

Forum Bisnis Dan Kewirausahaan  
Jurnal Ilmiah STIE MDP

## Spesifikasi Model Regresi Pengaruh Rasio Hutang, Pembayaran Dividen, dan Profitabilitas terhadap Harga Saham - saham IDX 30 Di Indonesia

Iskandar Zulkarnain

UNIVERSITAS BENGKULU  
Zulkarnainiskandar222@yahoo.com

**Abstrak:** Tujuan penelitian ini adalah menentukan model regresi yang paling efisien dengan menggunakan lima metode, yaitu, 1) *Enter*, 2) *Forward*, 3) *Backward*, 4) *Stepwise*, 5) *Pooled Least Square*. Metode-metode ini difasilitasi oleh SPSS dan program Eviews. Seperti yang telah dinyatakan bahwa model regresi harus dapat digunakan baik sebagai penjelasan dan sebagai prediksi dari nilai-nilai variable dependen masa depan. Objek dari penelitian ini adalah harga saham dari AALI, ASII, BBCA, BMRI, GGRM, SMGR, PGAS, UNVR, UNTR dan CPIN. Saham-saham tersebut adalah saham pilihan terbaik para *trader* untuk memaksimalkan keuntungan dan meminimalkan risiko dalam kegiatan perdagangan harian. Periode penelitian adalah dari tahun 2000 sampai tahun 2011. Prediktor dalam penelitian ini adalah beberapa indikator yaitu, *Price to Book Value (PBV)*, *Earning Per Share (EPS)*, *Dividend Per Share (DPS)*, *Return On Asset (ROA)*, *Return On Equity (ROE)*, *Debt to Asset Ratio (DAR)* dan *Debt to Equity Ratio (DER)*. Hasil dari penelitian menunjukkan bahwa model yang paling efisien dalam penelitian ini adalah  $SP = 1950.24 + 16.375DPS + 4.451EPS + 558.523PBV - 210.983ROE + 260.009ROA - 82.520DAR$ . Bagaimanapun model ini masih terdapat kelemahan, yaitu tanda negatif pada parameter ROE yang bertentangan terhadap teori manajemen keuangan perusahaan. Hal ini bertolak belakang karena disebabkan oleh pengumpulan data.

**Kata kunci :** model regresi, rasio, dividen, profitabilitas, saham

**Abstract :** *The Objective of this research is to determine the most efficient regression model by using five methods, i.e., 1) Enter, 2) Forward, 3) Backward, 4) Stepwise 5) Pooled Least Square. These methods are facilitated in SPSS and Eviews program. As stated that the regression model must be able to be used both as the explanation and as the prediction of the dependent variable future values. The object of this research is the stock prices of AALI, ASII, BBCA, BMRI, GGRM, SMGR, PGAS, UNVR, UNTR, AND CPIN. Those stocks are the best choice for the trader in order to maximize the profit while minimize the risk in daily trading activities. The period of observations in this research is from the year 2000 up to the year 2011. The predictors in this research are some indicators in financial theories, i.e., Price to Book Value (PBV), Earning Per Share (EPS), Dividend Per Share (DPS), Return On Asset (ROA), Return On Equity (ROE), Debt to Asset Ratio (DAR), and Debt to Equity Ratio (DER). The result shows that the most efficient model in this research is  $SP = 1950.24 + 16.375DPS + 4.451EPS + 558.523PBV - 210.983ROE + 260.009ROA - 82.520DAR$ . However this model is still contained the weakness, that is the sign of the negative in the ROE parameter that was contradictory towards the theory of the corporate financial management. In conclusion this contradictive is caused by the pooling data.*

**Keywords:** regression model, ratio, dividen, profitability, stock

### 1. PENDAHULUAN

Pengujian-pengujian empiris dengan pendekatan fundamental keuangan perusahaan untuk menentukan indikator-indikator yang paling dominan pengaruhnya terhadap harga saham masih

bervariasi hasilnya. Kontroversi antara hasil penelitian yang satu dengan yang lain masih terus berlangsung selama puluhan tahun sampai saat ini. Kontroversi tersebut terjadi terutama karena masing-masing peneliti menggunakan berbagai indikator kinerja fundamental keuangan dengan

berbagai metode, sehingga hasilnya juga bervariasi. Jika dicermati, maka penyebab terjadinya kontroversi hasil penelitian empiris tersebut terletak pada pemilihan data dan model yang digunakan (Philip, 2012).

Secara teoritis (Brigham & Gapenski, 1996: 3-25) membagi tiga dimensi fundamental keuangan perusahaan yang berpengaruh terhadap harga saham, yaitu: 1) Struktur Modal, 2) Kebijakan Dividen, dan 3) Profitabilitas. Indikator struktur modal adalah *Debt To Assets Ratio* (DAR) dan *Debt To Equity Ratio* (DER); sedangkan indikator kebijakan dividen adalah *Dividend Payout Ratio* (DPR) dan *Dividend Per Share* (DPS); dan indikator profitabilitas yang paling sering digunakan adalah *Earning Per Share* (EPS), *Return On Assets* (ROA), dan *Return On Equity* (ROE) (Said & Chandra, 2005: 66-70).

Salah satu cara untuk menghindari *spurious regression* adalah menggunakan panel data dalam jumlah (N-data) yang sangat banyak, oleh sebab itu seharusnya para peneliti menggunakan *pooling* data. *Pooling* data adalah kombinasi antara *time series data* dan *cross sectional data*. Untuk keperluan *pooling data*, maka dalam penelitian ini akan digunakan kombinasi antara 12 tahun *time series data* dan 10 sampel saham IDX 30 yang merupakan *cross sectional data*, sehingga didapat 120 data. Dengan penggunaan data sebanyak 120 dalam penelitian spesifikasi model regresi, maka akan dihasilkan penelitian empiris yang memenuhi kriteria-kriteria *the goodness of fits*, yaitu: *best* (B), *linear* (L), *unbiased* (U), *estimator* (E).

Dalam spesifikasi model regresi yang berkaitan dengan data, ada dua hal yang harus dihindari, yaitu: 1) adanya kondisi multikolinieritas dalam penggunaan *time series data*, dan 2) terjadinya heterokedastisitas yang terjadi karena varians residual yang tidak homogen yang menyebabkan *intolerance error of estimator*. Kondisi multikolinieritas menyebabkan hasil regresi parsial tidak *harmony and parsimony* meskipun tetap *BLUE*. Begitu juga dengan ketidakhomogenan varians residual menyebabkan hasil parameter regresi menjadi

tidak *BLUE*. Hasil penelitian yang tidak *harmony and parsimony* menjadi kurang sempurna didalam menjelaskan (*to explain*) adanya pengaruh variabel-variabel independen terhadap variabel dependen di masa lalu (*back testing*) (R bloggers 2012, McCallum; 2010).

Suatu fenomena bahwa masih banyak sekali hasil penelitian empiris di Indonesia yang tidak bisa memenuhi kriteria-kriteria *the goodness of fits*, yaitu *BLUE* dan *harmony and parsimony*. Hasil-hasil penelitian tersebut sama sekali tidak bisa diandalkan akurasi dalam prediksi harga saham, menjadi tidak berguna bagi *investors, traders* maupun bagi eksekutif perusahaan. Masalahnya adalah bagaimana mendapatkan penelitian spesifikasi model regresi yang betul-betul memenuhi kriteria-kriteria *BLUE, harmony and parsimony* sebagaimana yang seringkali menjadi bahan polemik pakar ekonometrika (Philip, 2012).

Fenomena masih banyak hasil penelitian yang tidak memenuhi kriteria-kriteria *BLUE, harmony and parsimony*, disamping permasalahan untuk mendapatkan suatu spesifikasi model regresi dalam penelitian empiris di Indonesia. Berdasarkan fenomena dan permasalahan tersebut, maka perumusan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut: “Bagaimana cara mendapatkan penelitian empiris spesifikasi model regresi yang memenuhi kriteria-kriteria *BLUE, harmony and parsimony*.”

Penelitian ini terbatas pada 10 saham sampel pilihan dari saham-saham IDX 30 dengan periode waktu pengamatan dari tahun 2000 sampai dengan tahun 2011. Lingkup penelitian yang sangat terbatas, terutama disebabkan tidak tersedianya data runtun waktu yang lebih panjang. Jumlah prediktor dalam penelitian ini terbatas hanya 7 variabel, yaitu: *Debt to Equity Ratio* (DER), *Debt to Asset Ratio* (DAR), *Dividend Per Share* (DPS), *Price to Book Value* (PBV), *Earning Per Share* (EPS), *Return On Equity* (ROE), dan *Return On Asset* (ROA). Penetapan jumlah prediktor tersebut didasarkan pertimbangan *degree of freedom* dimana data runtun waktu yang hanya 12 tahun.

