

**RETURN SAHAM DAN FAKTOR FUNDAMENTAL
PADA PRA KRISIS EKONOMI GLOBAL 2008
DI BURSA EFEK INDONESIA**

Mohamad Febriawan¹, Perdana Wahyu Santosa²

perdana.wahyu@yarsi.ac.id

Program Magister Manajemen Sekolah Pascasarjana Universitas YARSI

Abstract

Received: 20 November 2017

Final Accepted: 5 December 2017

Published Online: 31 Januari 2017

Keywords:

*Return, Liquidity, Leverage,
Profitability, Crisis, Financial*

Corresponding Authors:

* **Perdana Wahyu Santosa**

This study aimed to analyze the influence of liquidity (Current Ratio), Leverage (Debt to Equity Ratio), Profitability (Net Profit Margin), and Return on Equity (ROE) on the Stock's Return during pre-crisis of global economy 2008 (subprime mortgage). This study used financial data of emitens which listed at LQ-45 at Indonesia Stock Exchange. The analytical method is pooled cross section (panel) with a significant level of 5%. This study finds that the period of pre-crisis 2008 shows that liquidity, leverage, and profitability have positively effect on stock's return. In general this study concludes some financial information misleading and conflict of interest that related to excessive risk taking by investors in investment decision without corporate finance and risk policy's consideration such as liquidity, solvency and asset prices forming in the Indonesia Stock Exchange before september 2008.

Copyright JEBA 2017., All rights reserved

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh likuiditas (*Current Ratio*), *leverage* (*Debt to Equity Ratio*), dan profitabilitas (*Return on Equity & Net Profit Margin*) terhadap imbal hasil (*return*) saham yang terdaftar pada indeks LQ-45. Analisis dilakukan dalam periode pra krisis ekonomi yang disebabkan *subprime mortgage* pada 2008 di Bursa Efek Indonesia. Penelitian menggunakan data finansial dari emiten LQ-45. Metode analisis yang digunakan adalah *pooled cross section*. Hasil penelitian pra krisis menemukan likuiditas, solvensi dan profitabilitas berpengaruh positif terhadap *Return Saham* sebelum 2008. Secara umum disimpulkan bahwa kesalahan dalam membaca informasi keuangan perusahaan, konflik kepentingan yang terkait dengan pengambilan keputusan berisiko secara berlebihan dalam berinvestasi terkait dengan aspek keuangan korporasi dan kebijakan risiko seperti likuiditas dan solvensi dapat berpengaruh negatif terhadap pembentukan harga aset di Bursa Efek Indonesia.

Kata Kunci : *Return*, Likuiditas, *Leverage*, Profitabilitas, Krisis, Finansial

PENDAHULUAN

Pada saat pasar finansial yang mengalami tren menanjak (*up trend*) atau biasa disebut “*bullish*”, terutama jenis *emerging market*, pada umumnya kerap terjadi *fad trading*. *Fad trading* adalah aktivitas perdagangan saham yang mana pelaku pasar sudah mengabaikan nilai wajar atau harga fundamental saham yang ditransaksikan (Santosa, 2011). Sehingga, harga saham cenderung meningkat secara berlebihan (*overreaction*) akibat aksi beli yang lebih dominan ketimbang aksi jualnya (*net buying*). Lebih jauh Santosa (2011) juga menyatakan bahwa *fad trading* disebabkan oleh *assimetric information*, kualitas analisis fundamental dan regulasi yang lemah serta adanya pengabaian risiko sehingga harga saham cenderung meningkat signifikan terdorong ekspektasi berlebihan para investor.

Hal ini dipengaruhi juga oleh perilaku keuangan yang mendorong investor untuk bertindak berlebihan dalam mengantisipasi masuknya informasi baru ke pasar modal (Bondt dan Thaler, 1985). Pada umumnya krisis finansial selalu diawali dengan *fad trading* ini karena nilai wajar saham/aset mengalami penggelembungan yang tidak wajar sehingga rawan terhadap pembalikan harga aset atau *price reversal* (Kofman dan Mosser, 2001).

Periode 2008-2009 merupakan tahun yang berat bagi pasar finansial Indonesia akibat krisis ekonomi dan keuangan global yang dipicu oleh kegagalan *subprime mortgage* dan instrumen utang yang *dibacked* oleh beberapa jenis pinjaman yang kurang berkualitas di AS (Mizen, 2008). Ketika *Assets backed securities* (ABS) mengalami penurunan kualitas akibat menurunnya aset yang mendasari, dalam hal ini harga perumahan di AS maka harga derivatif tersebut mengalami anjlok yang sangat dalam. Sebelumnya, pada 9 Oktober 2007, indeks Dow Jones Industrial Average (DJIA) mencatat rekor penutupan *up trend* hingga rekor 14.047, namun satu tahun kemudian, DJIA merosot tajam hingga kisaran level 8.000 pada hari ke sembilan bulan Oktober 2008. Terimbas *contagion effect* global, hampir seluruh pasar modal utama dunia mengalami penurunan yang tajam (*plunge*), termasuk pasar obligasi (Reavis, 2012).

