

PENGARUH EPS, TINGKAT BUNGA & RISIKO SISTEMATIK TERHADAP PERUBAHAN HARGA SAHAM

Robert Ricker Sianipar*

In general, there is such an uncertainty or risk in making investment, so investor do not know the result of of their investment precisely. They can only estimate how much the expected return would be. In order to gain the precise expected return, investor need to know what factors that could influence significantly the movement of the stock price in the market. There are many factors influencing the increase or decrease of stock price, such as earning per share, interest rate an sistematic risk. There factors have a dominant influence on the stock price, due to many researchs.

Abstract

Key words : Earning Per Share, Interest Rate, Sistimatic Risk, Stock Price

Dalam menentukan pilihan investasinya, seorang investor selalu diasumsikan mengoptimalkan keuntungan yang akan diperolehnya. Pemain saham atau *investor* seringkali menghadapi pilihan-pilihan yang bersifat intertemporal. Pemain saham yang rasional akan selalu memaksimalkan keuntungan yang akan didapatkan, dengan kendala yang dimilikinya. Untuk memaksimalkan keuntungan tersebut tentunya pemain saham terlebih dahulu harus mengetahui apa yang dapat menyebabkan keuntungan itu menjadi maksimal. Pertama kali pemain saham harus dapat memperhitungkan kemungkinan yang akan diperolehnya berdasarkan pasar yang ada. Kemudian pemain saham juga harus dapat memahami penyebab dari pergerakan pasar yang disebabkan oleh banyak faktor yang tidak menentu.

Dalam berinvestasi di pasar modal sekurang-kurangnya pemain saham perlu memperhatikan dua hal, yaitu keuntungan yang diharapkan dan risiko yang mungkin terjadi. Ini berarti investasi dalam bentuk saham menjanjikan keuntungan sekaligus risiko. Penilaian harga saham secara akurat bisa membantu *investor* mendapatkan nilai intrinsik dari saham, selanjutnya *investor* dapat membeli saham yang *undervalue* dan menjual yang *overvalue*. Perlu diamati bahwa investasi saham di pasar modal merupakan jenis investasi yang cukup berisiko tinggi meskipun menjanjikan keuntungan relatif besar.

Maurice Kendal (1953) berpendapat bahwa perubahan harga saham tidak dapat diprediksikan (Bodie 1999, 328). Namun dari

*Penulis adalah
Dosen Fakultas
Ekonomi
Universitas
Pelita Harapan

pergerakan perubahan harga saham tersebut dapat diketahui keadaan ekonomi yang sebenarnya, khususnya indeks harga saham dapat menjadi indikator ekonomi. Berbeda dengan pendapat Kendal, Mulyono (2001) dalam studinya berpendapat bahwa variasi harga saham ditentukan oleh banyak faktor, baik yang berasal dari lingkungan eksternal maupun lingkungan internal perusahaan. Sedangkan Cates (1998) melihat perlunya informasi yang sah tentang kinerja keuangan perusahaan, manajemen perusahaan, kondisi ekonomi makro dan informasi relevan lainnya untuk menilai saham secara akurat (Mulyono 2000, 99). Untuk itu penelitian ini mencoba untuk membuktikan bahwa pemain saham atau *investor* perlu memiliki sejumlah informasi guna memprediksi dinamika harga saham agar bisa mengambil keputusan tentang saham perusahaan yang layak untuk dipilih.

- PERUMUSAN MASALAH** Perumusan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:
1. Seberapa jauh pengaruh EPS terhadap harga saham?
 2. Seberapa jauh pengaruh tingkat suku bunga terhadap harga saham?
 3. Seberapa jauh pengaruh risiko sistematis terhadap harga saham?

MODEL PENELITIAN Hubungan atau persamaan dalam teori ekonomi biasanya mempunyai spesifikasi hubungan yang pasti (*exact*) atau hubungan deterministik diantara variabel-variabel. Dalam analisis regresi digunakan istilah *regressand* yang berarti variabel tergantung (*dependent variables*) dan *regressors* yang berarti variabel bebas (*independent variables*) atau variabel penjelas (*explanatory variables*). (Sumodiningrat, 1998). Untuk melihat kejelasan pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat (harga saham), maka penelitian ini menggunakan analisis regresi kuadrat terkecil biasa (*ordinary least-squares regression*) dengan multivariabel (karena menggunakan lebih dari satu variabel independen yang mempengaruhi variabel dependen (Gujarati 1992, 182)) sehingga biasa disebut regresi berganda (*multiple regression model*). Dengan menganggap $Y = f(X_1, X_2, X_3)$ dan hubungan, f , adalah linier, maka model umum yang akan digunakan dalam penulisan ini adalah sebagai berikut:

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_{1,t-1} + \beta_2 X_{2,t-1} + \beta_3 X_{3,t-1} + \epsilon_t$$

dimana:

- Y_t = harga saham pada waktu t ($t = 1, 2, \dots, n$)
- β_0 = titik potong (*intercept*) yaitu nilai Y_t dimana semua variabel x sama dengan nol.

