

ANALISIS PENGARUH BEBERAPA FAKTOR FUNDAMENTAL DAN RISIKO SISTEMATIK TERHADAP HARGA SAHAM Kasus Industri Barang Konsumsi Yang Go-Publik di Pasar Modal Indonesia

Syahib Natarsyah

Universitas Achmad Yani, Banjarmasin

ABSTRAK

This research is aimed at analyzing influence of several fundamental factors and systematic risk on stock price of consumption goods industries. The group of consumption goods industry has been chosen as research object considering that the products obtained are strategic consumption commodities badly needed by the society as a whole, in which they are not only in the form of nutritious food and drink, but also medicines, health products, cosmetic, and other household basic necessities.

The sample was taken by using non probability random sampling (purposive sampling method). The population cover 38 companies, while the taken sample consist of 16 companies, the research period of 8 years (1990 up to 1997). The data were analyzed by double log (log linear) model.

The research result show that from the six factors assumed to influence on stock price of consumption goods industries under investigation, there are four factors which partially show positive and significant influence: return on assets (ROA), debt to equity ratio (DER), book value equity per share (BVES) with degree of less than 1% and systematic risk with degree of 10%. Actual influence of ROA on stock price is the same as the one happened in the previous research, which means that investors are very consistent in applying performance finance from aspect of industry "earning power" in evaluating stock price. Book value equity per share as a dominant factor in influencing stock price, and this indicates that Indonesian investors tend to invest their capital in long run periods when value of equity per share grows, which reflects guarantee or claim on net assets provided by firms.

Based on the research results, it is also discovered that fundamental factor and systematic risk have weak influence in explaining stock price variation at the Indonesian capital market, in which R^2 is only 31%, which means that stock price variation is mostly determined by market psychology, that is non fundamental factors.

PENDAHULUAN

1. Latar Belakang

Untuk melaksanakan pembangunan yang berkesinambungan akan memerlukan dana

yang cukup besar, dimana pemenuhannya tidak bisa hanya mengandalkan sumber dari pemerintah saja. Partisipasi masyarakat sangat diharapkan untuk ikut aktif melalui keikutsertaannya dalam usaha menggerakkan perekonomian.

Dalam PJPT II ini, pemerintah telah merencanakan program industrialisasi sebagai pilar utama perekonomian nasional disamping sektor pertanian, 70% dana diharapkan dapat dipenuhi oleh sektor swasta. Sebagai ilustrasi pada PELITA VI yang lalu saja sektor swasta membutuhkan investasi sebesar Rp 815 triliun, 23% kontribusi pemerintah dan 77% kontribusi swasta (**Noerhadi: 1997**).

Mengingat bahwa sektor swasta dalam menyediakan dana untuk pembangunan yang cukup besar, menuntut digalakkannya pengalangan dana masyarakat baik melalui peranan perbankan maupun pengembangan pasar modal. Usaha mobilisasi dana masyarakat untuk keperluan pembangunan di Indonesia sejak tahun 1991 sampai dengan tahun 1995 dapat dilihat pada Tabel 1 sebagai berikut:

Tabel 1. Dana yang Dihimpun Melalui Perbankan dan Pasar Modal Tahun 1991 s/d Tahun 1995 (Dalam Milyar Rupiah)

Sumber Dana	1991 (%)	1992 (%)	1993 (%)	1994 (%)	1995 (%)
SAHAM	963 5	834 5	1.500 5	4.303 8	5.567 11
OBLIGASI	275 2	890 7	2.360 7	870 2	2.386 5
PEN.TERB*	859 5	648 5	3.027 9	5.998 12	3.176 7
BANK	15.900 88	0.000 82	6.300 79	40.300 78	37.500 77
JUMLAH	17.997 100	12.171 100	33.186 100	51.970 100	48.629 100

Keterangan : * Penawaran terbatas

Sumber : BEJ, September 1997

Data pada tabel tersebut menunjukkan bahwa jumlah dana yang dapat dihimpun pada tahun 1991 lebih kurang Rp.18 triliun, pada tahun 1995 meningkat menjadi lebih kurang Rp. 48,6 triliun, walaupun masih didominasi sektor perbankan (77,1%) pasar modal mengalami peningkatan dari 12% tahun 1991 menjadi 22,9% tahun 1995.

Dengan potensinya yang semakin besar untuk memobilisasi dana, pasar modal memiliki arti yang strategis bagi pembangunan perekonomian nasional. Manfaat pasar modal bagi pembangunan nasional secara langsung adalah (1) memperbaiki struktur permodalan perusahaan, (2) meningkatkan efisiensi alokasi sumber-sumber dana, (3) menunjang terciptanya perekonomian yang sehat, (4) meningkatkan penerimaan negara, dan (5) dapat mengurangi utang luar negeri swasta (**Ary Suta: 1988**).

Sementara itu faktor-faktor yang mempengaruhi keberhasilan pasar modal (**Husnan: 1996**) adalah:

- (a) Penawaran sekuritas, faktor ini berarti harus banyak perusahaan yang bersedia untuk menerbitkan sekuritas di pasar modal.
- (b) Permintaan akan sekuritas, faktor ini berarti harus banyak masyarakat yang memiliki jumlah dana yang dipergunakan untuk membeli sekuritas yang ditawarkan baik yang berasal dari individu, perusahaan non keuangan maupun lembaga keuangan.
- (c) Kondisi politik dan ekonomi, kondisi politik yang stabil akan membantu pertumbuhan ekonomi, pertumbuhan ekonomi akan meningkatkan pendapatan masyarakat dan pada akhirnya akan mempengaruhi penawaran dan permintaan akan sekuritas.

- (d) Masalah hukum dan peraturan, pembeli securitas pada dasarnya sangat bergantung pada informasi yang disediakan oleh perusahaan-perusahaan emiten securitas, peraturan yang melindungi pemodal dari informasi yang tidak benar dan menyesuaikan menjadi mutlak diperlukan.
- (e) Peran lembaga-lembaga pendukung pasar modal, lembaga-lembaga seperti BAPEPAM, Bursa Efek, Akuntan Publik, Underwriter, Wali Amanat, Notaris, Konsultan Hukum, Lembaga kliring dan lain-lain perlu bekerja dengan profesional dan bisa diandalkan sehingga kegiatan emisi dan transaksi di bursa efek berjalan dengan cepat, efisien dan bisa dipercaya.

Saham perusahaan yang gopublik sebagai komoditi investasi tergolong berisiko tinggi, karena sifat komoditinya sangat peka terhadap perubahan-perubahan yang terjadi, baik perubahan di luar negeri maupun di dalam negeri, perubahan dibidang politik, ekonomi, moneter, Undang-undang, atau peraturan, maupun perubahan yang terjadi di dalam industri dan perusahaan itu sendiri. Perubahan-perubahan tersebut dapat berdampak positif dan dapat pula berdampak negatif.

Melihat perkembangan pasar modal yang dikaitkan dengan pengaruh global, krisis moneter dan krisis ekonomi yang melanda Indonesia saat ini, tantangan yang dihadapi semakin berat. Kebijakan moneter yang ditetapkan akibat krisis moneter dan prospek perusahaan yang semakin tidak jelas (*uncertainty*), secara langsung mempengaruhi perilaku pemodal dan kinerja emiten. Naiknya suku bunga berjangka akibat kebijakan dimaksud menyebabkan para pemodal mencari alternatif lain yang lebih menguntungkan, sehingga memberikan batas yang semakin sempit bagi peningkatan penanaman modal dalam saham-saham perusahaan yang dijual di bursa efek.

Persoalan yang timbul adalah sejauhmana perusahaan mampu mempengaruhi harga saham di pasar modal, dan faktor atau variabel apa saja yang dapat dijadikan indikator, sehingga memungkinkan perusahaan untuk mengendalikannya, sehingga tujuan meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan nilai saham yang diperdagangkan dipasar modal dapat dicapai.

