*, namun demikian dari grafik 4.2 dapat diduga bahwa kebanyakan investor tidak menaksir harga saham ini terlalu tinggi, kecuali pada tahun 2006 dan 2007 dimana terjadi pergerakan fluktuatif IHSS dan IHSG yang cukup tinggi. Hal ini menyebabkan secara rata-rata, harga saham ANTM menjadi *overvalue*.

**Grafik 4.5 Closing Price ANTM**



Sumber: Jakarta Stock Exchange

#### 4.6.3 GJTL – Gajah Tunggal Tbk. (*Automotive and Components*)

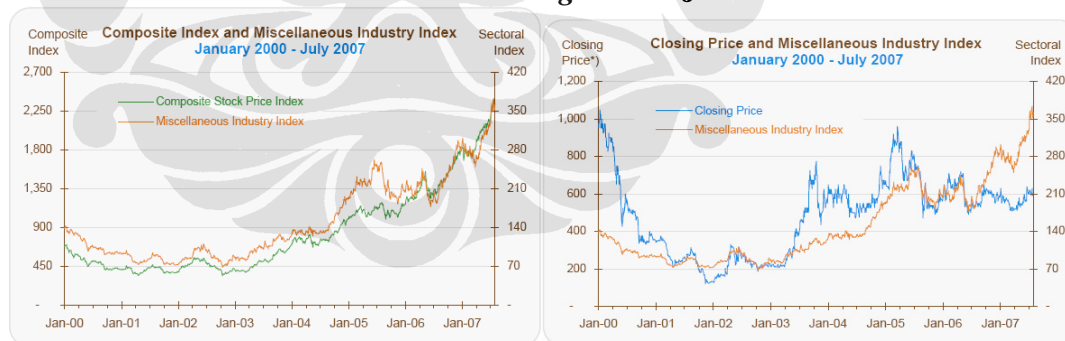
Grafik 4.3 mendeskripsikan secara keseluruhan pergerakan harga saham GJTL pada periode penelitian ini, dimana harga saham GJTL *significantly fluktuatif* dengan naik dan turunnya IHSG dan IHSS, berarti dapat dikatakan bahwa kinerja GTJL bergejolak sesuai dengan perubahan fundamental perusahaan secara umum, dan industri serta makroekonomi secara keseluruhan.

Berdasarkan hasil analisis fundamental pada penelitian ini, rata-rata harga saham GJTL selama periode penelitian adalah *overvalue*, dapat diduga bahwa investor yang ingin memperoleh keuntungan dari *capital gain* tidak dapat banyak memperoleh keuntungan, bahkan dapat merugi secara drastis.

Krisis kepercayaan investor terhadap GJTL pernah terjadi, sebagaimana harga saham GJTL selama periode ini pernah mengalami penaksiran harga yang terlalu murah (*undervalue*) pada setiap akhir tahun selama periode Juli 2000 – Juni 2007, terutama akhir tahun 2001 dan 2006. Sebagai contoh pada bulan Oktober – November 2006, saham GJTL mengalami penurunan sebesar 7,14% sedangkan IHSG dan IHSS masing-masing menaik sebesar 8,61% dan 14,48%.

Jika harga saham GJTL turun dalam kondisi sedemikian, maka diduga secara fundamental kinerja perusahaan melemah. Hal ini disebabkan jika ROE, PBV, IHSG dan IHSS naik, maka harga saham ( $P_0$ ) seharusnya naik. Ternyata saham GJTL pada bulan November 2006 memiliki penurunan PBV, BETA dan ROE masing-masing menurun sebesar 7,87%, 1,39% dan 50% .

