

BAB II

KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN DAN HIPOTESIS

2.1. Kajian Pustaka

2.1.1. Saham dan Pasar Modal

Dalam manajemen keuangan, keputusan investasi sangatlah penting. Orang akan mengalokasikan dananya untuk investasi dengan harapan akan memperoleh keuntungan di masa datang. Investasi sendiri adalah komitmen dana pada satu atau lebih aset yang akan dipertahankan selama beberapa periode (Jones et al, 2006 : 8). Investasi adalah komitmen saat ini dari sejumlah uang untuk satu periode waktu dalam mendapatkan imbalan di masa datang yang memuaskan investor (Reilly & Brown, 2011 : 5). Dalam arti luas, investasi adalah pengorbanan nilai sekarang yang pasti untuk nilai masa depan yang mungkin tidak pasti (Sharpe, 2000 : 1). Sedangkan menurut Tandelillin (2010 : 3), investasi adalah komitmen atas sejumlah dana atau sumberdaya lainnya yang dilakukan pada saat ini dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan di masa depan. Dari pendapat beberapa ahli tersebut dapat disimpulkan bahwa investasi adalah komitmen penggunaan dana untuk objek tertentu dengan tujuan agar nilai objek tersebut selama jangka waktu investasi akan meningkat atau setidaknya bertahan dan selama jangka waktu itu memberikan imbalan bagi investor.

Dalam berinvestasi di pasar modal, seorang investor dapat memilih investasi saham atau surat berharga lain. Jika memilih investasi saham, maka investor akan memasuki pasar saham. Pasar saham merupakan segmen pasar modal dimana instrumen yang diperdagangkan adalah saham. Pasar saham di Indonesia adalah Bursa Efek Indonesia (BEI) yang berlokasi di Jakarta.

Saham dapat didefinisikan sebagai suatu surat berharga yang menunjukkan adanya kepemilikan seseorang atau badan hukum terhadap perusahaan penerbit saham (Darmadji dan Fakhruddin, 2001 : 5) atau tanda penyertaan atau pemilikan seseorang atau badan hukum dalam suatu perusahaan (Fakhruddin dan Hadianto, 2001 : 6). Saham adalah tanda bukti pengambilan bagian atau peserta dalam suatu perseroan terbatas (Riyanto, 2004 : 240) atau bukti kepemilikan atau tanda penyertaan seseorang atau badan atas suatu perusahaan tertentu (Siamat, 2000 : 385). Menurut Kismono (2001 : 416) saham merupakan sebuah piagam yang berisi aspek-aspek penting bagi perusahaan, termasuk hak dari pemilik saham dan hak khusus yang dimilikinya berkaitan dengan kepemilikan saham. Pemilik suatu saham mempunyai hak dalam kepemilikan perusahaan sebesar persentase kepemilikan sahamnya. Sistem kepemilikan saham di Indonesia (BEI) saat ini tanpa menggunakan warkat (saham tanpa warkat) dimana bentuk kepemilikan tidak lagi berupa lembaran saham yang tercantum nama pemiliknya, tetapi sudah berupa akun/ rekening elektronik atas nama pemilik sehingga penyelesaian transaksi menjadi lebih mudah dan cepat.

Di pasar terdapat dua macam saham, yaitu saham biasa dan saham preferen. Saham Biasa (*Common Stock*), Sekuritas Penyertaan, Sekuritas Ekuitas, atau Ekuitas menunjukkan bagian kepemilikan di sebuah perusahaan yang berbadan hukum perseroan terbatas. Tiap lembar saham biasa mewakili satu suara dalam rapat pemegang saham. Saham biasa mempunyai hak/klaim atas hasil operasi (*dividend*) setelah bunga dan pajak dibayarkan, hak atas aset sisa likuidasi setelah hak pihak lain dibayarkan, dan kewajiban terbatas sebesar nilai investasinya. Besarnya dividen ditetapkan dalam rapat pemegang saham dan tidak merupakan jumlah yang tetap (bisa besar, kecil, bahkan nol, tergantung hasil rapat). Saham Preferen (*Preferred Stock*) juga merupakan sekuritas ekuitas tetapi mempunyai sifat (*fitur*) ganda (sekuritas ekuitas dan sekuritas hutang). Fitur ekuitas, dimana saham preferen merupakan tanda kepemilikan atas perusahaan dan mempunyai hak atas aset dan dividen. Fitur hutang, dimana

saham preferen tidak memiliki hak suara dan besarnya dividen merupakan jumlah tetap seperti bunga hutang, bahkan bisa bersifat kumulatif dan partisipatif.

Perusahaan membutuhkan tambahan modal untuk berbagai keperluan. Salah satu cara yang ditempuh untuk memenuhi kebutuhan modal jangka panjang adalah penerbitan saham dan menjualnya melalui bursa efek. Dana diperoleh perusahaan melalui penjualan sekuritas saham sebagai hasil perdagangan saham perusahaan di Pasar Perdana dan prosesnya disebut *Initial Public Offering* (IPO). Setelah saham terjual di pasar perdana, kemudian sekuritas diperjual-belikan oleh investor di Pasar Sekunder/Reguler. Dengan adanya pasar sekunder investor dapat melakukan perdagangan sekuritas untuk memperoleh keuntungan modal (*Capital Gain*), yaitu selisih harga jual dengan harga belinya. Transaksi yang terjadi di pasar sekunder hanya antar investor, tidak melibatkan emiten (perusahaan berbentuk perseroan yang menerbitkan saham) lagi, dengan demikian tidak memberikan tambahan dana bagi emiten.

Meskipun tidak memberikan tambahan dana bagi emiten, tetapi perdagangan di pasar sekunder sangat menentukan likuiditas sekuritas di pasar perdana. Jika para investor merasa pesimis terhadap sekuritas yang dijual di pasar sekunder nantinya, maka investor akan enggan atau ragu-ragu untuk membeli sekuritas tersebut yang kemudian membuat sekuritas tersebut kurang laku dijual (illikuid). Sebaliknya jika para investor merasa optimis terhadap sekuritas yang dijual di pasar sekunder, maka investor akan berkeinginan kuat untuk membeli sekuritas tersebut yang kemudian membuat sekuritas tersebut laku dijual (likuid).

Terdapat Pasar Lelang dan Pasar Negosiasi atau Bursa Paralel (*Over the Counter Market*) di pasar sekunder. Pasar lelang adalah pasar sekuritas yang melibatkan proses pelelangan/ penawaran di lantai bursa. Investor tidak dapat melakukan transaksi secara langsung, melainkan harus melalui perantaraan broker yang mewakili masing-masing pihak (pihak pembeli dan pihak penjual). Pasar negosiasi adalah pasar yang terdiri dari para *dealer* yang menciptakan

pasar tersendiri di luar lantai bursa dengan cara membeli dari investor dan menjualnya ke investor lain. Dealer di pasar negosiasi mempunyai kepentingan pada transaksi karena sekuritas yang diperdagangkan adalah milik pihak-pihak yang berkompeten terhadap imbalan dari selisih harga jual-bel yang dilakukannya.

Investasi saham memiliki dua imbalan yang dapat diperoleh pemodal berupa bagian laba (*dividen*) dan keuntungan modal (*capital gain*). Dividen adalah bagian laba perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham yang bisa berupa dividen tunai atau dividen saham. Sedangkan keuntungan modal adalah keuntungan yang terbentuk dari aktivitas perdagangan di pasar sekunder berupa kenaikan harga pasar sekuritas.

2.1.2. Harga Pasar Saham

Harga pasar saham individual dan imbalan saham individual merupakan dua hal yang selalu mendapat perhatian investor saham. Pembicaraan tentang harga saham di pasar pada umumnya ditujukan pada harga pasar saham biasa. Menurut Weston et al (2006) harga pasar saham didefinisikan sebagai "*The price at which stock sells in the market*" atau harga dimana saham dijual di pasar. Hartono (1998 : 69) mendefinisikan harga pasar saham sebagai harga yang terjadi di pasar bursa pada waktu tertentu yang ditentukan oleh pelaku pasar melalui permintaan dan penawaran pasar. Jadi harga pasar saham adalah harga saham yang terjadi di pasar, yang dibentuk oleh permintaan dan penawaran saham di pasar modal atau disebut juga dengan harga pasar sekunder. Harga pasar saham merupakan nilai pasar sekuritas saham yang dapat diperoleh investor apabila investor menjual atau membeli saham, ditentukan berdasarkan harga penutupan di bursa pada hari yang bersangkutan. Harga penutupan merupakan harga saham terakhir kali pada saat berpindah tangan di akhir perdagangan.

Sekuritas saham adalah komoditas yang diperdagangkan di pasar saham. Seperti halnya dengan harga pasar komoditas pada umumnya, harga pasar juga

terbentuk dari kekuatan permintaan dan penawaran sekuritas saham di pasar saham. Harga pasar ditentukan oleh permintaan dan penawaran, demikian dikatakan oleh Bodie et al (2008). Harga saham yang berlaku di pasar modal ditentukan oleh para para pelaku pasar yang sedang melangsungkan perdagangan sahamnya dengan berdasarkan kepada permintaan dan penawaran atas saham yang dimaksud. Dari sisi permintaan investor mengajukan harga dan kuantitas pemesanan yang disanggupi (*bid price* and *bid quantity*). Dari sisi penawaran investor mengajukan harga dan kuantitas penjualan yang disanggupi (*offer price* dan *offer quantity*). Pertemuan antara permintaan dan penawaran menciptakan titik temu yang biasa disebut titik ekuilibrium. Saat terjadi titik temu antara harga yang ditawarkan oleh penjual dan harga yang diminta oleh pembeli, maka terciptalah harga keseimbangan atau harga pasar. Kekuatan kedua pihak akan menentukan keseimbangan pasar (market equilibrium) yang terdiri dari harga pasar dan kuantitas pasar. Di pasar saham kuantitas pasar saham tercermin pada volume transaksi atau volume perdagangan saham yang terjadi.

2.1.3. Volume Transaksi Saham

Volume transaksi adalah jumlah lembar saham yang diperdagangkan secara harian (Magdalena, 2004), atau jumlah lembar saham yang diperdagangkan pada hari t (Halim dan Hidayat, 2000). Volume transaksi merupakan salah satu indikator yang digunakan dalam analisis teknikal pada penilaian harga saham dan suatu instrument yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap informasi. Volume perdagangan yang besar mengindikasikan bahwa saham tersebut aktif diperdagangkan dan dealer tidak akan lama menyimpan saham tersebut.

Perkembangan volume transaksi mencerminkan kekuatan permintaan dan penawaran yang merupakan perwujudan dari perilaku investor. Naiknya volume transaksi merupakan kenaikan aktivitas jual-beli para investor di bursa. Semakin besar permintaan dan penawaran suatu saham semakin besar

pengaruhnya terhadap fluktuasi harga saham di bursa. Semakin besarnya volume transaksi saham menunjukkan semakin tingginya minat masyarakat akan saham tersebut, sehingga akan berpengaruh terhadap naiknya harga saham atau imbalannya. Menurut Bamber (1996) dalam Wahyudi (2001) volume transaksi saham dapat digunakan sebagai proksi reaksi pasar, karena volume transaksi merefleksikan aktivitas investor dengan adanya informasi baru melalui jumlah saham yang diperdagangkan.

Nilai pasar barang dan jasa ditentukan oleh interaksi antara permintaan dan penawaran. Interaksi antara permintaan dan penawaran dipengaruhi oleh banyak faktor baik rasional maupun irasional. Faktor-faktor tersebut menurut Levy (1996) meliputi berbagai variabel ekonomi dan variabel fundamental perusahaan serta faktor-faktor seperti opini, rumor, *mood* investor dan ramalan-ramalan investor. Pernyataan ini sejalan dengan pernyataan Bodie (2008) yang mengatakan bahwa harga pasar ditentukan oleh permintaan dan penawaran.

Saham merupakan komoditas yang diperdagangkan di pasar saham. Sebagaimana harga pasar komoditas pada umumnya, harga pasar saham juga terbentuk dari interaksi kekuatan penawaran dan permintaan sekuritas saham di pasar. Guna menetapkan harga dan kuantitas kesanggupannya untuk menjual/membeli (*bid price and quantity* dan *offer price and quantity*) itu para pelaku pasar melakukan analisis saham.

Mengikuti hukum permintaan, kuantitas saham yang diminta dan harga saham saling mempengaruhi. Kekuatan tawar-menawar (*bargaining power*) antara permintaan dan penawaran membentuk harga pasar dan kuantitas pasar ketika terjadi titik temu/kesepakatan/keseimbangan (*equilibrium*). Ekulibrium ini tercermin pada harga dan volume transaksi yang terjadi di pasar saham. Perubahan kondisi atau faktor yang terjadi di pasar akan berpengaruh terhadap harga pasar dan volume transaksi. Indeks harga saham individual (IHSI) merupakan harga pasar saham individual yang dinyatakan dalam bentuk indeks, dimana dalam perhitungan indeks terdapat komponen harga pasar dan kuantitas (volume transaksi) . Oleh karena itu faktor-faktor yang berpengaruh

terhadap harga pasar dan volume transaksi akan berdampak pada indeks harga saham individual.

2.1.4. Imbalan Saham

Harga pasar dan perubahannya (naik/turunnya) sangat penting artinya bagi investor karena dua hal. Pertama, harga pasar menentukan besarnya nilai perusahaan dan nilai kekayaan investor yang tertanam di perusahaan. Nilai pasar perusahaan dihitung dari perkalian harga pasar dengan jumlah lembar saham yang beredar. Harga pasar merupakan kekayaan pemegang saham yang tertanam di perusahaan, dimana masing-masing investor memiliki sebagian kekayaan tersebut dengan persentase tertentu. Kedua, harga pasar merupakan sumber imbalan bagi investor yang berupa keuntungan modal. Keuntungan/kerugian modal diperoleh dari kenaikan/penurunan harga pasar saham yang dimiliki. Keuntungan modal merupakan bagian dari imbalan dalam investasi saham.

Harapan investor dalam investasi saham adalah memperoleh imbalan sebesar-besarnya dengan risiko tertentu yang telah diperhitungkan. Apa itu imbalan ? Brigham and Ernhardt (2005) dan Besley and Brigham (2007) mendefinisikan imbalan sebagai ukuran kinerja keuangan dari suatu investasi. Menurut Van Horne & Wachoviz (2001 : 26) imbalan adalah keuntungan yang berkaitan dengan pemilikan investasi yang meliputi dividen kas tahunan yang diterima serta kenaikan harga pasar atau keuntungan modal yang realisasinya di akhir tahun. Menurut Jones et al (2006 : 134) imbalan adalah “*yield and capital gain/loss*”. Yield adalah arus kas yang dibayarkan secara periodik kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. *Capital gain/loss* (keuntungan/kerugian modal) adalah selisih antara harga saham pada saat pembelian dan pada saat penjualan. Corrado & Jordan (2002) menyatakan bahwa imbalan dari investasi adalah arus kas dan keuntungan/ kerugian modal.

Berdasarkan beberapa pendapat di atas dapat disimpulkan bahwa imbalan saham adalah keuntungan yang diperoleh dari kepemilikan saham oleh investor

atas investasi yang dilakukannya yang terdiri dari dividen dan keuntungan modal. Dividen merupakan bagian laba perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham dalam periode tertentu. Keuntungan/kerugian modal adalah selisih harga saham antara saat pembelian dan saat penjualan. Jika penjualan tidak dilakukan, keuntungan/kerugian modal tidak terealisasi, tetapi potensi keuntungan/kerugiannya tetap dapat diukur, yaitu selisih harga saham antara awal periode dan akhir periode.

Para ahli merumuskan imbalan saham sebagai berikut :

1. Menurut Van Horne (2001 : 28) :

$$\text{Return } (r) = \frac{\text{Dividends} + (\text{Ending Price} - \text{Beginning Price})}{\text{Beginning Price}}$$

2. Menurut Bodie (2008) :

$$\text{Holding Period Return} = \frac{(\text{Ending Price} - \text{Beginning Price}) + \text{Dividends}}{\text{Beginning Price}}$$

Kedua rumus di atas adalah imbalan dalam persentase (*Rate of Return*). Jika penyebut dalam persamaan dihilangkan, maka diperoleh imbalan dalam satuan uang seperti yang dikemukakan oleh Tandelillin (2010 : 48) :

$$\text{Total Return} = \text{Yield} + \text{Capital Gain (Loss)}$$

dimana *Yield* = aliran kas atau pendapatan periodik dari investasi saham yang disebut dividen dan *Capital Gain (Loss)* = perubahan harga saham dari awal ke akhir periode.