Sesuai dengan permasalahan dan rumusnya, maka tujuan penelitian ini adalah untuk menentukan cara dan proses pemilihan data untuk pemodelan dalam penelitian spesifikasi model regresi linier yang memenuhi kriteria-kriteria *BLUE, harmony and parsimony*. Selanjutnya diharapkan hasil penelitian ini dapat bermanfaat baik bagi praktisi maupun akademisi. Bagi praktisi hasil penelitian ini bisa digunakan sebagai salah satu dasar pertimbangan dalam memilih saham-saham yang berpotensi untuk mendapatkan *return* seperti yang diharapkan. Bagi akademisi hasil penelitian ini berguna untuk memperluas analisis fundamental keuangan perusahaan, terutama untuk keperluan pengembangan model spesifikasi regresi yang lebih efisien.

## **2. LANDASAN TEORI**

### **2.1. Pengaruh Struktur Modal terhadap Harga Saham**

Saadah and Prijadi (2012) menemukan perubahan arah dari penelitian tentang struktur modal dari model static menjadi model *dynamic*. Perubahan tersebut disebabkan adanya upaya untuk menentukan struktur modal optimal yang belum pernah ditemukan sebelumnya. Dalam penelitian semacam ini seringkali terjadi diperlukan suatu pendekatan yang disebut dengan *Error Correction Model* (ECM) dalam bentuk fungsi kuadrat untuk menentukan ada atau tidaknya suatu kondisi struktur modal yang optimal.

Franck, Huyghebaert, and Nancy (2010: 487-517(31) ) menemukan adanya keterkaitan antara motif pemegang saham dan struktur modal perusahaan. Oleh sebab itu perusahaan emiten melakukan penentuan struktur modal berdasarkan motif-motif kepemilikan saham perusahaan. Selanjutnya Korteweg (2010) menemukan bahwa dalam kurun waktu tahun 1994-2004 terbukti perusahaan yang mempunyai struktur modal lebih banyak porsi hutang, ternyata mendapatkan apresiasi pasar. Artinya *investors* dan *traders* lebih memberikan nilai tinggi terhadap kinerja keuangan perusahaan yang banyak *leverage*-nya.

### **2.2. Pengaruh Dividen terhadap Harga Saham**

Ruan and Ma (2012) menemukan adanya pembayaran dividen yang menyebabkan kejatuhan harga sekuritas beresiko rendah disamping biaya transaksi yang relatif kecil. Mereka menemukan adanya *positive abnormal return* setelah pembayaran *dividend per share* (DPS). Hasil penelitian ini mendukung kebenaran *information content* dalam perdagangan saham jangka pendek yang dilakukan oleh para *traders*.

Booth and Chang (2011: 155–177) mendapatkan temuan empiris bahwa ada korelasi antara pembayaran dividen dengan pengumuman *return* musiman. Ditambahkan, bahwa teori *asymmetric information suggests a positive relation: the larger the disagreement, particularly between managers and shareholders, the larger the price drop on the SEO announcement day*. Semenjak pertengahan tahun 1980an perbedaan kesenjangan informasi antara perusahaan yang membayar dividen dan yang tidak membayar dividen meningkat tajam. Hal tersebut menyebabkan terjadinya reaksi yang tidak begitu kuat akibat pemodelan yang kurang tepat.

### **2.3. Pengaruh Earnings terhadap Harga Saham**

Zolotoy (2011: 523–535) membuktikan bahwa sesudah pengumuman *earnings per share* (EPS) menyebabkan terjadinya *cumulative abnormal return* yang mengidentifikasi terjadinya kenaikan harga saham. Koefisien beta, yaitu korelasi antara harga saham individu dan indek harga saham gabungan, juga naik atau turun setelah pengumuman berita baik (*earning* meningkat) atau berita buruk (*earning* turun). Penelitian terdahulu terbukti terlalu *underestimate* terhadap pengaruh berita tentang perubahan *earnings* yang diumumkan dalam laporan keuangan perusahaan. Temuan ini membuktikan perlunya pemodelan yang lebih memenuhi kriteria-kriteria *BLUE, harmony and parsimony*.

Sharma, Hur, and Lee (2008: 65-84(20) menemukan bahwa dalam kurun waktu tahun 1980-2004, *investor* institusi lebih menjadikan kinerja fundamental keuangan perusahaan sebagai hal yang

penting dalam keputusan investasi, disamping membeli dan menyimpan saham-saham perusahaan yang sedang berkembang. Kesukaan mereka terhadap kedua hal tersebut tidak didasarkan pada informasi yang akurat, melainkan terbatas pada keyakinan bahwa prestasi kinerja emiten di masa lalu.

Kontroversi hasil-hasil penelitian empiris spesifikasi model regresi, salah satunya disebabkan oleh variabel-variabel yang digunakan tidak stasioner, baik dalam *mean* maupun *varians* (Maruddani, 2000: 42-51). Jika variabel tidak stasioner akan menghasilkan *spurious regression*, yaitu hasil regresi yang menyesatkan. Oleh sebab itu diperlukan suatu proses pemilihan model-model regresi linier yang terbaik dari seluruh model yang digunakan dalam penelitian.

Rompolis and Tzavalis (2010: 125-151(27) ) mendapatkan bukti empiris bahwa telah terjadi kesalahan dalam pemodelan penelitian untuk regresi yang menyebabkan bias terhadap hasilnya. Bias tersebut disebabkan pemodelan yang tidak memasukkan kelompok pemegang saham yang tergolong *risk-neutral and risk averse*, sehingga distribusi data menjadi tidak normal. Oleh sebab itu diperlukan penyesuaian dalam pemodelan, yaitu dalam hal dampak *risk premium*.

Isagawa, Yamaguchi, and Yamashita (2012: 267-287(21)) berhasil menemukan model sederhana untuk regresi adanya pengaruh penghapusan hutang mempengaruhi harga saham bank kreditor. Model ini menjelaskan adanya pengurangan terhadap *shareholder wealth* dalam kondisi keuangan yang kurang baik bagi bank kreditor. Pengumuman penghapusan hutang di Jepang menyebabkan dampak negatif terhadap harga saham bank kreditor. Sebagaimana dikutip dari pernyataan Isagawa, Yamaguchi, and Yamashita (2012: 267-287(21)):

*On average, lending banks experience a significant negative announcement effect with respect to debt forgiveness. Consistent with the prediction of the model, we find a negative relation between the announcement effect and the net bad loan ratio as a proxy of the unhealthiness of the financial condition of the bank.*

Adam and Tim (2008: 41-63(23)) menemukan pemodelan dengan menggunakan pilihan proksi terhadap *Investment Opportunity Set* (IOS). Hasil penelitian menunjukkan bahwa *Price to Book Value* (PBV) mempunyai *information content* tertinggi dalam *Investment Opportunity Sets* (IOS). Ditambahkan, bahwa walaupun ada korelasi antara *Price to Book Value* (PBV) dan *Price Earning Ratio* (PER), tetapi keduanya tidak mengandung informasi apabila sudah dimasukkan faktor *Price to Book Value* (PBV). Konsisten dengan hasil penelitian ini, bahwa proksi selain PBV tidak memperbaiki pemodelan dalam spesifikasi model regresi.

#### 2.4. Pengaruh Struktur Modal terhadap Harga Saham

Saadah and Prijadi (2012) menemukan perubahan arah dari penelitian tentang struktur modal dari model static menjadi model *dynamic*. Perubahan tersebut disebabkan adanya upaya untuk menentukan struktur modal optimal yang belum pernah ditemukan sebelumnya. Dalam penelitian semacam ini seringkali terjadi diperlukan suatu pendekatan yang disebut dengan *Error Correction Model* (ECM) dalam bentuk fungsi kuadratik untuk menentukan ada atau tidaknya suatu kondisi struktur modal yang optimal.

Franck, Huyghebaert, and Nancy (2010: 487-517(31) ) menemukan adanya keterkaitan antara motif pemegang saham dan struktur modal perusahaan. Oleh sebab itu perusahaan emiten melakukan penentuan struktur modal berdasarkan motif-motif kepemilikan saham perusahaan. Selanjutnya Korteweg (2010) menemukan bahwa dalam kurun waktu tahun 1994-2004 terbukti perusahaan yang mempunyai struktur modal lebih banyak porsi hutang, ternyata mendapatkan apresiasi pasar. Artinya *investors* dan *traders* lebih memberikan nilai tinggi terhadap kinerja keuangan perusahaan yang banyak *leverage*-nya.

#### 2.5 Pengaruh Dividen terhadap Harga Saham

Ruan and Ma (2012) menemukan adanya pembayaran dividen yang menyebabkan kejatuhan

harga sekuritas beresiko rendah disamping biaya transaksi yang relatif kecil. Mereka menemukan adanya *positive abnormal return* setelah pembayaran *dividend per share* (DPS). Hasil penelitian ini mendukung kebenaran *information content* dalam perdagangan saham jangka pendek yang dilakukan oleh para *traders*.

Booth and Chang (2011: 155–177) mendapatkan temuan empiris bahwa ada korelasi antara pembayaran dividen dengan pengumuman *return* musiman. Ditambahkan, bahwa teori *asymmetric information suggests a positive relation: the larger the disagreement, particularly between managers and shareholders, the larger the price drop on the SEO announcement day*. Semenjak pertengahan tahun 1980an perbedaan kesenjangan informasi antara perusahaan yang membayar dividen dan yang tidak membayar dividen meningkat tajam. Hal tersebut menyebabkan terjadinya reaksi yang tidak begitu kuat akibat pemodelan yang kurang tepat.