**Grafik 4.6 Closing Price GJTL**



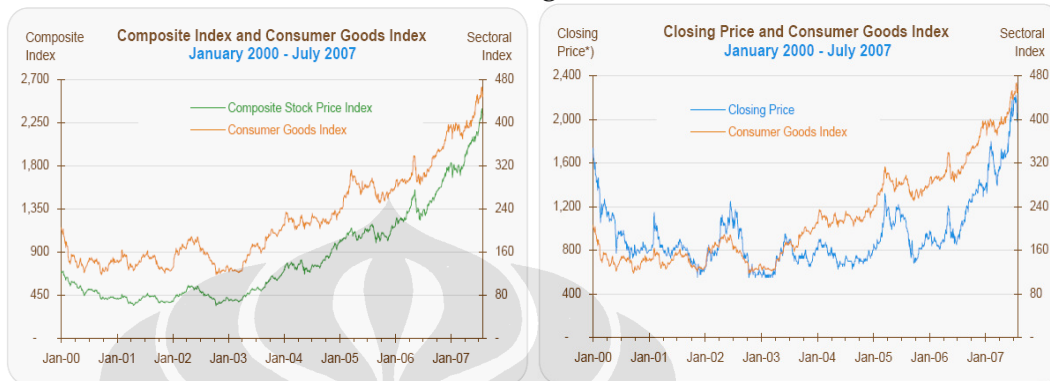
Sumber: Jakarta Stock Exchange

#### 4.6.4 INDF – Indofood Sukses Makmur Tbk. (*Food and Beverages*)

Grafik 4.4 mendeskripsikan secara keseluruhan pergerakan harga saham INDF pada periode penelitian ini, dimana harga saham INDF cenderung berfluktuatif terhadap IHSG dan IHSS pada awal periode penelitian.

Berdasarkan hasil analisis fundamental pada penelitian ini, rata-rata harga saham INDF selama periode penelitian adalah *undervalue*.

**Grafik 4.7 Closing Price INDF**

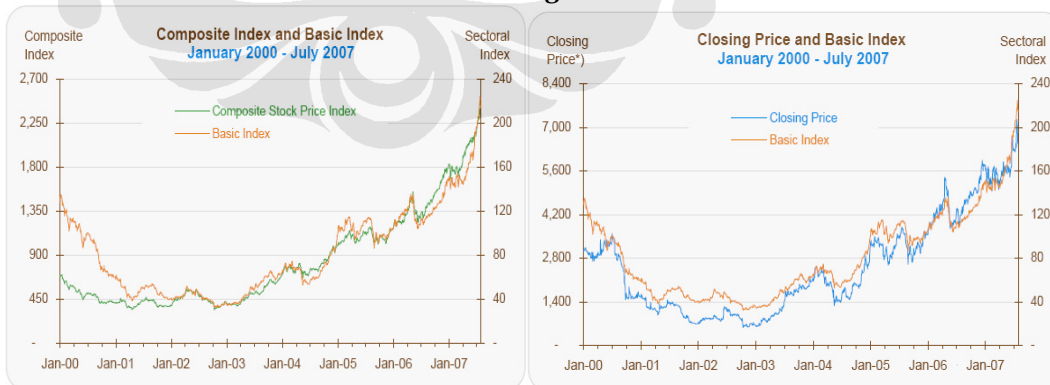


Sumber: Jakarta Stock Exchange

#### 4.6.5 INTP – Indocement Tunggal Perkasa Tbk. (Cement)

Grafik 4.5 mendeskripsikan secara keseluruhan pergerakan harga saham INTP pada periode penelitian ini, dimana harga saham INTP cenderung berfluktuatif terhadap IHSG dan IHSS pada awal dan akhir periode penelitian. Berdasarkan hasil analisis fundamental pada penelitian ini, rata-rata harga saham INTP selama periode penelitian adalah *parvalue*, terpreasiasi dengan baik.