Dari rumusan tersebut tampak bahwa imbalan saham yang diharapkan investor berasal dari dua sumber/komponen yang disebut Yield dan Capital Gain/Loss. Dividen yang dibagikan oleh perusahaan kepada pemegang saham merupakan pembagian laba, sedangkan capital gain/loss (keuntungan/kerugian modal) berasal dari perubahan harga yang dapat memberikan keuntungan/kerugian modal bagi investor. Kenyataannya hampir semua investor lebih menyukai keuntungan modal dibandingkan dividen (Susanto dan Sabardi, 2010

: 25). Dalam investasi saham, investor lebih mengharapkan imbalan berupa keuntungan modal. Bagi investor yang mengutamakan imbalan berupa keuntungan modal, imbalan suatu saham dapat dirumuskan sebagai berikut (Ross et al, 2008 : 238) :

$R_i = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$	dimana R_i = imbal hasil saham suatu periode P_t = harga saham periode t P_{t-1} = harga saham periode sebelumnya
---------------------------------------	---

Karena Harga Pasar Saham Individual direpresentasikan oleh Indeks Harga Saham Individual dan Harga Pasar Saham keseluruhan (pasar) direpresentasikan oleh Indeks Harga Saham Gabungan, maka imbalan saham individual (R_i) dan imbalan saham pasar (R_m) dirumuskan oleh Jogiyanto (2003 : 282) menjadi sebagai berikut :

$R_i = \frac{IHSl_t - IHSl_{t-1}}{IHSl_{t-1}}$	$R_m = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$
--	--

Imbalan menjadi indikator peningkatan kekayaan (*equity*) dan kemakmuran (*wealth*) investor, sekaligus juga tolok ukur prospek saham perusahaan. Bagi investor, imbalan menjadi perhatian besar, terutama imbalan yang berupa keuntungan modal. Keuntungan modal potensial diperoleh dari perubahan harga pasar saham (HPS) yang lebih besar dari harga pasar periode sebelumnya. Disebut keuntungan modal potensial karena belum terealisasi (benar-benar diperoleh), dan menjadi keuntungan modal yang sebenarnya jika saham telah dijual. Oleh karena keuntungan modal berasal dari kenaikan Harga Pasar Saham, maka investor (dan calon investor) berkepentingan untuk memprediksi Harga Pasar Saham dan imbalan saham yang dimiliki atau akan dibeli.

2.1.5. Indeks Harga Saham Individual

Secara sederhana indeks adalah suatu angka yang digunakan untuk membandingkan suatu peristiwa dibandingkan dengan suatu peristiwa lainnya. Angka indeks atau sering disebut dengan indeks saja, pada dasarnya merupakan suatu angka yang dibuat sedemikian rupa sehingga dapat dipergunakan untuk melakukan perbandingan antara kegiatan yang sama dalam dua waktu yang berbeda (Supranto, 2009). Indeks harga saham adalah harga saham yang dinyatakan dalam angka indeks (*fayku.files.wordpress.com*). Indeks harga saham individual (IHSI) adalah indeks harga saham masing-masing perusahaan yang tercatat di bursa saham (*www.idx.co.id.*). IHSI merupakan perbandingan harga pasar masing-masing saham terhadap harga dasarnya, sedangkan indeks harga saham gabungan (IHSG) merupakan indeks gabungan dari seluruh saham yang tercatat di bursa efek dan diterbitkan oleh bursa efek (*fayku.files.wordpress.com*). IHSI dan IHSG di Indonesia dirumuskan sebagai berikut (Hamzah, 2006 : 20) :

$\text{IHSI} = \frac{\text{Nilai Pasar}}{\text{Nilai Dasar}} \times 100$	Nilai pasar = jumlah saham x harga pasar terakhir Nilai dasar = jumlah saham x harga perdana saham suatu perusahaan
$\text{IHSG} = \frac{\text{Nilai Pasar}}{\text{Nilai Dasar}} \times 100$	Nilai pasar = jumlah saham x harga pasar terakhir Nilai dasar = jumlah saham x harga perdana dari seluruh saham yang ada di pasar

Indeks harga saham menjadi indikator perdagangan saham, indikator yang menunjukkan pergerakan harga saham. Indeks berfungsi sebagai indikator trend pasar, artinya pergerakan indeks menggambarkan kondisi pasar pada suatu saat, apakah pasar sedang aktif atau lesu. Dengan adanya indeks, trend pergerakan harga saham saat ini dapat diketahui apakah sedang naik, stabil atau turun. Misalnya jika di awal bulan nilai indeks 300 dan saat ini di akhir bulan menjadi 330, maka dapat dikatakan bahwa harga saham mengalami

peningkatan sebesar 10%. Pergerakan indeks menjadi indikator penting bagi para investor untuk menentukan apakah mereka akan menjual, menahan atau membeli suatu atau beberapa saham. Karena harga-harga saham bergerak dalam hitungan detik dan menit, maka nilai indeks pun bergerak turun naik dalam hitungan waktu yang cepat pula.

IHSI merupakan harga pasar saham suatu perusahaan yang dinyatakan dalam bentuk indeks, dinyatakan dalam satuan poin, dan dihitung dengan cara tertentu. Dengan demikian tinggi/rendahnya nilai saham suatu perusahaan tercermin pada IHSI, atau tinggi/rendahnya IHSI merupakan cerminan tinggi/rendahnya nilai saham suatu perusahaan. Jika IHSI perusahaan A lebih tinggi dari pada IHSI perusahaan B, itu berarti saham perusahaan A dinilai/dihargai oleh investor lebih tinggi dari pada saham perusahaan B.

Indeks harga saham dihitung dari harga saham. Harga pasar tiap-tiap saham yang terbentuk di pasar menjadi dasar perhitungan IHSI masing-masing perusahaan, IHSI menjadi dasar perhitungan Indeks Harga Saham Industri (IHSIn) tiap-tiap industri dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dari seluruh saham yang beredar di pasar (BEI) yang akan dipublikasikan ke seluruh dunia. IHSI menjadi indikator utama yang menggambarkan pergerakan harga pasar saham suatu perusahaan, IHSIn menjadi indikator utama yang menggambarkan pergerakan harga pasar saham suatu industri, dan IHSG menjadi indikator utama yang menggambarkan pergerakan harga pasar saham gabungan seluruh perusahaan yang beredar di pasar.

IHSI sangat penting bagi investor. Pentingnya IHSI bagi investor menurut Alwi (2003 : 89) terlihat dari lima fungsinya sebagai berikut :

1. Sebagai indikator untuk mengetahui tingkat perkembangan dan penurunan pasar.
2. Sebagai indikator tingkat keuntungan saham.
3. Sebagai indikator kinerja perusahaan penerbit saham (emiten).
4. Sebagai indikator kinerja portofolio investasi dan menjadi dasar pembentukan portofolio dengan strategi pasif.

5. Menggambarkan perkembangan produk derivatif yang diperdagangkan di pasar.

Pergerakan indeks menjadi pedoman penting bagi para investor untuk menentukan apakah mereka akan menjual, menahan atau membeli suatu atau beberapa saham. Karena harga-harga saham bergerak dalam hitungan detik dan menit, maka angka indeks pun bergerak turun-naik dalam hitungan waktu yang cepat pula.

Indeks harga saham merupakan indikator pasar untuk mengukur dan mencatat rata-rata tingkat perubahan harga saham baik secara individual, industrial maupun keseluruhan harga Saham Biasa (*Common Stock*) yang ditransaksikan di bursa. Indeks harga saham mempunyai karakteristik antara lain: menggunakan satuan Lot, bulan perdagangan, jangka waktu penyelesaian posisi, dsbnya.

IHSI menjadi indikator utama yang menggambarkan pergerakan harga pasar saham suatu perusahaan. Harga pasar dipengaruhi oleh banyak faktor. Oleh karena IHSI adalah cerminan harga pasar saham individual (HPSI) dan IHSI adalah HPSI yang dinyatakan dalam bentuk indeks, maka faktor-faktor yang mempengaruhi HPSI akan berdampak pula terhadap IHSI. Saham merupakan komoditas di pasar saham. Seperti komoditas pada umumnya, harga pasar saham yang terbentuk di pasar –terutama pasar sekunder- merupakan hasil tarik-menarik kekuatan antara para investor yang menjadi calon pembeli dan calon penjual. Faktor-faktor yang mempengaruhi harga pasar saham dikemukakan dalam teori analisis saham.

2.1.6. Kinerja Perusahaan

Kinerja merupakan seperangkat hasil yang dicapai dan merujuk pada tindakan pencapaian serta pelaksanaan suatu pekerjaan yang diminta (*Stolovitch and Keeps, 1992*). Kinerja merujuk kepada tingkat keberhasilan dalam melaksanakan tugas serta kemampuan untuk mencapai tujuan yang telah ditetapkan (*Donnelly, Gibson and Ivancevich, 1994*). Kinerja juga diartikan

sebagai kualitas dan kuantitas pencapaian tugas-tugas baik yang dilakukan oleh individu, kelompok maupun perusahaan (Schermmerhorn, Hunt and Osborn, 1991). Kinerja adalah hasil kerja yang dapat dicapai seseorang atau sekelompok orang dalam suatu organisasi sesuai dengan wewenang dan tanggung-jawab masing-masing dalam rangka mencapai tujuan organisasi dalam periode waktu tertentu (Prawirosentono, 1999). Kinerja adalah tingkat pencapaian hasil atas pelaksanaan tugas tertentu dalam rangka mewujudkan tujuan perusahaan (P. Simanjuntak, 2005). Kinerja merupakan suatu istilah umum yang digunakan untuk menggambarkan sebagian atau seluruh tindakan atau aktivitas dari suatu organisasi pada suatu periode dengan referensi pada jumlah standar seperti biaya-biaya masa lalu atau yang diproyeksikan, dengan dasar efisiensi, pertanggungjawaban atau akuntabilitas manajemen dan sebagainya (Ceacilia Srimindarti, 2004). Menurut Bernardin and Russel (1998 : 239), dikatakan : *“Performance is defined as the record of outcomes produced on a specified job function or activity during a time period”*. Williams (2002 : 94) menyatakan : *“Performance is what the person or system does”*. Dari pendapat-pendapat tersebut dapat dikatakan bahwa kinerja merupakan indikator dari baik-buruknya keputusan manajemen dalam menjalankan tugasnya. Dengan demikian kinerja merupakan hasil dari pemanfaatan sumberdaya yang ada secara baik dan sekaligus mencerminkan seberapa jauh sebuah keberhasilan tercapai, atau hasil kerja secara kuantitas dan kualitas yang dicapai oleh seorang karyawan atau perusahaan dalam melaksanakan tugas sesuai tanggung-jawab yang diberikan kepadanya.

Kinerja perusahaan adalah suatu tampilan keadaan secara utuh atas perusahaan selama periode waktu tertentu, merupakan hasil atau prestasi yang dipengaruhi oleh kegiatan operasional perusahaan dalam memanfaatkan sumberdaya yang dimiliki (Helfert, 1996 dalam Ceacilia Srimindarti, 2004 : 53). Menurut SK Menteri Keuangan RI No. 740/KMK 00/1989), kinerja perusahaan adalah prestasi yang dicapai oleh perusahaan selama periode tertentu yang mencerminkan tingkat kesehatan perusahaan tersebut. Dengan

demikian kinerja perusahaan merupakan sesuatu yang dihasilkan oleh suatu perusahaan dalam periode tertentu dengan mengacu pada standar yang ditetapkan.

Kinerja perusahaan sebenarnya terdiri dari empat perspektif, yaitu perspektif keuangan, perspektif pelanggan, proses bisnis internal, serta pertumbuhan dan pembelajaran (*Kaplan and Atkinson, 1998 : 368*). Namun demikian kinerja perusahaan dalam perspektif keuangan (kinerja keuangan perusahaan) paling banyak digunakan selama ini dan akan terus demikian untuk mengukur kinerja perusahaan (*Kaplan and Atkinson, 1998 : 442*), demikian pula bagi investor. Oleh karena itu investor perlu melakukan analisis keuangan. Tujuan analisis keuangan adalah untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan (*Palepu and Bernard : 5-1*). Palepu mengatakan bahwa terdapat dua alat prinsipil untuk analisis keuangan, yaitu analisis rasio dan analisis arus kas. Analisis rasio atas kinerja perusahaan saat ini dan masa lalu memberikan landasan untuk meramalkan kinerja masa depan perusahaan.

Pengaruh kinerja perusahaan terhadap harga saham dan volume transaksi dikemukakan dalam Analisis Fundamental Perusahaan sebagai bagian dari Analisis Fundamental saham. Dalam teori analisis saham dengan pendekatan top-down, analisis fundamental perusahaan (biasa disebut singkat sebagai Analisis Perusahaan) dilakukan setelah analisis fundamental industri dilakukan (biasa disebut singkat sebagai Analisis Industri). Dalam analisis industri investor mempelajari prospek industri untuk menentukan pilihan industri untuk berinvestasi. Setelah industri tertentu dipilih untuk investasi, investor akan memilih perusahaan dalam industri tersebut untuk investasi sahamnya dengan melakukan analisis perusahaan. Dalam analisis perusahaan investor mempelajari prospek perusahaan-perusahaan untuk menentukan pilihan perusahaan untuk berinvestasi dalam industri yang telah terpilih pada analisis industri. Jadi analisis ini berkaitan dengan pertanyaan : "Saham perusahaan apa dalam industri terpilih yang layak dipilih untuk berinvestasi ?". Karena tujuan investasi adalah memperoleh imbalan, maka perusahaan yang dipilih untuk

berinvestasi saham adalah perusahaan yang mempunyai prospek bagus dalam memberikan imbalan.

Dalam analisis fundamental perusahaan dikemukakan bahwa harga pasar dan volume transaksi saham dipengaruhi oleh prospek saham dalam memberikan imbalan, dan prospek imbalan saham tercermin pada kondisi/kinerja emiten (perusahaan yang menerbitkan saham dan menjualnya ke publik), khususnya kondisi/kinerja keuangannya (Tandelillin, 2010 : 209 dst.). Oleh karena itu harga saham dan volume transaksi saham dari perusahaan yang mempunyai kinerja baik akan meningkat. Dengan kata lain kinerja perusahaan berpengaruh terhadap harga pasar dan volume transaksi saham perusahaan.

Analisis fundamental perusahaan mempelajari semua informasi yang berhubungan dengan saham dan pasar yang dituju dengan mencoba melihat bisnis di masa yang akan datang dan perkembangan kinerja keuangan perusahaan, termasuk pergerakan dari harga saham itu sendiri. Kinerja keuangan perusahaan merupakan satu diantara dasar penilaian mengenai kondisi keuangan perusahaan yang dilakukan berdasarkan analisa terhadap rasio keuangan perusahaan (Munawir, 2010 : 30). Dengan analisis fundamental perusahaan calon investor akan dapat mengetahui bagaimana operasional perusahaan dan kesehatan perusahaan, baik atau buruk.

Para analisis fundamental berpendapat bahwa saham memiliki nilai intrinsik yang tercermin pada faktor fundamental perusahaan (kinerja perusahaan) yang mempengaruhinya, sehingga analisis diarahkan untuk mengetahui apakah harga saham tersebut merupakan harga yang wajar sesuai dengan nilai intrinsiknya. Analisis fundamental berupaya memperkirakan apa yang seharusnya terjadi pada harga pasar dan volume transaksi saham berdasarkan faktor-faktor yang mempengaruhinya (kinerja perusahaan). Para analisis fundamental akan memutuskan/menyarankan pembelian atau penahanan saham apabila saham berada dalam posisi *undervalued*, dan

memutuskan/menyarankan penjualan atau penundaan saham apabila saham berada dalam posisi *overvalued*.

Analisis fundamental perusahaan dapat dilakukan dengan pendekatan nilai intrinsik saham dan pendekatan rasio keuangan. Kedua pendekatan analisis ini menggunakan data akuntansi (laporan keuangan). Laporan keuangan merupakan informasi yang penting bagi investor. Manfaat laporan keuangan menjadi optimal apabila investor dapat menganalisis lebih lanjut melalui analisis rasio keuangan. Rasio keuangan berguna untuk memprediksi prospek dan kesulitan keuangan perusahaan, hasil operasi, kondisi keuangan saat ini dan masa yang akan datang, serta pedoman bagi investor mengenai kinerja masa lalu dan masa mendatang (Horigan dalam Tuasikal, 2001). Begitu pentingnya rasio keuangan sehingga perusahaan-perusahaan yang go publik diharuskan menyertakan rasio keuangan yang relevan (Keputusan Ketua Bapepam No. Kep-51/PM/1996 tanggal 17 Januari 1996).

