

**LAPORAN KEMAJUAN PENELITIAN
DOSEN MUDA**



**PERAN RISIKO SISTEMATIS DALAM MENENTUKAN HUBUNGAN
ANTARA FAKTOR FUNDAMENTAL MAKROEKONOMI DENGAN
KINERJA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI BURSA EFEK INDONESIA
JAKARTA**

Peneliti:

**DRS. BAMBANG SUDIYATNO, MM
M.G. KENTRIS INDARTI, SE, M.Si, Ak
ELEN PUSPITASARI, SE, M.Si**

**DIBIYAI OLEH DIREKTORAT PENELITIAN DAN PENGABDIAN
KEPADA**

**MASYARAKAT (DP2M) NOMOR: 137/006:/PP3/2010
DIREKTORAT JENDERAL PENDIDIKAN TINGGI
DEPARTEMEN PENDIDIKAN NASIONAL**

**FAKULTAS EKONOMI – UNIVERSITAS STIKUBANK
S E M A R A N G
SEPTEMBER 2010**

**HALAMAN PENGESAHAN LAPORAN KEMAJUAN
HASIL PENELITIAN DOSEN MUDA**

1. Judul Penelitian : Peran Risiko Sistematis dalam Menentukan Hubungan Antara Faktor Fundamental Makroekonomi dengan Kinerja Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia Jakarta.
2. Bidang Penelitian : Ekonomi
3. Ketua Penelitian:
 - a. Nama Lengkap : Drs. Bambang Sudiyatno, MM
 - b. Jenis Kelamin : Laki-laki
 - c. NIY : Y2.86.05.033
 - d. Pangkat/Golongan : Lektor/IIIC
 - e. Jabatan : Penata
 - f. Fakultas/Jurusan : Ekonomi/Manajemen
4. Jumlah Anggota : 2 Orang
5. Lokasi Penelitian : Bursa Efek Indonesia Jakarta
6. Biaya : Rp 8.500.000,00.

Mengetahui,
Dekan Fakultas Ekonomi UNISBANK

Semarang, September 2010
Ketua Peneliti,

Dr. Alimuddin Rizal R, MM
NIY: Y2.88.07.046

Drs. Bambang Sudiyatno, MM
NIY: Y2.86.05.033

Mengetahui,
Ketua LP2M Universitas Stikubank

Dr. Dra. Lie Liana, M. MSi
NIY: Y2.92.07.085

DAFTAR ISI

	Hal
HALAMAN JUDUL	i
KALAMAN PENGESAHAN.....	ii
KATA PENGANTAR	iii
DAFTAR ISI	iv
DAFTAR TABEL	vi
DAFTAR GAMBAR	vii
BAB I. PENDAHULUAN	
1.1 Latar Belakang Masalah	1
1.2 Permasalahan Penelitian	4
1.3 Tujuan Penelitian	5
1.4 Manfaat Penelitian	6
BAB II. LANDASAN TEORI	
2.1 Dasar Teori	7
2.2 Pengembangan Hipotesis	11
2.3 Model Empirik Penelitian	12
BAB III. METODE PENELITIAN	
3.1 Obyek Penelitian	13
3.2 Jenis dan Sumber Data	13
3.3 Populasi dan Sampel	13
3.4 Definisi Konsep Variabel Penelitian	14
3.5 Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel	19
3.6 Teknik Analisis	22
3.7 Pengujian Asumsi Klasik	23

3.8 Pengujian Model dan Pengujian Hipotesis	26
 BAB IV. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN	
4.1 Hasil Penelitian	29
4.1.1 Deskripsi Statistik Variabel-Variabel Penelitian	29
4.1.2 Pengujian Kekuatan dan Kesesuaian Model	33
4.1.3 Pengujian Regresi	48
4.1.4 Pengujian Hipotesis	53
4.1.5 Pengujian Mediasi	61
4.2 Pembahasan	67
 BABV. KESIMPULAN DAN SARAN	
5.1 Kesimpulan Umum	76
5.2 Kesimpulan Terhadap Permasalahan Penelitian	76
5.3 Saran-saran	77
5.4 Keterbatasan Penelitian	79
5.5 Agenda Penelitian Mendatang	80
 DAFTAR PUSTAKA	 82
LAMPIRAN-LAMPIRAN:	
Abstract	86

