

ESTIMASI TINGKAT PENGEMBALIAN SAHAM SEKTOR MANUFAKTUR YANG TERCATAT DI BURSA EFEK INDONESIA

Warsono

Fakultas Ekonomi Universitas Muhammadiyah Malang

E-mail: warsono_ekonomi@umm.ac.id

Abstract

This study aims to find out and at the same time test empirically whether financial performance can be used as an estimator of the stock returns of listed manufacturing sector in Indonesia Stock Exchange. Data analysis tool used is ordinary least square regression (OLS). Based on data analysis using SPSS program version 15 obtained the conclusion that fundamental analysis, with explanatory variables of financial performance, can not be used as an estimator of the stock returns of manufacturing sector. This means that this research hypothesis was rejected. Thus, investors should not need to consider the financial performance at a particular time in making their investment decisions.

Keywords: *Capital Market, Indonesian Stock Market, IDX, Fundamental Analysis, Semi Strong Efficiency.*

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui dan pada saat yang sama tes empiris apakah kinerja keuangan dapat digunakan sebagai estimator pendapatan saham sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Alat analisis data yang digunakan adalah regresi kuadrat terkecil biasa (OLS). Berdasarkan analisis data menggunakan program SPSS versi 15 diperoleh kesimpulan bahwa analisis fundamental, dengan variabel penjelas kinerja keuangan, tidak dapat digunakan sebagai estimator pendapatan saham sektor manufaktur. Ini berarti bahwa hipotesis penelitian ini ditolak. Dengan demikian, investor tidak perlu mempertimbangkan kinerja keuangan pada waktu tertentu dalam membuat keputusan investasi mereka.

Kata kunci: *Pasar Modal, Bursa Efek Indonesia, BEI, Analisa Fundamental, Semi Efisiensi Kuat.*

Sejak diaktifkannya kembali pada tahun 1977, ternyata hingga saat ini Bursa Efek Indonesia mengalami perkembangan yang fantastis. Salah satu tujuan utama pengaktifan kembali ini adalah untuk menghimpun dana masyarakat yang jumlahnya besar untuk mendanai pembangunan. Nilai kapitalisasi pasar saham yang tercatat pada akhir tahun 1977 hanya sebesar Rp2,73 miliar, dengan jumlah emiten sebanyak 1 perusahaan dan dengan indek harga saham gabungan (IHSG) sebesar 98,000.

Sepuluh tahun kemudian, yaitu pada tahun 1987 nilai kapitalisasi saham Bursa Efek Indonesia menjadi 100,10 miliar dengan jumlah emiten sebanyak 24 perusahaan dan dengan IHSG sebesar 82,580. Ini berarti selama kurun waktu tersebut nilai kapitalisasi dan jumlah emiten mengalami peningkatan, sedangkan IHSG-nya mengalami penurunan.

Peningkatan kinerja Bursa Efek Indonesia secara drastis terjadi pada tahun 1989 hingga Juli 1997. Pada Juli 1997, ternyata kinerja Bursa Efek Indonesia mengalami peningkatan yang sangat mengesankan dibanding pada periode-periode sebelumnya. Nilai kapitalisasi pasar saham mencapai rekor tertinggi pada saat itu, yaitu sebesar Rp264,38 triliun, dengan jumlah emiten sebanyak 272 perusahaan dan IHSG mencapai rekor tertinggi sejak didirikan, yaitu sebesar 741,270.

Pada akhir Maret 2007, peningkatan kinerja Bursa Efek Jakarta terus berlanjut. IHSG sudah mencapai 1.830,924, sedang nilai kapitalisasi pasar saham sudah mencapai level Rp1.280,13 triliun. Jumlah emiten yang mencatatkan sahamnya mencapai

342 perusahaan. Perkembangan kinerja Bursa Efek Indonesia, dengan indikator nilai kapitalisasi pasar saham, IHSG, dan jumlah emiten selama 10 tahun terakhir dapat dilihat pada Tabel 1.

Berdasarkan data pada Tabel 1 terlihat bahwa kinerja pasar saham Indonesia di Bursa Efek Indonesia dari tahun ke tahun secara umum mengalami peningkatan signifikan. Dengan adanya perkembangan ini menguntungkan bagi banyak pihak. Bagi perusahaan, dengan perkembangan ini memungkinkan untuk mendapatkan dana melalui penerbitan saham dengan relatif mudah.

Bagi masyarakat, khususnya para investor, dengan kondisi pasar modal yang bergairah memungkinkan untuk menanamkan dananya pada instrumen investasi alternatif di luar deposito yang saat ini relatif kurang menarik. Bagi pemerintah, dengan adanya bursa efek yang berkembang cukup mengesankan dapat menciptakan lapangan kerja yang luas, penyerapan dana masyarakat untuk pembangunan dalam jumlah besar, dan merupakan sarana perbaikan distribusi pendapatan yang semakin merata melalui pembelian saham.

Salah satu jenis perusahaan yang membutuhkan dana dengan menerbitkan saham di BEI adalah perusahaan dalam industri manufaktur. Jenis perusahaan-perusahaan ini melakukan proses produksi dari bahan baku menjadi barang akhir. Pertumbuhan industri ini secara umum cukup stabil, kecuali pada tahun 1998, saat terjadi krisis ekonomi.

Tabel 1. Kinerja Bursa Efek Indonesia Tahun 1997 – 2006

Tahun	Nilai Kapitalisasi Pasar Saham	IHSG	Jumlah Emiten
1998	175.728.976.824.225,00	398,038	288
1999	451.814.924.003.875,00	676,919	277
2000	259.620.957.668.275,00	416,321	287
2001	239.258.731.152.000,00	392,036	316
2002	268.422.776.631.205,00	424,945	331
2003	460.365.963.209.545,00	691,895	333
2004	679.949.067.275.890,00	1.000,233	331
2005	801.252.702.092.420,00	1.162,635	336
2006	1.249.074.451.469.050,00	1.805,523	344
2007*)	1.280.128.772.532.930,00	1.830,924	342

Sumber: *JSX Monthly Statistics*, Maret 2007

Pada tahun 1997 industri manufaktur tumbuh sebesar 5,3%, 1998 (-11,4%); 1999 (3,9%); 2000 (6,0%); 2001 (3,3%); 2002 (5,9%); 2003 (5,3%); 2004 (6,4%); dan 2005 (4,6%) (*Kompas*, 16 Agustus 2007).