Dalam kerangka inilah penelitian dilakukan, walaupun disadari bahwa faktor-faktor fundamental sangat luas dan kompleks cakupannya tidak saja meliputi kondisi internal perusahaan (*basic financial dan economic facts*), tetapi juga kondisi fundamental makro ekonomi yang berada diluar kendali perusahaan. Oleh karena itu penelitian ini dibatasi hanya menganalisis faktor-faktor fundamental perusahaan dari aspek *performance financial*, sedangkan faktor lain untuk mengakomodasi perubahan kecenderungan pasar yang terjadi dimasukkan indeks beta sebagai indikator pengukuran risiko sistematis yang mencerminkan sensitivitas saham perusahaan terhadap indeks pasar.

Dengan asumsi para pemodal adalah rasional maka aspek fundamental menjadi dasar penilaian (*basic valuation*) yang utama bagi seorang fundamentalis, argumentasi dasarnya adalah bahwa nilai saham mewakili nilai perusahaan, tidak hanya nilai intrinsik suatu saat, tapi juga, dan bahkan lebih penting adalah harapan akan kemampuan perusahaan dalam meningkatkan nilai kekayaan (*wealth*) di kemudian hari.

Penelitian yang dilakukan untuk menganalisis pengaruh berbagai faktor fundamental dan teknikal terhadap harga saham perusahaan berbagai kelompok industri telah banyak dilakukan, namun hasilnya belum memisahkan seberapa besar faktor fundamental yang dapat dikendalikan (*controllable*) mampu menjelaskan variansi harga saham.

2. Tujuan Penelitian

Tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah:

- 1) Untuk mengetahui apakah faktor-faktor fundamental seperti return on assets, return on equity, dividend payout ratio, debt to equity ratio, book value equity per share, dan risiko sistematis secara bersama-sama berpengaruh nyata terhadap harga saham perusahaan pada kelompok industri barang konsumsi di pasar modal Indonesia.
- 2) Untuk mengetahui faktor atau variabel mana yang berpengaruh signifikan dan dominan terhadap harga saham perusahaan kelompok industri barang konsumsi di pasar modal Indonesia.
- 3) Untuk mengetahui berapa besar kontribusi faktor fundamental dan risiko sistematis mampu menjelaskan variansi harga saham perusahaan pada kelompok Industri barang konsumsi yang go-publik di pasar modal Indonesia.

TINJAUAN TEORI DAN HIPOTESIS

1. Penelitian Terdahulu

1. Hasil Penelitian Gordon (diulas oleh Bolten: 1976)

Gordon meneliti tentang faktor-faktor yang mempengaruhi perubahan harga saham perusahaan industri makanan dan industri mesin, periode penelitian tahun 1954 s/d tahun 1958. Berdasarkan pada model pertumbuhan yang konstan, hasil penelitian menunjukkan bahwa *dividen*, *pertumbuhan pendapatan*, *tingkat likuiditas* dan *ukuran perusahaan*, mempunyai pengaruh yang positif, sedangkan *debt ratio* dan *standard deviasi dari pertumbuhan pendapatan* mempunyai pengaruh yang negatif terhadap harga saham.

2. Hasil Penelitian Meader dan Sprecher (diulas oleh D.Silalahi:1991)

Meader & Sprecher meneliti tentang faktor-faktor yang mempengaruhi perubahan

harga saham di NYSE pada periode tahun 1930 - 1940, hasilnya menunjukkan bahwa *nilai buku saham (book value)*, *modal kerja bersih*, *EPS*, mempunyai pengaruh yang positif, sedangkan *dividen* mempunyai pengaruh yang negatif terhadap perubahan harga saham. Kemudian ia melakukan penelitian ulang dengan variabel yang sama pada periode tahun 1931-1939, dan hasilnya ternyata *semua variabel mempunyai pengaruh yang positif*.

3. Hasil Penelitian D. Silalahi

Silalahi (1991) mengadakan penelitian terhadap 38 perusahaan yang listing di Bursa Efek Jakarta dengan periode penelitian tahun 1989 - 1990. Hasil penelitian mengungkapkan bahwa; fluktuasi harga saham secara nyata dan simultan dipengaruhi oleh variabel-variabel *return on assets*, *dividen payout ratio*, *volume perdagangan saham*, dan *tingkat bunga deposito*. *ROA* ternyata mempunyai pengaruh yang dominan.

4. Hasil Penelitian Sugeng Sulistiono (1994)

Sugeng Sulistiono meneliti tentang beberapa faktor yang berpengaruh terhadap harga saham pada perusahaan farmasi yang go-publik di Bursa Efek Jakarta. Hasil penelitian menyatakan bahwa variabel *ROA*, *dividen*, *financial leverage*, *tingkat penjualan*, *tingkat likuiditas* dan *tingkat bunga deposito*, secara simultan signifikan berpengaruh terhadap harga saham. *ROA* terbukti mempunyai pengaruh nyata secara parsial, sedangkan variabel lain tidak signifikan.

5. Hasil Penelitian Sulaiman (1995)

Sulaiman meneliti tentang faktor-faktor yang berpengaruh terhadap harga saham industri makanan dan minuman di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Hasil penelitian menyatakan bahwa: *ROA*, *DPR*, *leverage keuangan*, *tingkat pertumbuhan*, *likuiditas*, *struktur modal* dan *tingkat bunga deposito* secara simultan berpengaruh nyata terhadap harga saham. Sedang-

kan secara parsial, *ROA, tingkat pertumbuhan, likuiditas, dan tingkat bunga* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap harga saham. Variabel lainnya tidak signifikan.

6. Hasil Penelitian PYM Charistianta (1996)

PYM Charistianta meneliti tentang hubungan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dengan faktor-faktor nonfundamental emiten dalam pasar sekunder di BEJ. Hasil penelitian menunjukkan bahwa untuk periode *short run*, faktor-faktor yang memiliki hubungan signifikan dengan perubahan harga saham (IHSG) adalah *permintaan saham investor lokal dan investor asing, suku bunga deposito bank (berjangka 3 bulan) serta jumlah uang beredar (M2)*. Sedangkan perubahan *kurs rupiah terhadap US Dolar dan perubahan inflasi* tidak menunjukkan hubungan yang signifikan.

7. Hasil penelitian Rofinus Leki (1997).

Rofinus Leki meneliti tentang variabel fundamental dan teknikal terhadap perubahan harga saham pada industri alat berat/otomotif dan allied product yang go-publik di Pasar Modal Indonesia untuk periode tahun 1991 s/d 1996 terhadap 10 perusahaan sebagai sampel. Hasil penelitian tersebut mengungkapkan bahwa secara bersama-sama variabel bebas seperti: *return on investmen (ROI), dividen payout ratio, tingkat bunga deposito, likuiditas, volume penjualan saham, harga saham masa lalu, dan capital gain/loss* mempunyai pengaruh yang kuat dan signifikan terhadap perubahan harga saham. Secara parsial variabel yang dapat dipertimbangkan dalam mengamati pola perubahan harga saham adalah *ROI, harga masa lalu dan capital gain/loss*.

Penelitian terdahulu yang dikemukakan diatas lebih banyak menekankan pada faktor fundamental (baik yang bersifat *controlable* maupun *uncontrolable*) maupun faktor teknikal sebagai variabel bebas. Hasil penelitian

sangat bervariasi dan sulit untuk mendeteksi berapa besar kekuatan variabel bebas dari faktor fundamental mampu menjelaskan variansi variabel terikat (Y), demikian pula sulit untuk mendeteksi berapa besar variabel bebas dari faktor teknikal mampu menjelaskan variansi variabel terikat (Y), sehingga memberi peluang untuk dilakukan penelitian lanjutan, baik yang bersifat pengulangan (replikatif) maupun pengembangan.

Dalam penelitian ini ingin dibuktikan apakah dengan memisahkan antara faktor fundamental dan faktor teknikal sebagai variabel bebas, dapat menjelaskan pengaruh baik secara bersama-sama maupun parsial terhadap harga saham perusahaan industri barang konsumsi yang menjadi objek penelitian. Penelitian ini, hanya mengambil beberapa faktor fundamental saja (dengan asumsi bahwa investor adalah rasional) sebagai variabel bebas seperti *return on assets, return on equity, dividen payout ratio, debt to equity ratio, dan book value equity pershare*, dan faktor-faktor ini bersifat *controllable* (dapat dikendalikan), kemudian ditambahkan satu faktor lain yang bersifat *uncontrollable* yakni *Risiko Sistematis*. dimana pada penelitian terdahulu belum pernah diteliti.