Nilai intrinsik merupakan fungsi dari variabel-variabel perusahaan yang dikombinasikan untuk menghasilkan suatu imbalan yang diharapkan dan risiko yang melekat pada suatu saham. Hasil estimasi nilai intrinsik dibandingkan dengan harga pasar sekarang yang ada (*current market price*). Dengan menggunakan nilai intrinsik, pemilihan perusahaan untuk berinvestasi didasarkan pada perbandingan antara harga pasar saham dan nilai intrinsiknya. Saham layak dibeli jika Harga Pasar lebih rendah dari nilai intrinsiknya, dan layak dijual jika sebaliknya (Tandelillin, 2010 : 231). Nilai intrinsik saham dapat ditaksir melalui *Earning Per Share (EPS)* dan *Price Earning Ratio (PER)*, dimana Nilai Intrinsik = $EPS \times PER$. Kedua komponen bisa dihitung berdasarkan informasi yang terdapat pada laporan keuangan yang dipublikasikan.

Earning Per Share (EPS) adalah laba yang diperoleh untuk tiap lembar saham dari suatu perusahaan. Besarnya *EPS* sama dengan total laba bersih dibagi jumlah lembar saham yang beredar. *EPS* suatu perusahaan menunjukkan besarnya laba bersih yang menjadi hak seluruh pemegang saham.

Tinggi/rendahnya *EPS* menunjukkan tinggi/rendahnya laba yang diperoleh oleh tiap lembar saham. Saham yang menarik untuk berinvestasi adalah saham dari perusahaan yang memiliki *EPS* tinggi.

Price Earning Ratio (PER) adalah perbandingan antara harga saham suatu perusahaan dan laba yang diperoleh perusahaan tersebut. *PER* menunjukkan berapa besar uang yang harus dibayarkan untuk memperoleh sejumlah laba, atau berapa lama uang yang ditanamkan dalam suatu investasi akan kembali melalui laba yang diperoleh. *PER* atau *Earning Multiplier* sejatinya adalah besarnya rupiah yang harus dibayarka investor untuk memperoleh Rp 1 laba perusahaan, atau harga setiap Rp 1 laba perusahaan (Untuk memperoleh laba Rp 1, berapa rupiah investor harus menginvestasikan dananya?). Di pasar saham *PER* juga merupakan harga relatif suatu saham. *PER* yang tinggi menunjukkan bahwa investasi akan kembali dalam jangka waktu lama. Saham yang menarik untuk berinvestasi adalah saham perusahaan yang *PER*-nya rendah.

EPS dan *PER* dirumuskan oleh Weston et al (2006 : 04) sebagai berikut:

$EPS = \frac{\text{Net income available to common stockholders}}{\text{Number of common share outstanding}}$
$PER = \frac{\text{Market price per share}}{\text{Earning Per Share}}$

Analisis perusahaan juga dapat dilakukan dengan pendekatan rasio keuangan. Dengan analisis rasio keuangan, pemilihan perusahaan untuk berinvestasi didasarkan pada prospek perusahaan yang dapat dilihat dari kinerja perusahaan, khususnya kinerja keuangan. Investor sebagai pihak yang berkepentingan sangat memerlukan hasil pengukuran kinerja keuangan perusahaan untuk dapat melihat kondisi perusahaan dan tingkat keberhasilan perusahaan dalam menjalankan kegiatan operasionalnya. Menurut Yuwono dkk.

(2003 : 31), dengan adanya rasio keuangan dapat ditentukan apakah kinerja keuangannya baik atau tidak. Kinerja keuangan perusahaan yang diukur menurut Munawir (2010 : 31) meliputi empat aspek, yaitu : likuiditas, profitabilitas, solvabilitas, dan akitivitas. Keempat aspek tersebut diukur dengan ratio keuangan.

Rasio keuangan merupakan angka yang diperoleh dari hasil perbandingan dari satu akun laporan keuangan dengan akun lainnya yang mempunyai hubungan relevan dan signifikan (Harahap, 2009 : 297). Menurut Adiningsih (1998 : 260), ratio keuangan adalah perbandingan antara dua elemen laporan keuangan yang menunjukkan suatu indikator keuangan pada waktu tertentu. Dapat dikatakan bahwa rasio keuangan menjadi alat ukur untuk mengukur kondisi keuangan perusahaan sehingga dapat menjelaskan atau memberi gambaran tentang kondisi keuangan perusahaan kepada pemiliknya.

Analisis rasio keuangan merupakan cara penting untuk menyatakan hubungan-hubungan yang bermakna diantara komponen-komponen dalam laporan keuangan. Ratio keuangan yang digunakan untuk mengukur kinerja keuangan tersebut terdiri dari rasio-rasio likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, dan aktivitas (Munawir, 2010 : 31) atau rasio-rasio likuiditas, *leverage*, profitabilitas, dan aktivitas (Riyanto, 2010 : 331). Rasio likuiditas adalah rasio yang mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansial jangka pendek yang harus dipenuhi pada saat ditagih, seperti hutang jangka pendek, kebutuhan bahan baku, upah buruh dan pemeliharaan mesin. Rasio profitabilitas adalah rasio yang mengukur hasil akhir dari sejumlah kebijakan dan keputusan manajemen, atau menguku kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba selama periode tertentu. Rasio solvabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi seluruh kewajiban keuangannya seandainya perusahaan dilikuidasi. Rasio aktivitas adalah rasio yang mengukur seberapa efektif perusahaan menggunakan sumber dananya, atau rasio yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menjalankan dan

mempertahankan usahanya agar tetap stabil. Rasio *leverage* adalah rasio yang mengukur seberapa besar perusahaan dibelanjai dengan hutang.

Secara keseluruhan rasio keuangan sangat banyak. Mengenai penggunaan rasio keuangan ini, Prihadi (2008 : 8) mengemukakan bahwa setiap peneliti berhak menentukan rasio yang digunakan, dan tidak ada regulasi tentang penggunaan rasio tertentu. Rasio keuangan yang dapat digunakan oleh investor untuk memperoleh gambaran kinerja perusahaan dan tersedia informasinya secara terbuka meliputi laba per lembar saham (*Earning Per Share, EPS*), rasio harga/laba (*Price-Earning Ratio, PER*), nilai buku (*BookValue, BV*), rasio harga/nilai buku (*Price-Book Value Ratio, PBV*), rasio hutang/ekuitas (*Debt-Equity Ratio, DER*), imbalan atas asset (*Return on Assets, ROA*), imbalan atas ekuitas (*Return on Equity, ROE*), margin laba bersih (*Net Profit Margin, NPM*), dan margin laba operasi (*Operting Profit Margin, OPM*).

Menurut teori analisis fundamental perusahaan, kinerja perusahaan (khususnya kinerja keuangan yang tercermin pada rasio-rasio keuangan) merupakan faktor fundamental yang mempengaruhi harga dan kuantitas keseimbangan saham (harga pasar dan volume transaksi). Ide dasar dari pendekatan fundamental ini adalah bahwa harga saham dipengaruhi oleh kinerja perusahaan. Apabila kinerja perusahaan baik maka nilai perusahaan akan tinggi. Dengan nilai perusahaan yang tinggi membuat para investor melirik perusahaan tersebut untuk menanamkan modalnya sehingga akan terjadi kenaikan harga saham. Sebaliknya apabila terdapat berita buruk mengenai kinerja perusahaan maka akan menyebabkan penurunan harga saham pada perusahaan tersebut. Dapat dikatakan bahwa harga saham dan volume transaksi saham merupakan fungsi dari nilai perusahaan, artinya kinerja perusahaan berpengaruh terhadap harga saham dan volume transaksi saham di pasar .

Data empiris menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI mempunyai kinerja yang berbeda dilihat dari rasio keuangannya. Perbedaan kinerja antar perusahaan membuat daya tarik investasi perusahaan

berbeda. Perbedaan daya tarik investasi yang dimiliki perusahaan membuat kekuatan permintaan-penawaran saham perusahaan yang bersangkutan berbeda. Perbedaan kekuatan permintaan-penawaran antar perusahaan membuat harga pasar saham individual dan volume transaksi saham individual perusahaan-perusahaan berbeda-beda. Dengan kata lain kinerja keuangan perusahaan berpengaruh terhadap harga pasar dan volume transaksi saham di pasar. Oleh karena itu penting bagi investor untuk melakukan analisis perusahaan. Dengan analisis tersebut investor dapat mengetahui prospek perusahaan yang ada, kemudian memilih perusahaan yang potensial untuk berinvestasi saham.

Rasio keuangan yang biasa digunakan dalam analisis ini adalah laba per lembar saham (*Earning Per Share, EPS*), rasio harga/laba (*Price to Earning Ratio, PER*), nilai buku (*Book Value, BV*), rasio harga/nilai buku (*Price to Book Value Ratio, PBV*), rasio hutang/ekuitas (*Debt to Equity Ratio, DER*), imbalan atas aset (*Return on Assets, ROA*), imbalan atas ekuitas (*Return on Equity, ROE*), margin laba bersih (*Net Profit Margin, NPM*) dan margin laba operasi (*Operating Profit Margin, OPM*).

2.1.7. Ekspektasi Investor

Dalam berinvestasi para investor mempunyai harapan (ekspektasi) akan harga dan imbalan masa depan dari saham yang dimiliki atau akan dibeli. Suad Husnan (2005) mengatakan bahwa imbalan yang diharapkan (*expected return*) adalah keuntungan yang akan diterima oleh investor atas investasinya pada perusahaan emiten dalam waktu yang akan datang dan tingkat keuntungan ini sangat dipengaruhi oleh prospek perusahaan di masa depan. Harga saham dan imbalan saham yang diharapkan harus diestimasi dengan cara tertentu (Brown and Warner, 1985). Tingginya harga saham dan imbalan saham yang diharapkan didasarkan pada estimasi yang dibuatnya.

Pengaruh ekspektasi investor dikemukakan dalam analisis teknikal, dimana ekspektasi investor yang dimaksud adalah harapan investor akan harga saham

dan imbalan saham yang akan terjadi di masa yang akan datang. Menurut Bodie et al (2008), analisis teknikal secara esensial adalah pencarian pola harga saham dan imbalan saham yang dapat diprediksi. Saham yang diprediksi/diharapkan mempunyai nilai harapan harga dan imbalan tinggi itulah yang akan menjadi pilihan investor untuk berinvestasi dan investor bersedia membeli dengan harga lebih tinggi dan kuantitas lebih banyak dibanding saham lain. Dengan kata lain besarnya harapan (ekspektasi) investor akan harga dan imbalan saham berpengaruh terhadap harga pasar dan volume transaksi saham.

Analisis saham teknikal berusaha meramalkan harga pasar saham dan imbalan saham berdasarkan pola pergerakan harga pasar saham dan imbalan saham itu sendiri selama periode pengamatan. Hasil peramalan menjadi harapan/ekspektasi investor akan harga saham dan imbalan saham yang akan terjadi di masa yang akan datang. Jadi analisis teknikal merupakan analisis data berkala, dimana kecenderungan naik-turunnya harga dan imbalan saham merupakan fungsi waktu atau dipengaruhi oleh faktor waktu. Analisis ini digunakan investor untuk memprediksi harga atau imbalan saham yang diharapkan akan terjadi di masa yang akan datang (ekspektasi investor akan harga dan imbalan saham). Saham perusahaan menjadi menarik bagi investor jika mempunyai nilai harapan harga atau imbalan yang tinggi.

Di pasar modal pergerakan harga dan imbalan saham sangat fluktuatif (*volatile*) dan mengindikasikan adanya pola kecenderungan (tren) tertentu. Karena analisis tren merupakan pendekatan analisis yang bersifat statistik dan merupakan bagian dari analisis statistik, maka menurut David dan Kurniawan (2010 : 110) analisis tren dapat menggunakan pendekatan statistik yang disebut Tren. Tren Sekuler (*Secular Trend*) dirumuskan di bawah ini (Levin & Rubin, 2008) :

$$Y' = a + bX \quad \text{dimana } a = \frac{Y}{n}$$

$$b = \frac{XY}{X^2}$$

Teori analisis saham teknikal menyatakan bahwa ekspektasi investor akan harga dan imbalan saham menjadi faktor penting yang harus dipertimbangkan dalam melakukan investasi. Data empiris menunjukkan bahwa saham perusahaan-perusahaan yang tercatat di BEI mempunyai nilai ekspektasi harga dan imbalan saham yang berbeda-beda. Perbedaan nilai ekspektasi membuat daya tarik investasi saham perusahaan berbeda. Perbedaan daya tarik investasi yang dimiliki perusahaan membuat kekuatan permintaan-penawaran saham perusahaan berbeda. Perbedaan kekuatan permintaan-penawaran antar perusahaan membuat Harga Pasar dan Volume Transaksi perusahaan-perusahaan yang ada berbeda. Dengan kata lain ekspektasi investor akan harga dan imbalan saham berpengaruh terhadap harga pasar dan volume transaksi saham di pasar. Oleh karena itu penting bagi investor untuk melakukan analisis teknikal guna menentukan besarnya nilai ekspektasi. Dengan analisis tersebut investor dapat mengetahui saham perusahaan apa yang mempunyai nilai ekspektasi tinggi, kemudian memilihnya untuk berinvestasi.

Besarnya estimasi yang menjadi ekspektasi investor akan harga saham dan imbalan saham di masa depan didasarkan pada harga terakhir (*Last Price, LP*), harga rata-rata (*Average Price, AP*), nilai tren harga (*Price Trend, PT*), imbalan terakhir (*Last Return, LR*), imbalan rata-rata (*Average Return, AR*), nilai tren imbalan (*Return Trend, RT*) dalam rupiah, persentase imbalan terakhir (*Last Return, LR%*), persentase imbalan rata-rata (*Average Return, AR%*), nilai tren persentase imbalan (*Return Trend, RT%*).

2.1.8. Risiko Investasi

Investor perlu memiliki tolok ukur agar dapat mengetahui apakah jika ia melakukan investasi pada suatu saham akan mendatangkan keuntungan ketika sahamnya dijual. Investor dapat menggunakan imbalan yang telah dihasilkan selama ini sebagai tolok ukur untuk memprediksi imbalan yang diharapkan (*Expected Return*). Tetapi dalam mengukur kinerja saham tidak

hanya perlu melihat tingkat imbalan yang dihasilkan, melainkan juga harus memperhatikan faktor risiko.

Menurut Tandelillin (2010 : 8) proses keputusan investasi merupakan proses yang berkesinambungan (*on going process*) yang meliputi lima tahap keputusan yang berjalan terus-menerus sampai tercapai keputusan investasi terbaik. Lima tahap keputusan tersebut adalah : penentuan tujuan investasi, penentuan kebijakan investasi, pemilihan strategi portofolio, pemilihan aset investasi, serta pengukuran dan evaluasi kinerja portofolio.

Investor (calon) atau wakilnya datang ke pasar membawa harga dan kuantitas kesanggupan masing-masing yang disebut "*bid price and quantity*" bagi calon pembeli dan "*offer price and quantity*" bagi calon penjual. Untuk menetapkan harga dan kuantitas kesanggupan, pelaku pasar yang rasional terlebih dahulu melakukan analisis atas sekuritas yang diperdagangkan. Apa yang dimaksud dengan analisis sekuritas, dan apa pula pentingnya ? Palepu et al (2006 : 9-1) menyatakan sebagai berikut :

“Analisis sekuritas ekuitas adalah evaluasi sebuah perusahaan dan prospeknya dari sudut pandang investor atau calon investor pada saham perusahaan. Analisis sekuritas adalah suatu langkah dalam proses investasi yang lebih luas dan melibatkan : (1) penetapan tujuan investor, (2) pembentukan ekspektasi imbalan dan risiko sekuritas individual, dan (3) pengkombinasian sekuritas-sekuritas individual ke dalam portofolio untuk memaksimalkan progres ke arah sasaran investasi. Analisis sekuritas adalah pondasi bagi langkah ke dua, proyeksi imbalan masa depan dan pengukuran risiko. Analisis sekuritas dilakukan oleh investor sendiri, oleh analis di lembaga broker (analisis pihak-jual), dan oleh orang yang bekerja atas perintah manajer dana untuk berbagai lembaga (analisis pihak-beli)”.