$\beta_1, \beta_2, \beta_3$ = koefisien regresi dari masing-masing variabel independen

X_{t-1} = variabel *lag* yakni nilai x pada 1 kwartal sebelum x_t

X_1 = *Earning Per Share* (EPS), per semester

X_2 = tingkat suku bunga riil SBI, per kwartal (RIR)

X_3 = risiko sistematis (Beta)

ϵ_t = *error term*

Variabel-variabel yang akan dikaji terdiri dari variabel independen dan variabel dependen. Dimana variabel independen yang dimaksud adalah *earning per share* (EPS), tingkat suku bunga riil SBI dan risiko sistematis. Sedangkan variabel dependennya adalah harga saham. Untuk variabel independen EPS dan tingkat suku bunga dalam pengaruhnya terhadap harga saham sebelumnya sudah pernah diuji oleh Mulyono (2000). Sedangkan variabel risiko sistematis sebelumnya telah diuji oleh Aryanindita (2002), tetapi dalam hubungannya dengan perubahan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Untuk itu penelitian ini mencoba untuk menggabungkan variabel-variabel independen yang telah diuji oleh kedua peneliti tersebut dengan menguji pengaruhnya dengan variabel dependen yaitu harga saham. Oleh karena itu model yang telah dibentuk diatas adalah penggabungan dari model yang sebelumnya telah digunakan oleh Mulyono (2000) dan Aryanindita (2002).

Earning Per Share (EPS)

Penelitian Purnomo (1998) mencoba membuktikan bahwa perubahan harga saham dapat dipengaruhi oleh EPS (*Earning Per Share*), yaitu dengan mengkaji keterkaitan kinerja keuangan dengan harga saham pada 30 emiten di Bursa Efek Jakarta pada periode 1992-1996. Penelitiannya melaporkan bahwa terdapat hubungan yang positif antara harga saham dengan indikator kinerja keuangan emiten seperti *earning per share* (EPS), *price equity ratio* (PER), *return on equity* (ROE), dan *dividend per share* (DPS). (Mulyono 2000, 101).

EPS merupakan rasio antara pendapatan setelah pajak dengan jumlah saham yang beredar. Jadi dengan mengetahui EPS dapat dinilai berapa kira-kira potensi pendapatan yang akan diterima oleh seorang *investor*. Dengan demikian EPS mencerminkan pendapatan di masa depan. Di dalam pembayaran saham EPS sangat berpengaruh pada harga pasar saham. Semakin tinggi EPS, semakin mahal harga suatu saham, dan sebaliknya. (Widoadmodjo, 2000).. Dari uraian diatas dapat dibuat suatu hipotesis bahwa diduga terdapat

TINJAUAN TEORITIS

pengaruh positif antara *earning per share* (EPS) dengan perubahan harga saham.

Tingkat Bunga (*Interest Rate*)

Di samping EPS, variabel lain yang berpengaruh terhadap harga saham adalah tingkat bunga. Abelson (1998) melihat adanya hubungan yang erat antara tingkat bunga dengan harga saham. Du Bois (1996) mengatakan bahwa tingkat bunga merupakan kunci penentu dalam perkembangan harga saham. Sedangkan Norpirin (1993) mengemukakan terdapat keterkaitan erat antara tingkat bunga dengan saham. Vinocur (1998) mengatakan bahwa tingkat bunga berpengaruh terhadap harga saham. Bagi Shilling (1998) dan Anand (1998) kondisi pasar saham terkait erat dengan fluktuasi tingkat bunga (Mulyono 2000, 100-102).