Bursa di kawasan Asia Pasifik mengalami koreksi dalam di antara rentang -33% sampai dengan -66%, sebuah koreksi yang dalam dan merupakan pukulan mengejutkan bagi perekonomian. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) pada Januari 2008 sempat menyentuh level tertingginya di 2.830,26 dan pada akhir penutupan Desember 2008

terperosok turun tajam sampai ke level 1.355,41 poin. IHSG akhir tahun terkoreksi hampir 50,66% dibandingkan dengan level awal di tahun 2008.

Tabel 1. Dampak Krisis Ekonomi 2008 Terhadap IHSG, kapitalisasi dan NAB

Indikator	2007	2008	% Perubahan
IHSG	2.830,26	1.355, 41	-50,66%
Kapitalisasi Pasar	1.988,3	1.076, 50	-46,42%
Nilai Aktiva Bersih	92,19	74,06	-19,66%

Sumber : Bursa Efek Indonesia (2008)

Penurunan tajam IHSG tersebut dipicu oleh jatuhnya sebagian besar saham unggulan yang terdaftar pada indeks LQ45 yang disebabkan efek berantai pasar global yang dipicu melalui *capital flight* sebagian uang panas yang melambungkan LQ45 selama periode sebelumnya (pra-krisis). Tentu menarik untuk diketahui dengan rinci hubungan beberapa faktor fundamental dengan *return* saham khususnya pada periode pra-krisis. Hal ini dirasa penting karena para investor sebaiknya mempertimbangkan hubungan tersebut sebelum mengambil keputusan investasi yang mana pasar sudah *over-bought* karena harga asetnya sudah mengalami overvaluasi sehingga rentan terhadap koreksi fundamental maupun teknikal (Santosa dan Laksana, 2011).

Fenomena permasalahan tersebut meliputi pengaruh kinerja finansial korporasi terhadap *return* saham periode pra krisis 2005-2008. Kinerja finansial yang diteliti meliputi aspek likuiditas, *leverage* dan profitabilitas terhadap kinerja pasar seperti imbal hasil (*return*) saham (Aulianisa, 2013; Novitasarim, 2013). Selain itu, meneliti apakah terdapat perbedaan pengaruh variabel independen terhadap imbal hasil saham pada periode pra-krisis dengan kondisi normal (Santosa, 2010; Ulupui, 2007). Hal ini penting diketahui baik secara akademik maupun praktis sebagai panduan berinvestasi di pasar modal. Beberapa penelitian sebelumnya yang menjadi rujukan penelitian ini antara lain, Forsberg (2013), Santosa dan Laksana (2011), Koeswara (2005), Almilia (2004), Anantasia (2003), Liestyowati (2003), dan Hardiningsih dan Chairi (2003) dan Surifah (2002).

Secara umum beberapa temuan mereka menunjukkan adanya relasi signifikan antara likuiditas, *leverage* dan profitabilitas terhadap *return* saham. Peneliti lainnya seperti Sutriyani (2014), Komala dan Nugroho (2013), Arista dan Astohar (2012), Santosa (2011), Martani *et al.* (2009) dan beberapa lainnya menunjukkan adanya korelasi signifikan antara kinerja keuangan perusahaan terhadap imbal hasil saham. Penelitian ini

menawarkan kebaruan berupa analisis indikator faktor-faktor fundamental yang dapat dijadikan acuan terjadinya krisis seperti likuiditas, *leverage* dan profitabilitas periode pra-krisis.

KAJIAN TEORI

Secara teoritik profitabilitas dan solvabilitas yang berimbang dan sesuai target akan berdampak positif terhadap imbal hasil saham. Profitabilitas akan memicu kepercayaan investor sehingga EPS meningkat diyakini sebagai indikator fundamental yang baik. Sedangkan Solvabilitas yang terkait dengan teori target komposisi Utang dan Ekuitas akan menciptakan nilai perusahaan yang optimal (Van Horne & Wachowics, 2009). Sutriani (2014) juga menemukan bahwa *return on asset* (ROA) dan solvabilitas berpengaruh positif terhadap *return* saham, sedangkan *cash ratio* secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Lebih lanjut ditemukan bahwa variabel moderasi nilai tukar tidak mampu menjelaskan pengaruh ROA dan DER terhadap *return* saham. Komala & Nugroho (2013) menyatakan bahwa rasio likuiditas (*current ratio*) memiliki efek negatif terhadap *return*. Sedangkan *leverage* menunjukkan efek positif terhadap imbal hasil saham. Lebih lanjut, profitabilitas juga menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham dan sesuai dengan teori baku.

Novitasari (2013) menunjukkan bahwa variabel profitabilitas, likuiditas, *market value* dan solvensi berpengaruh terhadap *return* saham pada perusahaan yang terdaftar pada indeks LQ 45 periode 2007-2012. Temuan Novitasari (2013) memberikan kontribusi kepada penelitian ini berupa variabel-variabel yang digunakan meliputi likuiditas, *leverage* dan profitabilitas semakin meyakinkan.