DAFTAR TABEL

	Hal
Tabel 3-1. Pengukuran Variabel Penelitian	21
Tabel 4-1. Statistik Deskriptif Variabel Persamaan 1	31
Tabel 4-2. Statistik Deskriptif Variabel Persamaan 2	33
Tabel 4-3. Hasil Pengujian <i>Normalitas Error</i> Model Persamaan 1	36
Tabel 4-4. Hasil Pengujian Asumsi Klasik Model Persamaan 1	39
Tabel 4-5. Hasil Perhitungan <i>R-square</i> dan signifikansi F Model Persamaan 1	42
Tabel 4-6. Hasil Pengujian Asumsi Klasik Model Persamaan 2	44
Tabel 4-7. Hasil Perhitungan <i>R-square</i> dan signifikansi F Model Persamaan 2	47
Tabel 4-8. Ringkasan Hasil Pengujian Regresi Model Persamaan 1	49
Tabel 4-9. Ringkasan Hasil Pengujian Regresi Model Persamaan 2	51
Tabel 4-10. Interpretasi Analisis Jalur Model Empirik Penelitian	65

DARTAR GAMBAR

	Hal
Gambar 2-1. Model Empirik Penelitian	12
Gambar 3-1. Posisi Nilai Durbin Watson	25
Gambar 4-1. Histogram Persamaan 1	38
Gambar 4-2. Normal Probability Plot Persamaan 1	39
Gambar 4-3. Posisi Nilai Durbin Watson Model Persamaan 1	41
Gambar 4-4. Posisi Nilai Durbin Watson Model Persamaan 2	46
Gambar 4-5. Analisis Jalur Model Empirik Penelitian	63

Abstract

The purpose of this research is to analysis influence of macroeconomic factors, as inflation, interest rate, exchange rate, economic growth; and systematic risk toward financial performance for 2004 to 2006. This research uses secondary data, with the source of data from BPS and Indonesian Capital Market Directory publication. The sampling technical used purposive sampling, and total sample is 116 firm with the 348 observation sample. The analysis with regression ordinary least square – OLS.

Result the test that inflation and exchange rate are significant negative influence the systematic risk, but interest rate and economic growth are significant positive toward to systematic risk. Interest rate significant positive toward financial performance, and systematic risk is significant negative toward financial performance. Exchange rate significant negative at level less than 10% toward financial performance.

In this research is only interest rate toward systematic risk, and than exchange rate & systematic risk toward financial performance support economic theory. The R-square is 0,031 so the five independent variable is have a weak ability to predict financial performance. The other result that systematic risk is a intervening variable, they are mediation macroeconomic fundamental factor with firm performance.

Key words: Macroeconomic factors, systematic risk, and intervening variable.

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Tujuan perusahaan, seperti yang dirilis oleh *American Review* tahun 1992 adalah meningkatkan nilai perusahaan sepanjang waktu. Tujuan ini sejalan dengan kepentingan para pemegang saham (pemilik), yaitu meningkatkan kesejahteraannya. Untuk dapat meningkatkan nilai perusahaan, maka perusahaan harus dapat menghasilkan laba pada setiap kegiatan operasinya.

Laba yang dihasilkan perusahaan, selanjutnya digunakan sebagai indikator kinerja perusahaan, yang tidak lain adalah merupakan hasil implementasi dari kebijakan perusahaan. Untuk dapat menghasilkan kinerja yang tinggi tidaklah mudah, karena berbagai faktor dapat mempengaruhinya. Faktor-faktor tersebut dapat berasal dari dalam dan dapat juga berasal dari luar perusahaan. Faktor dari dalam dapat dikendalikan perusahaan, sedangkan faktor dari luar tidak dapat dikendalikan perusahaan.

Penelitian ini menekankan pada faktor dari luar perusahaan yang dapat mempengaruhi kinerja perusahaan. Khususnya faktor ekonomi, atau yang sering disebut sebagai faktor fundamental makroekonomi. Faktor-faktor tersebut meliputi inflasi, tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi, faktor ini bersifat *uncontrollable* sehingga tidak dapat dikendalikan perusahaan. Di samping faktor-faktor tersebut, maka risiko sistematis juga merupakan faktor yang dimasukkan dalam model yang dapat mempengaruhi kinerja perusahaan. Risiko sistematis merupakan risiko yang ditimbulkan sebagai dampak dari perubahan-perubahan faktor eksternal, seperti perubahan inflasi, tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi (Brigham, 1998).

Inflasi, tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi akan direspon langsung oleh para pelaku pasar modal. Perubahan-perubahan ini juga cenderung

mempengaruhi kegiatan bisnis secara menyeluruh. Artinya bahwa semua perusahaan yang *Go Public* di pasar modal akan mengalami dampak dari peristiwa tersebut, meskipun dampaknya berbeda-beda. Perusahaan-perusahaan yang kondisinya internalnya bagus, dampaknya tidak terlalu membahayakan jika dibandingkan dengan perusahaan yang kondisinya internalnya buruk, terutama terhadap pencapaian laba perusahaan.