2. Landasan Teori

Dalam konteks teori ada 3 (tiga) cara untuk melakukan analisis investasi dalam bentuk saham yakni (1) *Analisis Fundamental* (2) *Analisis Teknikal* dan (3) *Analisis Portofolio*.

(1). **Analisis fundamental** menyatakan bahwa setiap investasi saham mempunyai landasan yang kuat yang disebut nilai intrinsik yang dapat ditentukan melalui suatu analisis yang sangat hati-hati terhadap kondisi perusahaan pada saat sekarang dan prospeknya di masa mendatang. Nilai intrinsik merupakan suatu fungsi dari faktor-faktor perusahaan yang dikombinasikan untuk menghasilkan suatu keuntungan (*return*) yang diharapkan dengan

suatu risiko yang melekat pada saham tersebut. Nilai inilah yang diestimasi oleh para pemodal atau analis, dan hasil dari estimasi ini dibandingkan dengan nilai pasar sekarang (*current market price*) sehingga dapat diketahui saham-saham yang *overprice* maupun yang *underprice*.

Jack Clark Francis (1988: 603) menyatakan:

“In preparing their estimate of security’s value, fundamental analysts study the basic financial and economic facts about the company that issues the security. They study the level and trend of the firm’s sales and earnings, the quality of the firm’s products, the firm’s competitive position in the markets where its products are sold, the firm’s labor relations, the firm’s sources of raw materials, the governmental rules that apply to the firm, and many other factors that may affect the value of the firm’s common stock”.

Berdasarkan pernyataan diatas dapat disimpulkan bahwa para analis fundamental mencoba memperkirakan harga saham dimasa yang akan datang dengan (1) mengestimasi nilai dari faktor-faktor fundamental yang mempengaruhi harga saham dimasa datang (2) menerapkan hubungan faktor-faktor tersebut sehingga diperoleh taksiran harga saham.

- (2). **Analisis teknikal**, merupakan suatu teknik analisis yang menggunakan data atau catatan pasar untuk berusaha mengakses permintaan dan penawaran suatu saham tertentu maupun pasar secara keseluruhan. Analisis teknikal menggunakan data pasar yang dipublikasikan seperti harga saham, volume perdagangan, indeks harga saham baik individual maupun gabungan, serta faktor-faktor lain yang bersifat teknis. Model analisis teknikal lebih menekankan pada tingkah laku pemodal dimasa akan datang berdasarkan kebiasaan dimasa lalu (nilai psikologis). Para penganut analisis

ini, menyatakan bahwa: (1) harga saham mencerminkan informasi yang relevan, (2) informasi tersebut ditunjukkan oleh perubahan harga di waktu yang lalu, dan (3) karenanya pola tersebut akan berulang.

Sasaran yang ingin dicapai dari analisis ini adalah ketepatan waktu dalam memprediksi harga (*price movement*) jangka pendek suatu saham, oleh karena itu informasi yang berasal dari faktor-faktor teknis sangat penting bagi pemodal untuk menentukan kapan saatnya suatu sekuritas (saham) dibeli dan kapan harus dijual. Alat analisis yang utama digunakan adalah grafik atau chart, mereka sering disebut *charist*. Hal ini dikemukakan oleh **J.C. Francis (1988:603)** sebagai berikut:

“Technical analysts, in sharp contrast to fundamental analyst, largely ignore the fundamental facts that interact to determine the intrinsic value of corporation’s common stock. Technical analysts chart stock priced and never concern themselves with trying to estimate a stock’s value. The technical analysts choose to study graphs of the stock price, market averages, odd lot statistic, short-sales data, the confidence index, and other indications of the market’s latest trends in search of patterns that may have predictive value.”

- (3) **Analisis Portofolio**. Salah satu karakteristik investasi pada sekuritas (saham) adalah kemudahan untuk membentuk portofolio investasi. Artinya pemodal dapat dengan mudah menyebar (melakukan diversifikasi) investasinya pada berbagai kesempatan. Jadi pembentukan portofolio sebetulnya berangkat dari usaha diversifikasi untuk mengurangi risiko.

Portofolio diartikan sebagai serangkaian kombinasi beberapa aktiva yang diinvestasikan dan dipegang oleh investor, baik perorangan maupun lembaga. Kombinasi aktiva tersebut bisa berupa aktiva riil,

maupun aktiva finansial. Para pemodal menginvestasikan dananya di pasar modal biasanya tidak hanya memilih satu saham. Alasannya, dengan melakukan kombinasi saham pemodal bisa meraih keuntungan optimal dan sekaligus akan memperkecil risiko melalui diversifikasi. Bukti empiris menunjukkan bahwa semakin banyak jenis sekuritas (saham) yang dikumpulkan dalam keranjang portofolio, maka risiko kerugian saham yang satu dapat dinetralisir oleh keuntungan yang diperoleh dari saham lain.

Tujuan dari pembentukan suatu portofolio saham adalah bagaimana dengan risiko yang minimal mendapatkan keuntungan tertentu, atau dengan risiko tertentu untuk memperoleh keuntungan investasi yang maksimal. Pendekatan portofolio menekankan pada psikologi bursa dengan asumsi hipotesis mengenai bursa, yaitu hipotesis pasar efisien. Pasar efisien diartikan bahwa harga-harga saham akan merefleksikan secara menyeluruh semua informasi yang ada di bursa.

3. Model Penilaian Harga Saham

Berdasarkan penelitian terdahulu dan model-model teoretis yang digunakan untuk menilai harga saham, banyak sekali faktor-faktor yang mempengaruhi harga saham, baik yang terkait dengan faktor fundamental maupun faktor teknikal. Namun pada intinya menurut **Fuller & Farrell (1987: 205)**: “*The key determinant of security price is expectations concerning the firm’s earnings and dividends and their associated risk.*”

Untuk keperluan penelitian ini akan dipilih faktor yang berkaitan dengan *earnings*, *dividen* dan risiko (risiko sistematis).

Faktor-faktor yang diduga mempengaruhi harga saham dimaksud dikembangkan dari pendekatan Dividend Discount Model (DDM) yang *constan growth* yakni:

$$P_0 = \frac{\text{Dividen (D)}}{(r - g)} \quad (1)$$

dimana:

$$\begin{aligned} D &= \text{EPS} \times b \\ \text{EPS} &= \text{EAT} / \text{Total Saham} \\ b &= \text{payout ratio} = D/\text{EPS} \\ P_0 &= \text{harga saham} \\ r &= \text{required rate of return} \end{aligned}$$

Model (1) disubstitusikan, sehingga menjadi sbb.:

$$P_0 = \frac{\text{EPS} \times (b)}{(r - g)} \quad (2)$$

$$\begin{aligned} \text{EPS} &= \text{EAT} / \text{total saham} = \text{ROE} \times (\text{book value}) \\ \text{BVS} &= \text{equitas} / \text{total share} \end{aligned}$$

Model (2) disubstitusikan, sehingga menjadi

$$P_0 = \frac{\text{ROE} \times (\text{BV}) \times (b)}{(r - g)} \quad (3)$$

$$\text{ROE} = \text{EAT} / \text{equity} = \text{ROA} \times (1 + \text{debt to equity ratio})$$

Model (3) disubstitusikan, sehingga menjadi sbb.:

$$P_0 = \frac{\text{ROA} \times (1 + \text{Debt/Equity}) \times \text{BV} \times (b)}{(r - g)} \quad \dots (4)$$

Selanjutnya kita akan menurunkan faktor *growth*, Russell & Farrell (1987: 197) menyebutkan bahwa *growth rate* didefinisikan sebagai berikut:

$$g = \frac{D_1 - D_0}{D_0}$$

dimana:

$$\begin{aligned} D_1 &= \text{EPS}_1 \times (\text{Payout Ratio}) \\ D_0 &= \text{EPS}_0 \times (\text{Payout Ratio}) \end{aligned}$$