Temuan menarik lainnya adalah Santosa dan Laksana (2011) yang menyimpulkan bahwa peningkatan likuiditas yang berimbang dengan pertumbuhan perusahaan ternyata berdampak positif bagi nilai perusahaan dan *return* sahamnya. Lebih jauh, Santosa & Laksana (2011) menjelaskan bahwa peningkatan likuiditas terkait dengan pertumbuhan ukuran (*size*) perusahaan dan proporsi risiko finansialnya di pasar modal (*market risk*). Keduanya juga membuktikan bahwa selain faktor fundamental seperti likuiditas, solvensi, dan efisiensi, pengaruh aktivitas perdagangan saham yang *overreaction* dapat menyebabkan harga saham menjadi *misleading*. Hal tersebut disebabkan oleh unsur *fad*

trading atau transaksi perdagangan yang tidak mengacu pada nilai wajar saham (Santosa, 2010). Akibatnya pasar cenderung mengalami “*bubble*” sehingga rawan terhadap panarikan modal asing secara mendadak (*capital flight*) akibat guncangan ekonomi global.

Martani *et al.* (2009) menyatakan bahwa variabel independen yang memberikan pengaruh signifikan kepada *adjusted return* dan *abnormal return* secara konsisten adalah rasio profitabilitas (NPM dan ROE), dan *market value ratio* (PBV). Temuan ini memberikan informasi penting bagi investor untuk mempertimbangkan rasio keuangan fundamental dalam mengambil keputusan investasinya. Lebih lanjut, Martani *et al.* menjelaskan bahwa pertimbangan lainnya juga perlu diperhatikan adalah pergerakan indikator makroekonomi, kondisi politik, kebijakan pemerintah, dan beberapa aspek teknis keuangan lainnya.

Likuiditas dan profitabilitas memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham. Sedangkan DTE memiliki pengaruh positif tetapi tidak signifikan dan TATO menunjukkan hasil yang negatif dan tidak signifikan terhadap *return* saham (Ulupui, 2009). Pujiastuti dan Machfoed (2002) melakukan penelitian tentang Pengaruh krisis moneter terhadap harga saham. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *liquidity*, *operating ratio*, *leverage*, *profitability*, dan *cash flow*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa dengan model rasio telah menemukan adanya hubungan yang signifikan antara krisis moneter *company size*.

Auliyah dan Hamzah (2006) meneliti tentang analisis karakteristik perusahaan, industri dan ekonomi makro terhadap *return* dan beta saham syariah di Bursa Efek Jakarta. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa variabel karakteristik perusahaan (EPS, *dividend payout*, CR, ROI dan *cyclical*) tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham syariah. Utami dan Rahayu (2003) menggunakan beberapa variabel diantaranya adalah profitabilitas perusahaan, suku bunga, laju inflasi, dan harga saham perusahaan. Hasilnya memperlihatkan bahwa profitabilitas, suku bunga, inflasi dan nilai tukar bersama-sama mempengaruhi harga saham selama krisis ekonomi. Secara parsial, tingkat suku bunga berpengaruh signifikan negatif dan nilai tukar rupiah atau US dolar berpengaruh signifikan positif terhadap harga saham selama krisis ekonomi.

Penelitian Hardiningsih dan Chairi (2002) mengenai pengaruh faktor fundamental dan risiko ekonomi terhadap *return* saham pada perusahaan di Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitiannya menyimpulkan bahwa ROA dan PBV mempunyai koefisien arah positif,

nilai tukar dan inflasi arahnya negatif. Sedangkan ROA, PBV, inflasi, nilai tukar secara simultan berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Variabel yang paling berpengaruh terhadap *return* saham adalah ROA.

Purnomo (1998) sebelumnya menemukan bahwa beberapa faktor seperti suku bunga, tingkat inflasi, dan nilai tukar (*exchange rate*) dapat memberikan pengaruh signifikan terhadap pergerakan nilai saham. Pendapat Purnomo (1998) diperkuat oleh Hadi dan Azmi (2005) yang menyatakan bahwa faktor-faktor lain selain kinerja keuangan perusahaan seperti suku bunga, tingkat inflasi, dan nilai tukar (*exchange rate*) berpengaruh signifikan terhadap imbal hasil saham. Lebih jauh Purnomo (1998) mengingatkan bahwa faktor-faktor ekonomi mempunyai pengaruh yang lebih besar sebagai penggerak harga aset di pasar modal.

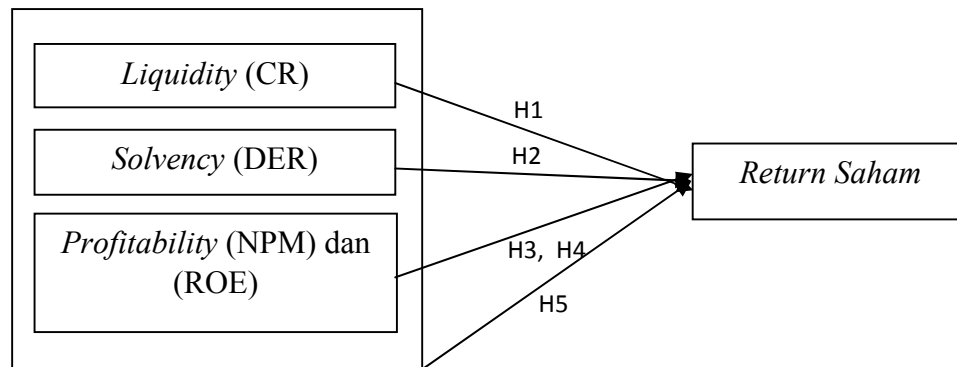
Disamping itu, investor juga harus mempertimbangkan faktor-faktor lain di luar kebijakan perusahaan seperti kondisi pasar yang terjadi serta faktor-faktor eksternal lain karena hal ini akan mempengaruhi keuntungan investasi (Mishkin dan Eatkins, 2012). Perusahaan sebelum melakukan kebijakan membagikan *dividen yield* harus mengkaji terlebih dahulu faktor-faktor yang mempengaruhi besar kecilnya pembagian *dividen yield* sehingga dalam pelaksanaannya nanti akan saling menguntungkan antara pihak perusahaan dan investor. Hal ini perlu dipertimbangkan karena tidak semua investor hanya menginginkan keuntungan dari *dividen yield* saja tetapi juga dari fluktuasi harga saham (*capital gain*).