Investasi saham di pasar modal yang *Go Public* tergolong investasi yang berisiko tinggi, karena sifat komoditinya sangat peka terhadap perubahan-perubahan yang terjadi di sektor makro, termasuk perubahan-perubahan makroekonomi di luar negeri maupun perubahan-perubahan yang terjadi di dalam industri dan perusahaan itu sendiri. Perubahan-perubahan tersebut dapat berpotensi untuk meningkatkan atau menurunkan risiko sistematis dan kinerja perusahaan perusahaan-perusahaan yang sahamnya aktif diperdagangkan di bursa.

Krisis ekonomi yang ditandai dengan meningkatnya inflasi, suku bunga umum, kurs, dan menurunnya pertumbuhan ekonomi membuat kegiatan investasi menurun. Kondisi ini secara langsung akan mempengaruhi perilaku pemodal dalam melakukan keputusan investasi di pasar modal. Hal ini menjadi tantangan dan tugas berat manajer untuk mempertahankan perusahaan agar tetap eksis melalui kebijakan-kebijakan yang diambil untuk mempertahankan atau bahkan meningkatkan kinerja perusahaan.

Perusahaan sebagai obyek kegiatan bisnis yang menjadi basis persoalan-persoalan yang timbul didalam kegiatan bisnis, memegang peranan sebagai basis obyek riset empirik untuk menghasilkan teori-teori yang kemudian dijadikan sebagai dasar dari para pelaku bisnis didalam mengambil keputusan untuk bisnis mereka. Sehingga aktivitas-aktivitas didalam perusahaan yang merupakan implementasi dari kebijakan-kebijakan perusahaan (manajemen) memegang peranan penting dalam kehidupan perusahaan. Arah dari kebijakan-kebijakan perusahaan tersebut pada umumnya adalah ditujukan untuk pengembangan perusahaan melalui peningkatkan kinerja perusahaan.

Perusahaan sebagai suatu organisasi akan melibatkan banyak pihak yang berkepentingan baik secara langsung maupun tidak langsung. Para pemilik (*stockholders*) dan manajer adalah pihak yang secara langsung berkepentingan dan bertanggung jawab terhadap kemajuan dan perkembangan perusahaan. Para pemilik menginginkan kesejahteraan melalui *cash dividend* yang diterimanya, karena dividen dapat dipakai sebagai *signal* positif kepada investor potensial. Dividen hanya akan diperoleh jika manajer di dalam mengelola perusahaan efisien sehingga menghasilkan laba tinggi yang dapat ditunjukkan dengan besarnya *ROA* yang dihasilkan.

Seperti telah dijelaskan sebelumnya bahwa faktor makroekonomi seperti; inflasi, tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi merupakan faktor-faktor yang sangat diperhatikan oleh para pelaku pasar modal. Perubahan-perubahan yang terjadi pada faktor ini dapat mengakibatkan perubahan-perubahan di pasar modal, yaitu meningkat atau menurunnya harga saham. Volatilitas dari harga-harga saham di pasar modal dapat berpotensi untuk meningkatkan atau menurunkan risiko sistematis. Oleh karena itu, perubahan-perubahan pada faktor makroekonomi dapat berpotensi untuk meningkatkan atau menurunkan risiko sistematis. Kondisi makroekonomi yang memburuk akan meningkatkan risiko sistematis, sedangkan kondisi makroekonomi yang membaik akan menurunkan risiko sistematis (Birgham, 1998).

Faktor makroekonomi dengan indikator inflasi, tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi, sedangkan risiko sistematis dengan indikator *beta* saham (β). Variabel-variabel ini dapat berpotensi untuk meningkatkan atau menurunkan kinerja perusahaan (*ROA*). Jadi, berdasarkan penjelasan tersebut, maka risiko sistematis merupakan variabel *intervening* yang memediasi pengaruh faktor fundamental makroekonomi (inflasi, tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi) terhadap kinerja perusahaan (*ROA*).

Penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh dari faktor fundamental makroekonomi (inflasi, tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi) dan risiko sistematis yang diproksi dengan *beta* saham terhadap kinerja perusahaan yang

diproksi dengan *ROA*. Konsep pengaruh antar variabel dalam penelitian ini adalah pengaruh berjenjang, dengan menempatkan risiko sistematis sebagai variabel *intervening*.