Jadi menurut Palepu salah satu tahap dalam analisis sekuritas adalah pembentukan ekspektasi imbalan dan risiko sekuritas individual. Ekspektasi imbalan dan risiko sekuritas individual dalam persepsi investor adalah kesesuaian antara imbalan yang diharapkan dan risiko yang dihadapi dari suatu investasi sekuritas. Dalam pembentukan ekspektasi imbalan yang diharapkan dan risiko yang dihadapi, kedua hal tersebut harus diperhatikan. Investor akan

membeli saham yang dalam persepsinya terdapat kesesuaian (sepadan) antara risiko, imbalan dan harganya. Investor akan sanggup membeli saham dengan harga yang sesuai dengan imbalan yang akan diperoleh dan risiko yang harus dihadapi. Dengan demikian risiko investasi berpengaruh terhadap harga dan kuantitas yang disanggupi. Ketika harga dan kuantitas yang disanggupi pembeli tercapai kesepakatan dengan harga yang disanggupi penjual, maka terjadilah harga pasar dan kuantitas pasar. Jadi risiko investasi berpengaruh terhadap harga pasar dan volume transaksi.

Dalam berinvestasi, investor berharap memperoleh imbalan dari investasinya. Di pasar saham, saham yang menarik tentunya adalah saham yang mempunyai potensi imbalan besar. Namun imbalan investasi pada umumnya dibarengi dengan risiko secara linier, artinya semakin besar imbalan yang diharapkan semakin besar pula risiko yang harus ditanggung. Oleh karena itu imbalan menjadi motivator penting bagi investor dalam berinvestasi dan merupakan imbalan atas keberaniannya menanggung risiko investasi yang dilakukan.

Risiko sendiri mempunyai beberapa pengertian. Banyak orang mengartikan risiko secara umum sebagai peluang terjadinya peristiwa yang tidak menguntungkan atau peluang terjadinya kerugian. Brigham and Ernhardt (2005) dan Besley and Brigham (2007) menyatakan : *“Risk can be define as the chance that some unfavourable event will occure”*. Keown et al (2005) mendefinisikan : *“Risk is the likely variability associated with expected revenue or income scream”*. Dalam kaitannya dengan risiko investasi, Weston et al (2006) menyatakan : *“Risk is the chance of receiving an actual return other than expected return, which simply means there is variability in the returns or outcomes from the investment”*. Reilly and Brown (2011) mengatakan : *“Risk is the uncertainty that an investment will earn its expected rate or return”*. Sharpe (2000) mengatakan : *“Risk is the thing for measuring of actual return deviation to expected return”*. Jones et al (2006) menyatakan :

“Risk is defined as the chance that actual return on investment will be different from the expected return”.

Dari beberapa pengertian tersebut dapat disimpulkan bahwa Risiko Investasi adalah (1) kemungkinan memperoleh imbalan aktual dari investasi tidak sama/sesuai dengan imbalan yang diharapkan, (2) kemungkinan tidak tercapainya imbalan yang diharapkan. Dalam imbalan yang diterima investor terdapat variabilitas (kadang besar kadang kecil, bahkan negatif). Oleh karena keberadaan risiko ditunjukkan oleh adanya variabilitas imbalan, maka risiko diukur dari besarnya variabilitas tersebut. Ukuran baku dari risiko adalah Varians (*Variance*, σ^2 , dibaca Sigma kuadrat) (Weston et al, 2006) atau Deviasi Standar (*Standard Deviation*, σ , dibaca Sigma) (Bodie et al 2008) sebagai Risiko Total.

Bodie et al (2008) menjelaskan tentang risiko investasi sebagai berikut : Risiko merupakan kemungkinan terjadinya perbedaan antara imbalan aktual (r_i) yang diterima dan imbalan yang diharapkan $\{E(r_i)\}$ dari suatu investasi, atau $r_i - E(r_i)$.

Imbalan yang diharapkan $\{E(r_i)\}$ dari suatu investasi merupakan rata-rata imbalan investasi yang bersangkutan. Jika $r_i = E(r_i)$, maka tidak terdapat selisih, dan jika $r_i \neq E(r_i)$ maka terdapat selisih (deviasi). Berkaitan dengan r_i dan $E(r_i)$, Bodie et al merumuskan sebagai berikut :

$$r_i = E(r_i) + \beta_i R_M + e_i$$

$$\text{Jika } r_i \neq E(r_i) \text{ maka terdapat Deviasi} = r_i - E(r_i) = \beta_i R_M + e_i$$

Risiko terjadinya selisih diukur dengan Varians (σ^2) atau Deviasi Standar (σ)

$$\sigma_i^2 = \beta_i^2 \sigma_M^2 + \sigma^2(e_i)$$

$$\sigma_i = \sigma$$

dimana :

r_i = imbalan aktual

$E(r_i)$ = imbalan yang diharapkan (rata-rata imbalan)

R_M = σ_M^2

σ_i^2 = varians total antara r_i dan $E(r_i)$ ketika $r_i \neq E(r_i)$

$\beta_i^2 \sigma_M^2$ = komponen varians yang disebabkan ketidak-pastian (risiko) atas faktor ekonomi

β_i = koefisien sensitivitas/risiko terhadap perubahan faktor

$$\begin{aligned}
 & \text{ekonomi} \\
 \sigma^2(e_i) &= \text{komponen varians yang menunjukkan ketidak-pastian (risiko)} \\
 & \text{atas faktor spesifik perusahaan} \\
 \sigma^2(e_i) &= \sigma_i^2 - \beta_i^2 \sigma_M^2 = \text{variens residual}
 \end{aligned}$$

Rumus imbalan di atas menjelaskan bahwa perbedaan (deviasi) antara imbalan aktual dan imbalan yang diharapkan dari suatu sekuritas terjadi karena faktor ekonomi makro dan faktor spesifik perusahaan. Dengan kata lain setiap sekuritas mempunyai dua sumber risiko, yaitu faktor ekonomi makro dan faktor spesifik perusahaan. Dengan demikian setiap sekuritas juga mengandung dua komponen risiko, yaitu komponen risiko yang berasal dari faktor ekonomi makro dan komponen risiko yang berasal dari faktor spesifik perusahaan. Deviasi/perbedaan antara imbalan aktual dan imbalan yang diharapkan dari suatu sekuritas merupakan Risiko Total. Deviasi yang timbul karena faktor ekonomi makro disebut Risiko Sistemik atau Risiko Umum, Risiko Pasar, Risiko Tak Terdiversifikasi (*Systematic/General/Market/Non-diversified Risk*). Deviasi yang timbul karena faktor spesifik perusahaan disebut Risiko Spesifik atau Risiko Tak Sistemik, Risiko Terdiversifikasi (*Specific/Unsystematic/Diversified Risk*).

Risiko sistemik menunjukkan sensitivitas imbalan sekuritas terhadap kondisi ekonomi pada umumnya dan kondisi pasar saham khususnya. Apa yang terjadi dalam perekonomian nasional maupun internasional berpengaruh terhadap pasar saham termasuk imbalan saham yang beredar. Risiko sistemik berkaitan dengan perubahan yang terjadi di pasar secara keseluruhan dan menimpa seluruh saham/perusahaan di pasar. Misalnya penurunan imbalan saham-saham secara umum yang disebabkan karena adanya perubahan kebijakan pemerintah. Perusahaan-perusahaan yang ada mempunyai sensitivitas yang berbeda-beda terhadap peristiwa ekonomi makro. Risiko spesifik menunjukkan sensitivitas imbalan sekuritas terhadap faktor kondisi internal perusahaan. Risiko spesifik perusahaan tidak terkait dengan perubahan pasar secara keseluruhan, tetapi terkait dengan perubahan kondisi ekonomi mikro perusahaan/emiten, dan oleh karena itu dialami oleh masing-masing

perusahaan yang mengalami perubahan kondisi makronya. Misalnya penurunan imbalan saham suatu perusahaan karena adanya perubahan laba.

Bagaimana mengukur besarnya risiko sistematis/pasar ? *“Market risk can be measured by evaluating the degree to which a given stock tends to move up and down with the market. The measure of a stock’s sensitivity to market fluctuations called its beta coefficient, and generally is designed with a Greek ”* (Weston et al, 2006). Jadi risiko sistematis dapat diukur dengan mengevaluasi tingkat kecenderungan pergerakan saham dengan pergerakan pasar.

Rumus di atas juga menunjukkan bahwa besarnya risiko investasi total diukur dengan Deviasi Standar () imbalan, risiko sistematis diukur dengan koefisien *Beta* () saham, dan risiko spesifik atau varians residual diukur dengan $\sigma^2(e_i)$. Imbalan yang diharapkan $\{Expected\ return, E(r)\}$ yang merupakan nilai rata-rata (\bar{X}), varians (σ^2), deviasi standar () dan *Beta* () adalah nilai-nilai statistik yang besarnya ditentukan berdasarkan fluktuasi imbalan saham selama beberapa periode pengamatan. Levin & Rubin (2008: 74, 114) merumuskan \bar{X} , σ^2 , dan β sebagai berikut :

$$\bar{X} = \frac{\sum X_i}{n} \quad \sigma^2 = \frac{\sum (X_i - \bar{X})^2}{n - 1} \quad \beta = \frac{\text{Cov}(X_i, \bar{X})}{\sigma^2}$$

dimana X_i = imbalan saham periode i
 \bar{X} = imbalan rata-rata atau imbalan yang diharapkan $\{E(r)\}$
 n = banyaknya periode yang diamati

Berbeda dengan \bar{X} , σ^2 dan β yang nilainya ditentukan berdasarkan fluktuasi imbalan saham sendiri (tidak ada hubungannya dengan variabel lain), nilai β ditentukan berdasarkan pola hubungan antara imbalan saham individual (saham suatu perusahaan) dan imbalan saham pasar. β menunjukkan besarnya perubahan imbalan saham individual ketika imbalan saham pasar berubah selama periode pengamatan. Oleh karena itu Levin & Rubin (2008 : 664) dan Bodie et al (2008) merumuskan β sebagai berikut :

$r = \frac{n \sum XY - (\sum X)(\sum Y)}{n \sum X^2 - (\sum X)^2}$	dimana : X = imbalan saham pasar Y = imbalan saham individual
--	---

Jadi besarnya risiko investasi total, risiko sistematis dan risiko spesifik masing-masing saham diukur melalui hasil pengamatan imbalan saham individual dan imbalan saham pasar selama beberapa periode. Risiko spesifik dapat diminimalisir dengan cara diversifikasi (*Diversified Risk*) investasi (portofolio) dan memilih saham perusahaan yang berkinerja baik. Semakin baik kinerja perusahaan yang dipilih dalam portofolio dan semakin banyak jenis saham dalam portofolio semakin kecil risiko spesifiknya. Jadi risiko spesifik dapat dikendalikan (*controllable*) oleh investor. Risiko sistematis tidak dapat diminimalisir dengan cara diversifikasi (*Undiversified Risk*) dan berada diluar kendali investor (*uncontrollable*) karena berkaitan dengan kondisi pasar atau ekonomi makro. Oleh karena risiko spesifik dapat diminimalisir dan dapat dikendalikan (*controllable*), sedangkan risiko total dan risiko sistematis tidak dapat diminimalisir dan berada diluar kendali investor (*uncontrollable*), maka investor lebih banyak memperhatikan risiko total dan risiko sistematis saham.

Investor yang rasional mempertimbangkan faktor risiko dalam berinvestasi. F.S. Mishkin mengatakan bahwa terdapat empat faktor penting yang menentukan permintaan akan suatu aset investasi, dan salah satunya adalah faktor risiko. Data empiris menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI mempunyai risiko investasi yang berbeda-beda, baik dalam risiko total maupun risiko sistematis. Perbedaan risiko investasi membuat daya tarik investasi saham perusahaan berbeda. Perbedaan daya tarik investasi yang dimiliki perusahaan membuat kekuatan permintaan-penawaran saham perusahaan berbeda. Perbedaan kekuatan permintaan-penawaran antar perusahaan membuat harga pasar dan volume transaksi saham perusahaan-perusahaan yang ada berbeda. Dengan kata lain faktor risiko investasi berpengaruh terhadap harga pasar dan volume transaksi saham di pasar. Oleh karena itu penting bagi investor untuk melakukan analisis risiko guna

menentukan besarnya risiko investasinya. Dengan analisis tersebut investor dapat mengetahui saham perusahaan apa yang mempunyai risiko investasi sepadan dengan imbalan yang akan diperoleh, kemudian memilihnya untuk berinvestasi. Faktor risiko investasi menggunakan indikator *Standard Deviation* imbalan saham, Koefisien Variasi imbalan saham dan *Beta* saham (*SD*, *KV* dan *Beta*).

2.1.9. Penelitian Terdahulu

Setelah dikemukakan kajian teori yang membicarakan variabel-variabel yang diteliti, berikut ini disajikan beberapa hasil penelitian terdahulu yang berkaitan dengan isu pasar saham pada umumnya, khususnya dengan variabel-variabel yang diteliti. Secara umum hasil-hasil penelitian terdahulu menggambarkan ada atau tidak adanya hubungan diantara kinerja perusahaan, ekspektasi investor, risiko investasi, harga saham, volume transaksi, dan indeks harga saham. Hasil-hasil penelitian terdahulu disajikan secara ringkas dalam tabel 2.1 di halaman berikut.

Dari hasil-hasil penelitian terdahulu yang dikemukakan di halaman berikut diketahui bahwa penelitian yang berhubungan dengan pasar modal, pasar saham, harga saham, dan imbalan saham secara umum telah banyak dilakukan. Tetapi seperti halnya teorinya, penelitian yang berhubungan dengan faktor-faktor tersebut pada umumnya mengkaji faktor-faktor tersebut secara terpisah-pisah, parsial, sendiri-sendiri. Maksudnya, pengaruh faktor perusahaan diteliti sendiri dan dianalisis dalam analisis fundamental perusahaan dengan menggunakan indikator kinerja perusahaan, pengaruh teknikal diteliti sendiri dan dianalisis dengan menggunakan metode analisis teknikal, pengaruh risiko investasi diteliti sendiri dan dianalisis dengan analisis risiko investasi. Penelitian yang mengkaji pengaruh semua faktor tersebut secara serentak/simultan/terpadu belum ditemukan.

Tabel 2.1
Hasil-hasil Penelitian Terdahulu

NO.	PENELITI, TAHUN, JUDUL	VARIABEL PENELITIAN DAN HASIL PENELITIAN
A. Penelitian Tentang Kinerja Perusahaan		
1	Kim & Verrechia, 1991 : <i>“Trading Volume and Price Reactions to Public Announcements”</i>	Variabel : Volume perdagangan, harga saham, dan kinerja perusahaan. Hasil penelitian : <ul style="list-style-type: none"> • Volume perdagangan dan harga saham bereaksi terhadap kinerja perusahaan yang diumumkan. • Perubahan volume proporsional dengan perubahan harga mutlak dan perbedaan derajat presisi antar pedagang. • Perubahan harga mencerminkan perubahan keyakinan para pedagang terhadap pengumuman, dimana perbedaan reaksi disebabkan oleh perbedaan presisi dari informasi privat mereka. • Volume abnormal berkorelasi positif dengan imbalan abnormal mutlak. • Informasi baru relatif lebih penting bagi pedagang dengan informasi privat yang rendah presisi, dan karena itu mempunyai pengaruh lebih besar terhadap keyakinan mereka. • Volume yang diharapkan dan varians perubahan harga meningkatkan fungsi presisi informasi yang diumumkan dan menurunkan fungsi jumlah informasi pribadi dan publik yang diumumkan sebelumnya.
2	Olibe, 2002 : <i>“The Information Content of AGM: A Price and Trading Volume Analysis”</i>	Variabel : informasi AGM, volume perdagangan, harga saham, dan kinerja perusahaan. Hasil penelitian : <ul style="list-style-type: none"> • Volume perdagangan dan harga saham bereaksi terhadap kinerja perusahaan yang diumumkan. • Para investor menggunakan informasi tental AGM dalam penilaian

		perusahaan-perusahaan.
3	Cheung & Sami, 2000: <i>“Price and Trading Volume Reactions : The Case of Hong-kong Companies’ Earning Announcements”</i>	Variabel : Volume perdagangan, harga saham, dan kinerja perusahaan. Hasil penelitian : Volume perdagangan dan harga saham bereaksi terhadap kinerja perusahaan yang diumumkan.
4	Bauman, 1996 : <i>“A Review of Fundamental Analysis Research in Accounting”</i>	Variabel : faktor-faktor fundamental perusahaan, angka akuntansi, dan harga saham. Hasil penelitian : <ul style="list-style-type: none"> • Analisis fundamental meliputi penilaian aktivitas dan prospek perusahaan melalui laporan keuangan yang dipublikasikan dan sumber informasi lain yang berkaitan dengan perusahaan. • Angka-angka akuntansi mempunyai validitas diskriptif terhadap harga saham. • Model fundamental berimplikasi bahwa prediksi peluang masa depan merupakan tugas kunci dalam penilaian perusahaan, dan laporan keuangan berisi informasi yang bermanfaat untuk tugas itu. • Angka laba historis cukup mampu memperkirakan laba masa depan jangka panjang. • Informasi non-akuntansi dapat digunakan untuk memprediksi laba, misalnya tren.
5	Bamber & Cheon, 1995 : <i>“Differential Price and Volume Reactions to Accounting Earnings Announcements”</i>	Variabel : Volume perdagangan, harga saham, dan kinerja perusahaan. Hasil penelitian : Volume perdagangan dan harga saham bereaksi terhadap kinerja perusahaan yang diumumkan.
6	Cheung & Sami, 2000 : <i>“Price and Trading Volume Reaction : The Case of Hongkong Companies’ Earning Announcement”</i>	Variabel : Volume perdagangan saham, harga saham, dan kinerja perusahaan. Hasil penelitian : Volume perdagangan dan harga saham bereaksi terhadap pengumuman laba.