Jenis saham yang diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia bervariasi, dan dikelompokkan menjadi 9 industri, yaitu: 1. *agriculture*, 2. *mining*, 3. *basic industry and chemicals*, 4. *miscellaneous industry*, 5. *consumer goods industry*, 6. *property, real estate and building construction*, 7. *infrastructure, utilities & transportation*, 8. *finance*, dan 9. *trade, services & investment*. Dari 342 emiten (perusahaan) atau 9 industri tersebut, sebanyak 146 merupakan perusahaan manufaktur, sedangkan sisanya merupakan perusahaan nonmanufaktur. Dengan jumlah ini sector manufaktur mempunyai kontribusi yang besar terhadap perkembangan Pasar Modal Indonesia.

Dari sisi investor, kesediaannya untuk berinvestasi karena mempunyai pengharapan untuk mendapatkan

pengembalian atas investasinya dengan bersedia untuk menanggung risiko. Pada umumnya tujuan investasi adalah untuk mendapatkan pengembalian optimal, karena pengembalian tinggi akan diikuti dengan risiko yang tinggi pula. Dalam rangka mencapai tujuan ini, kebanyakan investor akan melakukan analisis sekuritas, dari cara yang sederhana hingga yang kompleks.

Dalam teori investasi, analisis sekuritas dikelompokkan menjadi dua macam, yaitu analisis teknikal dan fundamental. Kedua analisis ini berusaha untuk mengestimasi harga saham atau pengembalian di masa mendatang, tetapi keduanya mempunyai dasar yang berbeda. Analisis teknikal menggunakan dasar harga dan volume perdagangan saham historis sedangkan analisis fundamental menggunakan dasar factor-factor yang mempengaruhinya.

Di antara dua metode analisis sekuritas ini tidak ada yang superior. Masing-masing metode mempunyai kelebihan dan kekurangan dalam penerapannya, dan dalam penggunaannya bersifat situasional. Dari

sisi teoritis, analisis fundamental dianggap mempunyai tingkatan lebih baik. Analisis fundamental merupakan aktivitas pokok jika pasar modal hendak menjadi efisien (Sharpe, dkk., 1995: 416).

Sumber pengembalian atas investasi pada saham adalah dividen dan keuntungan modal (*capital gain*). Dalam mendapatkan pengembalian sesuai yang diharapkan ini ada banyak faktor yang mempengaruhinya. Salah satu faktor yang *diperkirakan* mempengaruhi tingkat pengembalian saham adalah kinerja keuangan emiten (perusahaan). Dalam konteks ini akan dibuktikan secara empiris apakah faktor kinerja keuangan yang akan dihasilkan emiten sudah terantisipasi sebelumnya, ataukah tidak.

Ada beberapa analisis yang dapat digunakan untuk menilai kinerja keuangan perusahaan, seperti analisis rasio keuangan, EVA dan MVA, CAMEL, dan sebagainya. Masing-masing analisis kinerja keuangan memiliki kelebihan dan kekurangan sendiri-sendiri. Analisis rasio digunakan dalam konteks ini karena analisis inilah yang banyak digunakan oleh emiten dalam prospektusnya yang dipublikasikan kepada publik.

Dengan dasar pemikiran seperti yang disebutkan sebelumnya, maka penelitian ini bertujuan untuk mengetahui dan sekaligus melakukan pengujian empiris, apakah analisis fundamental, dengan variabel penjas kinerja keuangan, dapat digunakan sebagai estimator terhadap tingkat pengembalian saham sektor manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. Di

samping itu, dengan hasil penelitian ini akan dapat diketahui, apakah Pasar Modal Indonesia dalam kondisi efisien bentuk semi kuat ataukah belum.

Dalam penelitian pasar modal, analisis sekuritas dapat dikaitkan dengan efisiensi pasar modal. Dua konsep ini merupakan dua hal yang berlawanan. Jika analisis sekuritas dapat digunakan untuk mengestimasi pergerakan harga/pengembalian sekuritas, maka pasar modal yang bersangkutan dalam kondisi tidak efisien. Sebaliknya, jika pasar modal dalam kondisi efisien, maka analisis sekuritas tidak berlaku dan tidak dapat digunakan sebagai estimator terhadap pergerakan harga/pengembalian sekuritas/saham.

Penelitian tentang efisiensi pasar modal sudah banyak dilakukan oleh beberapa peneliti. Jika pasar efisien, maka penyesuaian harga sebagai respon dari pengumuman laba harus terjadi secara instan. Namun, beberapa penelitian menemukan bahwa setelah laba diumumkan, harga saham cenderung terus naik untuk saham yang mengalami kenaikan laba dan cenderung turun untuk saham yang mengalami penurunan harga (lihat Ball dan Brown, 1968; Joy, dkk., 1977; Foster, dkk., 1984; dan Bernard dan Thomas, 1990). Anomali ini bisa terjadi sebagai akibat adanya mispesifikasi dalam penentuan tingkat pengembalian abnormal dan atau adanya biaya transaksi yang cukup signifikan (Ball, 1992).

Penelitian di pasar modal Indonesia yang berkaitan dengan tingkat pengembalian saham dilakukan oleh Manurung (1996). Pada penelitian ini tingkat hasil saham dihitung secara

mingguan dan periode pengamatan dimulai dari 52 minggu sebelumnya hingga 12 minggu setelah pengumuman laba. Saham dibagi menjadi dua kelompok, yaitu kelompok yang mengalami kenaikan laba bersih dan kelompok yang mengalami penurunan laba bersih. Tingkat hasil abnormal kumulatif selama 64 minggu dihitung untuk kedua kelompok tersebut kemudian dibandingkan.

Ternyata, walaupun tingkat hasil abnormal kumulatif untuk kelompok yang mengalami kenaikan laba bersih daripada yang mengalami penurunan harga, perbedaannya tidaklah besar serta tidak ada trend yang jelas selama periode pengamatan. Hal ini berbeda dengan penelitian di luar negeri yang menemukan bahwa untuk kelompok yang mengalami kenaikan (penurunan) laba, harga saham cenderung naik (turun) terus selama periode pengamatan.

Penelitian lain yang berkaitan dengan pengaruh kinerja keuangan terhadap tingkat pengembalian saham dapat dilihat dari hasil penelitian Setyaningsih (1996). Penelitian ini mengaji tentang perbedaan kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah go-public serta pengaruhnya terhadap tingkat pengembalian saham di Pasar Modal Indonesia, Thailand, dan Jepang”.