Penelitian ini dimotivasi oleh beberapa penelitian terdahulu, antara lain penelitian dari Dodd dan Chen (1996), Claude, *et al* (1996), Eduardus (1997), Suryanto (1998), Gudono (1999), Anuchitworawong (2000), Dewi (2001), Siti (2004), dan Robiatul & Ardi (2006), serta Dedi dan Riyatno (2007). Penelitian ini juga dimotivasi dari fenomena perkembangan indikator ekonomi Indonesia, pengamatan terhadap perkembangan inflasi, tingkat suku bunga deposito, kurs \$, dan pertumbuhan ekonomi selama tahun 2000 sampai dengan 2006 yang hasilnya menunjukkan fluktuasi cenderung menurun untuk inflasi dan tingkat bunga deposito, sedangkan untuk kurs \$ dan pertumbuhan ekonomi berfluktuasi cenderung meningkat. Selanjutnya, penelitian ini juga dimotivasi oleh fenomena yang terjadi di BEI terhadap hasil pengamatan awal pada 23 perusahaan manufaktur yang *listed* di BEI selama tahun 2000 sampai dengan 2005, berkenaan *return on assets (ROA)*.

Sesuai dengan penjelasan sebelumnya, maka permasalahan dalam penelitian ini adalah "Bagaimana hubungan faktor fundamental makroekonomi (inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi), risiko sistematis dan kinerja perusahaan". Sehingga penelitian ini mengambil judul "**Peran risiko Sistematis dalam Menentukan Hubungan Antara Faktor Fundamental Makroekonomi dengan Kinerja Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia Jakarta**".

Studi ini diharapkan dapat memberikan kontribusi dalam pengembangan disiplin ilmu manajemen keuangan, serta praktek-praktek manajemen dalam pengambilan keputusan investasi di pasar modal.

1.2. Permasalahan Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian kelanjutan dari penelitian sebelumnya, dengan menempatkan risiko sistematis sebagai variabel *intervening*. Penelitian ini

mencoba untuk menjembatani penelitian-penelitian sebelumnya dalam mencari kejelasan peran risiko sistematis sebagai variabel *intervening* yang memediasi pengaruh faktor fundamental makroekonomi terhadap kinerja perusahaan. Sehingga untuk menjawab permasalahan penelitian ini, dikembangkan beberapa pertanyaan penelitian sebagai berikut :

- (1) Apakah inflasi berpengaruh terhadap risiko sistematis dan kinerja perusahaan.
- (2) Apakah tingkat bunga berpengaruh terhadap risiko sistematis dan kinerja perusahaan.
- (3) Apakah kurs berpengaruh terhadap risiko sistematis dan kinerja perusahaan.
- (4) Apakah pertumbuhan ekonomi berpengaruh terhadap risiko sistematis dan kinerja perusahaan.
- (5) Apakah risiko sistematis berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.
- (6) Apakah risiko sistematis merupakan variabel *intervening* yang memediasi hubungan atau pengaruh faktor fundamental makroekonomi dalam mempengaruhi kinerja perusahaan.

1.3. Tujuan Penelitian.

Tujuan penelitian yang ingin dicapai dalam penelitian pengaruh faktor fundamental makroekonomi, risiko sistematis terhadap kinerja perusahaan, antara lain adalah:

- (1) Untuk menganalisis pengaruh inflasi terhadap risiko sistematis dan kinerja perusahaan.
- (2) Untuk menganalisis pengaruh tingkat bunga terhadap risiko sistematis dan kinerja perusahaan.
- (3) Untuk menganalisis pengaruh kurs terhadap risiko sistematis dan kinerja perusahaan.
- (4) Untuk menganalisis pengaruh pertumbuhan ekonomi terhadap risiko sistematis dan kinerja perusahaan.

- (5) Untuk menganalisis pengaruh risiko sistematis terhadap kinerja perusahaan.
- (6) Untuk menganalisis pengaruh risiko sistematis sebagai variabel *intervening* dalam memediasi hubungan faktor fundamental makroekonomi dengan kinerja perusahaan.

1.4. Manfaat Penelitian.

Penelitian dimaksudkan untuk menjawab fenomena yang terjadi terhadap hasil penelitian sebelumnya dan perkembangan kinerja perusahaan yang dipantau dari fenomena kondisi empirik ekonomi Indonesia yang diproksi dengan inflasi, tingkat suku bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi, serta fenomena kondisi empirik *return on assets* (ROA) perusahaan industri manufaktur di BEI. Oleh karena itu hasil penelitian harus memberikan manfaat bagi perkembangan ilmu dan masyarakat (perusahaan dan investor), baik manfaat jangka panjang maupun jangka pendek.