7	Chan, 2003 : “ <i>Stock Price Reaction to News and No-news : Drift and Reversal After Headlines</i> ”	<p>Variabel : kinerja perusahaan, imbalan, sinyal publik dan sinyal privat.</p> <p>Hasil penelitian :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Korelasi antara berita kinerja yang dipublikasikan dan imbalan saham abnormal signifikan secara ekonomi. • Investor menunjukkan <i>underreact</i> terhadap sinyal publik dan <i>overreact</i> terhadap sinyal privat yang dipersepsikan.
8	Kim & Verrecchia, 1991 : “ <i>Trading Volume and Price Reactions to Public Announcements</i> ”	<p>Variabel : Harga saham, volume perdagangan, kinerja perusahaan.</p> <p>Hasil penelitian :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Terjadi perubahan harga saham perusahaan yang disebabkan oleh adanya pengumuman kinerja. • Volume perdagangan proporsional dengan perubahan harga mutlak dan ukuran presisi diferensial antar pedagang. • Perubahan harga mencerminkan perubahan rata-rata keyakinan pedagang terhadap pengumuman, dimana reaksi pedagang yang berbeda disebabkan oleh presisi yang berbeda dari informasi pribadi mereka. • Informasi baru yang diumumkan relatif lebih penting bagi pedagang dengan informasi pribadi yang rendah presisi, dan karenanya mempunyai pengaruh lebih besar pada keyakinan mereka. • Perubahan volume proporsional dengan perubahan harga dan derajat presisi diferensial. • Volume abnormal berkorelasi positif dengan imbalan abnormal mutlak. • Volume yang diharapkan dan varians perubahan harga meningkatkan fungsi presisi informasi yang diumumkan dan menurunkan fungsi jumlah informasi pribadi dan publik yang diumumkan sebelumnya.
9	Lev & Thiagarajan, 1993:	<p>Variabel : variabel fundamental dan laba perusahaan.</p>

	“ <i>Fundamental Information Analysis</i> ”	<p>Hasil penelitian :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Analisis fundamental mempunyai nilai relevansi. • Investor menggunakan analisis fundamental untuk mengukur presistensi dan pertumbuhan laba. • Ada hubungan yang signifikan secara statistik dimana nilai fundamental agregat mengindikasikan kualitas laba dan koefisien respon laba. • Ada hubungan antara nilai fundamental perusahaan dan pertumbuhan laba selanjutnya.
10	Bauman, 1996 : “ <i>A Review of Fundamental Analysis Research in Accounting</i> ”	<p>Variabel : Angka akuntansi, variabel fundamental, harga saham.</p> <p>Hasil penelitian :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Angka-angka akuntansi mempunyai validitas diskriptif terhadap harga saham. • Model fundamental berimplikasi bahwa prediksi peluang masa depan merupakan tugas kunci dalam penilaian perusahaan, dan laporan keuangan berisi informasi yang bermanfaat untuk tugas itu. • Angka laba historis cukup mampu memperkirakan laba masa depan jangka panjang.
11	Dechow et al, 2001: “ <i>Short-Sellers, Fundamental Analysis, and Stock Returns</i> ”	<p>Variabel : variabel fundamental, harga saham, biaya transaksi, dan imbalan.</p> <p>Hasil penelitian :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Penjual saham jangka pendek (<i>short-sellers</i>) memanfaatkan informasi dalam rasio <i>fundamental-to-price</i> untuk menyaring strategi investasi mereka. • <i>Short-sellers</i> memusatkan perhatian pada penjualan saham jangka pendek dimana hubungannya dengan biaya transaksi rendah. • <i>Short-sellers</i> mampu memisahkan antara perusahaan yang rasio <i>fundamental-to-price</i>-nya rendah dipicu oleh tingginya harga saham temporer dan perusahaan yang fundamentalnya

		<p>secara temporer rendah.</p> <ul style="list-style-type: none"> • <i>Short-sellers</i> melengkapi informasi dalam rasio <i>fundamental-to-price</i> yang rendah dengan informasi tambahan yang dapat memprediksi imbalan saham masa depan. • <i>Short-sellers</i> secara aktif mengeksploitasi imbalan yang dapat diprediksi dalam hubungannya dengan rasio-rasio. • Motivasi bagi <i>short-sellers</i> adalah laba, dimana menggunakan informasi dalam rasio <i>fundamental-to-price</i> untuk mengidentifikasi sekuritas yang overpriced dan memperoleh laba dari perubahan harga saham (keuntungan modal).
12	Panggabean, 2005: “Analisis Perbandingan Korelasi <i>EVA</i> dan <i>ROE</i> Terhadap Harga Saham LQ45 di BEJ”	<p>Variabel : <i>EVA</i>, <i>ROE</i>, dan harga saham. Hasil penelitian :</p> <ul style="list-style-type: none"> • <i>EVA</i> mempunyai korelasi signifikan dengan harga saham. • <i>ROE</i> tidak mempunyai korelasi signifikan dengan harga saham.
13	Kesuma, 2009 : “Analisis Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Serta Pengaruhnya Terhadap Harga Saham Perusahaan Real Estate yang Go Publik di BEI”	<p>Variabel : penjualan, struktur modal, struktur harta, profitabilitas, dan harga saham. Hasil penelitian :</p> <p>Pertumbuhan penjualan, struktur harta, rasio hutang, dan struktur modal mempunyai pengaruh positif atau negatif tetapi tidak signifikan terhadap harga saham, sedangkan profitabilitas mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap harga saham.</p>
14	Itan & Syakhroza, 2002 : “ <i>The Influence of Financial Performance to the Price of LQ45 Stocks at JSE</i> ”	<p>Variabel : <i>ROE</i>, <i>OPM</i>, <i>NPM</i>, <i>DER</i>, <i>ROA</i>, <i>PER</i>, <i>PBV</i>, dan harga saham. Hasil penelitian :</p> <p><i>ROE</i>, <i>OPM</i> dan <i>NPM</i> tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap harga saham, sedangkan <i>ROA</i> dan <i>PBV</i> mempunyai pengaruh signifikan.</p>
15	Purwanto & Kurniati, 2005 : “Analisis Fundamental dan Teknikal Sebagai Dasar Pengambilan Keputusan Investasi	<p>Variabel : variabel fundamental dan harga saham. Hasil penelitian :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Kinerja fundamental perusahaan berpengaruh terhadap harga saham perusahaan dalam industri

	pada Perusahaan Telekomunikasi yang Go Publik di BEJ”.	<p>telekomunikasi.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Dengan analisis fundamental calon investor akan dapat mengetahui bagaimana operasional perusahaan baik atau buruk.
16	Ulupui, 2006 : “Analisis Pengaruh Rasio Likuiditas, <i>Leverage</i> , Aktivitas, dan Profitabilitas Terhadap Imbalan Saham”	<p>Variabel : Rasio lancar, <i>ROA</i>, <i>DER</i>, <i>TATO</i>, dan imbalan saham.</p> <p>Hasil penelitian :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Rasio lancar dan <i>ROA</i> berpengaruh positif signifikan terhadap imbalan saham. • <i>DER</i> dan <i>TATO</i> tidak berpengaruh signifikan terhadap imbalan saham.
17	Bauman, 1996 : “ <i>A Brief of Fundamental Analysis Research in Accounting</i> ”	<p>Variabel : Variabel fundamental dan pendekatan berdasarkan akuntansi (<i>accounting-based approach</i>).</p> <p>Hasil penelitian :</p> <p>Analisis fundamental yang menggunakan pendekatan berdasarkan akuntansi mempunyai kelemahan, antara lain :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Selama beberapa dekade penerapannya tanpa keseragaman kerangka kerja teoritis, dan dengan sparse bukti empirik untuk mendukungnya. - Panjangnya horison peramalan yang tepat dari titik pandang teoritis tidak pernah dialami dari perspektif empirik. - Tanpa pembatasan horison, keunggulan penilaian berdasarkan akuntansi menjadi berkurang. - Tidak ada hasil yang kuat secara sistematis dari pendekatan berdasarkan akuntansi ini berimplikasi bahwa kesuksesan masa depan mungkin akan dihasilkan dari pendekatan penelitian yang lebih kontekstual, dimana informasi non-akuntansi dapat digunakan untuk memprediksi laba masih belum banyak diteliti, misalnya pendekatan tren.
18	Gupta & Heufner, 1972 : “ <i>A Cluster Analysis Study of Financial</i>	<p>Variabel : Ratio-ratio keuangan dan karakteristik industri.</p> <p>Hasil penelitian :</p> <p>Rasio-rasio keuangan tertentu memiliki</p>

	<i>Ratios and Industry Characteristics</i>	manfaat atau arti yang berbeda ketika diasosiasikan dengan karakteristik industri yang berbeda.
19	Abarbanel & Bushee, 1997 : <i>“Fundamental Analysis, Future Earnings, and Stock Prices”</i>	Variabel : kinerja perusahaan, dan jenis industri. Hasil penelitian : <ul style="list-style-type: none"> • Ada pembenaran ekonomi bagi analis dan investor untuk menggunakan beberapa (tidak semua) sinyal fundamental ketika mengukur kinerja perusahaan masa depan. • Ramalan analis tidak secara lengkap memasukkan informasi yang dianggap ada dalam sinyal fundamental. • Ada kemungkinan bahwa investor pada umumnya tidak efisien dalam analisis fundamental. • Variabel-variabel ekonomi makro seperti halnya variabel khusus perusahaan mensyaratkan beberapa dari hubungan antara sinyal fundamental dan laba masa depan, revisi dan kesalahan ramalan. • Bukti pendahuluan pengaruh keanggotaan industri menunjukkan bahwa pemurnian analisis fundamental masa depan dapat dicapai dengan bantuan teori tambahan.
20	Suharli, 2003 : “Studi Empiris Terhadap Dua Faktor yang Mempengaruhi Return Saham”	Variabel : <i>Return, DER</i> dan <i>Beta</i> Hasil penelitian : <i>DER</i> dan <i>Beta</i> saham tidak mempengaruhi imbalan saham secara signifikan pada perusahaan <i>food and beverage</i> di BEI.
B. Penelitian Tentang Ekspektasi Investor		
21	Bloomfield & Hales, 2002 : <i>“Predicting the Next Step of a Random Walk : Experimental Evidence of Regime-Shifting Beliefs”</i>	Variabel : tren Hasil penelitian : Ada tendensi kuat dari para partisipan (investor) untuk membuat prediksi tren.
22	Brown & Kim, 1991 : <i>“Timely Aggregate Analyst Forecasts as</i>	Variabel : nilai tren, nilai rata-rata, dan harga saham. Hasil penelitian :

	<i>Better Proxies for Market Earnings Expectations</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Ramalan berdasarkan waktu (<i>timely composite forecast</i>) lebih tinggi asosiasinya dengan pasar dibanding berdasarkan rata-rata. • Ramalan analisis agregat berdasarkan waktu lebih tinggi asosiasinya dengan imbalan daripada ramalan berdasarkan rata-rata.
23	Endri, 2008 : “Analisis Teknikal dan Fundamental Saham : Aplikasi Model Data Panel”	<p>Variabel : EPS, ROE, Kurs Rp, JII, dan harga saham masa lalu.</p> <p>Hasil penelitian :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Harga saham syariah dipengaruhi oleh faktor fundamental (EPS, ROE, Kurs Rp, JII) dan faktor teknikal (harga saham masa lalu). • Faktor teknikal (harga saham masa lalu) berpengaruh paling besar terhadap harga saham syariah.
C. Penelitian Tentang Risiko Investasi		
24	Sudarto dkk., 1999: “Analisis Imbalan Saham dan Faktor-faktor yang Mempengaruhinya”	<p>Variabel : Rasio <i>D/E</i>, risiko sistematis, dan imbalan.</p> <p>Hasil penelitian :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Hubungan Rasio <i>D/E</i> dengan imbalan saham negatif tetapi tidak signifikan. • Hubungan beta dengan imbalan positif dan signifikan.
25	Nataryah, 2002 : “Analisis Pengaruh Beberapa Faktor Fundamental dan Risiko Sistematis Terhadap Harga Saham”	<p>Variabel : Variabel fundamental, risiko sistematis, dan harga saham.</p> <p>Hasil penelitian :</p> <p>Faktor fundamental dan risiko sistematis berpengaruh terhadap harga saham.</p>
26	Sudarto dkk., 1999: “Analisis Imbalan Saham dan Faktor-faktor yang Mempengaruhinya”	<p>Variabel : <i>DE</i> ratio, risiko sistematis, dan imbalan saham.</p> <p>Hasil penelitian :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Hubungan antara imbalan saham dan <i>DE</i> ratio negatif dan tidak signifikan. • Hubungan antara imbalan saham dan beta positif dan signifikan.
27	Bandhari, 1998 : “ <i>D/E Ratio and</i>	Variabel : rasio <i>DE</i> , risiko sistematis, dan imbalan saham.