Sedangkan pada penelitian yang dilakukan oleh Ratnasari (2003) dimana variabel yang diteliti adalah ROA, NPM, DER, PBV, volume perdagangan dan nilai kapitalisasi pasar. Hasil dari penelitian Chan *et al* (1995) juga menunjukkan bahwa profitabilitas, *leverage*, efisiensi dan nilai pasar berpengaruh signifikan terhadap *return* saham sedangkan variabel aktivitas trading seperti volume perdagangan dan nilai kapitalisasi berpengaruh signifikan terhadap *return* saham pada saat pasar mengalami “bullish”. Selain itu, volatilitas harga juga cenderung meningkat pada saat pasar mengalami ekspektasi tinggi terhadap perekonomian baik global maupun domestik (Chan *et al*, 1995).

Kerangka Pikir

Dari penjelasan teoritis dan hasil penelitian-penelitian terdahulu maka yang menjadi variabel-variabel di dalam penelitian ini adalah *current asset*, *debt to equity ratio*, *net*

profit margin, dan *return on equity* sebagai variabel independen (bebas) dan *return saham* sebagai variabel dependen (terikat). Sehingga kerangka pikir yang berbentuk adalah sebagai berikut:



Gambar 1. Kerangka Pemikiran

Analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi linear berganda (*Multiple Linier Regression Analysis*) untuk memperoleh gambaran yang menyeluruh mengenai pengaruh antara variabel *Current Ratio* (CR), *Debt to Equity Ratio* (DER), *Net Profit Margin* (NPM) dan *Return on Equity* (ROE) terhadap *return saham* dengan menggunakan program *SPSS for windows*. Untuk mengetahui apakah ada pengaruh yang signifikan dari beberapa variabel independen terhadap variabel dependen tersebut

Hipotesis

Berdasarkan uraian dan kajian literatur sebelumnya, hipotesis penelitian ini adalah diduga *Current Ratio* (CR), *Debt to Equity Ratio* (DER), *Net Profit Margin* (NPM) dan *Return on Equity* (ROE) mempunyai pengaruh terhadap *return saham* baik pada saat pra krisis maupun pasca krisis. Sehingga hipotesis penelitian ini dapat dirumuskan:

- H₁ : *Current Ratio* (CR) berpengaruh terhadap *return saham* pada saat pra krisis
- H₂ : *Debt to Equity Ratio* (DER) berpengaruh terhadap *return saham* pada saat pra krisis
- H₃ : *Net Profit Margin* (NPM) berpengaruh terhadap *return saham* pada saat pra krisis
- H₄ : *Return on Equity* (ROE) berpengaruh terhadap *return saham* pada saat pra krisis
- H₅ : CR, DER, NPM dan ROE bersama-sama berpengaruh terhadap *return saham* pada saat pra krisis

METODE PENELITIAN

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yaitu berdasarkan laporan keuangan perusahaan-perusahaan *go public* yang termasuk dalam indeks LQ45 yang *listing* di Bursa Efek Indonesia. Data yang digunakan dalam riset ini yaitu pada saat pra krisis 2005–2008 (Q₁–Q₂). Sumber data terdiri dari (1) Data perusahaan yang terdaftar dalam indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia (BEI), (2) Data laporan keuangan yang dipublikasikan tahunan (*annual report*), yang terdiri dari laporan keuangan dan laporan laba rugi dan (3) Data harga penutupan (*closing price*) saham dari tahun 2005-2008 untuk menghitung *return* saham.

Teknik Pengumpulan Data

Sesuai dengan jenis data yang diperlukan yaitu data sekunder dan sampel yang digunakan, maka teknik pengumpulan data digunakan dengan teknik dokumen yang didasarkan pada statistik ekonomi dan keuangan yang diterbitkan Bank Indonesia serta laporan keuangan yang dipublikasikan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI) melalui *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) dan *Jakarta Stock Exchange* (JSX) periode 2005–2008.