Berdasarkan konsep dan latar belakang masalah, serta tujuan penelitian, maka penelitian ini diharapkan akan memberikan manfaat, antara lain :

- (1) Hasil penelitian ini akan memberikan penjelasan tentang proses pengaruh faktor fundamental makroekonomi dan risiko sistematis terhadap kinerja perusahaan.
- (2) Bagi para investor dan calon investor, hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai informasi tentang proses pengaruh faktor fundamental makroekonomi dan risiko sistematis terhadap kinerja perusahaan.
- (3) Mengingat bahwa kinerja perusahaan juga ditentukan oleh faktor fundamental makroekonomi, maka bagi investor dan calon investor hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai landasan kebijakan dalam melakukan investasi melalui pasar modal.
- (4) Hasil penelitian ini bagi perusahaan dapat digunakan sebagai dasar dalam mengambil kebijakan perusahaan berkaitan dengan keputusan investasi, keputusan pembiayaan dan keputusan pendistribusian laba perusahaan.

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 Dasar Teori

Seperti telah dijelaskan di atas bahwa kinerja perusahaan tidak hanya ditentukan oleh faktor internal saja, akan tetapi juga dipengaruhi oleh faktor-faktor eksternal, yaitu faktor fundamental makroekonomi dan risiko sistematis. Faktor fundamental makroekonomi berasal dari luar perusahaan, seperti; inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi. Faktor-faktor ini tidak dapat dikendalikan oleh perusahaan namun pengaruhnya sangat besar jika terjadi perubahan. Para analis maupun pelaku pasar modal pada umumnya menekankan analisis faktor eksternal pada faktor fundamental makroekonomi, karena faktor makroekonomi menyentuh langsung dan lebih terukur, yaitu melalui indikator inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi.

Kondisi makroekonomi seperti inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi mendapat perhatian yang serius dari para analis maupun pelaku pasar modal. Para pelaku pasar modal sebagai investor sebelum memutuskan investasi apa yang akan diambil, terlebih dulu akan melihat prediksi pergerakan inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi. Hal ini disebabkan karena mereka tahu bahwa tumbuh kembangnya investasi sangat ditentukan oleh volatilitas pada inflasi, tingkat bunga, dan kurs serta prospek pertumbuhan ekonomi dimasa datang. Volatilitas inflasi, tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi sangat berpotensi untuk meningkatkan ataupun menurunkan risiko sistematis atau risiko pasar, karena pergerakan inflasi, tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi berada diluar kendali perusahaan, dan semua perusahaan akan terkena dampaknya.

Teori ekonomi menyatakan bahwa, pergerakan inflasi, tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi berpotensi untuk meningkatkan atau menurunkan investasi di sektor riil, dan ini akan berdampak pengaruhnya pada kinerja pasar modal, dimana

investasi di pasar modal menjadi lebih berisiko jika volatilitas pergerakannya tinggi. Meskipun setiap perusahaan mengalami dampak yang berbeda dari pergerakan inflasi, tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi, namun pada umumnya setiap perusahaan akan merasakannya.

Tinggi rendah resiko bagi perusahaan sebagai dampak dari perubahan kondisi ekonomi makro sangat bergantung pada kondisi internal perusahaan. Perusahaan yang sehat secara finansial mungkin dampaknya tidak begitu besar, akan tetapi bagi perusahaan yang kurang sehat kondisi keuangannya bisa terjadi sebaliknya. Perusahaan menjadi sulit bergerak mengembangkan usahanya, sehingga kinerjanya akan menurun.

Pertumbuhan ekonomi sebagai variabel dari faktor makroekonomi merupakan variabel eksternal yang sebenarnya merupakan variabel *outcome*, karena variabel ini akibat dari kebijakan pemerintah melalui kebijakan fiskal maupun kebijakan moneter untuk mengendalikan uang yang beredar. Sehingga kebijakan fiskal maupun kebijakan moneter dilakukan dengan tujuan untuk menstabilkan kegiatan ekonomi. Menurut Sadono Sukirno (2000), kebijakan fiskal dapat dijalankan dengan melakukan perubahan dalam pengeluaran pemerintah dan perubahan dalam pajak yang dipungut. Sedangkan kebijakan moneter dapat dilakukan dengan mempengaruhi tingkat suku bunga dan mempengaruhi penawaran uang.

Risiko sistematis atau risiko pasar juga merupakan variabel *outcome* dari faktor kondisi makroekonomi yang bersifat *uncontrollable*. Kondisi makroekonomi merupakan faktor penting yang harus dipertimbangkan, karena faktor ini merupakan bagian dari kondisi yang disebabkan oleh kondisi faktor eksternal perusahaan. Faktor ini banyak mewarnai kebijakan perusahaan, khususnya dalam masalah penggunaan dana eksternal. Ketidak stabilan faktor-faktor eksternal akan menyebabkan investasi menjadi lebih berisiko, dan hal ini akan berdampak pada penurunan kinerja perusahaan.