	<i>Expected CS Returns : Empirical Evidence”</i>	Hasil penelitian : Hubungan rasio <i>DE</i> dengan imbalan dan beta saham dengan imbalan positif dan signifikan.
28	Zulbahridan & Jonius, 2002 : “Pengaruh Risiko dan <i>Leverage</i> Keuangan Riau-Pekanbaru Terhadap Tingkat Keuntungan dalam Sektor Properti dan Real Estate di BEJ”	Variabel : risiko sistematis, risiko total, leverage, dan imbalan saham. Hasil penelitian : Risiko sistematis dan risiko total (<i>beta</i> dan deviasi standar) serta <i>leverage</i> (rasio <i>DE</i>) secara bersama-sama mempunyai hubungan negatif dan pengaruh signifikan terhadap imbalan saham.
29	Healy & Palepu, 1990: “ <i>Earnings and Risk Changes Surrounding Primary Stock Offers</i> ”	Variabel : risiko sistematis, risiko spesifik, harga saham, dan pengumuman penawaran (<i>offering</i>). Hasil penelitian : <ul style="list-style-type: none"> • Rata-rata peningkatan beta ekuitas konsisten dengan reaksi harga saham rata-rata terhadap pengumuman penawaran. • Informasi risiko spesifik perusahaan dimuat dalam penawaran ekuitas ketika perusahaan-perusahaan lain dalam industri yang sama tidak mengalami perubahan risiko dan perubahan <i>leverage</i> serupa. • Investor menafsirkan sendiri pengumuman penawaran dan merevisi beta ekuitas dan aset ke depan menghasilkan reaksi pasar negatif.
30	Haugen & Baker, 1996 : “ <i>Commonality in the Determinants of Expected Stock Returns</i> ”	Variabel : variabel fundamental, imbalan, dan risiko. Hasil penelitian : <ul style="list-style-type: none"> • Saham-saham dengan imbalan yang diharapkan dan imbalan aktual besar merupakan saham yang lebih rendah risiko daripada saham dengan imbalan kecil. • Tidak ada bukti dari perbedaan karakteristik fundamental perusahaan atau sifat distribusi imbalan antara imbalan tinggi dan imbalan rendah, bahwa perbedaan imbalan aktual berhubungan dengan risiko. • Perbedaan imbalan saham yang

		terealisasi tidak berkaitan dengan risiko, melainkan lebih disebabkan oleh bias dalam penetapan harga pasar.
31	Lui et al, 2007 : “ <i>What Makes a Stock Risky ? : Evidences from Sell-Side Analysts’ Risk Rating</i> ”	Variabel : risiko investasi dan volatilitas. Hasil penelitian : <ul style="list-style-type: none"> • Analisis keuangan mengumpulkan dan memproses informasi tentang risiko investasi dalam meningkatkan peringkat risiko. • Peringkat risiko mempunyai kandungan informasi tambahan tentang volatilitas masa depan, bahkan setelah mengendalikan berbagai prediktor volatilitas. • Investor dapat menggunakan peringkat risiko untuk memperbaiki ramalannya tentang perbedaan volatilitas <i>cross-sectional</i> masa depan. • Analisis benar-benar memerankan peranan penting sebagai penyedia informasi tentang risiko investasi.
32	G.R. Duffee, 1995 : “ <i>Stock Returns and Volatility A Firm-level Analysis</i> ”	Variabel : Imbalan saham Hasil penelitian : Hubungan antara imbalan saham dan volatilitas (risiko) adalah lemah
33	Shin, 2006 : “ <i>Disclosure Risk and Price Drift</i> ”	Variabel : risiko dan harga saham. Hasil penelitian : <ul style="list-style-type: none"> • Risiko berpengaruh terhadap harga saham. • Pengungkapan risiko memutuskan ketidak-pastian, tetapi naiknya arus informasi juga menimbulkan risiko selama periode pengungkapan. • Jika pengungkapan risiko dan imbalan aset dimodelkan bersama-sama, akan memberikan manfaat dalam kaitannya dengan revisi dini terhadap pengungkapan risiko masa depan.
D. Penelitian Tentang Volume, Harga dan Imbalan Saham		
34	Chordia, T. et al., 2002 : “ <i>Order Imbalance, Liquidity, and Market</i> ”	Variabel : Permintaan, penawaran, harga, dan imbalan saham. Hasil penelitian : <ul style="list-style-type: none"> • Kecenderungan penurunan harga pasar

	<i>Returns</i> ”	akan berbalik, sedangkan kecenderungan kenaikan harga pasar akan diikuti kenaikan.
35	Haugen & Baker, 1996 : “ <i>Commonality in the Determinants of Expected Stock Returns</i> ”	Variabel : Imbalan, faktor-faktor yang mempengaruhi imbalan, akurasi ramalan. Hasil penelitian : <ul style="list-style-type: none"> • Ada determinan-determinan penting dari imbalan yang diharapkan yang terjadi secara umum di pasar-pasar ekuitas di dunia. • Model-model faktor imbalan yang diharapkan sangat akurat dalam meramalkan imbalan saham relatif masa depan di lima negara yang diteliti. • Portofolio-portofolio optimal yang menggunakan model faktor untuk menaksir imbalan yang diharapkan mendominasi indek pasar tertimbang di tiap negara.
36	Mac Kinlay, 1995: “ <i>Multifactor Models Do Not Explain Deviations from the CAPM</i> ”	Variabel : Imbalan, volatilitas, leverage, ukuran perusahaan. Hasil penelitian : Model <i>multifactor</i> tidak dapat menjelaskan deviasi dari CAPM
37	Han & Wild, 1991: “ <i>Stock Price Behavior Associated With Manager’s Earnings and Revenue Forecasts</i> ”	Variabel : laba perusahaan, pendapatan, dan harga saham. Hasil penelitian : <ul style="list-style-type: none"> • Ramalan laba yang diungkapkan lebih informatif terhadap harga daripada ramalan pendapatan. • Ramalan pendapatan memberikan informasi tambahan melebihi informasi dalam ramalan laba. • Kedua temuan ini konsisten dengan motif penyesuaian harapan bagi manajer untuk menerbitkan ramalan pendapatan. • Ramalan laba dan pendapatan lebih informatif bagi perusahaan besar. • Manajer cenderung menerbitkan ramalan lebih optimistik dibanding analisis.
38	Mark Lang, 1991: “ <i>Time-Varying Stock</i>	Variabel : laba perusahaan, harga saham, dan ukuran perusahaan.

	<i>Price Response to Earnings Induced by Uncertainty About the Time-series Process of Earnings</i>	<p>Hasil penelitian :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Keinformasian laba (yang diukur dari besarnya respon harga saham terhadap laba) lebih besar ketika terdapat lebih banyak ketidak-pastian tentang prospek laba bagi perusahaan. • Bagi perusahaan yang relatif kecil, besarnya respon harga saham terhadap laba menurun sepanjang waktu tersedianya informasi laba.
39	Sadka, 2007 : <i>“Understanding Stock Price Volatility : The Role of Earnings”</i>	<p>Variabel : dividen, keuntungan modal, imbalan, dan harga saham.</p> <p>Hasil penelitian :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Meskipun tak berarti bahwa kebijakan dividen adalah tak relevan, investor pada level agregat cenderung lebih tertarik pada ukuran arus kas masa depan (keuntungan modal) daripada dividen. • Investor lebih tertarik pada laba dan keuntungan modal daripada arus kas bebas (pendapatan bersih). • Variasi kecil dalam faktor-faktor yang mempengaruhi imbalan dan laba akan menyebabkan variasi harga pasar secara signifikan. • Imbalan saham yang diharapkan berkorelasi negatif dengan laba yang diharapkan.
40	Klein, 2001 : <i>“The Capital Gain Lock-in Effect and Long-Horizon Return Reversal”</i>	<p>Variabel : dividen, keuntungan modal, dan imbalan saham.</p> <p>Hasil penelitian : Imbalan saham cross-section (dari berbagai perusahaan pada waktu yang sama) jangka panjang dipengaruhi terutama oleh keuntungan modal, bukan dividen.</p>
41	Brown & Han, 2000 : <i>“Do Stock Price Fully Reflect the Implication of Current Earnings for Future Earnings for ARI Firms?”</i>	<p>Variabel : harga saham dan laba perusahaan</p> <p>Hasil penelitian : Harga saham tidak sepenuhnya mencerminkan implikasi laba saat ini terhadap laba masa depan.</p>
42	Liu & Thomas, 2000 : <i>“Stock Returns and</i>	<p>Variabel : laba akuntansi dan imbalan saham.</p> <p>Hasil penelitian :</p>

	<i>Accounting Earnings</i> ”	<ul style="list-style-type: none"> • Kesimpulan tentang nilai relevansi laba akuntansi yang dihasilkan dari regresi imbalan saham yang diharapkan berpotensi menyesatkan.
43	Chordia et al, 2001: “ <i>Trading Activity and Expected Stock Returns</i> ”	<p>Variabel : imbalan saham, volume perdagangan, dan perputaran saham. Hasil penelitian :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Terdapat hubungan <i>cross-sectional</i> negatif signifikan antara imbalan saham dan variabilitas aktivitas perdagangan yang diukur dari volume perdagangan dan perputaran saham. • Variabel-variabel yang berhubungan dengan aktivitas perdagangan berperan penting dalam <i>cross-section</i> dari imbalan yang diharapkan dan pengaruh-pengaruh yang telah diidentifikasi seperti ukuran perusahaan, rasio <i>book-to-market</i>, dan momentum.
44	Silalahi, 1991 : “Beberapa Faktor yang Mempengaruhi Perubahan Harga Saham”	<p>Variabel : <i>ROA</i>, dividen, bunga deposito, volume perdagangan, dan harga saham. Hasil penelitian :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Fluktuasi harga saham secara signifikan dan simultan dipengaruhi oleh variabel <i>ROA</i>, rasio <i>PO</i> dividen, volume perdagangan, dan tingkat bunga deposito. • <i>ROA</i> paling dominan dalam mempengaruhi fluktuasi harga saham.
45	Asyik, 1999 : “Tambahan Kandungan Informasi Rasio Arus Kas”	<p>Variabel : rasio-rasio neraca, laba/rugi, arus kas, dan imbalan saham. Hasil penelitian : Rasio neraca dan laba/rugi memiliki hubungan yang lebih kuat dengan imbalan saham dibanding rasio arus kas.</p>
46	Chen et al, 2001 : “ <i>Forecasting Crashes : Trading Volume, Past Returns, and Conditional Skewness in Stock Price</i> ”	<p>Variabel : volume perdagangan, imbalan, dan <i>skewness</i>. Hasil penelitian : Analisis harga saham banyak dilakukan dengan salah satu dari variabel volume perdagangan, imbalan masa lalu dan <i>skewness</i> kondisional meskipun hasil ramalannya dapat bertabrakan (tidak searah).</p>

47	Cooper et al, 2001 : “Following the Leader : A Study of Individual Analysts’ Earning Forecast”	Variabel : kinerja saham dan volume perdagangan. Hasil penelitian : <ul style="list-style-type: none"> • Ramalan analis “leader” lebih berdampak besar dari pada ramalan analis “follower”. • Peringkat kinerja berdasarkan ramalan lebih informatif dari pada berdasarkan volume perdagangan. • Revisi ramalan analis berkorelasi dengan perubahan harga saham terkini. • Analisis sekuritas menggunakan informasi publik untuk merevisi ramalan laba.
E. Penelitian Lain Yang Relevan		
48	Olibe, 2002 : “ <i>The Information Content of AGM : A Price and Trading Volume Analysis</i> ”	Variabel : Informasi AGM dan penilaian analis. Hasil penelitian : Analisis harga saham menunjukkan bahwa para investor di Inggris menggunakan informasi tentang AGM dalam penilaian perusahaan-perusahaan.
49	Walter Teets, 1992: “ <i>The Association Between Stock Market Responses to Earnings Announcements and Regulation of Electric Utilities</i> ”	Variabel : regulasi, laba, perusahaan, dan respon pasar saham. Hasil penelitian : Regulasi mempengaruhi variasi respon pasar saham <i>cross-sectional</i> terhadap pengumuman laba dalam industri peralatan listrik yang diregulasi.

2.1.10. Perbedaan Penelitian

Dibandingkan dengan penelitian-penelitian sebelumnya yang telah dikemukakan di depan, penelitian ini mempunyai perbedaan dalam beberapa hal. Perbedaan-perbedaan tersebut disajikan secara ringkas dalam tabel 2.2 di halaman berikut.

Tabel 2.2
Perbedaan Penelitian Ini Dengan Penelitian Sebelumnya

No.	Penelitian Terdahulu	Penelitian Ini
1	Penelitian-penelitian terdahulu memposisikan harga pasar saham atau imbalan saham sebagai variabel dependen (Chordia, Haugen & Baker, Mac Kinley, Itan & Syakhroza, Kim & Verechia, Olibe dll.	Penelitian ini memposisikan IHSI perusahaan-perusahaan sebagai variabel endogen Z, sedangkan Harga Pasar (HP) saham individual sebagai variabel endogen Z yang berfungsi sebagai mediator bersama dengan Volume Transaksi (VT) saham individual.
2	Penelitian-penelitian terdahulu meneliti pengaruh faktor fundamental perusahaan saja terhadap harga pasar atau imbalan saham dengan menggunakan beberapa indikator kinerja keuangan perusahaan sebagai variabel independen (Mac Kinlay, Gupta & Heufner, Kim & Verrechia, Olibe, Cheung & Sami, Bauman, Bamber & Cheon, Chan dll.)	Dalam penelitian ini faktor fundamental perusahaan merupakan satu dari enam faktor yang diteliti sebagai variabel eksogen dengan menggunakan sembilan rasio keuangan sebagai indikator.
3	Penelitian-penelitian terdahulu meneliti pengaruh faktor teknikal saja terhadap harga pasar atau imbalan dengan menggunakan metode tren untuk memprediksi harga saham atau imbalan saham (Bloomfield & Hales, Brown & Kim).	Dalam penelitian ini faktor teknikal (tren) merupakan satu dari indikator faktor ekspektasi investor, dan faktor ekspektasi merupakan satu dari enam faktor yang diteliti sebagai variabel eksogen.
4	Penelitian-penelitian terdahulu meneliti pengaruh faktor risiko investasi saja terhadap harga pasar atau imbalan saham dengan menggunakan risiko investasi total, sistematis dan spesifik sebagai variabel independen (Natarsyah, Sudarto, Bandhari, Zulfahridan & Jonius, Healy & Palepu, Haugen & Baker, Liu, dan Shin).	Dalam penelitian ini faktor risiko merupakan satu dari enam faktor yang diteliti sebagai variabel eksogen dengan menggunakan indikator risiko total dan risiko sistematis. Risiko spesifik dapat dihindari/diminimalkan dengan cara diversifikasi dan memilih perusahaan yang baik (controllable bagi investor).
5	Penelitian-penelitian terdahulu meneliti pengaruh faktor	Penelitian ini meneliti pengaruh faktor fundamental perusahaan,

	fundamental perusahaan, faktor teknikal dan faktor risiko investasi sebagai faktor yang mempengaruhi harga pasar atau imbalan saham suatu perusahaan (PT X) atau industri tertentu.	faktor ekspektasi investor dan faktor risiko investasi sebagai faktor yang mempengaruhi HP dan VT berbagai perusahaan di pasar (agregat).
6	Penelitian terdahulu (poin 5) dimaksudkan untuk menjawab pertanyaan : Berapa HP PT X jika kinerja perusahaannya sebesar a, tren harga sahamnya sebesar b, dan risiko investasinya sebesar c ? Apakah HP PT X berubah jika kinerja perusahaan, tren harga saham dan risiko investasinya berubah ?	Penelitian ini dimaksudkan untuk menjawab pertanyaan : Faktor apa saja diantara kinerja perusahaan, ekspektasi investor, dan risiko investasi yang berpengaruh terhadap HP dan VT, serta bagaimana dampaknya terhadap IHSI ? Bagaimana sifat pengaruhnya, langsung atau tidak langsung ? Faktor apa saja yang mempunyai pengaruh langsung dan/atau yang tidak langsung? Diantara berbagai indikator dari lima faktor eksogen, indikator apa saja yang baik secara empirik dalam mewakili faktor eksogen?
7	Penelitian-penelitian terdahulu meneliti dan menganalisis pengaruh faktor fundamental perusahaan, faktor teknikal atau faktor risiko investasi sebagai faktor yang mempengaruhi harga pasar atau imbalan saham secara parsial (analisis masing-masing faktor).	Penelitian ini meneliti dan menganalisis pengaruh faktor fundamental perusahaan, faktor ekspektasi investor dan faktor risiko investasi sebagai faktor yang mempengaruhi HP dan VT secara simultan, dimana masing-masing faktor menggunakan banyak indikator.
8	Penelitian-penelitian terdahulu pada umumnya menggunakan model regresi, korelasi, dan anova dalam menganalisis hubungan dan pengaruh berbagai faktor terhadap harga saham atau imbalan saham.	Penelitian ini menggunakan model analisis <i>Structural Equation Model (SEM)</i> untuk menganalisis pengaruh berbagai faktor terhadap HP, VT dan IHSI.
9	Penelitian-penelitian terdahulu hanya menganalisis hubungan dan pengaruh langsung yang ada, tidak menganalisis pengaruh tak langsung, tidak memasukkan variabel mediator.	Penelitian ini menganalisis hubungan dan pengaruh yang bersifat langsung dan tidak langsung dengan menggunakan dua variabel endogen Y yang berfungsi sebagai mediator. Oleh karena itu penelitian ini melibatkan 3 variabel eksogen X,

		2 variabel endogen Y, dan 1 variabel endogen Z.
--	--	---

2.2. Kerangka Pemikiran

Kerangka pemikiran dalam penelitian dibuat untuk menjelaskan aliran jalan pemikiran logis dalam rangka menjawab pertanyaan dalam rumusan masalah sampai diperoleh simpulan sementara atau hipotesis (Daito, 2011). Kerangka pemikiran menjelaskan aliran jalan pemikiran dari *empirical gap* yang menjadi latar belakang timbulnya masalah penelitian, *theory gap* yang ada pada teori-teori tentang saham, dan *research gap* yang ada pada hasil-hasil penelitian terdahulu.