**Grafik 4.8 Closing Price INTP**

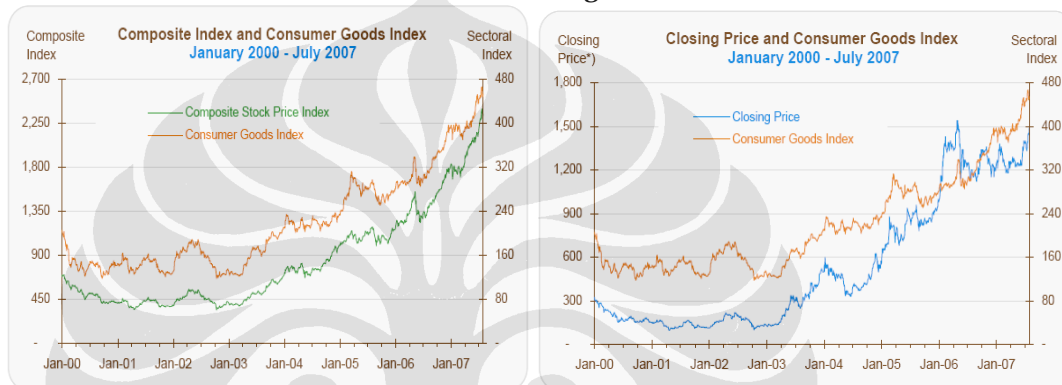


Sumber: Jakarta Stock Exchange

#### 4.6.6 KLBF – Kalbe Farma Tbk. (*Pharmaceuticals*)

Grafik 4.6 mendeskripsikan secara keseluruhan pergerakan harga saham KLBF pada periode penelitian ini, dimana harga saham KLBF cenderung berfluktuatif terhadap IHSG dan IHSS pada akhir periode penelitian. Berdasarkan hasil analisis fundamental pada penelitian ini, rata-rata harga saham KLBF selama periode penelitian adalah *undervalue*.

**Grafik 4.9 Closing Price KLBF**



Sumber: Jakarta Stock Exchange

#### 4.6.7 SMCB – Semen Cibinong Tbk. (*Cement*)

Grafik 4.7 mendeskripsikan secara keseluruhan pergerakan harga saham SMCB pada periode penelitian ini, dimana harga saham SMCB cenderung berfluktuatif terhadap IHSG dan IHSS hampir pada seluruh periode penelitian, kecuali pada akhir tahun 2001 dan awal tahun 2002.

Dari bulan Mei 2001 sampai dengan bulan Desember 2001, harga saham SMCB mengalami harga yang tetap, yaitu senilai Rp. 385,- dimana pada saat itu IHSG dan IHSS masing masing mengalami penurunan 3,41% dan 15,22%. Diduga bahwa perusahaan Semen Cibinong Tbk. bertahan terhadap penurunan kondisi industri dengan tetap menguatkan fundamental perusahaan secara umum, namun demikian dari hasil penelitian ditunjukkan bahwa ROE dan BETA juga mengalami penurunan yang masing-masing sebesar 88,24% dan 8,77%, hal ini berarti ada faktor lain yang diduga menjadi



penyebab harga saham SMCB dalam keadaan yang tetap. Berdasarkan hasil analisis fundamental pada penelitian ini, rata-rata harga saham SMCB selama periode penelitian adalah *undervalue*.

**Grafik 4.10 Closing Price SMCB**



Sumber: Jakarta Stock Exchange

#### 4.6.8 TLKM – Telekomunikasi Indonesia Tbk. (Telecommunication)

Grafik 4.8 mendeskripsikan secara keseluruhan pergerakan harga saham TLKM pada periode penelitian ini, dimana harga saham TLKM cenderung seirama dengan naik dan turunnya IHSG dan IHSS, namun sedikit berfluktuatif pada akhir periode penelitian, namun tetap dapat dikatakan bahwa kinerja TLKM cenderung baik dan stabil seperti AALI. Berdasarkan hasil analisis fundamental pada penelitian ini, rata-rata harga saham TLKM selama periode penelitian adalah *undervalue*, dari grafik 4.8 dapat diduga bahwa kebanyakan investor tidak menaksir harga saham ini terlalu tinggi.