Mishkin mendefinisikan tingkat suku bunga sebagai berikut: "*The interest rate is the cost of borrowing on the price paid for the rental of funds*". Tingkat bunga sangat penting untuk institusi keuangan. Naiknya tingkat suku bunga akan meningkatkan biaya untuk mendapatkan dana dari institusi keuangan seperti bank dan akan meningkatkan pendapatan aset seperti pinjaman. Perlu diketahui, perubahan tingkat suku bunga akan memberi dampak pada harga surat-surat berharga seperti saham dan obligasi. Perubahan tingkat bunga tentu saja secara langsung akan mempengaruhi keuntungan dan nilai dari pada institusi keuangan. (Mishkin 2000, 4).

Dari uraian pengertian tingkat suku bunga maka dapat dibentuk suatu hipotesis, yakni diduga terdapat pengaruh negatif antara tingkat suku bunga dengan perubahan harga saham. Hipotesis ini didukung melalui *discount model* yang dapat menjelaskan pengaruh tingkat suku bunga, yaitu:

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{\text{cashflow}_t}{(1+i)^t}$$

dimana: P = harga saham

i = tingkat bunga pasar, n = periode investasi

Resiko Sistematik (*Sistimatic Risk*)

Tidak hanya faktor laba serta tingkat bunga saja, seperti yang telah dibahas bahwa dalam dunia usaha hampir semua investasi mengandung unsur ketidakpastian atau risiko. Pemodal tidak mengetahui dengan pasti hasil yang akan diperoleh dari investasi. Keadaan ini menunjukkan bahwa pemodal menghadapi risiko investasi. Oleh karena itu, pemodal merasa perlu mengetahui kemungkinan risiko yang harus dihadapi dalam berinvestasi. Hingga

studi dari Aryanindita (2002) mengambil suatu kesimpulan bahwa perubahan indeks harga saham dipengaruhi oleh risiko saham, yaitu risiko sistematis yang diukur dengan menggunakan pengukuran beta. Untuk itulah dalam penelitian ini juga dimasukkan unsur risiko, yaitu risiko sistematis yang akan mempengaruhi harga saham. Studi Aryanindita (2002) mengemukakan beta merupakan pengukur risiko sistematis, dimana risiko sistematis mempunyai hubungan terhadap perubahan harga saham.

Berbagai bentuk investasi tentu ada risikonya. Dalam pengertian investasi, risiko selalu dikaitkan dengan tingkat variabilitas *return* yang dapat diperoleh dari surat berharga. Menurut Bodie (1999, pp. 132) risiko adalah ketidakpastian akan tingkat pengembalian. Ketidakpastian tersebut dapat diukur menggunakan distribusi probabilitas. Adapun karakteristik yang diambil untuk mengevaluasi distribusi probabilitas itu, yaitu dari tingkat harapan pengembalian (*expected return* = $E(r)$) dan deviasi standard (σ). Deviasi standard dari tingkat pengembalian (σ) inilah ukuran dari risiko yang kemudian digunakan sebagai akar kuadrat dari varians, sehingga nilai harapan dari akar kuadrat deviasi adalah dari tingkat pengembalian yang diharapkan. Secara simbol dapat dirumuskan menjadi:

$$\sigma^2 = \sum_s p(s)[r(s) - E(r)]^2$$

Sebagai subyek dalam penelitian ini adalah saham Ramayana Lestari Sentosa (RALS) yang mewakili subsektor perdagangan eceran dan saham Tigaraksa Satria (TGKA) yang mewakili subsektor perdagangan besar barang produksi. Keduanya berada dalam sektor yang sama yaitu sektor perdagangan, jasa dan investasi. Subjek penelitian ini dipilih dengan beberapa kriteria tertentu (lihat subbab 3.3.1). Khusus di dalam sektor perdagangan, jasa dan investasi terdapat tujuh subsektor, yaitu subsektor perdagangan besar barang produksi, subsektor perdagangan eceran, subsektor restoran, hotel dan pariwisata, subsektor kesehatan, subsektor jasa komputer dan perangkatnya, subsektor perusahaan investasi dan subsektor lainnya.

Dari setiap subjek penelitian akan dibentuk suatu model persamaan regresi masing-masing, sehingga dalam penelitian ini akan ada dua model penelitian. Tetapi kurun waktu kedua model persamaan regresi adalah sama, yaitu selama lima tahun yaitu sejak Maret 1997 (kwartal I) sampai dengan Desember 2001 (kwartal IV). Waktu penelitian berdasarkan perkwartal sehingga observasi dalam penelitian ini berjumlah 20.