2.2.1. Empirical Gap

Seperti telah dikemukakan dalam subbab 1.1 (Latar belakang penelitian) bahwa di pasar terdapat *empirical gap*, yaitu perbedaan atau kesenjangan antara harapan pihak-pihak yang berkepentingan dengan investasi saham dan kenyataan di pasar. Kesenjangan-kesenjangan tersebut antara lain adalah sebagai berikut :

1. Emiten (perusahaan), investor dan manajer perusahaan mengharapkan IHSI perusahaannya tinggi, sementara kenyataannya tidak semua perusahaan mempunyai IHSI yang tinggi. IHSI yang tinggi bagi emiten menunjukkan nilai perusahaan yang tinggi, bagi investor menunjukkan kekayaan yang tinggi, dan bagi manajer menunjukkan kinerja yang baik.
2. Investor dan manajer perusahaan mengharapkan HPSI dan IHSI saham yang dikuasainya naik, sementara kenyataannya tidak semua saham mengalami kenaikan HPSI dan IHSI. Kenaikan HPSI dan IHSI bagi investor merupakan sumber imbalan investasi, bagi manajer merupakan sumber bonus.

3. Emiten, investor, manajer dan pemerintah mengharapkan HPSI dan IHSI saham selalu naik, sementara kenyataannya HPSI dan IHSI saham mengalami fluktuasi (naik/turun). Penurunan HPSI dan IHSI bagi emiten merupakan penurunan nilai perusahaan, bagi investor merupakan kerugian (*capital loss*), bagi manajer merupakan penurunan kinerja, dan bagi pemerintah merupakan penurunan kondisi ekonomi masyarakat.
4. Idealnya IHSI perusahaan-perusahaan relatif sama, sementara kenyataannya IHSI perusahaan-perusahaan berbeda-beda.

Fakta di lapangan menunjukkan adanya *empirical gap*, sementara pada saat yang sama kinerja perusahaan, ekspektasi investor akan harga dan imbalan saham, risiko investasi, harga pasar, volume transaksi saham dan IHSI perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI berbeda-beda. Hal itu menimbulkan pertanyaan-pertanyaan:

1. Mengapa IHSI perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI berbeda-beda dan berfluktuasi ?
2. Apakah perbedaan IHSI perusahaan-perusahaan ada hubungannya dengan perbedaan kinerja perusahaan, ekspektasi investor, risiko investasi, harga pasar, dan volume transaksi saham perusahaan-perusahaan tersebut ?
3. Apakah kinerja perusahaan, ekspektasi investor, dan risiko investasi berpengaruh terhadap harga pasar dan volume transaksi saham, serta berdampak terhadap IHSI perusahaan-perusahaan tersebut?
4. Apakah kinerja perusahaan, ekspektasi investor, dan risiko investasi berpengaruh langsung terhadap IHSI ataukah berpengaruh tidak langsung melalui harga pasar dan volume transaksi saham?
5. Faktor apa yang mempunyai pengaruh langsung dan faktor apa yang mempunyai pengaruh tidak langsung?
6. Bagaimana jalur pengaruh di antara faktor-faktor tersebut ?

7. Diantara seluruh indikator dari faktor-faktor kinerja perusahaan, ekspektasi investor, dan risiko investasi, indikator apa saja yang terbukti secara empirik layak menjadi indikator ?

Pertanyaan-pertanyaan di atas dicari jawabannya dari teori dan hasil-hasil penelitian terdahulu, namun jawaban yang ada dari aspek teoritis maupun hasil-hasil penelitian terdahulu masih meninggalkan gap (kesenjangan).

2.2.2. Theory Gap

“*Grand Theory*” dari topik penelitian ini adalah teori investasi dengan penekanan teori analisis saham dan teori risiko dan imbalan. Menurut teori analisis saham, dalam menetapkan kesanggupan harga dan kuantitas (*bid price and quantity* bagi investor calon pembeli, serta *offer price and quantity* bagi calon penjual) masing-masing pihak melakukan analisis penilaian saham yang hendak dijual/dibeli. Analisis yang dilakukan berupa “*Technical Analysis and Fundanental Analysis*” (Palepu et al, 2006 : 9-5). Namun demikian investasi saham adalah salah satu bentuk investasi. Oleh karena itu seperti halnya investasi pada umumnya, maka pada saham juga berlaku teori investasi, salah satunya adalah teori tentang Risiko Investasi.

Dalam Analisis Teknikal dan Analisis Fundamental dikatakan bahwa nilai saham dipengaruhi oleh faktor teknik dan faktor fundamental. Jadi analisis ini membahas faktor-faktor yang mempengaruhi harga pasar saham, dimana faktor-faktor tersebut terdiri faktor fundamental perusahaan (Analisis Fundamental Perusahaan) dan faktor teknik (Analisis Teknikal). Faktor fundamental perusahaan yang dimaksud adalah fundamental keuangan perusahaan yang diukur dengan rasio-rasio keuangan. Informasi fundamental yang dipelajari termasuk laporan keuangan dengan akun-akunnya, data industri seperti tren penjualan dan pesanan, serta melihat lingkungan ekonomi dan keuangan seperti tren dan tingkat suku bunga (Sunariyah, 2003 : 152).

Menurut F.S. Mishkin terdapat empat faktor penting yang menentukan permintaan dari suatu asset investasi, yaitu kekayaan, ekspektasi imbalan,

risiko, dan likuiditas yang terkandung dalam asset investasi. Pengaruh risiko investasi dapat dianalogikan dari teori investasi tentang hubungan antara risiko dan imbalan. Investasi saham adalah salah satu bentuk investasi. Oleh karena itu pada investasi saham juga berlaku teori tentang investasi, salah satunya adalah teori hubungan antara risiko dan imbalan investasi.

Dalam teori investasi dikemukakan bahwa setiap investasi mengandung risiko dan imbalan potensial (*Risk-Return Trade-off*). Dalam berinvestasi, investor boleh mengharapkan imbalan tetapi juga harus bersedia menanggung risiko. Imbalan yang diharapkan investor tidak selalu sama dengan imbalan aktual yang diperoleh, atau dapat dikatakan bahwa imbalan yang diharapkan mengandung ketidak-pastian perolehannya. Ketidak-pastian perolehan inilah yang disebut risiko. Risiko dalam investasi tidak dapat dihindari tetapi dapat diminimalkan dengan cara tertentu. Oleh karena risiko tidak bisa dihindari dan harus dihadapi maka faktor risiko menjadi pertimbangan penting dalam investasi. Risiko harus diperhitungkan, dipertimbangkan dan ditanggung dalam menentukan sikap/kesanggupan untuk membeli saham (*bid price* dan *bid quantity*) atau menjual (*offer price* dan *offer quantity*), dan mempengaruhi kekuatan tarik-menarik antara permintaan dan penawaran.

Secara umum dipahami bahwa makin besar imbalan yang diharapkan dari suatu investasi maka makin besar pula risiko yang dihadapi. Artinya terdapat hubungan positif antara risiko dan imbalan. Hal ini dikarenakan di pasar terdapat investor yang mempunyai karakter sebagai penghindar risiko (*risk averter*), sehingga jika risiko suatu aset investasi relatif lebih tinggi dibanding aset investasi lainnya maka permintaan asset tersebut lebih kecil. Tetapi di pasar juga terdapat investor yang mempunyai karakter sebagai pengambil risiko (*risk taker*), sehingga jika risiko suatu aset investasi relatif lebih tinggi dibanding aset investasi lainnya maka permintaan asset tersebut lebih besar. Jadi hubungan antara risiko dan imbalan bisa juga bersifat negatif.

Kajian teori saham (teori analisis fundamental dan teori analisis teknikal) menyatakan bahwa harga pasar dan volume transaksi dipengaruhi oleh faktor

fundamental dan faktor teknikal. Dengan kata lain harga pasar dan volume transaksi dipengaruhi oleh faktor fundamental perusahaan (kinerja keuangan perusahaan), dan faktor teknikal (ekspektasi investor akan harga dan imbalan saham) dengan seluruh indikator masing-masing. Kajian teori investasi menyatakan bahwa dalam investasi selalu terkandung harapan akan imbalan dan risiko (*risk and return*). Oleh karena itu dalam melakukan investasi calon investor tidak hanya memperhatikan imbalan yang diharapkan, tetapi juga harus memperhatikan risiko investasi yang terkandung dalam investasi saham yang bersangkutan. Dengan kata lain, meskipun tidak termasuk dalam faktor fundamental dan faktor teknikal, risiko investasi patut diduga juga berpengaruh terhadap harga pasar dan volume transaksi.

Kajian teori ekonomi (hukum permintaan dan penawaran) menyatakan bahwa kuantitas dan harga yang diminta/ditawarkan suatu komoditas (barang yang diperdagangkan di pasar) berhubungan dan saling mempengaruhi. Di pasar saham, saham adalah komoditas, dan sebagai komoditas saham juga mengikuti hukum permintaan. Jadi harga pasar dan kuantitas pasar (volume transaksi) dipengaruhi oleh kekuatan tarik-menarik (interaksi) antara permintaan dan penawaran. Kajian teori/rumus indeks menyatakan bahwa indeks merupakan harga pasar yang dinyatakan dalam indeks dan merupakan harga pasar relatif dari saham, sedangkan perhitungan indeks melibatkan komponen harga pasar dan volume transaksi. Oleh karena itu faktor-faktor yang mempengaruhi harga pasar dan volume transaksi juga berdampak pada IHSI.

Dari kajian teori ditemukan adanya *theory gap* (ketidak-sesuaian pernyataan antara beberapa teori tentang saham) sebagai berikut :

1. Menurut teori analisis fundamental perusahaan harga pasar dan volume transaksi saham dipengaruhi oleh faktor fundamental perusahaan (kinerja perusahaan yang diukur dari ratio-ratio keuangan).

2. Menurut teori analisis teknikal harga pasar dan volume transaksi saham dipengaruhi oleh faktor teknik (ekspektasi investor akan harga saham dan imbalan investasi saham).
3. Menurut teori “*risk-return trade-off*” harga pasar dan volume transaksi saham dipengaruhi oleh faktor risiko investasi saham, dalam arti kesesuaian antara imbalan dan risiko dalam pandangan investor.
4. Teori saham fundamental, teknikal dan risiko investasi menjelaskan pengaruh faktor fundamental (kinerja perusahaan), teknikal (ekspektasi investor) dan risiko terhadap harga saham secara terpisah (sendiri-sendiri), tetapi tidak ada teori saham yang menjelaskan pengaruh ketiga faktor secara serentak.
5. Teori saham menjelaskan pengaruh fundamental (kinerja perusahaan), teknikal (ekspektasi investor) dan risiko terhadap harga pasar saham, tetapi tidak menjelaskan dampaknya pada indeks harga saham individual.

2.2.3. Research Gap

Hasil-hasil penelitian terdahulu pada umumnya menghasilkan temuan sesuai dengan teori dimana kinerja perusahaan, ekspektasi investor dan risiko investasi berpengaruh terhadap harga saham. Namun demikian ditemukan *research gap* (hasil penelitian yang berbeda) sebagai berikut :

1. Hasil penelitian R.L.J. Panggabean (2005) membuktikan bahwa *ROE* (salah satu indikator kinerja perusahaan) tidak mempunyai korelasi signifikan dengan harga saham –khususnya saham LQ45.
2. Hasil penelitian Ali Kesuma (2009) membuktikan bahwa dari pertumbuhan penjualan, struktur aktiva, struktur modal, ratio hutang dan profitabilitas (indikator kinerja perusahaan) hanya profitabilitas yang mempunyai korelasi signifikan dengan harga saham.

3. Hasil penelitian Itan dan Syakhroza (2001) membuktikan bahwa *ROE*, *OPM* dan *NPM* tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap harga saham, sedangkan *PBV* dan *ROA* mempunyai pengaruh signifikan.
4. Hasil penelitian G.R. Duffee (1995) menemukan bahwa relasi/hubungan antara imbalan saham dan volatilitas (risiko) adalah lemah.
5. Hasil penelitian Haugen & Baker (1996) menunjukkan bahwa perbedaan imbalan saham yang terealisasi tidak berkaitan dengan risiko, melainkan lebih disebabkan oleh bias dalam penetapan harga pasar.
6. Hasil penelitian Chordia et al (2002) menunjukkan bahwa harga pasar cenderung berbalik dari penurunan dan mengikuti kenaikan. Hal ini berarti bahwa kecenderungan naiknya nilai ekspektasi investor diikuti kenaikan harga saham, tetapi kecenderungan turunnya nilai ekspektasi investor tidak diikuti penurunan harga saham.
7. Penelitian Chordia et al (2001) menemukan adanya relasi kuat-negatif antara imbalan saham dan variabilitas volume perdagangan saham.
8. Penelitian Gil Sadka (2006) menemukan adanya korelasi negatif signifikan antara imbalan yang diharapkan dan laba yang diharapkan. Hal ini menimbulkan dugaan bahwa variasi dalam faktor umum yang mempengaruhi keduanya mungkin menghasilkan volatilitas harga yang signifikan.
9. Penelitian Liu and Thomas (2008) membuktikan bahwa kesimpulan tentang nilai relevansi laba akuntansi yang dihasilkan dari regresi imbalan saham yang tak diharapkan pada laba yang tak diharapkan berpotensi salah arah (*misleading*).
10. Penelitian Brown and Han (2000) menemukan bahwa harga saham tidak sepenuhnya merefleksikan implikasi laba terkini pada laba yang akan datang.
11. Hasil penelitian Rosenberg & Engle (2002) menunjukkan bahwa penghindaran risiko empirik berkorelasi positif dengan indikator-

indikator resesi dan berkorelasi negatif dengan indikator-indikator ekspansi.

12. Penelitian M. Suharli (2005) membuktikan bahwa *DER* dan *Beta* saham tidak mempengaruhi imbalan saham secara signifikan pada perusahaan *food and beverage*.
13. Penelitian Ulupui (2005) membuktikan bahwa *DER* dan *TATO* tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap imbalan saham.
14. Penelitian K.O. Olibe (2002) membuktikan bahwa para investor memanfaatkan informasi dari RUPS dalam mengevaluasi perusahaan. Analisis saham menunjukkan bahwa aktivitas perdagangan yang rendah dan perubahan harga yang signifikan terjadi pada hari dilaksanakannya RUPS.
15. Penelitian Kim & Verrecchia (1991) menunjukkan bahwa volume perdagangan menjadi indikator variabel informasi yang lebih nyata dari pada perubahan harga, bahwa perbedaan presisi diantara pedagang menjadi faktor penting potensial yang lebih mempengaruhi volume perdagangan dari pada perubahan harga.
16. Penelitian terdahulu pada umumnya dilakukan untuk meneliti pengaruh salah satu dari faktor kinerja perusahaan, ekspektasi investor, dan risiko investasi terhadap harga pasar saham atau imbalan saham. Penelitian yang mengintegrasikan pengaruh ketiga faktor sekaligus tidak ditemukan.