Jika Payout Ratio (b) adalah konstan maka

$$g = \frac{EPS_1 - EPS_0}{EPS_0}$$

dimana:

$$EPS_1 = ROE \times \text{Book Value}_t$$

$$EPS_0 = ROE \times \text{Book value}_{t-1}$$

Jika ROE adalah konstan, maka

$$g = \frac{BV_0 - BV_{t-1}}{BV_0}$$

Jika tidak ada penambahan dana (emisi), maka perubahan nilai buku ($BV_0 - BV_{t-1}$) sama dengan $EPS_0 - D_0 = EPS_0 \times (1-b)$, dengan demikian maka:

$$g = \frac{EPS_0 \times (1-b)}{BV_{t-1}} = \frac{EPS_0}{BV_{t-1}} (1-b)$$

Jadi $g = ROE \times (1-b)$

Kemudian model (2.3.4) disubstitusikan, menjadi:

$$P_0 = \frac{ROA \times (1 + \text{Debt/Eq}) \times BV \times (b)}{r - ROE (1-b)} \quad (5)$$

Dari model (2.3.5) tersebut dapat ditulis suatu fungsi bahwa:

$$\text{Harga Saham } (P_0) = f(\text{ROA, ROE, } b, \text{BV, D/E, } r)$$

dimana ROA, ROE, b , BV dan D/E merupakan faktor (variabel) fundamental. Selanjutnya r (Required Rate of Return) dapat dicari dengan menggunakan model standar dari CAPM yaitu $r = r_f + b(r_m - r_f)$. Dalam penelitian ini hanya variabel b (beta) yang dimasukkan kedalam model analisis untuk menggambarkan risiko sistematis.

Pemilihan faktor-faktor tersebut sebagai variabel independen didasarkan pada pemikiran bahwa faktor tersebut menggambarkan

risiko dan return yang akan diterima para pemodal atas investasinya pada saham.

4. Kerangka Konseptual

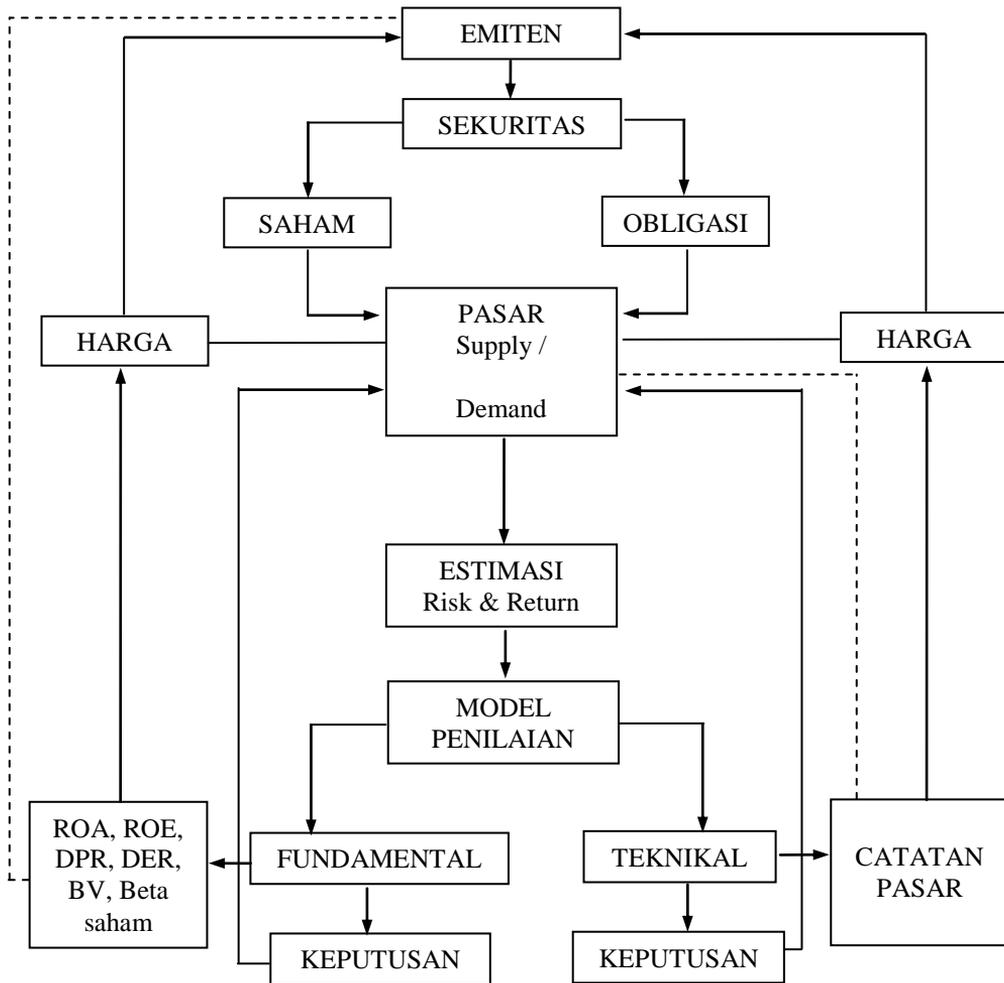
Berdasarkan tinjauan penelitian terdahulu dan kajian teoretis serta permasalahan telah dikemukakan, sebagai dasar untuk merumuskan hipotesis, berikut ini digambarkan model (bagan) kerangka konseptual pengaruh antar variabel penelitian dan kajian teoretis serta hasil penelitian terdahulu.

Kerangka konseptual dalam penelitian ini dapat digambarkan dalam suatu bagan seperti yang tersaji pada gambar 1.

5. Hipotesis

Dengan mengacu pada rumusan masalah, tinjauan teoretis serta beberapa penelitian terdahulu yang diuraikan sebelumnya, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

- (1) Diduga terdapat pengaruh yang signifikan secara bersama-sama (*simultan*) dari beberapa faktor fundamental seperti: return on assets, return on equity, dividend payout ratio, debt to equity ratio, book value equity pershare dan risiko sistematis terhadap harga saham perusahaan kelompok industri barang konsumsi di pasar modal Indonesia, dan diduga bahwa 5 faktor fundamental mempunyai koefisien arah yang positif, sedangkan risiko sistematis mempunyai koefisien arah yang negatif.
- (2) Diduga return on assets mempunyai pengaruh yang dominan terhadap harga saham perusahaan kelompok industri barang konsumsi di pasar modal Indonesia, karena ROA adalah indikator "*earning power*" perusahaan yang mencerminkan kinerja manajemen dalam menggunakan seluruh aset yang dimiliki.



Gambar 1. Kerangka Konseptual Penelitian

- (3) Dengan asumsi para pemodal adalah rasional, maka diduga faktor atau variabel fundamental dan risiko sistematis mempunyai kontribusi yang besar dalam menjelaskan variansi Harga Saham perusahaan kelompok industri barang konsumsi di pasar modal Indonesia.

METODOLOGI PENELITIAN

1. Populasi dan Penarikan sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang termasuk dalam kelompok

industri barang konsumsi (berdasarkan klasifikasi Bursa Efek Jakarta) yang telah go-publik di pasar modal Indonesia sampai akhir tahun 1997 sebanyak 38 perusahaan yang terbagi dalam 4 sub kelompok masing-masing sebagai berikut:

Sub kelompok (a) perusahaan yang memproduksi makanan & minuman, terdiri dari 19 perusahaan, sub kelompok (b) perusahaan yang memproduksi rokok, terdiri dari 3 perusahaan, sub kelompok (c) perusahaan yang memproduksi obat-obatan (farmasi), terdiri 9 perusahaan dan sub kelompok (d) perusahaan yang

memproduksi kosmetik, keperluan rumah tangga dan alat rumah tangga terdiri dari 7 perusahaan.

Pengambilan sampel dilakukan dengan pendekatan "*non probability random sampling*" dengan metode "*purposive sampling*". Jumlah sampel yang diambil sebanyak 16 perusahaan yang listing di Bursa Efek Jakarta dengan kriteria bahwa keenambelas perusahaan tersebut telah memenuhi persyaratan yakni telah menyampaikan laporan tahunan secara rutin selama 8 tahun sesuai dengan periode data penelitian yang diperlukan dari tahun 1990 sampai dengan tahun 1997. Berdasarkan metode pengambilan sampel diatas, jumlah sampel yang diambil secara prosentase sebanyak 42% dan dianggap dapat mewakili populasi, perusahaan yang terpilih (memenuhi syarat) adalah: PT. Aqua Golden Mississippi, PT. Delta Djakarta, PT. Mayora Indah, PT. Multi Bintang Indonesia, PT. Sari Husada, PT. Ultra Jaya Milk, PT. BAT Indonesia, PT. Gudang Garam, PT. HM Sampoerna, PT. Bayer Indonesia SB, PT. Dankos Laboratories, PT. Merck Indonesia, PT. Schering Plough Indonesia, PT. Squibb Indonesia, PT. Procter & Gambler Indonesia, dan PT. Unilever Indonesia.