HASIL PENELITIAN

Pengujian Asumsi Klasik Dalam Model Persamaan Regresi OLS

Kedua model persamaan regresi yang dibentuk harus memenuhi sejumlah asumsi klasik regresi OLS. Untuk beberapa asumsi klasik memerlukan alat bantu uji statistik yaitu dimulai dari asumsi keempat, yaitu *no serial correlation*, kelima, yaitu *no heterokedasticity*, keenam, yaitu *no perfect multicollinearity* dan ketujuh, yaitu *normality*. Berikut akan dibahas hasil-hasil uji statistik terhadap beberapa asumsi klasik diatas.

Tabel 1. Ringkasan Pengujian Asumsi Klasik Model Persamaan Regresi OLS Tigaraksa Satria (TGKA) dan Ramayana Lestari Sentosa (RALS)

Model	IV: Uji Breusch-Godfrey			V Uji ARCH		
	H_0	p -value VS α	Keputusan	H_0	p -value VS α	Keputusan
TGKA n = 20	No Autocorrelation	5.33% > 5%	Terima H_0	No Heterokedasticity	30.19% > 5%	Terima H_0
RALS n = 20		32.56% > 5%	Terima H_0		41.12% > 5%	Terima H_0

Model	VI: Nilai VIF			VII: Uji Jarque-Bera		
	H_0	p -value VS α	Keputusan	H_0	p -value VS α	Keputusan
TGKA n = 20	No Multicollinearity	1.4; 1.4; 1.0	Terima H_0	Normality	69.22% > 5%	Terima H_0
RALS n = 20		1.4; 1.2; 1.5	Terima H_0		78.32% > 5%	Terima H_0

Untuk menguji adanya *autocorrelation* atau *serial correlation*, maka salah satu alternatif pengujian yang digunakan adalah dengan uji Breusch-Godfrey yang dilampirkan dalam lampiran B untuk perusahaan subsektor perdagangan besar barang produksi yaitu TGKA dan lampiran C untuk perusahaan subsektor perdagangan eceran yaitu RALS.

Uji Breusch-Godfrey untuk perusahaan subsektor perdagangan besar barang produksi, TGKA mempunyai p -value sebesar 5.33 %, ditetapkan \pm sebesar 5 % maka p -value $\geq \pm$, sehingga H_0 diterima, dengan demikian secara statistik menunjukkan tidak adanya *autocorrelation*.

Sedangkan pada perusahaan subsektor perdagangan eceran RALS, mempunyai p -value sebesar 32.56 %, dengan \pm sebesar 5 % maka p -value $\geq \pm$, sehingga H_0 juga diterima, dengan demikian secara statistik menunjukkan tidak adanya *autocorrelation*.

Dengan menggunakan $\pm = 5$ % dan membandingkan dengan p -value masing-masing variabel, maka terlihat dari *output* pada lampiran B untuk perusahaan subsektor perdagangan besar barang produksi, yaitu TGKA, bahwa p -value-nya sebesar 30.19 % sehingga

nilai ini lebih besar daripada $\pm = 5 \%$, oleh karena itu H_0 diterima, dimana hal ini menunjukkan bahwa tidak terjadi *heterokedasticity*, atau nilai varian dari *error-term* adalah konstan secara statistik (*homokedasticity*). Bentuk data *homokedasticity* ini juga dapat dilihat melalui tabel residual yang ada pada lampiran B.

Sedangkan *output* pada lampiran C untuk perusahaan subsektor perdagangan eceran yaitu RALS *p-value*nya sebesar 41.12% dengan $\pm = 5\%$, maka *p-value* lebih besar daripada \pm sehingga H_0 diterima, dimana tidak terjadi *heterokedasticity*, yaitu varian dari *error-term* adalah konstan secara statistik (*homokedasticity*). Bentuk data *homokedasticity* ini juga dapat dilihat melalui tabel residual yang ada pada lampiran C.

Pada variabel EPS, nilai toleransi adalah 68,7 %, hal ini menandakan bahwa hanya 31,3 % variabilitas nilai-nilai X_1 (EPS) yang dapat dijelaskan oleh variabel-variabel bebas lainnya. Maka secara statistik hal ini menunjukkan tidak adanya masalah kolinearitas antara variabel EPS dengan variabel-variabel bebas lainnya.

Pada variabel RIR (tingkat bunga riil) nilai toleransi adalah 68 %, maka hal ini menandakan bahwa hanya 32 % variabilitas nilai-nilai X_2 (tingkat bunga riil) yang dapat dijelaskan oleh variabel-variabel bebas lainnya. Maka hal ini menunjukkan bahwa secara statistik tidak ada masalah kolinearitas antar variabel tingkat bunga riil dengan variabel-variabel bebas lainnya.