Hasil analisis pengaruh kinerja keuangan terhadap tingkat pengembalian saham dari perusahaan-perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta, dengan koefisien determinasi sebesar 0,6139, ternyata menunjukkan bahwa rasio total laba bersih atas total aktiva secara signifikan berpengaruh paling besar,

dengan koefisien regresi sebesar 1,802622. Hasil analisis regresi secara lengkap dapat dilihat pada Tabel 1.2. Berdasarkan Tabel 1.2 dapat dilihat bahwa di antara 9 rasio, ada tiga rasio berpengaruh negatif terhadap pengembalian saham, yaitu rasio yang ditahan, rasio perputaran piutang, dan rasio aktiva tetap atas total aset.

Penelitian lain yang berkaitan dengan faktor-faktor yang mempengaruhi tingkat pengembalian saham dilakukan oleh (1997) yang mengaji tentang pengaruh perubahan suku bunga, perubahan inflasi, perubahan kurs valas, dan perubahan volume perdagangan saham terhadap tingkat saham di Bursa Efek Jakarta”. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perubahan suku bunga, perubahan inflasi, perubahan kurs valas, dan perubahan volume perdagangan saham secara signifikan berpengaruh negatif terhadap tingkat pengembalian saham. Berdasarkan hasil penelitian ini, ternyata informasi yang dipublikasikan berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat pengembalian saham.

Anugerah, dkk. (2001) meneliti tentang korelasi antara price earning ratio dengan pengembalian saham pada perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Jakarta pada tahun 1991 – 1995. Penelitian ini menghasilkan kesimpulan adanya korelasi negatif antara PER dengan pengembalian saham yang cukup signifikan. Penelitian yang terkait dengan deviden, Pujiono (2001) melakukan penelitian tentang dampak kebijakan dividen terhadap harga saham pada waktu *ex-dividend day*. Kesimpulan hasil penelitian ini menyatakan bahwa besarnya dividen berpengaruh signifikan

terhadap harga saham, dengan data Indonesia berpengaruh positif pada waktu *ex dividend day*, sedangkan untuk data Singapura berpengaruh negatif.

Dalam penggunaannya, informasi akuntansi yang diindikasikan dalam bentuk rasio keuangan pada perusahaan manufaktur, menurut hasil penelitian Tuasikal (2001), tidak dapat digunakan sebagai prediksi pengembalian saham pada untuk periode satu tahun ke depan. Untuk prediksi dua tahun ke depan, hasil pengujian menunjukkan bahwa informasi akuntansi dalam bentuk rasio keuangan tertentu bermanfaat dalam memprediksi pengembalian saham.

Pengembalian saham suatu perusahaan bergantung pada besarnya harga jualnya di masa yang akan datang dan dividen yang diperoleh pada periode tertentu. Selisih antara harga jual dan harga beli akan menghasilkan *capital gain* atau *capital loss*. Ini berarti harga saham berpengaruh secara langsung terhadap pengembalian saham. Besarnya tingkat pengembalian saham merupakan hasil perbandingan antara jumlah dividen yang diberikan emiten dan besarnya *capital gain*, dengan harga beli saham (Brealey dan Myers, 1991: 235).

Harga atau tingkat hasil saham seharusnya mencerminkan informasi yang ada dan ini tergantung pada bentuk efisiensi pasar modalnya. Pasar modal, berdasarkan efisiensinya diklasifikasikan menjadi tiga, yaitu (Husnan, 1993: 219): 1. Pasar modal dengan efisiensi lemah, yaitu pasar modal yang harga sekuritasnya mencerminkan harga informasi harga sekuritas sebelumnya; 2. Pasar modal dengan efisiensi semi kuat, yaitu pasar modal yang harga

sekuritasnya mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan; dan 3. Pasar modal dengan efisiensi kuat, yaitu pasar modal yang harga sekuritasnya mencerminkan semua informasi, baik yang dipublikasikan maupun yang tidak dipublikasikan.

Metode Penelitian

Penelitian ini merupakan survei, dalam arti kesimpulan dan implikasi hasil penelitian ini dapat diterapkan untuk menjeneralisasi seluruh tingkat pengembalian saham sektor manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini meliputi variabel terikat, yaitu tingkat pengembalian saham, dan variabel bebas, yaitu kinerja keuangan emiten. Dengan kedua variabel ini, masing-masing definisi operasionalnya ditentukan sebagai berikut.

Tingkat pengembalian saham adalah selisih antara nilai kekayaan pemegang saham pada akhir tahun dengan awal tahun, yang dinyatakan dalam bentuk prosentase. Tingkat pengembalian dapat dicari dengan rumus:

$$k_s = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_t}$$

Keterangan: k_s = tingkat pengembalian saham, P_t = harga saham pada tahun ke- t , dan P_{t-1} = harga saham pada tahun ke- $t-1$.

Likuiditas adalah kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan tahunan. Indikator yang digunakan adalah *current ratio* (CR), yang dinyatakan dalam bentuk

prosentase dan dirumuskan sebagai berikut: $CR = \text{Aktiva lancar} / \text{Kewajiban lancar}$. Aktivitas adalah kemampuan perusahaan untuk mendayagunakan seluruh aset-aset yang dimilikinya dalam satu tahun. Indikator yang digunakan adalah *total asset turnover* (TATO), yang dinyatakan dalam bentuk prosentase dan dirumuskan sebagai berikut: $TATO = \text{Penjualan} / \text{Aset total}$.

Leverage adalah kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka panjang, dalam satu tahun. Indikator yang digunakan adalah *debt-to-equity ratio* (DER), yang dinyatakan dalam bentuk prosentase dan dirumuskan sebagai berikut: $DER = \text{Utang jangka panjang} / \text{Ekuitas saham}$. Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dalam satu tahun. Indikator yang digunakan adalah *return on investment* (ROI), yang dinyatakan dalam bentuk prosentase dan dirumuskan sebagai berikut: $ROI = \text{Laba setelah pajak} / \text{Aset total}$.

Nilai pasar adalah rasio keuangan yang mengukur harapan para pemegang saham terhadap perusahaan dalam satu tahun. Indikator yang digunakan ada tiga macam rasio, yaitu: *earning per share* (EPS), *price-book value* (PBV), dan *dividen payout ratio* (DER). Ketiga rasio keuangan ini dinyatakan dalam bentuk prosentase, kecuali EPS dalam rupiah, dan dirumuskan sebagai berikut: 1. $EPS = \text{Laba setelah pajak} / \text{jumlah saham yang beredar}$, 2. $PBV = \text{Harga pasar per lembar saham} / \text{Nilai buku per lembar saham}$, dan 3. $DPR = \text{Dividen per lembar saham} / \text{laba per lembar saham}$.