Adapun operasionalisasi dan definisi variabel penelitian baik dependen maupun independen dirangkum seperti terlihat pada Tabel 2 di bawah ini:

Tabel 2. Operasional Variabel dan Skala Pengukuran

No	Variabel	Rumus/Pengukuran	Skala
1	<i>Return</i> Pasar	$Return\ Pasar = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$	Rasio
2	<i>Current Ratio</i>	$CR = \frac{Current\ Asset}{Current\ Liabilities}$	Rasio
3	<i>Debt to Equity Ratio</i>	$DER = \frac{Total\ Debt}{Total\ Shareholder's\ Equity}$	Rasio
4	<i>Net Profit Margin</i>	$NPM = \frac{Laba\ Bersih}{Penjualan\ Bersih} \times 100\%$	Rasio
5	<i>Return on Equity</i> (ROE)	$ROE = \frac{Laba\ Bersih}{Nilai\ Ekuitas}$	Rasio

Data *return* saham diperoleh dengan perhitungan menggunakan rumus dari data harga saham pada *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD), *Current Ratio* (CR), *Debt to Equity Ratio* (DER), *Net Profit Margin* (NPM) dan *Return on Equity* (ROE) diperoleh dengan menganalisis laporan keuangan emiten LQ45 periode 2005-2008 dan sebagian lagi mengutip secara langsung dari Bursa Efek Indonesia (BEI).

Model Analisis

Model Analisis yang digunakan adalah model regresi linier berganda (*cross section*) dan time series (panel) dalam bentuk PLS *lagging* model (t-1) yang persamaannya dapat dituliskan sebagai berikut:

Model Pra Krisis:

$$R_{i,t(a)} = \alpha_0 + \beta_1 CR_{i(t-1)} + \beta_2 DER_{i(t-1)} + \beta_3 NPM_{i(t-1)} + \beta_4 ROE_{i(t-1)} + \varepsilon$$

Keterangan:

$R_{(a)}$: <i>Return</i> Saham pada saat pra krisis
α_0	: Konstanta (<i>Intercept</i>)
β	: Koefisien Regresi
CR	: <i>Current Ratio</i>
DER	: <i>Debt to Equity Ratio</i>
NPM	: <i>Net Profit Margin</i>
ROE	: <i>Return on Equity</i>

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Deskriptif

Berdasarkan hasil deskriptif statistik, maka berikut didalam Tabel 3 dan Tabel 4 akan ditampilkan karakteristik sampel yang digunakan didalam penelitian ini meliputi: jumlah sampel (N), rerata sampel (*mean*), nilai maksimum, nilai minimum serta standar deviasi untuk masing-masing variabel. Hasil analisis deskriptif disajikan pada Tabel 3 yang menunjukkan jumlah pengamatan pada LQ-45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2005-2008 (Q₁-Q₂) **pra krisis** dalam penelitian ini sebanyak 140 data. Adapun variabel yang dianalisis meliputi *return* saham, *current ratio*, *debt to equity ratio*, *return on equity*, dan *net profit margin*.

Dari hasil analisis deskriptif terlihat bahwa pada periode pra-krisis rentang return yang terjadi sangat besar (-79 sd 75) dengan rerata hanya 8,21% pada tingkat volatilitas hingga 21,107%. Begitupula deskripsi dari variabel independen seperti CR, DER, ROE dan NPM yang memiliki pola serupa dengan *return* saham di mana volatilitasnya cukup tinggi. Hal ini menunjukkan tingkat risiko pasar dan fundamental saham sangat riskan untu dimasuki para investor (lihat Tabel 3). Namun investor memiliki kecenderungan mengabaikan informasi tersebut karena pengaruh ketimpangan informasi dan *risk modelling* yang terbatas. Dengan kata lain perilaku investor cenderung *overreaction* yang didasari ekspektasi berlebih dan pengaruh *fad trading* (Santosa, 2010).

Tabel 3. Hasil Analisis Deskriptif Pra-Krisis

Variables	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Return Saham	140	-79	75	8.21	21.207
CR	140	54	787	189.97	128.012
DER	140	18	283	101.37	61.749
ROE	140	2	73	20.41	15.768
NPM	140	0	60	18.88	13.473
Valid N (listwise)	140				

Sumber: BEI-Diolah (2015)

Hasil Uji Hipotesis Pra-Krisis

Hasil Analisis Uji F Pra-Krisis

Pengujian ketepatan model dilakukan untuk memastikan bahwa model penelitian yang telah dirumuskan dapat diterapkan dalam penelitian ini untuk mengetahui seberapa tingkat signifikansi dari setiap variabel independen. Sebelum pengujian F dilakukan, data Model Pra-Krisis ini telah memenuhi syarat uji normalitas, heteroskedastisitas, multikolinearitas dan otokorelasi atau dengan kata lain telah memenuhi persyaratan BLUE. Uji model dilakukan dengan menggunakan uji statistik F pengaruh bersamaan dan uji t untuk pengaruh parsial. Hasil uji F dapat dilihat pada Tabel 4 di bawah ini:

Tabel 4. Hasil Uji F Pra-Krisis

ANOVA ^b						
Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
Pra-Krisis	Regression	246631.181	4	61657.795	85.724	.000^a
	Residual	96380.647	134	719.259		
	Total	343011.827	138			
a. Predictors: (Constant), NPM, DER, CR, ROE						
b. Dependent Variable: Return Saham						

Nilai F statistik sebesar 85,734 adalah nilai signifikansi sebesar 0,000 (signifikan pada $\alpha = 5\%$). Hal ini berarti bahwa semua variabel independen yang meliputi *Curren Ratio* (CR), *Debt Equity Ratio* (DER), *Net Profit Margin* (NPM) dan *Return On Equity* (ROE) merupakan penjelas yang signifikan terhadap variabel dependen *return* saham pada saat pra krisis. Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa model regresi dapat digunakan untuk memprediksi *return* saham pada saat pra krisis.