2. Model Estimasi

Untuk menguji hipotesis dan menyatakan kejelasan tentang kekuatan variabel penentu terhadap harga saham dalam penelitian ini adalah analisis regresi model log-ganda atau log linear dengan persamaan kuadrat terkecil (OLS). Adapun bentuk model yang digunakan dari model dasar penentuan harga saham diatas adalah:

$$\ln Y = \ln b_0 + b_1 \ln X_1 + b_2 \ln X_2 + b_3 X_3 + b_4 \ln X_4 + b_5 \ln X_5 + b_6 \ln D + e_i$$

dimana:

- Y = harga saham
- X₁ = Return On Asset (ROA)
- X₂ = Return On Equity (ROE)
- X₃ = Dividend Payout Ratio (DPR)

X₄ = Debt to Equity Ratio (DER)

X₅ = Nilai Buku (Book Value)

D = Variabel dummy indeks beta (risiko sistematis)

B₀ = Konstanta

Ln = Logaritma natural dengan bilangan dasar e = 2,718

b₁....₆ = Koefisien regresi

e_i = Kesalahan pengganggu

Metode regresi OLS akan dapat dijadikan alat estimasi yang tidak bias jika telah memenuhi persyaratan BLUE, yakni tidak terdapat multikolinearitas, tidak terdapat autokorelasi dan tidak terdapat heteroskedastisitas, oleh karenanya uji asumsi klasik perlu dilakukan.

3. Pengujian Hipotesis

Pengujian terhadap hipotesis yang diajukan dilakukan dengan cara sebagai berikut:

- (1) Uji signifikansi (pengaruh nyata) variabel bebas (X_i) terhadap variabel terikat (Y) baik secara bersama-sama (serentak) maupun secara parsial (individual) akan dilakukan dengan uji statistik F (F-test) dan uji statistik t (t-test)

(a) Uji F-Statistik

Uji F-statistik digunakan untuk menguji keberartian pengaruh dari seluruh variabel bebas secara bersama-sama (serentak) terhadap variabel terikat. Hipotesis dirumuskan sebagai berikut:

$$H_0: b_1, b_2, b_3, b_4, b_5, b_6 = 0$$

artinya tidak terdapat pengaruh yang signifikan secara bersama-sama (serentak) dari seluruh variabel bebas (X₁ s/d X₆) terhadap variabel terikat (Y)

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

artinya terdapat pengaruh yang signifikan secara bersama-sama (serentak) dari variabel bebas (X₁ s/d X₆) terhadap variabel terikat (Y)

Nilai F-hitung dapat dicari dengan rumus (Gujarati, 1995: 121):

$$F_{\text{hit}} = \frac{R^2 / (K-1)}{(1-R^2) / (n-k)} \quad (6)$$

Untuk menentukan nilai F-tabel, tingkat signifikansi yang digunakan sebesar 5% dengan derajat kebebasan (*degree of freedom*) $df = (n-k)$ dan $(k-1)$ dimana n adalah jumlah observasi, k adalah jumlah variabel termasuk intersep, dengan kriteria uji yang digunakan adalah:

Jika $F_{\text{hit}} > F_{\text{tabel}}(a, k-1, n-k)$, maka H_0 ditolak.

Jika $F_{\text{hit}} < F_{\text{tabel}}(a, k-1, n-k)$, maka H_0 diterima,

(b) Uji t-statistik

Keterandalan OLS sebagai alat estimasi sangat ditentukan oleh signifikansi parameter-parameter yang dalam hal ini adalah koefisien regresi (b_i). Uji keberartian koefisien (b_i) dilakukan dengan statistik t (*student t*). Uji t digunakan untuk menguji koefisien regresi secara parsial dari variabel bebasnya. Hipotesa yang digunakan adalah:

$$H_0 : b_i = 0$$

artinya tidak terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel bebas X_i terhadap variabel terikat Y .

$$H_1 : b_i \neq 0$$

artinya terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel bebas X_i terhadap variabel terikat Y

Nilai t-Statistik hitung dapat dicari dengan menggunakan rumus (Gujarati, 1995: 114):

$$t - \text{hit} (I) = \frac{\text{koefisien regresi } (b_i)}{\text{Standar Deviasi } b_i} \quad (7)$$

Untuk menentukan nilai t-statistik tabel, ditentukan tingkat signifikansi 5% dengan

derajat kebebasan $df = (n-k-1)$ dimana n adalah jumlah observasi dan k adalah jumlah variabel termasuk intersep, dengan kriteria uji adalah:

Jika $t_{\text{hit}} > t_{\text{tabel}}(\alpha, n-k-1)$, maka H_0 ditolak.

Jika $t_{\text{hit}} < t_{\text{tabel}}(\alpha, n-k-1)$, maka H_0 diterima.

- (2) Untuk menguji dominasi variabel bebas (X_i) terhadap variabel terikat (Y) akan dilakukan dengan melihat pada koefisien korelasi parsial (r), nilai koefisien korelasi parsial variabel (X_i) yang paling tinggi akan menunjukkan tingkat hubungan dan pengaruh yang dominan terhadap variabel Y .
- (3) Untuk pengujian kontribusi kemampuan menjelaskan variabel bebas secara bersama-sama (serentak) terhadap variansi variabel terikat dapat dilihat dari koefisien determinasi (R^2) berganda dimana nilai koefisiennya antara $0 \leq 1$, hal ini berarti bahwa nilai R^2 yang semakin besar mendekati 1 merupakan indikator yang menunjukkan semakin kuatnya kemampuan menjelaskan perubahan variabel bebas X_i terhadap variansi variabel terikat Y .

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

1. Pengujian Asumsi Klasik

Untuk mengetahui apakah hasil estimasi regresi yang dilakukan betul-betul terbebas dari adanya gejala multikolinearitas, gejala autokorelasi dan gejala heteroskedastisitas perlu dilakukan pengujian. Untuk mendeteksi gejala tersebut dilakukan dengan 1) melihat nilai R^2 dan signifikansi nilai t dari hasil estimasi regresi seluruh variabel, 2) melihat pada matrik korelasi antar variabel bebas, dan 3) melihat pada nilai *variance inflation faktor* (VIF). Hasil estimasi regresi seluruh variabel disajikan pada tabel 2, matrik korelasi pada Tabel 3 sedangkan nilai VIF disajikan pada tabel 4.

Tabel 2. Hasil Estimasi Regresi

Variabel Bebas	Koefisien Regresi	t - Stat.	Sig. t
Return On Asset	0,270857 (0,389335)	0,696	0,4881
Return On Equity	0,158259 (0,402638)	0,393	0,6950
Dividend Payout Ratio	0,020949 (0,057940)	0,362	0,7184
Debt to Equity Ratio	0,197057 (0,187199)	1,053	0,2947
Book Value	0,673755 (0,129678)	5,196	0,0000
Dummy Indeks Beta	0,258307 (0,154163)	1,676	0,0966
Konstanta	2,145229 (1,130864)	1,897	0,0604
Multiple R = 0,60861 R. Square = 0,37041 Adj. R Square = 0,33698 F Statistik = 11,08015 DW Statistik = 1,99652	Sig. F = 0,0000		

Tabel 3. Matrik korelasi antar Variabel Bebas

Variabel	Korelasi
ROA - ROE	0,887
ROA - DPR	0,061
ROA - DER	0,305
ROA - BVEPS	0,123
ROA - Dummy Indeks b	0,008
ROE - DPR	0,036
ROE - DER	0,123
ROE - BVEPS	0,150
ROE - Dummy Indeks b	- 0,076
DPR - DER	- 0,058
DPR - BVEPS	- 0,174
DPR - Dummy Indeks b	0,085
DER - BVEPS	0,048
DER - Dummy Indeks b	- 0,189
BVE - Dummy Indeks b	- 0,066

Tabel 4. Nilai Variance Inflation Factor

Variabel	Nilai VIF
ROA	25.407
ROE	23.356
DPR	1.045
DER	5.592
BVEPS	1.060
Dummi Indeks Beta	1.055

Hasil pengujian menunjukkan bahwa secara eksplisit asumsi yang paling serius terlanggar adalah adanya gejala multikolinearitas. Hal ini dapat dilihat pada Tabel 2, dimana banyak variabel yang tidak signifikan pada tingkat 5%, pada tabel 3, variabel X1 dan X2 mempunyai korelasi yang sangat tinggi melebihi 0,50 (Gujarati, 1995) dan pada Tabel 4, nilai VIF melebihi angka 4 (Hines dan Douglas, 1991).