Data yang dikumpulkan dalam penelitian ini merupakan data sekunder.

Data ini merupakan kombinasi/gabungan (*pooling data*) antara data *time series* dan data *cross section* dari tahun 2001 sampai dengan tahun 2006. Data tersebut meliputi: 1. Data publikasi laporan keuangan dari seluruh perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2001 sampai dengan tahun 2006, yang dibukukan dalam *Indonesian Capital Market Directory* dari tahun 2002 sampai dengan tahun 2007; 2. Publikasi-publikasi lain Bursa Efek Indonesia, seperti kinerja selama beberapa tahun terakhir, sejarah dan perkembangan Bursa Efek Indonesia, dan sebagainya; dan 3. Data-data lain yang berkaitan dengan penelitian.

Populasi penelitian meliputi semua perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. Jumlah perusahaan yang tercatat tersebut saat penelitian ini dilakukan sebanyak 432 perusahaan. Metode pengambilan data yang digunakan adalah metode *sampling*. Metode *sampling* yang digunakan adalah metode *purposive sampling*, dengan sampel saham yang diambil adalah saham yang selalu tercatat selama periode penelitian, mempunyai aktifitas perdagangan relatif tinggi, jumlah kepemilikan publik relatif tinggi, dan emiten dalam membayar dividen relatif sering.

Pertimbangan utama bahwa saham yang diambil adalah saham yang aktif, karena digunakan untuk mengetahui perubahan tingkat pengembalian yang disebabkan karena perubahan kinerja keuangannya. Masing-masing sektor diambil kurang lebih 25%-nya. Besarnya prosentase yang digunakan ini untuk memenuhi persyaratan bahwa besarnya sampel

yang diambil minimum sebesar 20 kali dari jumlah variabel yang diteliti (Stevens, 1986). Dalam penelitian ini, jumlah variabel bebas yang akan diteliti sebanyak 8 buah. Metode pengumpulan data yang digunakan adalah dokumentasi dan studi literatur, yang dilakukan dengan cara mengambil dan mempelajari semua data sekunder yang berhubungan dengan penelitian, yang ada di Bursa Efek Indonesia.

Dalam rangka mendapatkan kesimpulan, penelitian ini menggunakan regresi *ordinary least square* (OLS) sebagai metode analisisnya. Model regresi berganda yang digunakan dinyatakan dalam bentuk persamaan sebagai berikut (Gujarati, 1995: 247):

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_7 X_7 + u_i$$

Keterangan: Y_i = tingkat pengembalian saham perusahaan manufaktur ke- i yang *listing* di Bursa Efek Indonesia; X_k = variabel bebas yang berupa kinerja keuangan ke- k ; β_0 = konstanta; β_k = koefisien variabel kinerja keuangan ke- k ; $k = 1, 2, \dots, 7$; u_i = variabel pengganggu.

Untuk mengetahui proporsi perubahan tingkat pengembalian saham yang dijelaskan oleh kinerja keuangan digunakan koefisien determinasi yang dirumuskan sebagai berikut (Gujarati, 1995: 207):

$$R^2 = 1 - \frac{\sum u_i^2}{\sum y_i^2}$$

$$\text{Adjusted } R_2 = (1 - k/n) R^2$$

Keterangan: R^2 = koefisien determinasi; dan K = jumlah variabel yang diamati.

Untuk pengujian hipotesis keberartian koefisien regresi secara keseluruhan dapat dilakukan dengan F_{test} yang dirumuskan sebagai berikut (Gujarati, 1995: 249):

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

Keterangan: F = koefisien penentu; R^2 = koefisien determinasi; n = banyak sampel; k = jumlah variabel yang diamati.

Dengan menggunakan $\alpha = 0,05$ dan $df = (k - 1)$ dan $(n - k)$ pengujiannya dapat dilakukan dengan cara:

$$H_0 : \beta_2 = \beta_3 = \dots = 0:$$

semua variabel kinerja keuangan perusahaan tidak berpengaruh secara nyata terhadap harga saham.

$$H_1 : \beta_2 \neq \beta_3 \neq \dots \neq 0:$$

semua variabel kinerja keuangan perusahaan berpengaruh secara nyata terhadap harga saham.

Kriteria penerimaan: H_0 diterima apabila $F_{\text{hitung}} \leq F_{\text{tabel}}$; dan H_0 diterima apabila $F_{\text{hitung}} > F_{\text{tabel}}$.

Untuk pengujian hipotesis keberartian koefisien regresi secara parsial terhadap tingkat pengembalian saham dapat dilakukan dengan T_{test} yang dirumuskan sebagai berikut (Gujarati, 1995: 243):

$$t = \frac{\beta_i}{se\beta_i}$$

Keterangan: t = koefisien penentu; β_i = koefisien variabel ke- i ; se = standar error; i = variabel bebas ke-2, 3, ... , n .

Dengan menggunakan $\alpha = 0,05$ dan $df = (n - k)$ pengujiannya dapat dilakukan dengan cara:

$$H_0 : \beta_1 = 0:$$

variabel kinerja keuangan perusahaan X_i secara nyata tidak berpengaruh terhadap harga saham.

$$H_1 : \beta_1 \neq 0:$$

variabel kinerja keuangan perusahaan X_i secara nyata berpengaruh terhadap harga saham.

Kriteria penerimaan:

H_0 diterima apabila $-t_{tabel} \leq t_{hitung}$ atau $t_{tabel} \geq t_{hitung}$

H_0 ditolak apabila $-t_{tabel} > t_{hitung}$ atau $t_{tabel} < t_{hitung}$.

Untuk pengujian hipotesis kedua yang menyatakan bahwa faktor laba bersih atas total aktiva, secara signifikan berpengaruh terbesar terhadap pengembalian saham dapat dilakukan dengan cara sebagai berikut: $\beta_4 > \beta_{1, 2, 3, 5, 6}$.

Untuk menguji apakah regresi yang dihasilkan memenuhi asumsi OLS dan sekaligus perbaikannya, yaitu bebas dari multikolinieritas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi dapat dilakukan dengan cara sebagai berikut: 1. Multikolinieritas: apakah ada korelasi antar variabel bebas. Jika ada korelasi antar variabel bebas tersebut, perbaikan dapat dilakukan dengan menghilangkan salah variabel atau menggabung kedua variabel tersebut; 2. Heteroskedastisitas: apakah DW mendekati 2,00. Jika DW jauh dari 2,00 maka data pengamatan perlu ditambah; serta 3. Autokorelasi: apakah ada korelasi antara variable

bebas pada periode t dengan periode $t-1$. Jika ada korelasi antara keduanya, maka perbaikannya dapat dilakukan dengan membuat regresi dalam bentuk ln.