Pada variabel Beta (risiko sistematis), nilai toleransi adalah 98.6%, maka hal ini menandakan bahwa hanya 1.4% variabilitas nilai-nilai X_3 (risiko sistematis) yang dapat dijelaskan oleh variabel-variabel bebas lainnya. Maka secara statistik hal ini menunjukkan tidak adanya masalah kolinearitas variabel risiko sistematis dengan variabel-variabel bebas lainnya.

Dengan demikian, secara statistik tidak terdapat multikolinearitas di antara ketiga variabel bebas dalam model persamaan regresi TGKA tersebut.

Sedangkan pada untuk perusahaan subsektor perdagangan eceran, RALS. Nilai VIF masing-masing variabel juga bernilai lebih kecil daripada 5, hal ini menandakan tidak adanya multicollinearity.

Pada variabel EPS, nilai toleransi adalah 69.8 %, hal ini menandakan bahwa hanya 30.2 % variabilitas nilai-nilai X_1 (EPS) yang dapat dijelaskan oleh variabel-variabel bebas lainnya. Maka secara statistik hal ini menunjukkan tidak adanya masalah kolinearitas antara variabel EPS dengan variabel-variabel bebas lainnya.

Pada variabel RIR (tingkat bunga riil) nilai toleransi adalah 81.5 %, maka hal ini menandakan bahwa hanya 18.5 % variabilitas nilai-nilai X_2 (tingkat bunga riil) yang dapat dijelaskan oleh variabel-variabel bebas lainnya. Maka hal ini menunjukkan bahwa secara statistik tidak ada masalah kolinearitas antar variabel tingkat bunga riil dengan variabel-variabel bebas lainnya.

Pada variabel Beta (risiko sistematis), nilai toleransi adalah 66.3 %, maka hal ini menandakan bahwa hanya 33.7 % variabilitas nilai-nilai X_3 (risiko sistematis) yang dapat dijelaskan oleh variabel-variabel bebas lainnya. Maka secara statistik hal ini menunjukkan tidak adanya masalah kolinearitas variabel risiko sistematis dengan variabel-variabel bebas lainnya.

Dengan demikian, secara statistik tidak terdapat multikolinearitas di antara ketiga variabel bebas dalam model persamaan regresi RALS tersebut.

Uji Jarque-Bera untuk perusahaan subsektor perdagangan besar barang produksi, TGKA yang terlampir pada lampiran B adalah 69.22%. Ini berarti $p\text{-value} < \alpha$, maka H_0 diterima yaitu dimana secara statistik menunjukkan *error-term* berdistribusi normal.

Sedangkan untuk perusahaan subsektor perdagangan eceran, RALS, uji Jarque Bera yang terlampir pada lampiran C adalah sebesar 78.31 % ini berarti $p\text{-value} < \alpha$, sehingga H_0 juga diterima yaitu dimana secara statistik menunjukkan *error-term* model persamaan regresi RALS berdistribusi normal.

**Analisis
Output
Model
Persamaan
Regresi
OLS**

Hasil keluaran model persamaan regresi OLS untuk perusahaan subsektor perdagangan barang produksi besar, TGKA dan perusahaan subsektor perdagangan eceran RALS dapat dilihat pada tabel sebagai berikut:

*Output Model Persamaan Regresi OLS
Tigaraksa Satria (TGKA) dan Ramayana Lestari Sentosa (RALS)*

Model Persamaan Regresi OLS TGKA:				
$Y_t = 2344.47 + 0.24EPS_{t-1} + 9739.33RIR_{t-1} + 150.21Beta_{t-1} + \epsilon_t$				
s.e. =	283.93	0.13	3327.55	192.31
t =	8.26	1.79	2.93	0.78
n =	20		$R^2 = 35.67\%$	F = 2.96
Model Persamaan Regresi RALS:				
$Y_t = -2049.08 + 18.82EPS_{t-1} + 5191.64RIR_{t-1} + 155.83Beta_{t-1} + \epsilon_t$				
s.e. =	1168.8	3.51	5057.93	508.44
t =	-1.75	5.37	1.03	2.67
n =	20		$R^2 = 67.33\%$	F = 10.99