Untuk menghindari terjadinya estimasi yang bias dalam model OLS dan penafsiran yang keliru terhadap hasil penelitian, maka asumsi yang terlanggar harus dilakukan penanggulangan, yakni dengan mengeluarkan salah satu variabel yang mempunyai korelasi kuat dalam hal ini variabel X1 (ROA) dan variabel X2 (ROE). Dalam hal memilih variabel mana yang sebaiknya harus dikeluarkan, maka dalam penelitian ini, dilakukan 2 kali regresi yakni regresi tanpa variabel ROA dan regresi tanpa variabel ROE. Hasil estimasi regresi terbaik adalah regresi tanpa variabel ROE, karena hampir semua variabel signifikan pada tingkat 5%.

Pengujian selanjutnya terhadap asumsi ini dilakukan kembali yakni uji multikolinearitas dengan melihat kembali nilai VIF (dari regresi tanpa variabel ROE), uji otokorelasi menggunakan Uji Durbin Watson, dan uji heteroskedastisitas menggunakan Uji Goldfeld-Quandt, sehingga hasil estimasi regresi pada Tabel 5 bebas dari diagnosa asumsi klasik.

2. Hasil Estimasi Regresi

Pengujian Hipotesis Pertama

Hasil estimasi regresi pada Tabel 5 terlihat bebas dari diagnosa asumsi klasik dan menunjukkan bahwa berdasarkan uji t variabel X1 (*return on assets*), variabel X4 (*debt to equity ratio*), variabel X5 (*book value equity pershare*), berpengaruh signifikan pada level 5%, variabel Dummy indeks beta berpengaruh signifikan pada level 10% dan variabel X3 (*dividend payout ratio*) tidak signifikan terhadap harga saham. Pada Tabel 5 tersebut menunjukkan pula nilai F-hitung sebesar

13,36440 ($p < 0,001$) jauh lebih besar dari nilai F-tabel, sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel bebas (X1, X3, X4, X5 dan Dummy indeks beta) secara bersama-sama (simultan) berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Dari nilai tersebut kita tidak bisa menerima H_0 (H_0 ditolak) atau variabel *return on asset*, *dividend payout ratio*, *debt to equity ratio*, *book value equity per share* dan *indeks beta* mempunyai pengaruh terhadap harga saham.

Pengujian Hipotesis Kedua

Pengujian hipotesis kedua adalah dengan melihat pada koefisien beta standar dan korelasi parsial terhadap masing-masing variabel Xi yang signifikan dan disajikan pada Tabel 6. Pada tabel ini terlihat bahwa *book value equity per share* mempunyai koefisien beta standar dan korelasi parsial yang paling tinggi. Nilai statistik ini mempunyai makna bahwa *book value equity per share* berpengaruh dominan terhadap harga saham perusahaan kelompok industri barang konsumsi yang go-publik di pasar modal Indonesia, bukan *return on asset* (hipotesis kedua tidak terbukti).

Pengujian hipotesa Ketiga

Hasil estimasi regresi pada Tabel 5 memperlihatkan bahwa koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,36955 dengan nilai koefisien korelasi sebesar 0,5609 menunjukkan bahwa antara variabel bebas (Xi) dengan variabel terikat (Y) mempunyai hubungan pola lemah. Yang berarti bahwa variabel bebas Xi yang ada pada model regresi hanya mampu menjelaskan 36,96% terhadap pola pergerakan harga saham kelompok industri ini, dan 63,04% tidak dijelaskan, yakni dijelaskan oleh faktor lain yang tidak termasuk dalam model. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa faktor fundamental dan risiko sistematis mempunyai kontribusi yang kecil dalam menjelaskan pergerakan harga saham (hipotesis ketiga tidak terbukti).

Tabel 5. Hasil Estimasi Regresi Berganda Tanpa Variabel ROE (X_2)

Variabel Bebas	Koefisien Regresi	t - Stat.	Sig. t
Return On Asset	0,420425 (0,082050)	5,124	0,0000
Dividend Payout Ratio	0,020849 (0,027451)	0,361	0,7186
Debt to Equity Ratio	0,262592 (0,084797)	3,097	0,0025
Book Value	0,674946 (0,129161)	5,226	0,0000
Dummy Indeks Beta	0,262484 (0,153225)	1,713	0,0894
Konstanta	2,276199 (1,076645)	2,114	0,0367
Multiple R = 0,60790 R Square = 0,36955 Adj. R Square = 0,34189 F Statistik = 13,36440 DW.Statistik = 2,00354	Sig. F = 0,0000		

Tabel 6 Nilai Koefisien Beta Standard & Korelasi Parsial

Variabel	Beta Standard	Korelasi Parsial
ROA	0.321507	0.343663
DER	0.225968	0.244820
BVEPS	0.418944	0.448710
Dummi Indeks Beta	0.139195	0.162362

Tabel 7 Nilai Variance Inflation Factor (Regresi tanpa variabel ROE)

Variabel	Nilai VIF
ROA	1.137
DPR	1.045
DER	1.156
BVEPS	1.059
Dummi Indeks Beta	1.050

3. Pembahasan Hasil Penelitian

1. Variabel X1 (ROA) mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham. Hasil konsisten dengan teori dan cenderung mendukung pendapatnya Modigliani & Miller (MM) yang menyatakan bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh "earning power" dari aset perusahaan. Dengan demikian membuktikan bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh keputusan

investasi. Hasil positif mengindikasikan bahwa tinggi "earning power" semakin efisien perputaran aset dan atau semakin tinggi profit margin yang diperoleh oleh perusahaan, dan implikasinya akan meningkatkan nilai perusahaan. Diterimanya hipotesis ini membuktikan pula bahwa ROA konsisten dengan hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Silalahi (1991), Sugeng (1994), Sulaiman (1995)

dan Leki (1997) pada sampel dan periode data observasi yang berbeda.

2. Variabel X2 (ROE) walaupun dikeluarkan dari model analisis karena terjadi multikolinearitas dengan variabel X1 (ROA), jika diperhatikan hasil estimasi regresinya menunjukkan pengaruh yang positif dan signifikan dengan $P > 0,01$. Hasil ini mengindikasikan bahwa tanpa variabel ROA, variabel ROE dapat digunakan untuk mengestimasi variabilitas harga saham. Implikasinya adalah bahwa secara a priori variabel ROA dan ROE tidak dapat digunakan bersama-sama untuk mengestimasi harga saham, karena kedua variabel tersebut dalam model matematika saling menggantikan (saling mewakili).
3. Variabel X3 (DPR) berpengaruh positif tetapi tidak signifikan. Hasil ini mengindikasikan bahwa dividen yang dibayarkan oleh emiten kepada para pemegang saham tidak menyebabkan naiknya nilai perusahaan. Artinya dibagi atau tidak dividen tidak mempengaruhi harga saham di bursa efek. Hasil ini kontradiktif dengan teori yang menyatakan bahwa *dividen* adalah return saham yang utama bagi seorang pemodal. Hasil ini juga cenderung untuk mendukung teori Modigliani & Miller (teori MM) yang menyatakan bahwa nilai perusahaan tidak ditentukan oleh besar kecilnya *dividend payout ratio*, dalam kondisi keputusan investasi yang *given*, apabila perusahaan membagikan dividen kepada pemegang saham, perusahaan harus mengeluarkan saham baru sebagai pengganti sejumlah pembayaran dividen tersebut, sehingga akan menimbulkan turunnya harga saham sebagai akibat penjualan saham baru. Ditolaknya hipotesis ini membuktikan bahwa variabel DPR secara nyata tidak berpengaruh terhadap harga saham di bursa efek, hasil ini ternyata konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Silalahi (1991), Sulistiono (1994), Sulaiman (1995) dan Leki (1997),