Hasil Penelitian dan Pembahasan

Perusahaan manufaktur yang sahamnya tercatat di Bursa Efek Indonesia pada akhir 2006 mencapai 146 perusahaan. Dari 146 perusahaan ini, sektor manufaktur diperinci lagi menjadi 18 industri yang masing-masing industri ini terdiri dari beberapa perusahaan. Dalam penelitian ini tidak semua data saham-saham dan perusahaan-perusahaan manufaktur tersebut dijadikan sebagai obyek penelitian, tetapi hanya sebagian yang digunakan sebagai sampel penelitian dengan persyaratan tertentu.

Jumlah saham dan perusahaan yang diambil untuk masing-masing industri kurang lebih 25%-nya dari jumlah total yang ada. Besarnya prosentase yang digunakan ini untuk memenuhi persyaratan bahwa besarnya sampel yang diambil minimum sebesar 20 kali jumlah variabel yang dicari hubungan kausalitasnya.

Dengan kriteria pengambilan sampel penelitian yang digunakan, jumlah sampel yang terjaring dari setiap industri dapat dilihat pada Tabel 2. Dengan jumlah sebanyak 41 sampel dari jumlah total anggota populasi 146 saham atau perusahaan, maka prosentase jumlah total sampel terhadap anggota populasi sebesar 28,08%. Data yang dikumpulkan meliputi data tingkat pengembalian saham dan kinerja keuangan tahunan yang diindikasikan dengan rasio-rasio keuangan.

Tabel 2. Saham atau Perusahaan yang Memenuhi Syarat Menjadi Sampel Penelitian

No.	Industri	Saham/Perusahaan Sampel
1.	Food and Beverages	1. PT Aqua Golden Mississippi Tbk. 2. PT Delta Djakarta Tbk. 3. PT Fast Food Indonesia Tbk. 4. PT Indofood Sukses Makmur Tbk. 5. PT Mayora Indah Tbk. 6. PT Multi Bintang Indonesia Tbk.
2.	Tobacco Manufacturers	1. PT Gudang Garam Tbk.
3.	Textile Mill Products	1. PT Eratex Djaja Ltd. Tbk. 2. PT Roda Vivatex Tbk. 3. PT Sunson Textile Manufacturer Tbk.
4.	Apparel and Other Textile Products	1. PT Ever Shine Textile Products Tbk. 2. PT Indo Rama Synthetics Tbk. 3. PT Pan Brothers Tex Tbk. 4. PT Sepatu Bata Tbk.
5.	Lumber and Wood Product	1. PT Daya Sakti Unggul Corporation Tbk. 2. PT Tirta Mahakam Resources Tbk.
6.	Paper and Allied Product	1. PT Kiat Pulp & Paper Corp. Tbk. 2. PT Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk.
7.	Chemical and Allied Product	1. PT Lautan Luas Tbk. 2. PT Unggul Indah Cahaya Tbk.
8.	Adhesive	1. PT Intan Wijaya Internasional Tbk.
9.	Plastic and Glass Product	1. PT Asahimas Flat Glass Tbk. 2. PT Dynaplast Tbk. 3. PT Kageo Igar Jaya Tbk. 4. Trias Sentosa Tbk.
10.	Cement	1. PT Semen Gresik Persero Tbk.
11.	Metal and Allied Product	1. PT Lion Mesh Prima Tbk. 2. PT Lion Metal Work Tbk. 3. PT Tembaga Mulia Semanan Tbk.
12.	Fabricated Metal Product	1. PT Kedaung Indah Can Tbk.
13.	Stone, Clay, Glass and Concrete Product	1. PT Arwana Citra Mulia Tbk. 2. PT Surya Toto Indonesia Tbk.
14.	Cables	1. PT Sumi Indo Kabel Tbk. 2. PT Supreme Cable Manufacturing Corp. Tbk.
15.	Electronict and Office Equipment	1. PT Astra Graphia Tbk.
16.	Automotive and Allied Product	1. PT Andhi Chandra Automotive Tbk. 2. PT Astra Otoparts Tbk. 3. PT Goodyear Indonesia Tbk. 4. PT Sugi Samapersada Tbk. 5. PT Tunas Ridean Tbk.
17.	Photographic Equipment	1. PT Modern Photo Film Company Tbk.
18.	Pharmaceuthicals	1. PT Kimia Farma Persero Tbk. 2. PT Merck Tbk. 3. PT Tempo Scan Pasific Tbk.
19.	Consumer Goods	1. PT Unilever Indonesia Tbk.

Sumber: *Indonesian Capital Market Directory, 2006*

Dalam pengumpulan data, ternyata tidak semua data dapat diakses. Data yang tidak dapat diakses kebanyakan terdiri dari dividen payout ratio (DPR) dan sebagian kecil *price-book value ratio* (PBV), terutama untuk data akhir tahun 2006. Untuk data DPR, ternyata cukup banyak perusahaan-perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia tidak membayarkan dividen kepada para pemegang sahamnya. Khusus untuk dividen tahun 2006 yang pada umumnya dibayarkan pada tahun 2007, datanya hingga laporan ini disusun, sulit diperoleh.

Di samping adanya beberapa data yang tidak dapat diakses karena berbagai macam sebab, data yang dikumpulkan cukup bervariasi. Dengan fenomena ini, maka dalam analisisnya nanti perlunya adanya penyesuaian-penyesuaian, sehingga hasil analisis yang diperoleh sesuai dengan yang diharapkan. Penyesuaian ini mungkin dapat dilakukan dengan mencoba seluruh data yang tersedia, dan dilanjutkan dengan menghilangkan variabel tertentu dari model, dan yang terakhir dengan melakukan *smoothing* terhadap data yang tidak dapat diakses.

Data yang terkumpul dikelompokkan menjadi variabel terikat dan variabel bebas. Variabel yang bertindak sebagai variabel terikat adalah tingkat pengembalian saham, sedangkan variabel bebasnya meliputi: rasio lancar (CR), perputaran aset total (TATO), rasio utang-ekuitas (DER), pengembalian atas investasi (ROI), laba per lembar saham (EPS), rasio harga pasar-nilai buku (PBV), dan rasio pembayaran dividen (DPR).