## 2.6. Pengaruh *Earnings* terhadap Harga Saham

Zolotoy (2011: 523–535) membuktikan bahwa sesudah pengumuman *earnings per share* (EPS) menyebabkan terjadinya *cumulative abnormal return* yang mengidentifikasi terjadinya kenaikan harga saham. Koefisien beta, yaitu korelasi antara harga saham individu dan indek harga saham gabungan, juga naik atau turun setelah pengumuman berita baik (*earning* meningkat) atau berita buruk (*earning* turun). Penelitian terdahulu terbukti terlalu *underestimate* terhadap pengaruh berita tentang perubahan *earnings* yang diumumkan dalam laporan keuangan perusahaan. Temuan ini membuktikan perlunya pemodelan yang lebih memenuhi kriteria-kriteria *BLUE, harmony and parsimony*.

Sharma, Hur, and Lee (2008: 65-84(20) menemukan bahwa dalam kurun waktu tahun 1980-2004, *investor* institusi lebih menjadikan kinerja fundamental keuangan perusahaan sebagai hal yang penting dalam keputusan investasi, disamping membeli dan menyimpan saham-saham perusahaan yang sedang berkembang. Kesukaan mereka terhadap kedua hal tersebut tidak didasarkan pada

informasi yang akurat, melainkan terbatas pada keyakinan bahwa prestasi kinerja emiten di masa lalu.

## 3. METODE PENELITIAN

Penelitian ini dirancang untuk menentukan model spesifikasi regresi yang memenuhi kriteria-kriteria *BLUE, harmony and parsimony*. Oleh sebab itu pendekatan yang dilakukan adalah deskriptif-kuantitatif. Penelitian ini termasuk dalam kategori riset manajemen keuangan untuk menguji kebenaran teori fundamentalis yang diunggulkan dalam manajemen keuangan korporasi. Tiga bidang teori yang diteliti mencakup struktur modal, kebijakan dividen, dan kandungan informasi pengumuman *earnings* 10 perusahaan *the winner* yang tergabung dalam IDX 30 yang dilansir oleh Bursa Efek Indonesia pada tanggal 23 April 2012. IDX 30 adalah penjarangan lebih lanjut dari perusahaan LQ 45, sehingga diperkirakan akan menjadi primadona baru bagi investor di Indonesia (IDX Newsletter, 2012).

### 3.1 Definisi Operasional

Operasionalisasi penelitian dilakukan dengan penetapan definisi-definisi sebagai berikut:

1. Spesifikasi Model Regresi adalah proses pencarian sebuah model yang paling memenuhi kriteria-kriteria *the goodness of fits*, yaitu diuji sesuai dengan prosedur pengujian asumsi-asumsi klasik.
2. Struktur Modal adalah komposisi modal sendiri dan hutang dalam permodalan 10 perusahaan sampel yang tergabung dalam IDX 30. Dalam penelitian ini ada dua proksi struktur modal, yaitu *Debt to Asset Ratio* (DAR) = (hutang : aset) x 100%; dan *Debt to Equity Ratio* (DER) = (hutang : ekuitas) x 100%.
3. Pembayaran Dividen adalah ketetapan pembayaran dividen yang diputuskan dalam Rapat Umum Pemegang Saham. Rasio ini dihitung dengan cara *Dividend Per Share* (DPS) adalah besaran pembayaran dividen per lembar saham yang beredar. *Dividend Per Share* (DPS)

=  $(\sum \text{dividen kas} : \sum \text{lembar saham yang beredar}) \times \text{Rp1}$ .

4. Profitabilitas adalah kemampuan 10 perusahaan sampel yang tergabung dalam IDX 30 didalam menciptakan *earnings*. Dalam penelitian ini *earnings* dinyatakan dalam dua proksi, yaitu: *Earning Per Share* (EPS) =  $[(\sum \text{Laba Bersih Operasional Sesudah Pajak} : (\sum \text{lembar saham yang beredar})]$ . *Price to Book Value* (PBV) = Nilai Pasar Aset : Nilai Buku Aset perusahaan sampel yang tergabung dalam IDX 30.
5. Penyeleksian untuk mendapatkan IDX 30 diperoleh dari Indeks LQ 45 dan didasarkan pada kriteria-kriteria: aktivitas transaksi, frekuensi dan jumlah hari transaksi, serta kapitalisasi pasar. Penyeleksian juga didasarkan pada aspek-aspek kualitatif, antara lain: kondisi keuangan, dan prospek pertumbuhan,
6. Saham *the winner* adalah 10 saham yang terpilih sebagai *top 10* dari saham-saham yang tergabung dalam IDX 30. Dalam penelitian ini 10 saham *the winner* merupakan sampel yang dianggap paling mewakili potensi menguntungkan bagi *investor* atau *trader*.
7. BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*) adalah hasil regresi linier yang relatif bagus dan tidak bias. Kriteria BLUE diindikasikan oleh *F-test* dan *t-test* yang signifikan.
8. *Harmony and parsimony* adalah suatu istilah dalam analisis regresi linier berganda (*multivariate*) yang menjelaskan secara logika dan teoritis terjadi kondisi dimana disamping tidak bias, jumlah dan signifikansi prediktor (variabel determinasi) mendekati kesesuaian dengan konsep fundamental keuangan perusahaan.

### 3.2. Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu informasi laporan keuangan 10 perusahaan sampel yang tergabung dalam IDX 30 dari tahun 2000 sampai dengan tahun 2011. Jumlah data runtun waktu yang akan dikumpulkan adalah 12 tahun. Sedangkan perusahaan yang menjadi objek penelitian adalah saham perusahaan-perusahaan yang terseleksi sebagai *the winner* yang tergabung dalam IDX 30 yang baru diumumkan oleh Buras Efek Indonesia

pada bulan April 2012 yang lalu. Dalam hal ini adalah 10 saham *the winner* yang terdiri dari: 1) Astra Agro Lestari (AALI); 2) Astra International (ASII); 3) Bank Central Asia (BBCA); 4) Bank Mandiri (BMRI); 5) Gudang Garam (GGRM); 6) Semen Gresik (SMGR); 7) Perusahaan Gas Negara (PGAS); 8) Unilever (UNVR); 9) United Tractor (UNTR); dan 10) Charoen PokphandIndonesia (CPIN). Selain itu, Sumber data dikumpulkan dalam penelitian ini diperoleh dari *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD) yang diterbitkan setiap tahun.

### 3.3. Metode Pengambilan Sampel

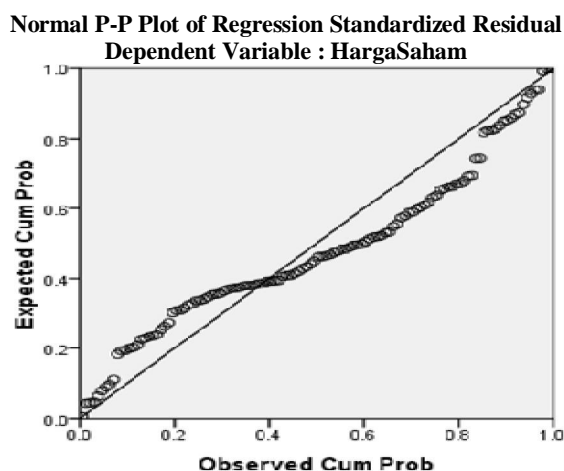
Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh saham yang termasuk dalam IDX 30 yang dipublikasikan oleh Bursa Efek Indonesia periode Februari 2012 ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)). Berdasarkan fakta bahwa tidak semua dari saham IDX 30 berhasil memperoleh predikat "*pavorable to trade*", maka dalam penelitian ini dipilih 10 saham yang betul-betul terbukti menguntungkan untuk diperdagangkan di bursa efek (HOTS: *the winner*).

Saham-saham yang terpilih sebagai sampel dalam penelitian ini selalu menduduki ranking 10 besar (top 10) dalam perankingan yang dibuat oleh Bursa Efek Indonesia, baik yang dipublikasikan dalam LQ 45 maupun maupun perankingan mingguan yang disebut dengan istilah *the winner* yang dipublikasikan pada program *Home Online Trading System* (HOTS).