Hasil Pengujian Parsial Pra Krisis

Untuk mengetahui pengaruh masing-masing variabel bebas terhadap variabel terikat yaitu antara CR, DER, ROE dan NPM terhadap *return* saham pra krisis dalam penelitian ini dilakukan pengujian terhadap koefisien regresi yaitu dengan uji t (*student*). Berdasarkan analisis SPSS 17 dapat dilihat pada Tabel 5 dapat diketahui nilai probabilitas masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen. Jika nilai probabilitas lebih besar dari ($>$) 0,05 maka H_0 ditolak dan jika nilai probabilitas lebih kecil dari ($<$) 0,05 maka H_a diterima (Santosa dan Hidayat, 2014).

Tabel 5. Hasil Analisis Regresi Pra-Krisis

Pra-Krisis		
Variabel	Koefisien	Signifikansi
Konstan	-47,769	.000
CR_{t-1}	.039	.068*
DER_{t-1}	.191	.000
ROE_{t-1}	.795	.000

NPM_{t-1}	.734	.001
F test	85,724	.000

*CR signifikan pada $\alpha=10\%$

Pembahasan Hasil Analisis Regresi Pra-Krisis

a. Pengaruh Likuiditas terhadap *Return Saham*

Hasil analisis menunjukkan bahwa likuiditas periode sebelumnya (CR_{t-1}) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham dengan koefisien 0,039 pada tingkat $\alpha=10\%$, namun tidak signifikan pada tingkat $\alpha=5\%$. Temuan ini secara umum tidak sesuai dengan teori dan hipotesis penelitian bahwa peningkatan likuiditas akan menurunkan risiko operasional dan berakibat menurunnya profitabilitas (Van Horne dan Wachowics, 2009). Namun ekspektasi berlebih dari investor sudah tidak mempertimbangkan faktor likuiditas perusahaan. Beberapa penelitian sebelumnya menunjukkan hasil yang sama sekalipun dalam kondisi dan periode yang berbeda seperti Santosa dan Laksana (2011), Novitasari (2013), Sutriyani (2014) dan Ulupui (2007). Secara umum, likuiditas yang semakin baik menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya namun jika likuiditas berlebih dapat berdampak negatif terhadap *return* saham disebabkan masalah piutang dan inventori berlebih. Masalah overliquidity tersebut dapat mengurangi risiko kewajiban lancar namun di sisi lain justru mengurangi peluang investasi yang optimal.

b. Pengaruh Leverage (*Solvency*) terhadap *Return Saham*

Solvency/leverage atau *debt to equity ratio* periode sebelumnya (DER_{t-1}) memberikan efek positif yang signifikan kepada *return* saham ($\alpha=5\%$) dengan koefisien 0,191. Hal ini menunjukkan bahwa temuan analisis sesuai dengan hipotesis penelitian sebelumnya dan beberapa penelitian terdahulu. Peningkatan *leverage* dinilai investor akan meningkatkan kinerja perusahaan sehingga memicu pertumbuhan dan prospek bisnis yang baik (Novitasari, 2013). Beberapa penelitian yang menemukan hasil sama antara lain Sutriyani (2014), Ulupui (2007) dan Ratnasari (2003). Namun jika *leverage* berlebih maka akan memicu *financial distress* pada perusahaan. Oleh karenanya manajemen harus mengupayakan peningkatan ekuitas secara proporsional agar DER optimal dapat terjaga (Santosa,

2011). Peningkatan ekuitas dapat dilakukan dengan penawaran right kepada pemegang saham lama sehingga memberikan peluang bagi pemegang saham untuk menghindari dilusi (Mishkin & Eatkins, 2012).

c. Pengaruh Profitabilitas (ROE dan NPM) terhadap Return Saham

Variabel profitabilitas periode sebelumnya (ROE_{t-1} dan NPM_{t-1}) menunjukkan sebagai variabel penjelas yang signifikan positif terhadap imbal hasil saham pada tingkat kepercayaan $\alpha=5\%$. Dengan nilai koefisien yang cukup besar menunjukkan bahwa variabel profitabilitas merupakan variabel yang paling penting untuk *return*. Dengan demikian, temuan penelitian ini sesuai dengan hipotesis penelitian dan beberapa penelitian lainnya seperti Witkowska (2004), Novitasari (2013), Ulupui (2005), Ratnasari (2003), Hardiningsih & Chairi (2002). Namun hasil berbeda ditemukan pada variabel ROE yang diteliti oleh Komala & Nugroho (2013) yang mana pengaruh ROE negatif karena faktor *dividen payout ratio*.