Berdasarkan data yang tersedia dapat dilihat ada beberapa data pengamatan tidak dapat diakses, yang meliputi seluruh data rasio pembayaran dividen (DPR) pada 2006 dan sebagian DPR pada tahun-tahun sebelumnya. Di samping itu, beberapa data PBV juga tidak dapat diakses untuk tahun 2006. Data DPR sebelum 2006 karena memang emitennya tidak membayarkan dividen pada tahun yang bersangkutan, sedangkan untuk 2006, emitennya belum melaporkan pada PT Bursa Efek Indonesia atau kemungkinan tidak membayarkan dividen.

Di samping itu, juga dapat dilihat ada beberapa data yang besarnya “ekstrim” jika dibanding data lain. Data ini terutama data rasio keuangan, seperti tingkat pengembalian, CR, TATO, DER, PBV, dan DPR, sedangkan untuk EPS kurang dapat diperbandingkan karena dalam nilai rupiah. Dari pengamatan, data ekstrim yang relatif banyak ada pada data tingkat pengembalian saham.

Untuk mencapai tujuan penelitian ini, data yang sudah terkumpul dianalisis dengan model regresi linier *ordinary least square* (OLS), dengan menggunakan bantuan Program SPSS Versi 15. Metode untuk mendapatkan model regresi general menggunakan metode *enter* dan *stepwise*. Dalam menerapkan Program SPSS ini, beberapa data yang tidak tersedia, seperti DPR dan PBV, diganti dengan rata-ratanya, sehingga hasil persamaan regresi akhir dapat diperoleh.

Hasil analisis regresi Program SPSS Versi 15 dengan metode *enter* terhadap data pada Lampiran 1 dapat dilihat pada Lampiran 2. Berdasarkan

hasil analisis ini diperoleh persamaan regresi sebagai berikut:

$$r_i = 25,651 - 0,305 \text{ CR} - 8,604 \text{ TATO} - 0,177 \text{ DER} + 0,314 \text{ ROI} + 0,004 \text{ EPS} + 0,837 \text{ PBV} - 0,141 \text{ DPR}$$

Dengan persamaan ini dapat diinterpretasikan sebagai berikut. Konstanta sebesar 25,651 menunjukkan bahwa jika semua variabel bebas yang terdapat dalam model regresi ini sama dengan nol, maka pengembalian saham sektor manufaktur akan mencapai sebesar 25,651%. b_1 sebesar -0,305 menunjukkan bahwa jika CR berubah sebesar 1%, maka tingkat pengembalian saham manufaktur akan berubah sebesar -0,305%-nya, dengan asumsi variabel bebas lainnya konstan.

b_2 sebesar -8,604 menunjukkan bahwa jika TATO berubah sebesar 1 kali, maka tingkat pengembalian saham manufaktur akan berubah sebesar -8,604%-nya, dengan asumsi variabel bebas lainnya konstan. b_3 sebesar -0,177 menunjukkan bahwa jika DER berubah sebesar 1%, maka tingkat pengembalian saham manufaktur akan berubah sebesar 0,177%-nya, dengan asumsi variabel bebas lainnya konstan. b_4 sebesar 0,314 menunjukkan bahwa jika ROI berubah sebesar 1%, maka tingkat pengembalian saham manufaktur akan berubah sebesar 0,314%-nya, dengan asumsi variabel bebas lainnya konstan.

b_5 sebesar 0,004 menunjukkan bahwa jika EPS berubah sebesar Rp1,00, maka tingkat pengembalian saham manufaktur akan bertambah sebesar 0,004%-nya, dengan asumsi variabel bebas lainnya konstan. b_6 sebesar 0,837 menunjukkan bahwa jika PBV berubah

sebesar 1%, maka tingkat pengembalian saham manufaktur akan berubah sebesar 0,837%-nya, dengan asumsi variabel bebas lainnya konstan. b_7 sebesar -0,141 menunjukkan bahwa jika DPR berubah 1%, maka tingkat pengembalian saham manufaktur akan berkurang sebesar 0,141%-nya, dengan asumsi variabel bebas lainnya konstan.

Berdasarkan hasil analisis *SPSS Versi 15* juga diperoleh bahwa besarnya koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,018, yang berarti bahwa besarnya perubahan variabel terikat, yaitu tingkat pengembalian saham manufaktur, dijelaskan oleh perubahan variabel bebas sebesar 0,018 atau 1,8%, sedangkan sisanya sebesar 98,2% dijelaskan oleh variabel lain di luar model regresi yang dihasilkan. Dengan demikian model regresi yang dihasilkan relatif kurang dapat menjelaskan akibat perubahan tingkat pengembalian saham manufaktur yang disebabkan oleh perubahan variabel-variabel bebas CR, TATO, DER, ROI, EPS, PBV, dan DPR.

Untuk menguji persamaan regresi yang dihasilkan, apakah 7 variabel bebas, yaitu CR, TATO, DER, ROI, EPS, PBV, dan DPR, secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap tingkat pengembalian saham atau tidak dapat diuji dengan uji F. Berdasarkan hasil analisis *SPSS Versi 15* diperoleh bahwa F hitung yang dihasilkan sebesar 0,679. Dengan tolok ukur penerimaan hipotesis H_0 atau penolakan H_a , maka secara fungsional apakah seluruh variabel bebas tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel terikat jika memenuhi ketentuan $F_{hitung} \leq F_{tabel}$, dapat diketahui.

Dengan jumlah keseluruhan variabel sebanyak 8 buah dan jumlah pengamatan sebanyak 246, maka df untuk numerator N_1 sebesar $(k-1) = 7$, sedangkan df denominator N_2 sebesar $(N-k) = 239$. Dengan dua tingkat kebebasan (df) tersebut, maka F_{tabel} yang diperoleh sebesar 2,06. Dengan hasil ini berarti H_0 tidak ditolak, atau H_a ditolak. Dengan demikian, secara fungsional, seluruh variabel bebas pada persamaan regresi yang dihasilkan tidak berpengaruh signifikan terhadap tingkat pengembalian saham.

Cara lain untuk menguji secara fungsional pengaruh variabel-variabel bebas terhadap variabel terikat dapat dilakukan dengan membandingkan antara α dengan Sig. H_0 tidak ditolak jika $\alpha \leq \text{Sig}$. Sebaliknya, H_0 ditolak jika $\alpha > \text{Sig}$. Berdasarkan Lampiran 2 diperoleh hasil perhitungan bahwa $\text{Sig} = 0,689$, yang berarti dengan $\alpha = 5\%$, maka H_0 tidak ditolak atau H_a ditolak. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa seluruh variabel kinerja keuangan perusahaan, yang meliputi tujuh rasio keuangan tersebut, secara signifikan tidak berpengaruh terhadap tingkat pengembalian saham.