koefisien regresi arah positif (pengaruh positif) sama dengan hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Meader dan Sprecher pada tahun 1931-1939. Selanjutnya Litzenberger dan Ramaswamy (1979, 1980, dan 1982) dalam Weston dan Copeland (1991) menguji hubungan dividen dengan return sekuritas dengan menggunakan model Brennan (1970), mereka menyimpulkan bahwa return yang disesuaikan dengan risiko akan lebih tinggi bagi sekuritas yang hasil dividennya lebih tinggi. Implikasinya adalah bahwa dividen tidak diinginkan, karena itu return yang lebih tinggi diperlukan untuk mengganti pajak yang dikenakan atas pemodal guna mendorong mereka mempertahankan saham yang hasil dividennya tinggi.

4. Variabel X4 (DER) mempunyai pengaruh positif dan signifikan. Hasil ini mengindikasikan bahwa dengan semakin besarnya rasio hutang (DER), harga saham cenderung bergerak naik. Secara teoretis fenomena ini mendukung teori Modigliani dan Miller (teori MM) yang dipublikasikannya pada tahun 1963 dalam Sartono (1994). Apabila teori ini benar dalam arti semua asumsi terpenuhi maka perusahaan akan semakin baik apabila menggunakan utang yang semakin besar.

Teori MM ini mendapat kritik yang sangat tajam, terutama yang berkaitan dengan asumsi yang tidak realistis (asumsi tentang tidak adanya biaya transaksi, tidak terjadinya *agency cost* dan tidak mempertimbangkan *financial distress* yang dihadapi oleh perusahaan). Perusahaan yang mengalami *financial distress* kemungkinan tidak dapat membayar hutang karena proporsi utang yang semakin tinggi menyebabkan *fixed payment* yang tinggi, dan akan menimbulkan risiko kebangkrutan (*financial risk*). Hasil ini kontradiktif dengan hasil penelitian Gordon, pada industri makanan dan mesin periode penelitian tahun 1954-1958, bahwa debt ratio berpengaruh negatif

terhadap perubahan harga saham. Implikasinya adalah bahwa tingkat *leverage* rata-rata yang dimiliki oleh perusahaan pada kelompok industri ini menghasilkan internal rate of return yang sama atau lebih besar dari cut off rate (pembatas investasi baru) dan atau nilai perlindungan pajak atas hutang masih lebih besar dari present value *financial distress* dan *agency cost* yang diharapkan. Walaupun hasil penelitian ini DER mempunyai pengaruh positif, bukan berarti bahwa perusahaan dapat menentukan tingkat proporsi hutang dengan setinggi tingginya, karena proporsi hutang yang semakin besar, akan menimbulkan risiko yang juga besar, dan para pemodal akan menetapkan tingkat keuntungan yang lebih besar lagi terhadap setiap rupiah yang ditanam diperusahaan tersebut (*premium financial risk*), sehingga nilai perusahaan cenderung akan turun.

5. Variabel X4 (book value pershare) mempunyai pengaruh positif yang dominan dan signifikan. Hasil ini mengindikasikan bahwa pemodal akan bersedia membayar harga saham yang lebih tinggi bila jaminan keamanan (*safety capital*) atau nilai klaim atas aset bersih perusahaan semakin tinggi. Temuan hasil penelitian ini memperkuat hasil penelitian Sudarma (1997), ia menemukan adanya fenomena praktek engineering yang dilakukan oleh emiten di Indonesia dalam upaya memperkuat kinerja aset perusahaan yang digunakan untuk meningkatkan *borrowing capacity*. Hal ini secara langsung akan berdampak pada peningkatan *book value equity pershare*.

Kebijakan perusahaan dengan memanfaatkan fasilitas revaluasi aktiva tetap ini, berhasil meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan harga saham di pasar modal. Dengan kata lain emiten berhasil mempengaruhi para pemodal di Indonesia dengan memanfaatkan situasi dimana: 1) belum adanya dukungan infra struktur hukum sebagai instrumen untuk melin-

dungi kepentingan investor terutama investor individual, 2) para pemodal Indonesia kalau boleh dikatakan masih dalam taraf belajar (coba-coba) dalam melakukan investasi, hal ini senada dengan yang dikemukakan oleh Husnan (Husnan: 1996 : 16).

Hasil ini juga konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Meader & Sprecher tahun 1930 - 1940 di New York Stock Exchange yang menyatakan bahwa *book value share* mempunyai pengaruh yang positif.

6. Variabel dummy indeks beta sebagai ukuran risiko sistematis berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham. Hasil penelitian ini kontradiktif, baik dari kajian teoretis maupun hasil studi empiris. Secara teoretis, dalam konsep *capital asset pricing model* (CAPM) dinyatakan bahwa beta saham mempunyai fungsi hubungan yang positif dengan return saham, jika beta saham semakin besar, maka semakin tinggi pula return saham. Dalam konsep penilaian saham, harga saham mempunyai fungsi hubungan yang negatif dengan return saham. Jadi seyogyanya beta saham mempunyai fungsi hubungan yang negatif. Secara empiris, beberapa penelitian yang dilakukan oleh Sharp (1964), Lintner (1965), Jacob & Nancy (1989), hasil penelitian tersebut menjelaskan bahwa antara risiko dan tingkat keuntungan mempunyai korelasi positif. Penelitian yang dilakukan di Indonesia khususnya pengujian CAPM, hasilnya bervariasi, artinya ada yang menemukan fungsi hubungan yang negatif dan banyak pula yang menemukan positif.

Hasil penelitian yang penulis lakukan, secara implisit mengindikasikan bahwa beta mempunyai fungsi hubungan yang negatif dengan return saham. Implikasinya adalah jika beta semakin besar maka semakin kecil tingkat keuntungan yang syaratkan, akibatnya harga saham akan semakin tinggi. Apakah ini berarti terjadi perubahan preferensi pemodal terhadap risiko dari *risk*

averter menjadi *risk seeker* khususnya dalam industri barang konsumsi. Apakah ini juga berarti bahwa nilai perusahaan tidak ditentukan oleh transaksi *financial market*, tapi justru ditentukan oleh transaksi *product market*. Oleh karena itu perlu dilakukan studi yang lebih mendalam yang berkaitan dengan hal tersebut.

KESIMPULAN

Analisis dalam penelitian ini masih terbatas pada perusahaan kelompok industri barang konsumsi yang go-publik di pasar modal Indonesia. Fokus pembahasan terbatas hanya pada beberapa faktor fundamental ditinjau dari manajemen keuangan (*basic financial*) dan risiko sistematis dari aspek pasar (*market risk*), sehingga hasil interpretasi masih belum memberikan konklusi yang bersifat general, masih banyak faktor lain khususnya faktor fundamental lainnya, yang disarankan kepada peneliti lebih lanjut untuk memperluas bahasan baik dari ruang lingkup penelitian maupun aspek pembahasan yang tidak hanya dari *basic financial*.

Walaupun demikian beberapa kesimpulan dan saran berdasarkan hasil penelitian ini akan dikemukakan sebagai berikut:

- a. Faktor fundamental yang mempunyai pengaruh signifikan terhadap harga saham perusahaan kelompok industri barang konsumsi yang go-publik di pasar modal adalah return on assets, debt to equity ratio dan nilai buku, nilai koefisien regresi yang paling besar adalah nilai buku, sedangkan dividend payout ratio tidak signifikan. Faktor lain yang ditambahkan selain faktor fundamental yang mempunyai pengaruh signifikan terhadap harga saham adalah risiko sistematis (*market risk*) yang diukur dengan indeks beta.
- b. Kontribusi faktor fundamental dan risiko sistematis dalam menjelaskan variansi harga saham mempunyai hubungan dan pengaruh pola lemah dimana $R = 0,56086$

dan koefisien determinasi $R^2 = 0,3146$, uji signifikansi statistik F ($F_{ratio} = 13,997$; $P < 0,01$). Dengan demikian membuktikan bahwa variansi (pola pergerakan) harga saham lebih banyak ditentukan oleh faktor non fundamental, indeks beta dapat digunakan untuk mengekspektasi harga saham, meskipun keterkaitan (hubungan) variabel indeks beta yang dicerminkan oleh r parsialnya sangat rendah (16,23%).