Seperti dijelaskan sebelumnya, bahwa risiko yang ditimbulkan dari faktor-faktor fundamental makroekonomi disebut dengan risiko sistematis (*systematic risk*) atau risiko pasar. Sebagai pengukur risiko sistematis (*systematic risk*) digunakan *Beta* (β) pasar, yaitu *Beta* dari suatu sekuritas relatif terhadap risiko pasar (Jogiyanto H.M, 2003). Penggunaan *Beta* pasar sebagai pengukur risiko dikarenakan bahwa *Beta* pasar mengukur respon dari masing-masing sekuritas terhadap pergerakan pasar. Jadi fluktuasi dari *return-return* suatu sekuritas secara statistik mengikuti fluktuasi dari *return-return* pasar, sehingga karakteristik pasar akan menentukan nilai *Beta* masing-masing sekuritas.

Risiko sistematis berpotensi untuk mempengaruhi kinerja pasar modal, kinerja perusahaan, dan nilai perusahaan. Suatu perusahaan dengan *Beta* lebih besar dari 1 tergolong perusahaan yang berisiko tinggi, karena sedikit saja *return* pasar berubah, maka *return* sahamnya akan berubah lebih besar. Mengingat bahwa pada dasarnya investor adalah takut dengan risiko, maka investor akan mempertimbangkan untuk melakukan investasi pada perusahaan yang sahamnya memiliki *Beta* lebih kecil dari 1. Akibatnya sudah dapat diduga, bahwa harga pasar saham perusahaan tersebut akan mengalami penurunan.

Kinerja pasar modal dapat dilihat dari indeks harga saham gabungan (IHSG) yang menggambarkan harga-harga saham secara keseluruhan di pasar modal melalui transaksi perdagangan saham. Jika transaksi perdagangan saham menurun, maka volume dan nilai perdagangan saham juga turun, akibatnya IHSG juga turun. Kondisi seperti ini bagi para pemegang saham berarti dapat menurunkan ***capital gain*** dan dapat menyebabkan terjadinya ***capital loss*** di pasar modal. Kondisi yang demikian membuat manajer berpikir keras untuk mengeleminir menurunnya kinerja perusahaan, yaitu dengan membuat kebijakan-kebijakan yang tepat berkaitan dengan operasional perusahaan, khususnya berkaitan dengan kebijakan investasi, kebijakan pendanaan dan kebijakan pendistribusian laba (kebijakan dividen). Sehingga

kebijakan-kebijakan perusahaan tersebut tidak akan lepas dari faktor-faktor fundamental makroekonomi yang bersifat *uncontrollable*.

Beberapa penelitian sebelumnya yang berkenaan dengan masalah inflasi, tingkat bunga, kurs, pertumbuhan ekonomi dan risiko sistematis telah banyak dilakukan, antara lain; penelitian yang dilakukan oleh Claude, *et al* (1996), Eduardus (1997), Suryanto (1998), Gudono (1999), Hyun-Han & Stulz, Rene (2000), Syahib (2000), Hutchinson (2001), Dewi (2001), Sudjono (2002), Anuchitworawong (2004), Ritter (2004), Coles, *et al* (2004), Siti (2004), Nieuwerburgh, *et al* (2005), Robiatul dan Ardi, dan Dedi dan Riyatno (2007). Banyaknya penelitian-penelitian masalah tersebut menunjukkan bahwa persoalan faktor fundamental makroekonomi merupakan faktor yang sangat penting berkaitan dengan risiko sistematis dan kinerja perusahaan.

Hasil penelitian dari Eduardus (1997), menemukan bahwa GDP dan inflasi berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan, dan tingkat bunga berpengaruh positif juga tidak signifikan terhadap risiko sistematis. Sudjono (2002), menemukan bahwa nilai tukar (kurs) dan tingkat bunga berpengaruh negatif terhadap harga saham. Suryanto (1998), menemukan bahwa kurs \$ US dan Yen Jepang berpengaruh signifikan terhadap harga saham (IHSG). Sedangkan Robiatul Auliyah dan Ardi Hamzah (2006), menemukan bahwa kurs dan GDP berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *beta* saham.

Gudono (1999), yang melakukan penelitian di Bursa Efek Jakarta menemukan bahwa inflasi tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Akan tetapi dari hasil penelitian Dewi (2001), menemukan bahwa inflasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham. Penelitian yang dilakukan oleh Siti (2004), menemukan bahwa inflasi dan kurs berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap *beta* saham. Dedi dan Riyatno (2007), menemukan bahwa kurs berpengaruh positif dan signifikan terhadap risiko sistematis, dan tingkat bunga berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap risiko sistematis.