Pada pengujian model regresi secara fungsional (uji F) diperoleh hasil bahwa kinerja keuangan perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap tingkat pengembalian saham pada sektor manufaktur. Dengan hasil ini, berarti secara parsial, semua indikator kinerja keuangan perusahaan sektor manufaktur juga menghasilkan kesimpulan yang sama. Hal ini dapat dilihat dari hasil uji t, bahwa hipotesis H_0 tidak ditolak jika $t_{hitung} \leq t_{tabel}$, atau $t_{hitung} > t_{tabel}$. Seperti pada uji F, cara termudah untuk

pengujian secara parsial dilakukan dengan membandingkan antara α , yang besarnya 5%, dengan Sig.

Hipotesis H_0 tidak ditolak jika $\alpha \leq \text{Sig}$, yang berarti hipotesis H_a ditolak. Dengan tolok ukur ini berarti bahwa secara parsial variabel bebas yang berupa indikator kinerja keuangan tertentu, tidak berpengaruh signifikan terhadap tingkat pengembalian saham. Dengan α sebesar 5% atau 0,05, maka dengan Sig untuk CR = 0,907; TATO = 0,209; DER = 0,567; ROI = 0,608; EPS = 0,330; PBV = 0,652; dan DPR = 0,287 (lihat Lampiran 2), maka hipotesis H_0 tidak ditolak, sedangkan hipotesis H_a ditolak. Dengan demikian, secara parsial semua variabel-variabel bebas yang berupa indikator kinerja keuangan tersebut tidak berpengaruh signifikan terhadap tingkat pengembalian saham sektor manufaktur.

Hasil analisis dengan metode *stepwise* ternyata menghasilkan kesimpulan bahwa kinerja keuangan tidak berpengaruh signifikan terhadap tingkat pengembalian saham pada sektor manufaktur. Dengan cara yang sama seperti pengujian model regresi berganda sebelumnya, dengan mendasarkan pada hasil analisis SPSS, membuktikan kesimpulan ini.

Dengan hasil analisis regresi dengan menggunakan analisis SPSS tersebut, baik dengan metode *enter* maupun *stepwise*, menyatakan bahwa variabel kinerja keuangan tidak berpengaruh signifikan terhadap tingkat pengembalian saham. Sesuai dengan sifat analisis regresi OLS, yang harus memenuhi asumsi bebas dari sifat: multikolinieritas, heteroskedastisitas, dan otokorelasi, maka berhubung semua

variabel bebas, yang berupa kinerja keuangan tidak berpengaruh signifikan terhadap tingkat pengembalian saham, maka uji asumsi analisis regresi OLS menjadi tidak perlu.

Berdasarkan hasil analisis data dengan menggunakan analisis regresi OLS diperoleh hasil bahwa kinerja keuangan, yang meliputi rasio likuiditas, aktivitas, leverage, profitabilitas, dan rasio nilai pasar, tidak berpengaruh signifikan terhadap tingkat pengembalian saham pada sektor manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. Dengan demikian analisis fundamental, dengan variabel penjelas kinerja keuangan, tidak dapat digunakan sebagai pengestimasi tingkat pengembalian saham pada sektor manufaktur tersebut.

Fenomena ini dapat dijelaskan bahwa kinerja keuangan pada akhir periode tertentu sudah diantisipasi sebelumnya oleh para investor, sehingga begitu akhir periode tertentu tersebut tiba, kinerja yang diumumkan atau dihasilkan oleh suatu perusahaan di sektor manufaktur sudah tidak berpengaruh lagi terhadap pengembalian saham. Fenomena ini menunjukkan bahwa informasi yang relevan mulai tersebar dengan merata pada kalangan para investor di Pasar Modal Indonesia.

Dengan hasil penelitian ini menunjukkan bahwa selama periode 2001 hingga 2006, Pasar Modal Indonesia, khususnya pasar saham sektor manufaktur, sudah efisien secara informasional, dengan bentuk semi kuat. Bentuk efisiensi pasar modal ini menyatakan bahwa suatu pasar modal dikatakan efisien semi kuat, jika harga-

harga atau pengembalian sekuritas yang ada pada periode tertentu mencerminkan semua informasi harga dan volume perdagangan masa lalu dan informasi yang dipublikasikan.

Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Bal dan Brown (1968); Joy, dkk. (1977); Foster, dkk. (1984), dan Bernard dan Thomas (1990). Perbedaan ini terjadi karena adanya anomali dan biaya transaksi yang cukup signifikan. Pengumuman laba dalam penelitian-penelitian tersebut dilakukan setiap tiga bulan sekali, sedangkan pada penelitian ini dilakukan pada akhir tahun. Hasil penelitian ini juga tidak konsisten dengan hasil penelitian Manurung (1996), yang menyatakan adanya tingkat hasil abnormal kumulatif atas isi pengumuman laba bersih, walaupun tidak ada trend yang jelas selama periode pengamatan.

Hasil penelitian lain yang tidak konsisten dengan hasil penelitian ini adalah hasil penelitian Setyaningsih (1996). Hasil penelitian ini menyimpulkan bahwa rasio-rasio keuangan kebanyakan berpengaruh signifikan terhadap tingkat pengembalian saham yang tercatat di Bursa Efek Jakarta. Hasil penelitian lain yang tidak konsisten dengan hasil penelitian ini adalah penelitian yang dilakukan oleh Anugerah, dkk. (2001) dan Pujiono (2001).

Hasil penelitian Anugerah, dkk. (2001) menunjukkan adanya korelasi yang negatif antara PER dan tingkat pengembalian saham, sedangkan Pujiono (2001) menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap

tingkat pengembalian saham di Pasar Modal Indonesia, sedangkan di Pasar Modal Singapura berpengaruh negatif. Dengan adanya ketidakkonsistenan antara hasil penelitian ini dengan penelitian sebelumnya, menunjukkan bahwa Pasar Modal Indonesia, khususnya pasar saham sektor manufaktur mengalami perbaikan dalam efisiensi informasionalnya.