Koefisien determinasi adalah suatu nilai yang mengukur seberapa baik model estimasi tersebut dalam mendapatkan nilai-nilai Y yang aktual (*goodness of fit*) (Gujarati 1988, 64). Dimana semakin besar nilai R^2 , semakin baik. Nilai R^2 atau koefisien determinasi pada model persamaan regresi OLS untuk perusahaan subsektor perdagangan besar barang produksi, TGKA, adalah sebesar 35.67 % (lihat lampiran B), artinya 35.67 % total variansi nilai Y (harga saham) telah terjelaskan secara eksplisit oleh variabel-variabel independennya, yaitu EPS, tingkat bunga riil serta risiko sistematis dalam pengaruhnya terhadap harga saham. Sisanya terdapat 64.33 % total variansi nilai Y yang tidak terjelaskan oleh variabel-variabel independen.

Sedangkan nilai R^2 untuk perusahaan subsektor perdagangan eceran RALS adalah sebesar 67.33 % (lihat lampiran C), artinya 67.33 % total variansi nilai Y (harga saham) telah terjelaskan secara eksplisit oleh variabel-variabel independennya, yaitu EPS, tingkat bunga riil serta risiko sistematis dalam pengaruhnya terhadap harga saham. Sisanya terdapat 32.67 % total variansi nilai Y yang tidak terjelaskan oleh variabel-variabel independen.

Dari hasil *output* persamaan regresi OLS perusahaan subsektor perdagangan besar barang produksi TGKA dan perusahaan eceran RALS dapat dilihat dengan jelas bahwa variabel yang paling berpengaruh menentukan perubahan harga saham untuk kedua persamaan adalah variabel tingkat suku bunga riil SBI (RIR), lalu variabel risiko sistematis (Beta) dan yang terakhir variabel EPS. Berikut akan dijelaskan bagaimana pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen untuk setiap model persamaan regresi OLS.

Nilai koefisien regresi EPS untuk perusahaan subsektor perdagangan besar barang produksi TGKA adalah sebesar positif 0.24, artinya setiap kenaikan satu rupiah EPS akan menyebabkan kenaikan harga saham sebesar 0.24 rupiah dengan asumsi variabel independen lainnya tidak berubah atau *ceteris paribus*.

Nilai koefisien regresi EPS untuk perusahaan subsektor perdagangan eceran RALS adalah sebesar positif 18.82, artinya setiap kenaikan satu rupiah EPS akan menyebabkan kenaikan harga saham sebesar 18.82 rupiah dengan asumsi variabel independen lainnya tidak berubah atau *ceteris paribus*.

Dari hasil *output* perusahaan subsektor perdagangan besar barang produksi TGKA, didapatkan bahwa korelasi parsial antara EPS dengan perubahan harga saham, dengan asumsi variabel independen lainnya adalah konstan, adalah positif 0.409, hal ini menunjukkan

**Pengaruh
EPS
Terhadap
Perubahan
Harga
Saham**

pengaruh yang lemah dan searah antara EPS dengan perubahan harga saham, dimana artinya semakin besar EPS maka akan mengakibatkan terjadi perubahan harga saham yang semakin tinggi juga.

Sedangkan dari hasil *output* perusahaan subsektor perdagangan eceran RALS, didapatkan bahwa korelasi antara EPS dengan perubahan harga saham, dengan asumsi variabel independen lainnya adalah konstan, adalah positif 0.802, ini menunjukkan suatu pengaruh yang kuat antara EPS dengan perubahan harga saham, dimana artinya semakin besar EPS maka akan menyebabkan terjadinya perubahan harga saham yang lebih tinggi daripada EPS saham-saham lainnya pada perusahaan subsektor perdagangan eceran.

**Pengaruh
Tingkat Suku
Bunga Riil
SBI Terhadap
Perubahan
Harga Saham**

Koefisien regresi tingkat suku bunga riil untuk perusahaan subsektor perdagangan besar barang produksi TGKA adalah positif 9739.33, ini berarti setiap terjadi kenaikan satu persen tingkat suku bunga akan menyebabkan perubahan kenaikan harga saham sebesar 97.39 rupiah dengan asumsi variabel independen lainnya tidak berubah atau *ceteris paribus*.

Untuk koefisien regresi tingkat suku bunga riil untuk perusahaan subsektor perdagangan eceran RALS adalah positif 5191.65, ini berarti setiap terjadi kenaikan satu persen tingkat suku bunga akan menyebabkan perubahan kenaikan harga saham sebesar 51.92 rupiah dengan asumsi variabel independen lainnya tidak berubah atau *ceteris paribus*.