### 3.4. Metode Analisis

Sebelum dilakukan pemodelan spesifikasi regresi yang memenuhi kriteria-kriteria *BLUE*, *harmony and parsimony*; maka terlebih dahulu dilakukan pengujian-pengujian sebagaimana disyaratkan dalam asumsi klasik model regresi linier. Pengujian asumsi-asumsi klasik dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

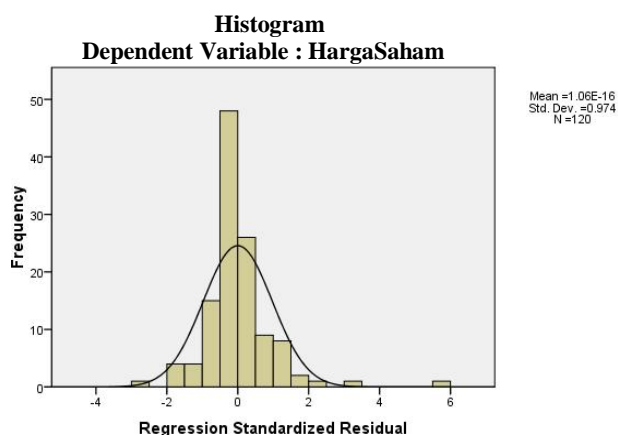
1. Pengujian normalitas distribusi data, yaitu untuk memastikan data yang akan diolah memiliki sebaran normal. Hasil pengujian normalitas distribusi data berdasarkan gambar *P-P Normal Plot* adalah sebagai berikut:



Sumber: *Output* SPSS 2012

**Gambar 1: P-P Normal Plot**

Berdasarkan gambar 1 tentang *P-P Normal Plot* tersebut di atas, maka dapat diketahui bahwa sebaran data berada di sekitar garis estimator, sehingga dapat disimpulkan bahwa distribusi data bersifat normal. Selanjutnya untuk lebih memastikan normalitas distribusi data dapat diketahui dari gambar 2 histogram berikut ini.



Sumber: *Output* SPSS 2012

**Gambar 2 : Histogram Sebaran Data**

2. Pengujian multikolinieritas dilakukan untuk mengetahui korelasi diantara variabel-variabel independen. Keberadaan multikolinieritas dapat diketahui dari koefisien *VIF (Varian Inflation Flux)* yang secara otomatis ditayangkan oleh program SPSS. Hasil pengujian terhadap koefisien *VIF* masing-masing prediktor dapat diketahui dari Tabel 1 berikut ini.

**Tabel 1: Coefficients<sup>a</sup>(VIF)**

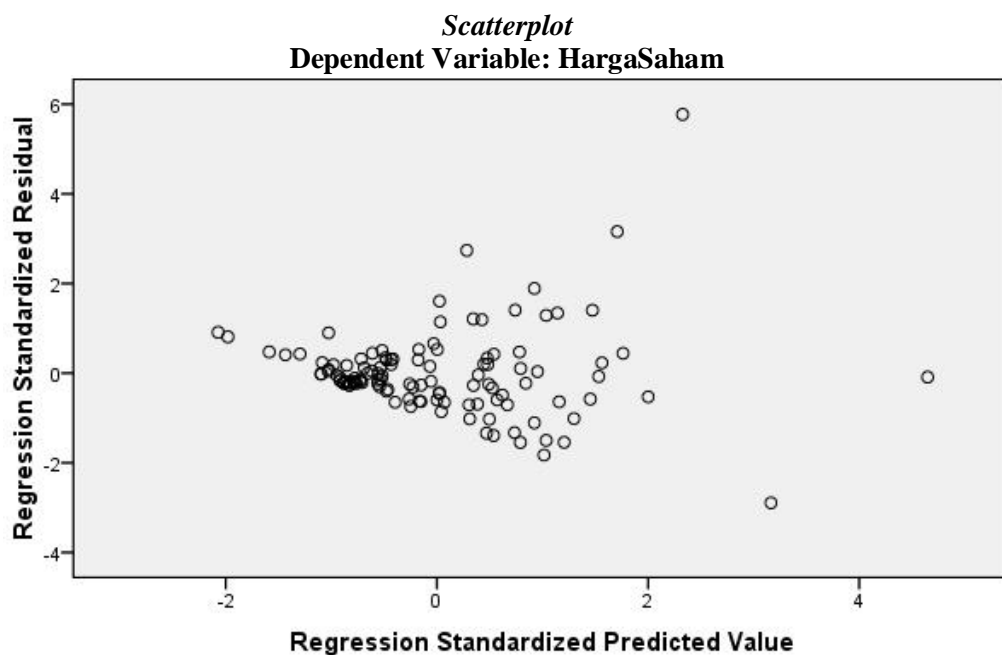
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	2198.495	1555.214		1.414	0.160		
DebtEquyRatio	-53.338	196.039	-0.025	-0.272	0.786	0.525	<b>1.906</b>
DebtAssetRatio	-84.420	35.071	-0.171	-2.407	0.018	0.855	<b>1.170</b>
DividenPerShare	16.366	2.503	0.467	6.539	0.000	0.846	<b>1.182</b>
PriceBookValue	556.132	147.967	0.345	3.758	0.000	0.512	<b>1.953</b>
EarnigPerShare	4.388	1.094	0.280	4.012	0.000	0.890	<b>1.124</b>
ReturnOnEquity	-202.866	57.517	-0.501	-3.527	0.001	0.214	<b>4.663</b>
ReturnOnAsset	240.901	111.897	0.341	2.153	0.033	0.172	<b>5.818</b>

a. *Dependent Variable: HargaSaham*

Sumber: *Output* SPSS 2012

Berdasarkan nilai-nilai koefisien VIF masing-masing prediktor (DER, DAR, DPS, PBV, EPS, ROE, dan ROA) pada tabel 1 di atas dapat diketahui bahwa masing-masing mendapatkan nilai di bawah angka 10. Dengan demikian dapat dipastikan bahwa tidak ada multikolinieritas diantara sesama variabel-variabel independen.

3. Pengujian heterokedastisitas dilakukan dengan cara mencermati gambar *scatter plot* nilai residual estimator. Apabila pada *scatter plot* nilai residual estimator data tidak mengumpul di satu tempat serta cukup menyebar, maka dapat disimpulkan tidak terjadi heterokedastisitas. Berikut hasil uji heterokedastisitas dengan menggunakan SPSS 16.



Sumber: *Output SPSS 2012*

**Gambar 3:** *Scatterplot* [ZPred (X) & ZResid (Y)]

4. Untuk mendeteksi keberadaan otokorelasi, dapat dilihat dari koefisien *Durbin Watson* (DW) hasil regresi ( $d_{hitung}$ ), selanjutnya dibandingkan dengan nilai tabel DW. Nilai tabel DW untuk n-

data 120 dan k-variabel 7; maka  $dL = 1.5808$  dan  $dU = 1.8270$ ;  $4-dL = 2.4192$  dan  $4-dU = 2.1730$ . berikut hasil uji autokorelasi dengan SPSS 16.

**Tabel 2:** *Model Summar*<sup>b</sup> (Koefisien Determinasi)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	0.689 <sup>a</sup>	0.475	0.442	6923.68355	0.985

a. *Predictors:* (Constant), *ReturnOnAsset*, *DebtAssetRatio*, *EarnigPerShare*, *DividenPerShare*, *DebtEquityRatio*, *PriceBookValue*, *ReturnOnEquity*

b. *Dependent Variable:* *HargaSaham*

Sumber: *Output SPSS2012*



Berdasarkan nilai koefisien DW hasil regresi yang positif dan lebih kecil dari dL, maka dapat disimpulkan bahwa hasil analisis regresi dalam penelitian ini mengalami kondisi autokorelasi. Selanjutnya untuk keperluan analisis data, dalam penelitian ini digunakan

statistik *multivariate regression analysis*. Tahapan-tahapan dalam pemodelan dalam penelitian ini diatur sebagai berikut:

1. Menentukan model umum OLS dengan persamaan sebagai berikut:

$$SP = \beta_0 + \beta_1 DER + \beta_2 DAR + \beta_3 PBV + \beta_4 DPS + \beta_5 EPS + \beta_6 ROA + \beta_7 ROE + \varepsilon_t$$

dimana dalam hal ini PS adalah proksi harga saham, DER adalah proksi rasio hutang (*bond*) terhadap Ekuitas (*common stock*), DAR adalah proksi rasio hutang (*bond*) terhadap *total asset*, DPS adalah pembayaran dividen kas per lembar saham, EPS adalah laba bersih per lembar saham, *Return On Asset* (ROA) adalah tingkat kembalikan terhadap aset, *Return On Equity* (ROE) adalah tingkat kembalikan terhadap ekuitas,  $\beta_0$  adalah konstanta,  $\beta_1$  adalah parameter DER,  $\beta_2$

adalah parameter DAR,  $\beta_3$  adalah parameter PBV,  $\beta_4$  adalah parameter DPS,  $\beta_5$  adalah parameter EPS,  $\beta_6$  adalah parameter ROA,  $\beta_7$  adalah parameter ROE, dan  $\varepsilon_t$  adalah koefisien penyimpangan (*error term*). Model umum disebut dengan metode *Enter* dalam SPSS.