Ritter (2004) dalam penelitiannya menemukan bahwa pertumbuhan *income per capita* berhubungan negative dengan *equity return*, dan pertumbuhan ekonomi di masa depan tidak relevan untuk memprediksi *equity return* di masa depan. Sedangkan Nieuwerburgh, *et al* (2005) dalam penelitiannya menemukan bahwa terdapat hubungan antara perkembangan pasar modal dengan pertumbuhan ekonomi, kapitalisasi pasar modal menggerakkan pertumbuhan GDP namun hubungannya tidak begitu kuat.

Claude, *et al* (1996) yang melakukan penelitian tentang *economic risk* (termasuk kurs) pada negara berkembang dan negara maju menemukan bahwa di pasar modal negara berkembang, yaitu pasar modal yang baru muncul (*emerging market*), *economic risk* tidak ditemukan berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Namun pada pasar modal di negara maju *economic risk* ditemukan berhubungan positif signifikan terhadap *return* saham. Penelitian yang dilakukan oleh Hyun-Han & Stulz, Rena (2000), menemukan bahwa perubahan *systematic risk* berhubungan positif dengan dengan perubahan q , perubahan *unsystematic risk* berhubungan negatif dengan q , dan perubahan *total risk* berhubungan negatif dengan dengan q . Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Syahib (2000), menemukan bahwa *indeks beta* (*systematic risk*) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *harga saham*. Anuchitworawong (2004), dalam penelitiannya menemukan bahwa baik sesudah (2000) maupun sebelum masa krisis (1996), *business risk* berpengaruh negative dan signifikan terhadap kinerja perusahaan (*ROA*), sedangkan *financial risk* berpengaruh negative tetapi tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan (*ROA*). Sedangkan Coles, *et al* (2004), dalam penelitiannya menemukan bahwa *firm risk* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *stock price volatility*.

2.2 Pengembangan Hipotesis

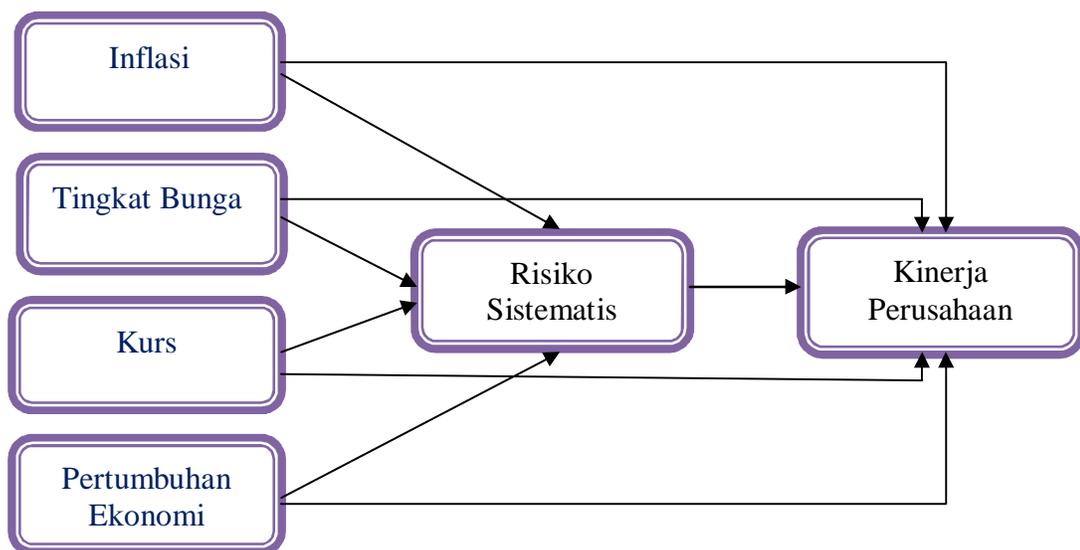
Berdasarkan penjelasan empiris dan hasil penelitian sebelumnya seperti tersebut di atas, maka dapat dirumuskan hipotesis penelitian sebagai berikut:

- H₁ : Inflasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap risiko sistematis.
- H₂ : Tingkat bunga berpengaruh positif dan signifikan terhadap risiko sistematis.
- H₃ : Kurs berpengaruh positif dan signifikan terhadap risiko sistematis.
- H₄ : Pertumbuhan ekonomi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap risiko sistematis.
- H₅ : Inflasi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan.
- H₆ : Tingkat bunga berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan.
- H₇ : Kurs berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan.
- H₈ : Pertumbuhan ekonomi berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan.
- H₉ : Risiko sistematis berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan.

2.3 Model Empirik Penelitian

Berdasarkan penjelasan empiris dan dan hipotesis penelitian seperti tersebut di atas, maka dapat dibuat model empirik penelitian seperti pada Gambar 2-1 berikut.