**Grafik 4.11 Closing Price TLKM**



Sumber: Jakarta Stock Exchange

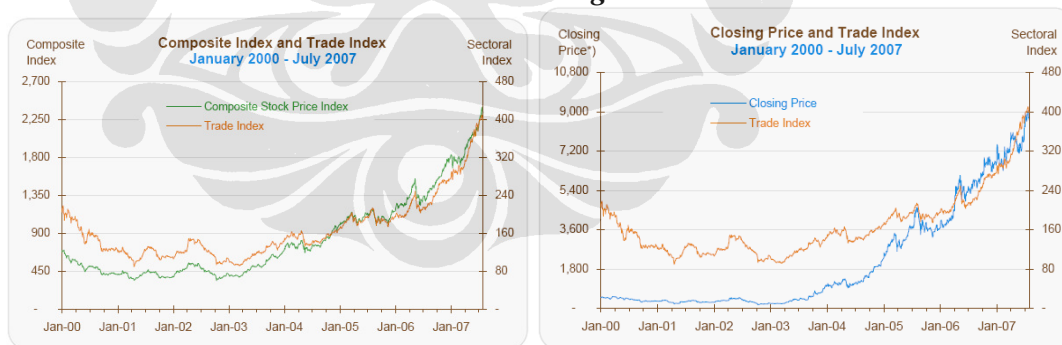
#### 4.6.9 UNTR – United Tractors Tbk. (*Durable & Non Durable Goods*)

Grafik 4.9 mendeskripsikan secara keseluruhan pergerakan harga saham UNTR pada periode penelitian ini, dimana harga saham UNTR cenderung sedikit berfluktuatif terhadap IHSG dan IHSS pada akhir periode penelitian. Dengan nilai harga terendah sebesar Rp. 195,- pada bulan November 2002 dan tercapainya harga tertinggi sebesar Rp. 8250,- maka para investor yang ingin memperoleh keuntungan dari capital gain mendapatkan keuntungan sekitar 41,31 kali lipat berbanding dengan harga pembelian pada saat harga minimum tercapai.

Diketahui pula bahwa besaran ROE yang dimiliki UNTR pernah mencapai 59% dengan rata-rata ROE sebesar 21,77% selama periode penelitian ini, dimana nilai maksimum BETA-nya adalah 2,45 dengan rata-rata BETA sebesar 2,12.

Berdasarkan hasil analisis fundamental pada penelitian ini, rata-rata harga saham UNTR selama periode Juli 2000 sampai dengan Juni 2007 adalah *undervalue*.

**Grafik 4.12 Closing Price UNTR**



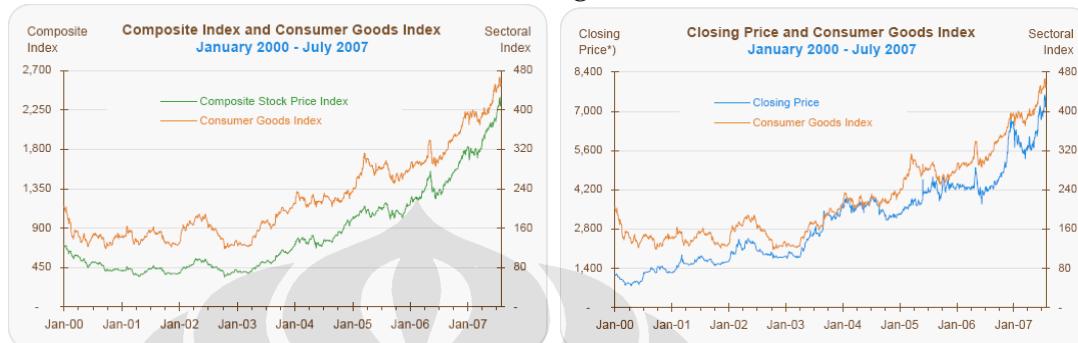
Sumber: Jakarta Stock Exchange

#### 4.6.10 UNVR – Unilever Indonesia Tbk. (*Cosmetics and Households*)

Grafik 4.10 mendeskripsikan secara keseluruhan pergerakan harga saham UNVR pada periode penelitian ini, dimana harga saham UNVR cenderung berfluktuatif terhadap IHSG dan IHSS pada pertengahan dan akhir periode

penelitian. Berdasarkan hasil analisis fundamental pada penelitian ini, rata-rata harga saham UNVR selama periode penelitian adalah *undervalue*.

**Grafik 4.13 Closing Price UNVR**



Sumber: Jakarta Stock Exchange