2. Menentukan spesifikasi model regresi dengan metode *Forward* sebagai berikut:

$$\begin{aligned} (1) \quad & SP = \beta_0 + \beta_1 DER + \varepsilon_t \\ (2) \quad & SP = \beta_0 + \beta_1 DER + \beta_2 DAR + \varepsilon_t \\ (3) \quad & SP = \beta_0 + \beta_1 DER + \beta_2 DAR + \beta_3 PBV + \varepsilon_t \\ (4) \quad & SP = \beta_0 + \beta_1 DER + \beta_2 DAR + \beta_3 PBV + \beta_4 DPS + \varepsilon_t \\ (5) \quad & SP = \beta_0 + \beta_1 DER + \beta_2 DAR + \beta_3 PBV + \beta_4 DPS + \beta_5 EPS + \varepsilon_t \\ (6) \quad & SP = \beta_0 + \beta_1 DER + \beta_2 DAR + \beta_3 PBV + \beta_4 DPS + \beta_5 EPS + \beta_6 ROA + \varepsilon_t \\ (7) \quad & SP = \beta_0 + \beta_1 DER + \beta_2 DAR + \beta_3 PBV + \beta_4 DPS + \beta_5 EPS + \beta_6 ROA + \beta_7 ROE + \varepsilon_t \end{aligned}$$

Pada setiap penambahan pemasukan variabel dicermati perubahan yang terjadi pada nilai-nilai koefisien *F-test*, koefisien *adjusted- R<sup>2</sup>*, koefisien *t-test*, dan jumlah variabel-variabel independen yang mempunyai parameter signifikan sesuai dengan teoritis yang diuraikan pada tinjauan pustaka. Apabila ditemukan model spesifikasi regresi yang memenuhi *F-test* signifikan, *t-test*

signifikan, dan jumlah parameter yang signifikan cukup *logik*, maka berarti dapat ditentukan model regresi yang terbaik untuk penelitian empiris pengaruh indikator-indikator fundamental keuangan terhadap harga saham perusahaan.

3. Menentukan spesifikasi model regresi dengan metode *Backward* sebagai berikut:

$$\begin{aligned} (1) \quad & SP = \beta_0 + \beta_1 DER + \beta_2 DAR + \beta_3 PBV + \beta_4 DPS + \beta_5 EPS + \beta_6 ROA + \beta_7 ROE + \varepsilon_t \\ (2) \quad & SP = \beta_0 + \beta_1 DER + \beta_2 DAR + \beta_3 PBV + \beta_4 DPS + \beta_5 EPS + \beta_6 ROA + \varepsilon_t \\ (3) \quad & SP = \beta_0 + \beta_1 DER + \beta_2 DAR + \beta_3 PBV + \beta_4 DPS + \beta_5 EPS + \varepsilon_t \\ (4) \quad & SP = \beta_0 + \beta_1 DER + \beta_2 DAR + \beta_3 PBV + \beta_4 DPS + \varepsilon_t \\ (5) \quad & SP = \beta_0 + \beta_1 DER + \beta_2 DAR + \beta_3 DPR + \varepsilon_t \\ (6) \quad & SP = \beta_0 + \beta_1 DER + \beta_2 DAR + \varepsilon_t \\ (7) \quad & SP = \beta_0 + \beta_1 DER + \varepsilon_t \end{aligned}$$

Pencermatan dilakukan kembali seperti pada pemodelan *Forward* sebelumnya. Apabila ditemukan model spesifikasi regresi yang memenuhi kriteria-kriteria tersebut, maka dapat

ditentukan model regresi yang terbaik untuk penelitian empiris.

4. Menentukan spesifikasi model regresi dengan metode *Stepwise*, yaitu model yang secara otomatis dihasilkan oleh program statistik multivariat regresi

linier berganda pada program SPSS. Model *Stepwise* selanjutnya dibandingkan dengan model-model metode *Enter*, *Forward*, dan *Backward*. Dari keempat model tersebut dipilih satu model dengan justifikasi sesuai dengan kriteria-kriteria *BLUE*, *harmony and parsimony*.

- Menentukan spesifikasi model regresi dengan metode *Pooled Least Square* dengan *eviews* versi 6. Metode ini akan digunakan sebagai

pembanding dengan metode-metode yang telah dilakukan dengan menggunakan SPSS versi 16.

#### 4. HASIL DAN PEMBAHASAN

##### 4.1. Model Dengan Metode *Enter*

Hasil penelitian dengan spesifikasi model umum, yaitu dengan menggunakan metode *Enter* tentang koefisien determinasi (*adjusted R-square*) dapat dilihat pada tabel 3 berikut ini.

Tabel 3 : Model Summary<sup>b</sup> (Koefisien Determinasi)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	0.689 <sup>a</sup>	0.475	0.442	6923.68355	0.985

- Predictors: (Constant), ReturnOnAsset, DebtAssetRatio, EarnigPerShare, DividenPerShare, DebtEquityRatio, PriceBookValue, ReturnOnEquity*
- Dependent Variable: HargaSaham.*

Sumber: Output SPSS 2012

Pada model dengan metode *Enter* dengan mengikutsertakan seluruh variabel determinasi (prediktor) sebagaimana nampak pada tabel 3 di atas didapat koefisien determinasi (*adjusted R-square*) sebesar 0.442 atau sebesar 44.2%. Artinya model pertama, yaitu dengan mengikutsertakan seluruh prediktor hanya mampu menjelaskan pergerakan harga 10 saham *the winner* sebesar 44.2%; sisanya sebanyak 55.8% tidak bisa

dijelaskan oleh indikator-indikator fundamental keuangan perusahaan sampel emiten.

Secara simultan seluruh prediktor (ROA, DER, EPS, DPS, DER, PBV, dan ROE) berpengaruh signifikan terhadap pergerakan harga saham. Signifikansi model pertama dengan metode *Enter* dapat diketahui dari koefisien *F-test* pada tabel 4 berikut ini.

Tabel 4 : ANOVA<sup>b</sup> (*F-test*)

Model	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	4.853E9	7	6.933E8	14.463	0.000 <sup>a</sup>
Residual	5.369E9	112	4.794E7		
Total	1.022E10	119			

- Predictors: (Constant), Return On Asset, Debt Asset Ratio, Earnig PerShare, Dividen PerShare, Debt Equity Ratio, Price Book Value, Return On Equity*
- Dependent Variable: HargaSaham*

Sumber: Output SPSS2012.

Pada tabel 4 tentang koefisien *F-test* tersebut di atas dapat diketahui bahwa model regresi dengan metode *Enter* signifikan (*F-test* =

14.463; signifikan pada probabilitas 0.000). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa secara simultan seluruh prediktor berpengaruh

signifikan terhadap pergerakan harga 10 saham *the winner* yang tergabung dalam IDX 30. Meskipun demikian, pengaruh tersebut hanya sebesar 44.2% atau kurang dari 50.0%; sehingga bisa dikatakan model pertama dengan metode *Enter* belum memenuhi kriteria *harmony and parsimony* dikarenakan pengaruh tersebut kurang dominan.

Selanjutnya perlu dilihat pengaruh secara parsial terhadap harga saham. Untuk menentukan pengaruh parsial dapat diketahui dari koefisien *t-test* masing-masing prediktor. Koefisien *t-test* masing-masing prediktor dengan metode *Enter* dapat dilihat pada tabel 5 berikut ini.

Tabel 5: *Coefficients(t-test)*

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	1179.612	1617.023		0.729	0.467
DebtEquyRatio	-15.364	198.886	-0.007	-0.077	0.939
DebtAssetRatio	-62.834	35.305	-0.131	-1.780	0.078
<b>DividenPerShare</b>	14.829	2.705	0.413	<b>5.482</b>	<b>0.000</b>
<b>PriceBookValue</b>	498.731	149.606	0.318	<b>3.334</b>	<b>0.001</b>
<b>EarnigPerShare</b>	5.350	1.104	0.350	<b>4.848</b>	<b>0.000</b>
<b>ReturnOnEquity</b>	-177.777	58.408	-0.451	<b>-3.044</b>	<b>0.003</b>
ReturnOnAsset	200.213	113.752	0.292	1.760	0.081

Sumber: *Output SPSS 2012*

Dari hasil pengujian koefisien *t-test* untuk masing-masing prediktor pada metode *Enter* dapat dibuat persamaan regresi sebagai berikut:

$$SP = 1179.612 - 15.364DER - 62.834DAR + 14.829DPS + 498.731PBV + 5.350EPS - 177.777ROE + 200.213ROA.....(1)$$

Berdasarkan hasil analisis regresi tentang koefisien *t-test*, yaitu untuk menentukan pengaruh parsial dari masing-masing prediktor pada tabel 5 di atas dapat diketahui bahwa hanya ada 4 dari 7

prediktor yang mendapatkan hasil uji—*t* signifikan pada probabilitas < 0.05.

#### 4.2. Model Dengan Metode *Forward*

Metode *Forward* dimulai dari model regresi yang paling sedikit prediktor dilanjutkan dengan penambahan prediktor sampai ditemukan model regresi yang paling *fit*. Hasil regresi dengan metode *Forward* tentang signifikansi model dapat diketahui dari koefisien *F-test* ditampilkan pada tabel 6 berikut ini.