Dari Tabel 5 dapat diperoleh Model persamaan regresi berganda adalah sebagai berikut:

$$R_t = - 47,769 + 0,039 CR_{i(t-1)} + 0,191 DER_{i(t-1)} + 0,795 ROE_{i(t-1)} + 0,734 NPM_{i(t-1)}$$

Analisis Koefisien Determinasi (R^2) Pra Krisis

Besarnya kontribusi yang diberikan variabel CR, DER, NPM, dan ROE terhadap *return* saham pada saat pra krisis ada LQ-45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dapat diketahui dari nilai koefisien determinasi ganda atau R^2 . Dalam hal ini R^2 digunakan untuk mengetahui seberapa besar pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.

Hasil pengukuran koefisien determinasi dapat dilihat pada Tabel 6 berikut:

Tabel 6. R-square Model Pra Krisis

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
Pra Krisis	.848 ^a	.719	.711	26.819
a. Predictors: (Constant), NPM, DER, CR, ROE				
b. Dependent Variable: Return Saham				

Besarnya R^2 Pra Krisis diperoleh sebesar 71,9%. Dengan demikian besarnya pengaruh yang diberikan oleh variabel CR, DER, NPM dan ROE terhadap *return* saham

pada saat pra krisis adalah sebesar 71,9%, sedangkan sisanya sebesar 28,1% dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak diteliti dalam penelitian ini. Hasil ini menunjukkan bahwa pemilihan variabel bebas sudah cukup baik karena selain semua variabel tersebut signifikan juga memiliki nilai R^2 yang tinggi sehingga dinilai mampu menjelaskan fluktuasi harga saham dan imbal hasilnya.

SIMPULAN

Rasio keuangan fundamental yang mencakup likuiditas (*current ratio*), *leverage* atau *soveny* (*debt to equity ratio*) dan profitabilitas (*return on equity* dan *net profit margin*) secara bersama-sama maupun parsial memberikan pengaruh positif yang signifikan terhadap imbal hasil (*return*) saham. Temuan ini menunjukkan bahwa pada periode sebelumnya (t-1), semua variabel independen akan memberikan pengaruh terhadap *return* saham, yang mana faktor profitabilitas memiliki pengaruh yang paling kuat dibandingkan dengan variabel likuiditas dan *solveny*. Model pra krisis secara umum menunjukkan semua variabel independen teruji signifikan dan pengaruhnya sesuai dengan hipotesis penelitian dan beberapa penelitian sebelumnya.

Namun untuk pra krisis semua variabel independen harus ditetapkan *lag* satu periode sebelumnya (t-1). Hal ini menunjukkan bahwa pada periode pra krisis, variabel penelitian mengalami *lag* (t-1) dalam merespon pergerakan harga saham. Hal ini terjadi karena ekspektasi berlebih para investor terhadap pasar modal karena rasa optimisme yang tinggi. Dengan demikian maka harga saham bergerak lebih dahulu dibandingkan dengan variabel bebasnya. Selain itu nilai PER atau PBV saham di pasar juga mengalami peningkatan yang signifikan karena harga saham mengalami penggelembungan (*bubble*).

Efek makroekonomi dinilai berperan dalam kondisi pra-krisis tersebut sehingga pergerakan harga saham melebihi nilai rasio likuiditas, solvensi dan profitabilitas perusahaan. Solvensi pada periode pra krisis berpengaruh positif yang menunjukkan bahwa penambahan nilai utang memberikan daya dorong terbentuknya nilai perusahaan yang positif. Hal ini menunjukkan bahwa krisis finansial menimbulkan efek negatif bagi solvabilitas yang terkait langsung dengan struktur modal perusahaan. Ketika memasuki periode pasca krisis, krisis keuangan memberikan efek yang besar terhadap pasar modal dan *lending market* sehingga tingkat utang perusahaan termasuk *short term debt* cenderung mengalami *financial distress* sehingga memengaruhi *return* secara negatif.

Investor dalam mengambil keputusan investasi sebaiknya tetap mempertimbangkan analisis fundamental perusahaan di samping faktor-faktor eksternal seperti kondisi makroekonomi, regulasi, sosial-politik, teknologi dan lainnya. Namun investor juga harus dapat membedakan karakteristik rasio finansial sesuai dengan tingkat krisis finansial dan jenis sektor yang akan dimasuki.