Sekalipun kebanyakan hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian sebelumnya, ternyata hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Tuasikal (2001). Hasil penelitian Tuasikal (2001) menghasilkan kesimpulan bahwa rasio keuangan pada perusahaan manufaktur tidak dapat digunakan sebagai prediksi tingkat pengembalian saham pada satu tahun ke depan, sedangkan untuk dua tahun ke depan, rasio keuangan dapat digunakan sebagai prediksi.

Penutup

Berdasarkan tujuan penelitian dan hasil analisis data pada Bab 4 dapat disimpulkan bahwa analisis fundamental, dengan variabel penjelas kinerja keuangan, tidak dapat digunakan sebagai estimator terhadap tingkat pengembalian saham pada sektor manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia selama periode 2001 – 2006. Dengan demikian hipotesis yang menyatakan bahwa rasio likuiditas, aktivitas, leverage, profitabilitas, dan nilai pasar dapat digunakan sebagai estimator terhadap tingkat pengembalian saham sektor manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia ditolak.

Berdasarkan kesimpulan hasil penelitian dapat digunakan sebagai dasar

untuk memberikan saran-saran kepada pihak-pihak terkait. Pertama, bagi investor saham sektor manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. Sebaiknya investor tidak perlu menggunakan analisis fundamental, dengan variabel penjelas kinerja keuangan, dalam melakukan estimasi terhadap tingkat pengembalian saham sektor manufaktur. Jika akan menggunakan analisis fundamental, sebaiknya variabel penjelasnya selain kinerja keuangan.

Kedua, bagi emiten saham sektor manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. Sebaiknya emiten memberikan sinyal kepada pasar tentang kinerja, terutama kinerja keuangan mendatang perusahaan, sehingga dapat mengarahkan kepada para investor dalam membuat keputusan investasinya. Dengan demikian, para investor dapat melakukan antisipasi sejak dini.

Ketiga, bagi Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan. Sebaiknya lembaga ini tetap mengondisikan penerapan prinsip transparan dan keterbukaan penuh, khususnya di bidang informasi keuangan bagi para emiten yang sahamnya tercatat di Bursa Efek Indonesia. *Terakhir*, bagi peneliti selanjutnya. Sebaiknya peneliti selanjutnya menggunakan data yang lebih banyak, dan variabel-variabel lainnya dalam melakukan penelitian tentang estimasi tingkat pengembalian saham.

DAFTAR PUSTAKA

- Anonim. 1995. *Struktur Pasar Modal Indonesia (Publikasi Bursa Efek Jakarta)*. Edisi Pertama. Jakarta.
- Anugerah, N., A. H. Habbe, dan M.N. Kadir. 2001. *Korelasi antara Price Earning Ratio (PER) dan Return Saham pada Perusahaan Go Public di Bursa Efek Jakarta*. Hasil Simposium Nasional Akuntansi IV, Ikatan Akuntan Indonesia, Kompartemen Akuntan Pendidik.
- Arif, Sritua. 1993. *Metodologi Penelitian Ekonomi*. Cetakan Pertama. Edisi Pertama. Jakarta: Penerbit Universitas Indonesia.
- Ball, R. dan P. Brown. 1968. *An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers*. *Journal of Accounting Research* 6, 159 – 177.
- Ball, R. 1968. *The Earning-Price Anomaly*. *Journal of Accounting and Economics* 15, 319 – 345.
- Bernard, V.L dan J. Thomas. 1990. *Evidence that Stock Prices do not Fully Reflect the Implications of Current Earning for Future Earning*. *Journal of Accounting and Economics* 13, 305 – 340.
- Foster, G. 1977. *Quarterly Earnings Data: Time Series Properties and Predictive-Ability Results*. *Accounting Review* 52, 1 – 12.
- Foster, G., C. Olsen, dan T. Shevlin. 1984. *Earning Releases, Anomalies, and the Behavior of Securities Returns*. *Accounting Review* 59, 574 – 321.
- Gasperz, Vincent. 1992. *Teknik Analisis dalam Penelitian Percobaan*. Edisi Pertama. Bandung: Penerbit Tarsito.
- Gujarati, D.N. 1995. *Basic Econometrics*. Third Edition. Singapore: McGraw-Hill.
- Hanafi, Mamduh. *Efisiensi Emisi Saham Baru di Bursa Efek Jakarta*. *Jurnal Kelola*, Halaman 88 – 106.
- Helferd, E.A. 1994. *Techniques of Financial Analysis*. 8th. Richard D. Irwin. Diterjemahkan oleh Herman Wibowo. 1996. Cetakan Pertama. Jakarta: Penerbit Erlangga.
- Husnan, Suad. 1993. *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Cetakan Pertama. Edisi Pertama. Yogyakarta: Penerbit UPP-AMP YKPN.
- Manurung, A.H. 1996. *Stock Returns and Earnings Announcement on the JSX*. *Jurnal Manajemen Prasetya Mulya III*. 6, 52 – 57.
- Nasir, Moh. 1988. *Metode Penelitian*. Cetakan Ketiga. Edisi Pertama.

-
- Jakarta: Penerbit Ghalia Nasional Akuntansi IV, Ikatan Akuntan Indonesia, Indonesia, Kompartemen Akuntan Pendidik.
- Pujiono. 2001. *Dampak Kebijakan Dividen Terhadap Harga Saham pada Waktu Ex-Dividend Day*. Hasil Simposium Nasional Akuntansi IV, Ikatan Akuntan Indonesia, Kompartemen Akuntan Pendidik.
- Sekaran, U. 1992. *Research Methods for Business*. Second Edition. USA: John Wiley and Son, Inc.
- Setyaningsih. 1996. *Analisis Perbedaan Kinerja Keuangan Perusahaan Sebelum dan Sesudah Go-Public serta Pengaruhnya terhadap Tingkat Hasil Saham di Pasar Modal Indonesia, Thailand, dan Jepang*. Ringkasan Disertasi pada Program Pasca Sarjana Universitas Airlangga. Tidak dipublikasikan.
- Sharpe, W.F, G.J. Alexander, dan J.V. Bailey. 1995. *Investment*. 5th Edition. USA: Prentice-Hall.
- Siamat, Dahlan. 1995. *Manajemen Lembaga Keuangan*. Cetakan Pertama. Edisi Pertama. Jakarta: Penerbit Intermedia.
- Stevens, J. 1986. *Applied Multivariate Statistics for Social Science*. Third Edition. Hallsdale NJ. Embaum.
- Tuasikal, A. 2001. Manfaat Informasi Akuntansi dalam Memprediksi Return Saham. Hasil Simposium
-