Tabel 6: *F-test* dan Koefisien Determinasi

Model	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.	
Regression	5.564E9	6	9.273E8	<b>20.041</b>	<b>0.000<sup>f</sup></b>	
Residual	5.228E9	113	4.627E7			
Total	1.079E10	119				
Model R	R Square	<b>Adjusted R Square</b>	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson	Model	
6	0.718 <sup>f</sup>	0.516	<b>0.490</b>	6802.11545	1.225	6

f. *Predictors: (Constant), DividenPerShare, EarnigPerShare, PriceBookValue, ReturnOnEquity, ReturnOnAsset DebtAssetRatio*

Sumber: *Output SPSS 2012*

Pada tabel 6 di atas diperlihatkan, bahwa koefisien *F-test* (20.041) pada model 6 yang merupakan langkah terakhir dari penambahan prediktor memperlihatkan signifikansi tersebut pada probabilitas 0.000. Prediktor yang diikutsertakan sebanyak 6 indikator, yaitu: DPS, EPS, PBV, ROE, ROA, dan DAR. Koefisien determinasi (*adjusted R square*) meningkat menjadi 0.490 atau 49.0%. Sedangkan hasil pengujian koefisien *t-test* masing-masing prediktor pada model 6 metode *Forward* diperlihatkan pada tabel 7 berikut ini.

**Tabel 7: Coefficients<sup>a</sup>(t-test) Metode Forward**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	2869.983	1038.669		2.763	0.007
DividenPerShare	18.020	2.764	0.515	6.521	0.000
2 (Constant)	844.194	1116.727		0.756	0.451
DividenPerShare	16.829	2.635	0.481	6.387	0.000
EarnigPerShare	4.519	1.181	0.288	3.828	0.000
3 (Constant)	-858.253	1191.686		-.720	0.473
DividenPerShare	16.295	2.536	0.465	6.424	0.000
EarnigPerShare	4.754	1.137	0.303	4.183	0.000
PriceBookValue	380.773	116.033	0.236	3.282	0.001
4 (Constant)	815.147	1305.011		.625	0.533
DividenPerShare	16.704	2.470	0.477	6.763	0.000
EarnigPerShare	5.166	1.115	0.329	4.634	0.000
PriceBookValue	661.564	151.292	0.411	4.373	0.000
ReturnOnEquity	-106.255	38.155	-0.262	-2.785	0.006
5 (Constant)	1522.791	1267.585		1.201	0.232
DividenPerShare	14.682	2.441	0.419	6.015	0.000
EarnigPerShare	4.884	1.071	0.311	4.559	0.000
PriceBookValue	533.779	149.807	0.331	3.563	0.001
ReturnOnEquity	-220.339	49.838	-0.544	-4.421	0.000
ReturnOnAsset	294.203	87.378	0.417	3.367	0.001
6 (Constant)	1950.234	1254.241		1.555	0.123
<b>DividenPerShare</b>	<b>16.375</b>	2.492	0.468	<b>6.571</b>	<b>0.000</b>
<b>EarnigPerShare</b>	<b>4.451</b>	1.064	0.284	<b>4.182</b>	<b>0.000</b>
<b>PriceBookValue</b>	<b>558.523</b>	147.100	0.347	<b>3.797</b>	<b>0.000</b>
<b>ReturnOnEquity</b>	<b>-210.983</b>	48.972	-0.521	<b>-4.308</b>	<b>0.000</b>
<b>ReturnOnAsset</b>	<b>260.009</b>	86.757	0.368	<b>2.997</b>	<b>0.003</b>
<b>DebtAssetRatio</b>	<b>-82.520</b>	34.227	-0.167	<b>-2.411</b>	<b>0.018</b>

*a. Dependent Variable: Harga Saham*

Sumber: *Output SPSS 2012*

Dari hasil pengujian koefisien *t-test* untuk masing-masing prediktor pada model 6 metode Forward, selanjutnya bisa dibuat persamaan regresi sebagai berikut:

$$Sp = 1950.24 + 16.375DPS + 4.451EPS + 558.523PBV - 210.983ROE + 260.009ROA - 82.520DAR \dots\dots\dots(2)$$

pada probabilitas < 0.005. Model 6 metode *Forward* juga mengandung kelemahan, yaitu dalam hal tanda koefisien *t-test* pada prediktor ROE yang negatif, seharusnya menurut teori ROE berpengaruh positif terhadap harga saham karena merupakan indikator efisiensi pemanfaatan modal sendiri.

**4.3. Model dengan metode *Backward***

Berdasarkan hasil pengujian koefisien *t-test* metode *Forward* pada tabel 7 di atas dapat dijelaskan bahwa ada 6 prediktor yang signifikan

Hasil pengujian koefisien *t-test* metode *Backward* dapat diketahui dari tabel 8 berikut ini.

**Tabel 8: *Coefficients<sup>a</sup>(t-test) Backward***

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	2198.495	1555.214		1.414	0.160
DebtEquityRatio	-53.338	196.039	-0.025	-.272	0.786
DebtAssetRatio	-84.420	35.071	-0.171	-2.407	0.018
DividenPerShare	16.366	2.503	0.467	6.539	0.000
PriceBookValue	556.132	147.967	0.345	3.758	0.000
EarnigPerShare	4.388	1.094	0.280	4.012	0.000
ReturnOnEquity	-202.866	57.517	-0.501	-3.527	0.001
ReturnOnAsset	240.901	111.897	0.341	2.153	0.033
(Constant)	1950.234	1254.241		1.555	0.123
DebtAssetRatio	-82.520	34.227	-0.167	-2.411	0.018
DividenPerShare	16.375	2.492	0.468	6.571	0.000
PriceBookValue	558.523	147.100	0.347	3.797	0.000
EarnigPerShare	4.451	1.064	0.284	4.182	0.000
ReturnOnEquity	-210.983	48.972	-0.521	-4.308	0.000
ReturnOnAsset	260.009	86.757	0.368	2.997	0.003

*a. Dependent Variable: Harga Saham*

Sumber: *Output SPSS 2012*

Berdasarkan koefisien *t-test* masing-masing prediktor model 2 metode *Bacward* pada tabel 8 di atas, selanjutnya dibuat menjadi persamaan berikut:  

$$SP = 1950.234 - 82.520DAR + 16.375DPS + 558.523PBV + 4.451EPS - 210.983ROE + 260.009ROA \dots\dots\dots(3)$$

**4.4. Menentukan Model Regresi dengan Metode Stepwise**

Hasil pengujian koefisien *F-test* metode *Stepwise* diperlihatkan pada tabel 9 berikut ini.

**Tabel 9: ANOVA(F-test) Stepwise**

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	2.859E9	1	2.859E9	42.518	0.000 <sup>a</sup>
Residual	7.933E9	118	6.723E7		
Total	1.079E10	119			
2 Regression	3.741E9	2	1.871E9	31.044	0.000 <sup>b</sup>
Residual	7.051E9	117	6.026E7		
Total	1.079E10	119			
3 Regression	4.340E9	3	1.447E9	26.014	0.000 <sup>c</sup>
Residual	6.452E9	116	5.562E7		
Total	1.079E10	119			
4 Regression	4.748E9	4	1.187E9	22.585	0.000 <sup>d</sup>
Residual	6.044E9	115	5.256E7		
Total	1.079E10	119			
5 Regression	5.295E9	5	1.059E9	21.960	0.000 <sup>e</sup>
Residual	5.497E9	114	4.822E7		
Total	1.079E10	119			
6 Regression	5.564E9	6	9.273E8	20.041	0.000 <sup>f</sup>
Residual	5.228E9	113	4.627E7		
Total	1.079E10	119			

Sumber: *Output SPSS 2012*

Model 6 metode *Stepwise* pada tabel 9 di atas menetapkan 6 prediktor (DPS, EPS, PBV, ROE, ROA, DAR) yang secara simultan berpengaruh terhadap harga saham perusahaan sampel. Pengaruh tersebut signifikan pada probabilitas 0.000 dengan koefisien *F-test* sebesar

20.041. Untuk menentukan apakah model 6 metode *Stepwise* lebih “baik” dibandingkan dengan model 6 metode *Forward*, model 6 metode *Backward*, dan model pertama metode *Enter*, diketahui dari hasil pengujian koefisien *t-test* pada tabel 10 berikut ini.