2.2.4. Skema Kerangka Pemikiran

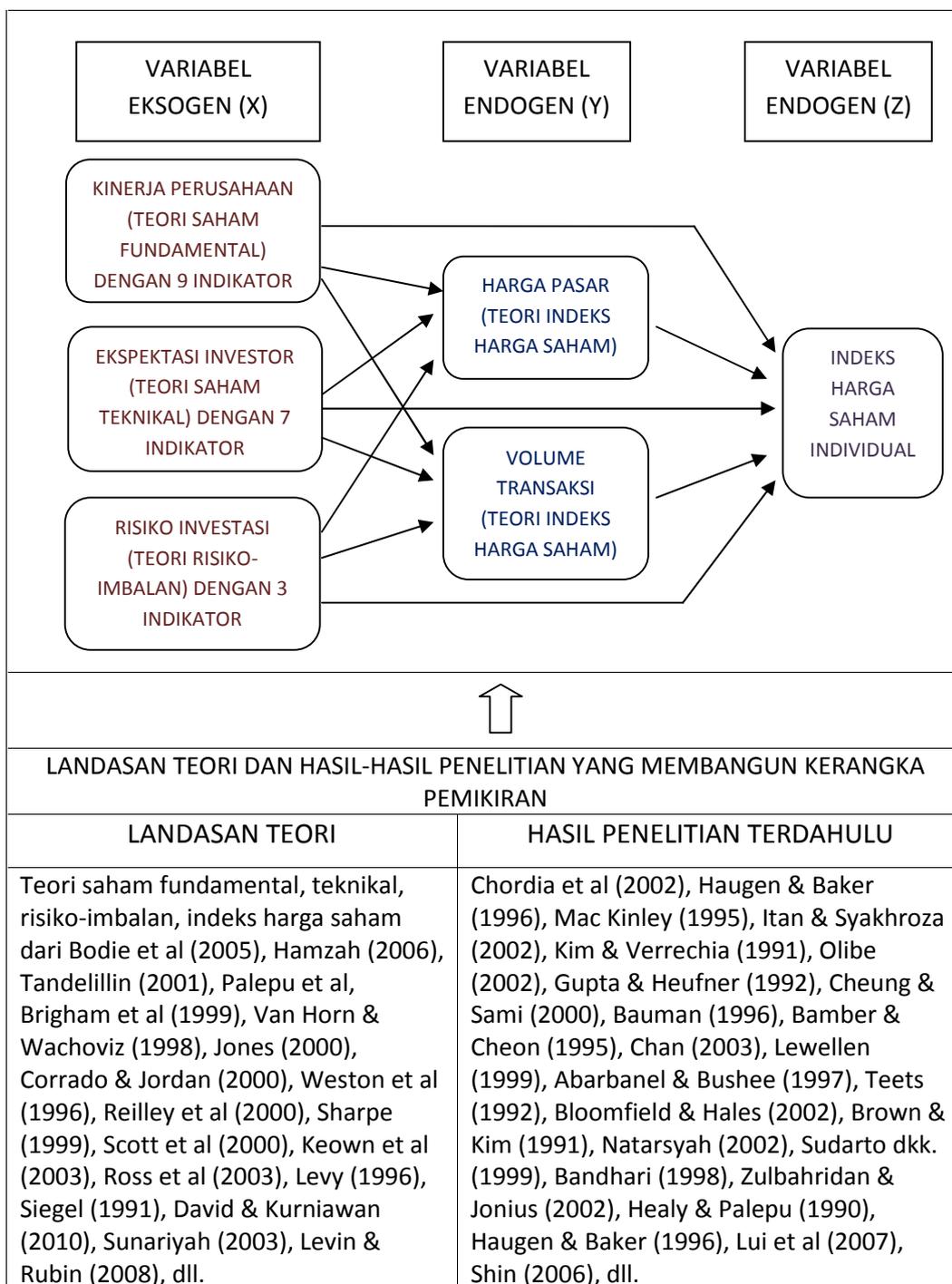
Berdasarkan data empirik di pasar yang menunjukkan adanya *empirical gap*, kajian teori-teori yang menunjukkan adanya *theory gap*, dan hasil-hasil penelitian terdahulu yang menunjukkan adanya *research gap*, maka disusun kerangka pemikiran tentang model hubungan diantara faktor kinerja perusahaan (KP), ekspektasi investor (EI), risiko investasi (RI), harga pasar saham (HP), volume transaksi saham (VT) dan indeks harga saham individual

(IHSI). Faktor-faktor tersebut dikategorikan dalam kategori variabel eksogen X (variabel yang mempengaruhi), variabel endogen Y (variabel yang dipengaruhi oleh variabel eksogen X tetapi mempengaruhi variabel endogen Z) dan variabel endogen Z (variabel yang dipengaruhi). Kinerja perusahaan, ekspektasi investor dan risiko investasi merupakan variabel eksogen X_1 , X_2 dan X_3 ; harga pasar dan volume transaksi saham merupakan variabel endogen Y_1 dan Y_2 ; indeks harga saham individual merupakan variabel endogen Z. Kerangka pemikiran digambarkan secara skematis dalam gambar 2.1 di halaman berikut.

Gambar kerangka pemikiran (gambar 2.1) dihalaman berikut menjelaskan model hubungan yang dapat dinyatakan secara deskriptif bahwa kinerja perusahaan, ekspektasi investor dan risiko investasi berpengaruh langsung terhadap Indeks Harga Saham Individual dan berpengaruh tak langsung melalui harga pasar dan volume transaksi. Jika dirinci, dalam bagan kerangka pemikiran tersebut terdapat empat jalur pengaruh sebagai berikut :

1. Pengaruh indikator-indikator terhadap variabel eksogen yang diukur (kinerja perusahaan, ekspektasi investor dan risiko investasi).
2. Pengaruh variabel eksogen kinerja perusahaan, ekspektasi investor dan risiko investasi terhadap variabel endogen Indeks Harga Saham Individual secara langsung tanpa melalui variabel endogen harga pasar dan volume transaksi.
3. Pengaruh variabel eksogen kinerja perusahaan, ekspektasi investor dan risiko investasi terhadap variabel endogen Indeks Harga Saham Individual melalui variabel endogen harga pasar dan volume transaksi yang berfungsi sebagai mediator.
4. Pengaruh variabel endogen harga pasar dan volume transaksi sebagai mediator pengaruh tak langsung dari kinerja perusahaan, kinerja industri, ekspektasi investor dan risiko investasi terhadap Indeks Harga Saham Individual.

Gambar 2.1
Kerangka Pemikiran



Keterangan singkatan :

KP	: Kinerja perusahaan	AR	: Average return
EPS	: Earning per share	RT	: Return trend
PER	: Price earning ratio	LR%	: Latest return (%)
DER	: Debt-equity ratio	AR%	: Average return(%)
ROA	: Return on assets	RT%	: Return trend (%)
ROE	: Return on equity	RI	: Risiko investasi
BV	: Book value	SD	: Standar Deviasi
NPM	: Net profit margin	KV	: Koefisien variasi
PBV	: Price-book value ratio	BETA	: Beta saham
OPM	: Operating profit margin	VT	: Volume transaksi
EI	: Ekspektasi investor	HP	: Harga pasar
PT	: Price trend	IHSI	: Indeks harga saham individual
LR	: Latest return		

2.3. Hipotesis Penelitian

Dari kajian teori, hasil-hasil penelitian terdahulu, data empirik dapat dikemukakan premis-premis yang menjadi dasar perumusan hipotesis penelitian. Premis-premis tersebut adalah sebagai berikut :

Premis-premis yang berasal dari kajian teori :

1. Premis 1 : Teori investasi menyatakan bahwa salah satu motif investor melakukan investasi saham adalah mengharapkan imbalan dari saham yang bersangkutan. Salah satu bentuk imbalan investasi saham adalah keuntungan modal, yaitu keuntungan yang diperoleh dari kenaikan harga pasar saham dari harga belinya (Bentuk imbalan investasi saham lainnya adalah dividen). Investor cenderung memilih saham yang mempunyai potensi imbalan investasi besar.
2. Premis 2 : Teori analisis saham menyatakan bahwa dalam memilih saham untuk berinvestasi, menentukan harga dan kuantitas yang disanggupi (*bid price and quantity*) investor harus melakukan analisis saham (analisis

potensi imbalan dan risiko investasi saham).

3. Premis 3 : Teori analisis saham menyatakan bahwa potensi imbalan investasi saham dapat dianalisis dengan analisis fundamental dan analisis teknikal.
4. Premis 4 : Teori fundamental perusahaan (bagian dari teori analisis saham fundamental) menyatakan bahwa potensi imbalan investasi saham tercermin pada faktor fundamental perusahaan, khususnya faktor fundamental keuangan. Faktor fundamental keuangan perusahaan menunjukkan kinerja perusahaan dalam bidang keuangan yang diukur dari ratio-ratio keuangannya. Kinerja perusahaan menjadi faktor pertimbangan penting dalam menentukan harga dan kuantitas yang disanggupi oleh investor (*bid price and quantity* dan *offer price and quantity*). Investor cenderung memilih investasi saham pada perusahaan yang mempunyai kinerja baik, yang tercermin pada ratio-ratio keuangan yang baik. Investor bersedia membeli saham dari perusahaan yang mempunyai kinerja baik dengan harga lebih tinggi dari pada saham perusahaan lain. Demikian pula kuantitas yang diminta terhadap saham dari perusahaan yang mempunyai kinerja baik lebih tinggi dari pada saham perusahaan lain.
5. Premis 5 : Analisis teknikal menyatakan bahwa potensi imbalan saham dipengaruhi oleh faktor teknik, yaitu fluktuasi harga dan imbalan saham selama beberapa periode terakhir. Potensi imbalan saham yang akan datang dapat diprediksi melalui pola fluktuasi harga dan imbalan selama beberapa periode terakhir. Analisis

teknikal ini menghasilkan nilai harapan harga dan imbalan yang didasarkan pada nilai rata-rata, nilai terakhir/terbaru, dan nilai tren. Nilai harapan harga dan imbalan menjadi faktor pertimbangan penting dalam menentukan harga dan kuantitas yang disanggupi oleh investor. Investor bersedia membeli saham perusahaan yang mempunyai nilai harapan harga dan imbalan lebih tinggi dengan harga yang lebih tinggi dari pada saham perusahaan lain. Demikian pula kuantitas yang diminta terhadap saham yang mempunyai nilai harapan harga dan imbalan tinggi lebih tinggi dari pada saham perusahaan lain.

6. Premis 6 : Teori investasi menyatakan bahwa setiap investasi mengandung potensi imbalan dan risiko, demikian pula investasi saham. Oleh karena itu selain perlu melakukan analisis potensi imbalan dari investasinya, investor saham juga perlu melakukan analisis risiko yang terkandung dalam investasi sahamnya.
7. Premis 7 : Teori risiko dan imbalan menyatakan bahwa investor cenderung memilih investasi yang memenuhi keseimbangan antara risiko dan imbalan dalam persepesinya. Risiko investasi yang terkandung dalam investasi saham menjadi faktor pertimbangan penting dalam menentukan harga yang disanggupi bagi oleh investor. Investor bersedia membeli saham perusahaan yang mengandung risiko sepadan dengan imbalannya dengan harga lebih tinggi dari pada saham perusahaan lain. Demikian pula kuantitas yang diminta terhadap saham yang mengandung risiko risiko sepadan dengan imbalannya lebih tinggi dari pada saham perusahaan

lain.

8. Premis 8 : Indeks harga saham individual (IHSI) adalah harga saham perusahaan yang dinyatakan dalam bentuk indeks (harga pasar saham dibanding harga dasarnya) dan dihitung dengan cara/rumus tertentu. Nilai perusahaan tercermin pada IHSI-nya, bukan harga sahamnya. Artinya perusahaan yang mempunyai IHSI lebih tinggi lebih berharga dari pada perusahaan lain yang mempunyai IHSI rendah.
- 9 Premis 9 : Indeks harga saham individual (IHSI) adalah harga saham perusahaan yang dinyatakan dalam bentuk indeks (harga pasar saham dibanding harga dasarnya). Dengan demikian faktor-faktor yang berpengaruh terhadap harga pasar saham akan berpengaruh pula terhadap indeks harga saham.
10. Premis 10 : Indeks harga saham individual (IHSI) adalah harga saham perusahaan yang dinyatakan dalam bentuk indeks (harga pasar saham dibanding harga dasarnya) dan dihitung dengan cara/rumus tertentu. Dalam perhitungan tersebut terdapat komponen harga pasar dan kuantitas pasar (volume transaksi) yang membentuk indeks harga saham. Jadi secara rumus/matematis, harga pasar dan volume transaksi menentukan IHSI.

Premis-premis yang berasal dari penelitian terdahulu :

11. Premis 11 : Hasil-hasil penelitian di beberapa Negara (Kim & Verrechia, Olibe, Cheung & Sami, Bauman, Bamber & Cheon, Chan, Han & Wild, Mark Lang, Brown & Han, Liu & Thomas, Lev & Thiagarajan, Dechow,

dll.) menunjukkan bahwa kinerja perusahaan menjadi pertimbangan investor dalam memilih saham perusahaan yang akan dibeli, dan menunjukkan bahwa kinerja perusahaan berpengaruh terhadap harga pasar dan volume transaksi saham.

12. Premis 12 : Hasil-hasil penelitian di beberapa negara (Chordia, Haugen & Baker, Chan, Sadka, Klein, Liu & Thomas, Dechow, Bhandari, Bloomfield & Hales, Brown & Kim, dll.) menunjukkan bahwa para investor banyak menggunakan analisis teknikal untuk memprediksi harga dan imbalan saham yang akan dibeli atau dijual dan menetapkan harga dan kuantitas yang disanggupi. Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa hasil analisis teknikal (nilai harapan akan harga dan imbalan saham) berpengaruh terhadap harga pasar dan volume transaksi saham.
13. Premis 13 : Hasil-hasil penelitian di beberapa Negara (Natarsyah, Sudarto, Bandhari, Zulbahridan & Jonius, Healy & Palepu, Haugen & Baker, Lui, Shin, dll.) menunjukkan bahwa risiko investasi menjadi pertimbangan penting bagi investor dalam menentukan harga dan kuantitas yang disanggupi, dan menunjukkan bahwa risiko investasi berpengaruh terhadap harga pasar dan volume transaksi saham.
14. Premis 14 : Penelitian-penelitian yang ada dilakukan secara partial, dimana masing-masing faktor (kinerja perusahaan, ekspektasi investor dan risiko investasi) diteliti sendiri-sendiri pengaruhnya terhadap harga pasar dan/atau volume transaksi saham. Belum ada penelitian yang meneliti pengaruh seluruh faktor

terhadap harga pasar, volume transaksi saham dan indeks harga saham secara simultan/serentak.

Premis-premis yang berasal dari data fakta (empirik)

15. Premis 15 : Fakta (data empirik) menunjukkan bahwa volume transaksi, harga pasar saham dan IHSI dari perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI pada saat yang sama berbeda-beda antar perusahaan.
16. Premis 16 : Fakta (data empirik) menunjukkan bahwa kinerja perusahaan, ekspektasi investor akan harga dan imbalan saham, dan risiko investasi dari perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI pada saat yang sama juga berbeda-beda antar perusahaan.

Premis-premis yang berasal dari pemikiran logis

17. Premis 17 : Di satu sisi harga pasar, volume transaksi, dan IHSI pada saat yang sama berbeda-beda antar perusahaan. Di sisi lain kinerja perusahaan, ekspektasi investor, dan risiko investasi pada saat yang sama juga berbeda-beda antar perusahaan. Hal ini menimbulkan pemikiran bahwa ada kemungkinan terdapat hubungan diantara faktor-faktor tersebut.

Premis-premis tersebut menjadi dasar perumusan hipotesis penelitian. Menurut Creswell (2009 : 132), hipotesis penelitian adalah anggapan dasar peneliti atas suatu masalah yang sedang dikaji yang dibuat dalam bentuk kalimat. Hipotesis-hipotesis dalam penelitian ini dirumuskan dan disusun dalam tabel 2.3 di halaman berikut.

Tabel 2.3
Hipotesis Penelitian

No	Hipotesis	Premis
1	H1 : Terdapat pengaruh kinerja perusahaan terhadap volume transaksi saham.	Premis 1, 2, 3, 11, 15, 16, 17
2	H2 : Terdapat pengaruh ekspektasi investor terhadap volume transaksi saham.	Premis 1, 2, 3, 5, 12, 15, 16, 17
3	H3 : Terdapat pengaruh risiko investasi terhadap volume transaksi saham.	Premis 1, 2, 3, 6, 7, 13, 15, 16, 17
4	H4 : Terdapat pengaruh kinerja perusahaan terhadap harga pasar saham.	Premis 1, 2, 3, 4, 11, 16, 17
5	H5 : Terdapat pengaruh ekspektasi investor terhadap harga pasar saham.	Premis 1, 2, 3, 5, 12, 16, 17
6	H6 : Terdapat pengaruh risiko investasi terhadap harga pasar saham.	Premis 1, 2, 3, 6, 7, 13, 16, 17
7	H7 : Terdapat pengaruh harga pasar saham terhadap IHSI.	Premis 9, 10, 15, 17
8	H8 : Terdapat pengaruh volume transaksi saham terhadap IHSI	Premis 9, 10, 15, 17
9	H9 : Terdapat pengaruh kinerja perusahaan terhadap IHSI.	Premis 1, 2, 3, 4, 8, 10, 11, 15, 16, 17
10	H10 : Terdapat pengaruh ekspektasi investor terhadap IHSI.	Premis 1, 2, 3, 5, 8, 10, 12, 15, 16, 17
11	H11 : Terdapat pengaruh risiko investasi terhadap IHSI.	Premis 1, 2, 6, 7, 8, 10, 13, 15, 16, 17