DAFTAR PUSTAKA

- Almilia, Luciana Spica. 2004. *Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kondisi Financial Distress suatu Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta*. Simporium Nasional Akuntansi.
- Anantasia, Njo, dkk, 2003. *Analisis Faktor Fundametal dan Risiko sistematika Terhadap Harga Saham Properti di BEJ*, vol.5, no.2. Jurnal Akuntansi dan Keuangan , 123-132.
- Arista, Desy dan Astohar. 2012. Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Return Saham, *Jurnal Manajemen dan Akuntansi Terapan*, Vol. 3, No. 1.
- De Bondt, W dan Richard Thaler. 1985. Does the Stock Market Overreact?, *Journal of Finance*. 40, pp 793-805
- Chan, H. W dan Robert Pfaff. 2001. An Investigation into role of Liquidity in Asset Pricing: Australian Evidence, *Pacific-Basin Finance Journal*, 11, p. 555-572.
- Chang, R.P, Rhee, Ghon, S. Soedigno Susatio. 1995. Price Volatility of Indonesian Stocks, *Pacific-Basin Finance Journal*, 3, p. 337-355.
- Domyo dan Ito Kenichi. 2004. *The Stock Prices and The Performance in the Listed Companies in Japan: Based on Granger Cause by Panel Data*. Memoirs of Nara University. No.32, , p. 159-187.
- Forsberg, Richard. 2013. Short Term Financing and Financial Crisis. *International Journal of Business and Social Science*. Vol. 4 No. 8, p. 1-5.
- Pancawati dan Chairi, A. 2002. Pengaruh Faktor Fundamental dan Risiko Ekonomi terhadap Return Saham pada Perusahaan di Bursa Efek Jakarta, *Jurnal Strategi Bisnis*, Vol. 8.
- Hsu-Ling Chang. 2008. The Relationship between Stock Price and EPS: Evidence Based on Taiwan Panel Data, *Economic Bulletin*, Vol.3, No.30. p.1-12.
- Kofman, P and J.T. Moser. 2001. Stock Margins and the Conditional Probability of Price Reversals, Federal Reserve Bank of Chicago. *The Economic Persectives*, 3Q, p. 2-12.
- Koeswara, Fritzz O. 2005. *Evaluasi Kinerja Sebelum dan Sesudah Krisis Moneter*. Tesis, Program Pasca Sarjana, Unika Atma Jaya, Jakarta.

- Komala, Lievia dan Paskah Ika Nugroho. 2013. The Effect of Probability Ratio, Liquidity, and Debt Towards Investment Return. *Journal of Business and Economics*, p. 1176-1186
- Lestari, Murti. 2005. Pengaruh Variabel Makro Terhadap Return Saham di Bursa Efek Jakarta: Pendekatan Beberapa Mode. Simposium Nasional Akuntansi VII Solo , 15-16 Sept, p. 504-513.
- Liestyowati. 2002. Faktor yang Mempengaruhi Keuntungan saham di Bursa Efek Jakarta: Analisis Periode Sebelum dan Selama Krisis. *Jurnal Manajemen Indonesia*. Vol 1, No.2.
- Martani, Dwi., Mulyono and Rahfiani Khairurizka. 2009. The Effect of Financial Ratios, Firm Size and Cash Flow from Operating Activities in the Interim Report to the Stock Return, *Chinese Business Review*, p. 44-55.
- Mishkin, Frederic dan Stanley Eatkin., 2012. *Financial Markets and Institutions*. 7th Edition, USA: Prentice Hall,
- Mizen, P. 2008. The Credit Crunch of 2007-2008: A Discussion of the Background, Market Reactions, and Policy Responses.” *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*. Sept./Oct. Vol. 90 No. 5, p. 531-67.
- Purnomo, Yogo. 1998. Keterkatitan kinerja keuangan dengan harga saham. *Majalah Usawahan*, 27 (12), Universitas Indonesia. Jakarta
- Prihartini, Ratna. 2009. *Analisis Pengaruh Inflasi, Nilai Tukar, ROA, DER dan CR terhadap Return Saham (Studi Kasus Saham Industri Real Estate dan Property yang Terdaftar di BEI Periode 2003-2006)*. Tesis. Universitas Diponegoro, Semarang.
- Ratnasari. 2003. *Analisis Pengaruh Faktor Fundametal, Volume Perdagangan dan Nilai Kapitalisasi terhadap Return Saham di BEJ (studi kasus pada perusahaan manufaktur dan perbankan)*. Tesis Magister Manajemen. Universitas Diponegoro.
- Santosa, Perdana Wahyu. 2010. Probabilitas Price Reversal dan Aktivitas Intraday Trading pada Kelompok Tick Size Tertinggi di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*. p. 165-182.
- Santosa, Perdana Wahyu dan Ayat Hidayat. 2014. *Riset Terapan: Teori dan Aplikasi*. Jakarta: PT Globalstat Solusi Utama.
- Santosa, Perdana Wahyu dan Harry Y Laksana, 2011, Value at Risk, Market Risk and Trading Activity: CAPM Alternative Method. *Journal of Applied Finance and Banking*, Vol 1 No 4, p. 239-268.
- Suyatno. 2006. Pengaruh CR, ROE, EPS, DER dan PER terhadap Return Saham Sesudah Pengumuman Laporan Keuangan Kondisi *Good News* dan *Bad News* (Studi Pada Perusahaan Manufaktur di BEJ Periode 2002-2004). *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*.
- Ulupui, IGKA. 2007. Analisis Pengaruh Likuiditas, *Leverage*, Aktivitas dan Profitabilitas terhadap Return Saham (Studi pada Perusahaan Makanan dan Minuman Kotegori Industri Barang Konsumsi di BEJ). *Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Bisnis*, Vol. 2 No. 1, p. 1-20.

- Van Horne, James dan John Wachowics Jr. 2009. *Fundamentals of Financial Management*, Simons dan Schuster. Prentice-Hall
- Widiawati, Zuraidah. 2010. Pengaruh PER, EPS, ROE, NPM dan CR terhadap Return Saham pada Perusahaan Food dan Beverages yang terdaftar di BEI. *Skripsi*. Surabaya: Universitas Airlangga.
- Witkowska, Monika. 2004. Fundamental and Stock Return on The Warsaw Stock Exchange: The Application of Panel Data Models. *Warsaw School of Economic*. Working Paper no 4-6.