**Tabel 10: Coefficients<sup>a</sup>(t-test) Stepwise**

Model	Unstandardized Coefficients	Standardized Coefficients	T	Sig.	Collinearity Statistics
-------	-----------------------------	---------------------------	---	------	-------------------------

	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	2869.983	1038.669		2.763	0.007		
DividenPerShare	18.020	2.764	0.515	6.521	0.000	1.000	1.000

Tabel 10: Lanjutan

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
2 (Constant)	844.194	1116.727		0.756	0.451		
DividenPerShare	16.829	2.635	0.481	6.387	0.000	0.986	1.014
EarnigPerShare	4.519	1.181	0.288	3.828	0.000	0.986	1.014
3 (Constant)	-858.253	1191.686		-0.720	0.473		
DividenPerShare	16.295	2.536	0.465	6.424	0.000	0.982	1.018
EarnigPerShare	4.754	1.137	0.303	4.183	0.000	0.982	1.018
PriceBookValue	380.773	116.033	0.236	3.282	0.001	0.993	1.007
4 (Constant)	815.147	1305.011		0.625	0.533		
DividenPerShare	16.704	2.470	0.477	6.763	0.000	0.979	1.022
EarnigPerShare	5.166	1.115	0.329	4.634	0.000	0.965	1.036
PriceBookValue	661.564	151.292	0.411	4.373	0.000	0.552	1.812
ReturnOnEquity	-106.255	38.155	-0.262	-2.785	0.006	0.549	1.821
5 (Constant)	1522.791	1267.585		1.201	0.232		
DividenPerShare	14.682	2.441	0.419	6.015	0.000	0.919	1.088
EarnigPerShare	4.884	1.071	0.311	4.559	0.000	0.959	1.043
PriceBookValue	533.779	149.807	0.331	3.563	0.001	0.516	1.936
ReturnOnEquity	-220.339	49.838	-0.544	-4.421	0.000	0.295	3.387
ReturnOnAsset	294.203	87.378	0.417	3.367	0.001	0.291	3.432
6 (Constant)	<b>1950.234</b>	1254.241		1.555	0.123		
<b>DividenPerShare</b>	<b>16.375</b>	2.492	0.468	<b>6.571</b>	0.000	0.846	1.182
<b>EarnigPerShare</b>	<b>4.451</b>	1.064	0.284	<b>4.182</b>	0.000	0.932	1.073
<b>PriceBookValue</b>	<b>558.523</b>	147.100	0.347	<b>3.797</b>	0.000	0.514	1.946
<b>ReturnOnEquity</b>	<b>-210.983</b>	48.972	-0.521	<b>-4.308</b>	0.000	0.293	3.408
<b>ReturnOnAsset</b>	<b>260.009</b>	86.757	0.368	<b>2.997</b>	0.003	0.284	3.526
<b>DebtAssetRatio</b>	<b>-82.520</b>	34.227	-0.167	<b>-2.411</b>	0.018	0.890	1.123

a. Dependent Variable: HargaSaham

Sumber: *Output SPSS 2012*

Dari hasil pengujian koefisien *t-test* untuk masing-masing prediktor pada model 6 metode Stepwise pada tabel 10 di atas dapat dibuat persamaan regresi sebagai berikut:

$$SP = 1950.24 + 16.375DPS + 4.451EPS + 558.523PBV - 210.983ROE + 60.009ROA - 82.520DAR.....(4)$$

Jika dicermati ternyata persamaan (4) model 6 metode *Stepwise* sama persis dengan persamaan (2) model 6 metode *Forward*, yaitu:

$$SP = 1950.24 + 16.375DPS + 4.451EPS + 558.523PBV - 210.983ROE + 260.009ROA - 82.520DAR.....(2)$$

Temuan tersebut mengidentifikasi bahwa menurut metode *Forward* dan *Stepwise* model yang paling mendekati kriteria-kriteria *harmony and parsimony* adalah persamaan (4) atau persamaan (2). Begitu juga dengan hasil pengujian koefisien determinasi kedua metode tersebut adalah sama, yaitu sebesar 0.490 atau 49.0% (lihat tabel 11). Artinya kedua model tersebut mampu menjelaskan sebesar 49.0% pergerakan harga saham-saham AALI, ASII, BBKA, BMRI, GGRM, SMGR, PGAS, UNVR, UNTR, dan CPIN.

**Tabel 11:** Model Summary<sup>s</sup>(Koefisien Determinasi)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
1	0.515 <sup>a</sup>	0.265	0.259	8199.51783	0.265	42.518	1	118	0.000	
2	0.589 <sup>b</sup>	0.347	0.336	7762.78471	0.082	14.651	1	117	0.000	
3	0.634 <sup>c</sup>	0.402	0.387	7457.68537	0.055	10.769	1	116	0.001	
4	0.663 <sup>d</sup>	0.440	0.420	7249.58719	0.038	7.755	1	115	0.006	
5	0.700 <sup>e</sup>	0.491	0.468	6944.21156	0.051	11.337	1	114	0.001	
6	0.718 <sup>f</sup>	0.516	0.490	6802.11545	0.025	5.813	1	113	0.018	1.225

Sumber: *Output SPSS 2012*

**4.5. Menentukan Model Regresi Dengan Menggunakan Metode *Pooled Least Square* (Eviews)**

Pengujian data dengan menggunakan metode *Pooled Least Square* yang disediakan oleh

program *eviews*, diharapkan dapat menjadi alternatif sebagai pembanding dengan metode-metode sebelumnya. Berikut hasil *output* yang diperoleh dari *Eviews* versi 6.

**Tabel 12:** Model *Pooled Least Square* Dengan *Eviews 6*

Dependent Variable: HRGSHM  
Method: Pooled Least Squares



Date: 12/06/12 Time: 21:03  
Sample: 2000 2011  
Included observations: 12  
Cross-sections included: 10  
Total pool (balanced) observations: 120

Tabel 12: Lanjutan

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	159.6150	150.2072	1.062632	0.2902
PBV?	46.04574	14.26329	3.228270	0.0016
EPS?	0.327947	0.105578	3.106215	0.0024
ROA?	10.08134	10.80029	0.933432	0.3526
ROE?	-10.60477	5.550731	-1.910519	0.0586
DAR?	0.986131	3.385147	0.291311	0.7714
DER?	16.69929	18.93505	0.881925	0.3797
DPS?	0.238811	0.241530	0.988742	0.3249
R-squared	0.168595	Mean dependent var		474.6667
Adjusted R-squared	0.116632	S.D. dependent var		701.4069
S.E. of regression	659.2360	Akaike info criterion		15.88438
Sum squared resid	48674316	Schwarz criterion		16.07021
Log likelihood	-945.0628	Hannan-Quinn criter.		15.95985
F-statistic	3.244524	Durbin-Watson stat		0.522219
Prob(F-statistic)	0.003581			

Sumber: *Output Eviews 2012*

Berdasarkan hasil pengolahan data dan hasil t test dengan menggunakan *output* pada table 12 di atas, diperoleh model regresi sebagai berikut.

$$SP = 159.615 + 46.045PBV + 0.327EPS + 10.081ROA - 10.604ROE + 0.986DAR + 16.999DER + 0.238DPS.$$

Model regresi di atas masih belum memenuhi kriteria *harmony* dan *parsimony* karena nilai R<sup>2</sup> yang masih tergolong rendah. Selain itu, hasil pengujian dengan menggunakan *eviews* juga masih mengandung gejala otokorelasi, hal ini bisa dilihat dari nilai DW test sebesar 0,522.

Selanjutnya dikomparasikan keempat persamaan model regresi, yaitu model (1) Enter, (2)

*Forward*, (3) *Backward*, (4) *Stepwise* dan (5) *Pooled Least Square* sebagai berikut:

$$SP = 1179.612 - 15.364DER - 62.834DAR + 14.829DPS + 498.731PBV + 5.350EPS - 177.777ROE + 200.213ROA.....(1)Enter$$

$$SP = 1950.24 + 16.375DPS + 4.451EPS + 558.523PBV - 210.983ROE + 260.009ROA-82.520DAR...(2)Forward$$

$$SP = 1950.234 - 82.520DAR + 16.375DPS + 558.523PBV + 4.451EPS - 210.983ROE + 260.009ROA.....(3) Backward$$

$$SP = 1950.24 + 16.375DPS + 4.451EPS + 558.523PBV - 210.983ROE + 260.009ROA-82.520DAR.....(4)Stepwise$$

$$SP = 159.615 + 46.045PBV + 0.327EPS + 10.081ROA - 10.604ROE + 0.986DAR + 16.999DPS + 0.238DPS \dots (PLS Eviews)$$

Setelah keempat model regresi tersebut diperbandingkan ternyata model (2) sama persis dengan model (4), model (1) jelas berbeda dari ketiga model lainnya, dan model (3) meskipun susunannya berbeda, jumlah dan tanda masing-masing prediktor tidak berbeda. Model (5) juga menunjukkan hasil yang berbeda jauh bila dibandingkan dengan metode yang dilakukan dengan menggunakan SPSS. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa untuk menentukan model yang paling memenuhi kriteria-kriteria BLUE, *harmony and parsimony* dalam kasus ini adalah sebagai berikut:

$$SP = 1950.24 + 16.375DPS + 4.451EPS + 558.523PBV - 210.983ROE + 260.009ROA - 82.520DAR$$

Model tersebut memenuhi kriteria-kriteria: 1) linier, 2) tidak bias karena tidak terkontaminasi heterokedastisitas, tidak ada multikolinieritas, 3) jumlah dan tanda parameter masing-masing prediktor sudah sesuai dengan konsep teoritis fundamental keuangan perusahaan.

Setelah dilakukan pencaharian beberapa model regresi yang spesifikasinya mendekati kriteria-kriteria BLUE, *harmony and parsimony* pada point 4.1 di muka, akhirnya ditetapkan model terpilih dengan persamaan:  $SP = 1950.24 + 16.375DPS + 4.451EPS + 558.523PBV - 210.983ROE + 260.009ROA - 82.520DAR$ ; dimana ada 6 indikator (*Dividend Per Share* (DPS), *Earning Per Share* (EPS), *Price to Book Value* (PBV), *Return On Equity* (ROE), *Return On Asset* (ROA), dan *Debt to Asset Ratio* (DAR) yang berpengaruh terhadap harga saham perusahaan sampel. Meskipun sudah ditemukan model regresi yang paling mendekati persyaratan BLUE, *harmony and parsimony*, persamaan regresi  $SP = 1950.24 + 16.375DPS + 4.451EPS + 558.523PBV - 210.983ROE + 260.009ROA - 82.520DAR$  masih memerlukan penjelasan lebih lanjut tentang tanda negatif pada indikator ROE.