- c. Rendahnya nilai R-square, memberikan petunjuk bahwa variansi (pola pergerakan) harga saham bersifat acak, tidak dapat ditentukan (diekspektasi) dan atau dipengaruhi sepenuhnya dengan hanya mengendalikan faktor fundamental perusahaan, hal ini disebabkan karena orientasi para pemodal sudah beralih dari *dividend oriented* kepada *capital gain orientated*.
- d. Pergerakan harga saham lebih banyak ditentukan oleh aspek psikologi pasar, ketidakstabilan emosi para pemodal menyebabkan reaksi yang berlebihan. Reaksi demi reaksi yang memuncak menyebabkan tekanan pada pasar (tekanan jual maupun tekanan beli) yang berlebihan sehingga harga saham turun maupun naik secara tajam.

DAFTAR PUSTAKA

- Anonimous, 1993,1995,1996,1997 *Indonesian Capital Market Directory*, Institute for Economic and Financial Research-Jakarta
- Anoraga, Panji & Ninik Widiyanti, 1995, *Pasar Modal Keberadaan dan Manfaatnya bagi Pembangunan*, Penerbit PT.Rineka Cipta, Cetakan kedua, Jakarta.
- Ary Sute, IPG, 1998 *Pasar Modal di Tengah Krisis*, Harian Jawa Pos, selasa 31 Maret, Surabaya
- Bolten, Stephan E, 1976 *Managerial Financial: Principles of Corporate Finance*, Third Edition, Mcraw-Hill Book Co. Singapore.

- Brigham, Eugene F. and Louis C. Gapenski, 1991 *Financial Management Theory and Practice*, Sixth Edition, The Dryden Press, Harcour Brace Jovanovich College Publishers.
- Charistianta, PYM, 1996 "Hubungan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dengan Beberapa Faktor Non Fundamental Emiten Dalam Pasar Sekunder pada Bursa Efek Jakarta (BEJ)", *Thesis* Program Pasca Sarjana Unpad, Bandung.
- Cooper, Donald R & Emory, William C, 1996 *Metode Penelitian Bisnis* Jilid I (edisi Bahasa Indonesia), Penerbit Erlangga. Jakarta.
- Elton, E.J. & Gruber, M.J., 1991 *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, Jhn Wiley & Sons, Inc. Fourth Edition, Singapore.
- Fischer, D.E. & Jordan, R.J, 1995 *Security Analysis and Portofolio Management*. Sixth Edition, Printice Hall Inc. Englewood Cliffts, New Jersey.
- Francis, Jack Clark, 1988 *Management of investments*, Second Edition, McGraw-Hill, Inter-national Editions Financial Series, Singapore.
- Fuller, Russell. J & Farrell James L.Jr, 1987 *Modern Investments and Security Analysis*, McGraw-Hill, International Editions Financial Series, Singapore
- Gujarati, Damodar, Sumarno Zain, 1995, *Ekonometrika Dasar* (edisi Bahasa Indonesia), Penerbit Erlangga, cetakan 4, Jakarta
- Gujarati, Damodar, 1995 *Basic Econometrics, Third Edition*, Mc Graw-Hill Inc International Edition, New York
- Hasan, Zein 1989 "Strategi Investasi di Bursa Efek Jakarta" *Management & Usahawan*, No. 10 tahun XVIII, Oktober -Jakarta
- Hidayat, Rustam. 1997 *Test Variabel-Variabel CAPM Sebagai Penentu Tingkat Pengembalian Saham*, Tesis Pasca Sarjana Universitas Airlangga, yang dimuat pada *Manajemen Usahawan*, NO. 12/Tahun XXVI Desember-Jakarta
- Husnan, Suad. 1989 *Pembelajaran Perusahaan (Dasar-dasar Manajemen Keuangan)*, Edisi ketiga, Penerbit Liberty Yogyakarta.
- Husnan, Suad. 1996 *Dasar Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Edisi Kedua, Penerbit UPP AMP YKPN, Yogyakarta.
- Isakayoga, CH, 1997, *Perkembangan, Arah dan Prospek Pasar Modal Indonesia*, Makalah disajikan dalam Seminar Nasional Pasar Modal Indonesia Fakultas Ekonomi Universitas Islam tanggal 7 s/d 8 Maret 1997, Malang.
- Koetin, E.A, 1993, *Analisis Pasar Modal*, Pustaka Sinar Harapan, Jakarta.
- Koetin, E.A, 1994 *Suatu Pedoman Investasi dalam Efek di Indonesia*, diterbitkan bersama U.S. Agency for International Development Financial Market Project.
- Leki, Rofinus. 1997 "Analisis Pengaruh Variabel Fundamental dan Teknikal terhadap Perubahan Harga Saham (studi kasus industri berat/Automotif & Allied Product yang Go-Public di Pasar Modal Indonesia)", *Tesis* Program Pasca Sarjana Universitas Brawijaya, Malang.
- Muwarni, F. Danardana, 1997 "Stabilitas Beta Sebagai Ukuran Risiko Sistematis Saham (Studi Kasus di Bursa Efek Jakarta)", *Tesis*, Program Pasca Sarjana Iniversitas Brawijaya Malang
- Noerhadi, D. Cyriil, 1997 *Perkembangan Pasar Modal Indonesia*, Makalah disampaikan pada Peresmian Pojok BEJ Universitas Brawijaya bulan September 1997, Malang.
- Saleke, Andang 1997 *Analisis Investasi (Suatu Pengantar)*, Bahan perkuliahan Analisis Investasi dan Manajemen risiko, Semester III 1997/1998 Program Studi Manajemen Pasca Sarjana Unibraw Malang.

- Sartono, R. Agus, 1996 *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*, Edisi kedua, penerbit BPFE Yogyakarta.
- Sekaran, Uma. 1992 *Research Methods For Business: Skill-Building Approach*, Second Edition, John Wiley & Son, Inc. New York.
- Silalahi, Donalson. 1991 "Beberapa Faktor Yang Mempengaruhi Perubahan Harga Saham (Studi pada Pasar Modal Indonesia)", *Tesis*, Program Pacea Sarjana Universitas Airlangga, Surabaya.
- Sulaiman, 1995 "Analisis Faktor-Faktor yang berpengaruh terhadap Harga Saham di BEJ; Studi Kasus pada perusahaan Food and Beverage", *Tesis*, Program Pasaca Sarjana Universiatas Airlangga, Surabaya.
- Sulistiono, Sugeng. 1994 "Analisis Berberapa Faktor yang berpengaruh terhadap Harga Saham pada perusahaan Farmasi yang Go-Public di Indonesia", *Tesis*, Program Pasca Sarjana Universitas Airlangga, Surabaya.
- Sunariyah, 1997 *Pengantar Pngetahuan Pasar Modal*, Penerbit UUP AMP YKPN, Yogyakarta.
- Van Hone, James A. 1986 *Financial Management and Policy*, Prentice-Hall,Inc Simon & Schuster Company, International Editions, Englewood Cliffs, New Jersey.
- Weston, J Fred & E.Thomas Copeland, 1995 *Manajemen Keuangan* (terjemahan): Jilid 2 Edisi ke-delapan (edisi revisi) Penerbit, Erlangga Jakarta
- Widoatmodjo, Sawidji, 1996 *Cara Sehat Investasi di Pasar Modal (Pengetahuan Dasar)*, Penerbit Jurnalindo Aksara Grafika-Jakarta
- Willian W.Hines,Douglas C.M, 1990 *Probabilitas dan Statistik Dalam Ilmu Rekayasa dan Manajemen*, Edisi kedua (diterjemahkan oleh Rusliansyah) Universitas Indonesia Press.