Berdasarkan hipotesis jelaslah bahwa secara teoritis bahwa tingkat bunga riil mempunyai pengaruh yang negatif terhadap perubahan harga saham. Tetapi hal ini tidak untuk hasil *output* persamaan regresi untuk perusahaan subsektor perdagangan besar barang produksi TGKA dan perusahaan subsektor perdagangan eceran RALS, ini menunjukkan bahwa variabel tingkat suku bunga riil SBI memiliki "anomali" korelasi dengan perubahan harga saham. Korelasi yang positif antara tingkat suku bunga riil kwartalan SBI dengan perubahan harga saham untuk kedua model persamaan regresi OLS adalah bentuk anomali dari hubungan kedua faktor. Jika dilihat berdasarkan pada keperluan *valuation discount model* ini berarti pengaruh *cashflow* mempunyai pengaruh positif yang lebih kuat daripada *discount rate*. Anomali pengaruh perubahan harga saham terhadap tingkat suku bunga riil ini, mungkin saja dapat disebabkan karena variabel yang digunakan adalah variabel tingkat suku bunga riil, dimana dalam perhitungan tingkat suku bunga riil itu dimasukkan unsur tingkat inflasi. Sedangkan seperti yang telah dibahas sebelumnya bahwa masa penelitian ini adalah sejak Maret 1997 hingga Desember 2001, maka dalam masa penelitian inilah masa

krisis ekonomi terjadi, yaitu sekitar bulan Juli 1998, sehingga pada masa krisis ekonomi terjadi tingkat inflasi bisa lebih tinggi daripada tingkat suku bunga nominal deposito SBI.

Beta yang tinggi (lebih tinggi dari 1) pada pasar *bearish* (seperti yang terjadi pada perusahaan subsektor perdagangan eceran RALS pada tahun 1998) menunjukkan perubahan *return* saham lebih besar dari perubahan *return* pasar. Demikian juga sebaliknya, beta yang rendah (lebih kecil dari 1) menunjukkan perubahan *return* saham lebih kecil daripada perubahan *return* pasar (seperti yang terjadi pada perusahaan subsektor perdagangan besar barang produksi TGKA, pada kuartal III dan IV tahun 2000 dan kuartal I dan II tahun 2001). Dari bahasan tersebut dapat dikatakan bahwa beta sebagai alat ukur risiko merupakan indikator yang penting dalam memperkirakan *return* atau perubahan harga saham serta keuntungan yang akan diperoleh dari suatu investasi.

Pengaruh Risiko Sistematik Terhadap Perubahan Harga Saham

Berdasarkan dari hasil analisis dan pembahasan model persamaan regresi pada perusahaan subsektor perdagangan besar barang produksi, TGKA, dan perusahaan subsektor perdagangan eceran, RALS, maka diperoleh persamaan hasil sebagai berikut:

- a. Pengaruh antara *earning per share* (EPS) terhadap perubahan harga saham adalah positif, ini berarti semakin tinggi *earning* suatu perusahaan maka akan menyebabkan semakin mahal harga saham.
- b. Pengaruh antara tingkat suku bunga riil SBI terhadap perubahan harga saham adalah positif, ini menunjukkan terdapat suatu "anomali" antara variabel tingkat suku bunga riil SBI dengan perubahan harga saham, karena secara teoritis seharusnya kedua variabel tersebut menunjukkan suatu hubungan yang negatif.
- c. Pengaruh antara risiko sistematik (beta) terhadap perubahan harga saham adalah positif, ini berarti semakin tinggi risiko sistematik suatu saham maka akan menyebabkan semakin mahal harga saham.
- d. Mengingat pengaruh risiko sistematik terhadap perubahan harga saham bersifat kondisional (*conditional relationship*), maka ini menunjukkan bahwa model CAPM memerlukan kajian yang lebih mendalam dalam kaitannya dengan pengaruh perubahan harga saham, karena ternyata besar kecilnya beta juga tergantung dari keadaan pasar pada saat tertentu.