Dalam kasus ini indikator ROE berdampak negatif terhadap harga saham perusahaan sampel, artinya semakin tinggi ROE akan menekan harga saham disebabkan struktur modal yang belum optimal. Semakin tinggi ROE berarti semakin besar penggunaan modal sendiri yang memberikan sinyal kepada *investor* bahwa struktur modal perusahaan sampel belum optimal, sehingga mendorong mereka untuk membatasi pembelian saham yang bersangkutan. Struktur modal yang belum optimal diperlihatkan oleh indikator ROA yang berpengaruh positif terhadap harga saham AALI, ASII, BBCA, BMRI, GGRM, SMGR, PGAS, UNVR, UNTR, dan CPIN. Investor lebih perhatian terhadap *Return On Asset* (ROA).

## 5. KESIMPULAN DAN SARAN

Hasil penelitian dan pembahasan membuktikan bahwa indikator-indikator fundamental keuangan perusahaan mempunyai pengaruh signifikan terhadap perubahan harga saham, tetapi secara keseluruhan pengaruh tersebut hanya mendekati 50%. Persamaan regresi yang paling mendekati kriteria-kriteria BLUE, *harmony and parsimony* adalah  $SP = 1950.24 + 16.375DPS + 4.451EPS + 558.523PBV - 210.983ROE + 260.009ROA - 82.520DAR$ , sedangkan indikator-indikator yang signifikan berpengaruh terhadap perubahan harga saham perusahaan sampel adalah: 1) struktur modal yang diwakili oleh rasio hutang terhadap aset (*Debt Asset Ratio*: DAR); 2) kebijakan dividen yang diwakili oleh pembayaran dividen kas per lembar saham (*Dividend Per Share*: DPS); dan 3) kinerja profitabilitas yang diwakili oleh tingkat kembalian aset (*Return On Asset*: ROA), tingkat kembalian modal sendiri (*Return On Equity*: ROE), laba bersih per lembar saham (*Earning Per Share*: EPS), dan rasio harga pasar terhadap nilai buku saham perusahaan (*Price to Book Value*: PBV).

Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa teori tentang struktur modal, kebijakan dividen, dan kinerja investasi terbukti berpengaruh signifikan terhadap perubahan harga saham dalam jangka relatif panjang. Meskipun demikian, pengaruh tersebut tidak dominan, masih ada faktor-faktor lain

yang ikut mempengaruhi pola pergerakan harga saham perusahaan. Teori-teori manajemen keuangan perusahaan hanya terbukti secara empiris jika pengamatan dilakukan dalam kurun waktu relatif panjang.

Berdasarkan simpulan bahwa ketiga teori fundamental keuangan perusahaan t di muka, sementara pengaruh tersebut tidak dominan; maka bagi *investor* disarankan untuk tidak semata-mata mengandalkan informasi fundamental keuangan dalam pengambilan keputusan investasi. *Investor* juga harus mempertimbangkan analisis teknikal yang didasarkan pada pola-pola tren pergerakan harga saham yang merupakan refleksi dari perilaku pasar.

Bagi penelitian berikutnya disarankan untuk menggunakan periode pengamatan yang lebih panjang dan memasukkan indikator-indikator lain yang secara teoritis berpengaruh terhadap perubahan harga saham perusahaan. Indikator-indikator ekonomi seperti tingkat suku bunga, nilai tukar mata uang, dan pertumbuhan ekonomi nasional sebaiknya juga dimasukkan dalam pemodelan regresi, terutama untuk keperluan prediksi harga saham dalam jangka panjang.

Penelitian ini mempunyai keterbatasan dalam hal data runtun waktu yang kurang dari seharusnya. Sebagaimana penelitian yang menggunakan data runtun waktu, maka untuk mendapatkan hasil yang memuaskan dibutuhkan data series yang sangat panjang. Data runtun waktu dalam penelitian ini hanya terbatas 12 tahun karena memang tidak tersedia dari sumbernya. Publikasi ICMD hanya berhasil dihimpun dari tahun 2000 sampai dengan tahun 2011 (12 tahun), dan itupun tidak ada keseragaman dalam hal format datanya.

#### **DAFTAR PUSTAKA**

- [1] Adam, Tim and Goyal, Vidhan K. 2008, "The Investment Opportunity Set and Its Proxy Variables", *The Journal of Financial Research*, Volume 31, Number 1, March 2008, pp. 41-63(23).
- [2] Anonim. 20011. *Spurious Regression* problem dates back to Yule (1926): "Why Do We Sometimes Get Nonsense Correlations between Time-series?".
- [3] Anonim 2010, *Multiple Regression: Specification Bias*, (Eleventh in a series), [analysights.wordpress.com](http://analysights.wordpress.com).
- [4] Anonim 2012, *What I don't understand by reading Verbeek and Stock - Watson is: how to choose the best non-linear specification? Should I try all of them and then take a look at kaikes Index (or Bayesian or Hannan Quinn)? Or is there a way to understand which specification is the best?* ( Feb), USA: Lockheed Martin Corporation, Fort Worth,TX.
- [5] Booth, Laurence and Chang, Bin 2011, "Information Asymmetry, Dividend Status, and SEO Announcement-Day Returns", *Journal of Financial Research*, Volume 34, Issue 1 pages 155–177, (Spring).
- [6] Franck, Tom and Huyghebaert, Nancy 2010, "Determinants of Capital Structure In Business Start-Ups: the Role of Nonfinancial Stakeholder Relationship Costs". *The Journal of Financial Research*, Volume 33, Number 4, Winter 2010, pp. 487-517(31).
- [7] Green, Richard C. and Schurhoff, Norman, 2012, "Price Discovery in Illiquid Markets: Do Financial Asset Prices Rise Faster Than They Fall?", *The Journal of Finance*, Volume 65: Issue 5, pages 1669-1702.
- [8] Insukindro 1999, "Pemilihan dan Bentuk Fungsi Model Empirik: Studi Kasus PermintaanUang Kartal Riil di Indonesia". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia* (4), 14-61.
- [9] Isagawa, Nobuyuki, Yamaguchi, Satoru, and Yamashita, Tadayasu 2010, "Debt Forgiveness and Stock Price Reaction of Lending Banks: Theory and Evidence from Japan", *The Journal of Financial*

- Research*, Volume 33, Number 3, (Fall ), pp. 267-287(21).
- [10] Kaniel, Ron, Liu, Shuming, Saar, Gideon, and Titman, Sheridan 2012, "Individual Investor Trading and Return Patterns around Earnings Announcements", *The Journal of Finance*, 67: 639–680.
- [11] Korteweg, Arthur G. 2012, "The Net Benefits to Leverage". *The Journal of Finance*, 65, (6), 2137-2170.
- [12] Philip, Jeremy 2012, *Estimated Exhaustive Regression: redefining The Cross-Model Test Statistic Via Simulation*, Department of Economics McAnulty College of Liberal Arts Duquesne University, Pittsburgh, Pennsylvania.
- [13] Rompolis, Leonidas S. and Tzavalis, Elias 2010, "Risk Premium Effects on Implied Volatility Regressions", *The Journal of Financial Research*, Volume 33, Number 2, (Summer), pp. 125-151(27).
- [14] Ruan, Jun (Tony) and Ma, Tongshu 2012, "Ex-Dividend Day Price Behavior of Exchange-Traded Funds", *The Journal of Financial Research* (Mar).
- [15] Saadah, Siti and Prijadi, Ruslan 2012, "Capital Structure's Dynamic Response to Exogenous Variables: A Case of Listed Manufacturing Firms in Indonesia", *International Journal of Financial Reserarch*: vol.3, no.2 (2012).
- [16] Sampurna, P dan Nindhia, T.S. 2008, *Analisis Data Dengan SPSS dalam Rancangan Percobaan*, Udayana University Press. ISBN:978-979-8286-40-7, Cetakan Pertama Mei vii+239hlm, 16x21,5 cm.
- [17] Sharma, Vivek, Hur, Jungshik, and Lee, Heiwai 2008, "Glamour Versus Value: Trading Behavior of Institutions and Individual Investors", *The Journal of Financial Research*, Volume 31, Number 1, (March), pp. 65-84(20).
- [18] Sudarta, I Made 2010, *Jurnal Penelitian dan Pengembangan Sains & Humaniora* Volume 4, Nomor 2, (Agustus), Jurusan Pendidikan Matematika FMIPA Undiksha, ISSN 1979-7095.
- [19] Zolotoy, Leon 2011, "Earnings News and Market Risk: Is the Magnitude of the Postearnings Announcement Drift Underestimated?", *Journal of Financial Research*, Volume 34, Issue 3, pages 523–535, (Fall), The Southern Finance Association and the Southwestern Finance Association