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI

Berdasarkan dari hasil analisis dan pembahasan model persamaan regresi pada perusahaan subsektor perdagangan besar barang produksi TGKA dan perusahaan subsektor perdagangan eceran RALS, maka saran-saran yang dapat diberikan adalah:

- a. Penelitian ini hanya sebatas dilakukan pada perusahaan Tigaraksa Satria dan Ramayana Lestari Sentosa, dimana *earning per share* (EPS) kedua perusahaan tersebut mempunyai nilai yang positif. Karenanya diharapkan penelitian berikutnya dapat melakukan penelitian tidak hanya pada perusahaan yang EPS-nya bernilai positif tetapi juga pada perusahaan dengan nilai EPS yang bervariasi.
- b. Seperti yang juga telah dikatakan pada bagian kesimpulan bahwa terjadi suatu "anomali" antara variabel independen tingkat suku bunga riil SBI terhadap variabel dependen perubahan harga saham, dimana secara teoritis seharusnya pengaruh yang harus ditunjukkan oleh kedua variabel adalah negatif. Hal ini seharusnya tidak boleh terjadi, mungkin saja hal ini dapat disebabkan karena variabel yang digunakan adalah tingkat suku bunga riil SBI, padahal umumnya investor lebih menyukai tingkat suku bunga nominal SBI, yang tidak mengandung unsur tingkat inflasi, atau mungkin saja kelemahan itu terletak pada alat analisis, maka untuk penelitian selanjutnya mungkin dapat memilih variabel tingkat suku bunga nominal SBI dan atau menggunakan alat penelitian yang digunakan bisa lebih canggih untuk menemukan penyebab terjadinya anomali ini.
- c. Bagi penelitian lanjutan, simpulan di atas memberikan bukti empiris yang bisa digunakan sebagai pijakan gagasan ke arah penelitian yang lebih mendalam tentang harga saham. Akan lebih menarik bila dipertimbangkan variabel yang bersifat kualitatif seperti stabilitas politik, suksesi kepemimpinan nasional dan sebagainya, di samping variabel kualitatif agar lebih mencerminkan keadaan yang sebenarnya; mengingat secara empiris harga saham dipengaruhi oleh berbagai macam variabel. Dimana selanjutnya, memperlakukan variabel kualitatif sebagai *dummy variable*.

DAFTAR RUJUKAN

- Aryanindita, Gabriel Prananingrum. "**Analisis Hubungan Perubahan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) Sektoral Terhadap Risiko Saham Berdasarkan Model CAPM: Studi Kasus Tahun 1999**," *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, (2002): 86 – 99.
- Buku Pintar Pasar Modal Indonesia**. 1st ed. Jakarta: Mediasoff Indonesia, [1997].
- Bursa Efek Jakarta, PT, *JSX Monthly Statistics, Jan 1996 – Des 2001*.

- Daves, Philip R., Michael C. Ehrhardt, & Robert A. Kunkel. Estimating Systematic Risk: The Choice Of Return Interval and Estimation Period. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, no. 1, vol. 13 (2000): 7 – 13.
- Dwiyanti, Vonny. *Wawasan Bursa Saham 1*. Cet.1. Yogyakarta: Universitas Atma Jaya Yogyakarta, 1999.
- Gitman, Lawrence J., dan Michael D. Joehnk. *Fundamentals Of Investing*. 6th ed. New York: HarperCollins College Publishers, 1996.
- Hariato, Farid., et.al. *Perangkat Dan Teknik Analisis investasi di Pasar Modal Indonesia*. Jakarta: PT Bursa Efek Jakarta, 1998.
- Haugen, Robert A. *Modern Investment Theory*. 3rd ed. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall. Inc., 1993.
- Jarrow, Robert A. dan Stuart M. Turnbull. *Derivative Securities*. 2nd ed. Cincinanti, Ohio: South-Western College Publishing, 2000.
- Mennis, Edmund A. *How The Economy Works: An Investor's Guide To Tracking The Economy*. New York: Ney York Institute Of Finance, 1991.
- Miswanto & Suad Husnan. The Effect Of Operating Leverage, Cyclicity and Firm Size on Business Risk. *Gajah Mada International Journal Of Business*, no. 1, vol. 1 (1999): 29 – 43.
- Mulyono, Sugeng. "Pengaruh *Earning Per Share* (EPS) dan Tingkat Bunga Terhadap Harga Saham," *Jurnal Ekonomi dan Manajemen*, vol.1 (2000): 99 – 115.
- Reilly, Frank K. & Keith C. Brown. *Investment Analysis And Portfolio Management*. Orlando, Florida: The Dryden Press, 1997.
- Reilly, Frank K. & Edgar A. Norton. *Investment*. 4th ed. Forth Worth, TX: The Dryden Press, 1995