Gambar 2-1
Model Empirik Penelitian



BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Obyek Penelitian

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan-perusahaan yang *Go Public* di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang sebelumnya dikenal dengan Bursa Efek Jakarta (BEJ), tahun 2004 s/d 2006. Bursa Efek Indonesia (BEI) merupakan penggabungan dari Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan Bursa Efek Surabaya (BES). Lokasi ini dipilih karena Bursa Efek Indonesia adalah satu-satunya bursa efek di Indonesia yang memperdagangkan surat berharga paling lengkap, semua perusahaan yang *listing* di Indonesia melalui Bursa Efek Indonesia.

3.2. Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan merupakan data sekunder, dan telah dipublikasikan oleh Bursa Efek Indonesia melalui ICMD tahun 2004 sampai dengan tahun 2006 dan Pusat Referensi Pasar Modal (PRPM). Disamping dari dari dua sumber tersebut, maka data juga diambil dari laporan tahunan Bank Indonesia tahun 2004 sampai dengan tahun 2006 serta Biro Pusat Statistik (BPS).

Data-data yang diperoleh telah dipublikasikan melalui ICMD dan laporan auditor independen antara lain berupa harga saham. Sedangkan data-data yang diperoleh telah dipublikasikan melalui Bank Indonesia dan Biro Pusat Statistik antara lain: (1) indek harga saham gabungan (IHSG) untuk perusahaan manufaktur, (2) inflasi, (3) tingkat bunga, (3) kurs, dan pertumbuhan ekonomi.

3.3. Populasi dan Sampel

Populasi dan sample penelitian ini adalah perusahaan sektor industri manufaktur yang *listed* di Bursa Efek Indonesia selama tiga tahun terakhir, yaitu tahun 2004 sampai dengan 2006 yang berjumlah 152 perusahaan pada tahun 2004,

150 perusahaan pada tahun 2005, dan 156 perusahaan pada tahun 2006. Pemilihan periode 2004 sampai dengan 2006 sebagai periode penelitian didasarkan atas pertimbangan bahwa periode tersebut telah melewati masa krisis ekonomi selama *recovery* 6 tahun, sehingga asumsi kondisi ekonomi sudah normal kembali.

Teknik pengambilan sample dalam penelitian ini adalah menggunakan metode *purposive sampling*, dengan kriteria sebagai berikut: (1) perusahaan yang selalu *listed* dan sahamnya selalu diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2004 sampai 2006, (2) perusahaan yang secara rutin menyajikan dan mempublikasikan laporan keuangan selambat-lambatnya 4 bulan sejak tanggal laporan secara berturut-turut selama tahun 2004 sampai dengan 2006, (3) perusahaan yang selalu dan secara konsisten tidak masuk dalam *black list* BEI selama periode penelitian.

Penelitian ini menggunakan data *time series* dan *cross section (pooling data)*, dan berdasarkan kriteria teknik sampling tersebut di atas, maka jumlah sampel yang memenuhi kriteria sebanyak 116 perusahaan selama periode tahun 2004 sampai dengan 2006.

3.4. Definisi Konsep Variabel Penelitian

Definisi konsep variabel penelitian merupakan definisi yang mendasari variabel penelitian secara teoritik, sehingga konsep variabel yang digunakan dalam penelitian menjadi lebih jelas dalam pengertian konseptual.

3.4.1. Inflasi

Inflasi adalah proses kenaikan harga-harga umum barang-barang secara terus menerus (Nopirin, 1992). Jadi inflasi hanya akan terjadi jika kenaikan harga umum barang secara terus menerus selama suatu periode, meskipun mungkin kenaikan tersebut tidak secara bersamaan. Kenaikan harga diukur dengan menggunakan indeks harga, antara lain; indeks biaya hidup, indeks harga perdagangan besar, dan GNP deflator.

3.4.2. Tingkat Suku Bunga

Tingkat suku bunga adalah merupakan harga yang terjadi di pasar uang dan pasar modal (Nopirin, 1992). Fungsi tingkat bunga dalam perekonomian adalah alokasi faktor produksi untuk menghasilkan barang dan jasa yang dipakai sekarang dan di waktu yang akan datang atau di kemudian hari. Menurut Mankiw, N.G (2003), tingkat suku bunga merupakan variabel makroekonomi yang paling penting di antara variabel-variabel makroekonomi lainnya. Esensinya, adalah bahwa tingkat suku bunga merupakan harga yang menghubungkan masa kini dan masa depan.

Para ahli ekonomi menyebutkan tingkat bunga yang dibayarkan bank kepada masyarakat, jika masyarakat mendepositokan tabungan di bank sebagai tingkat bunga nominal, dan kenaikan dalam daya beli masyarakat sebagai tingkat bunga riil. Irving Fisher (1867-1947) merumuskan hubungan tingkat suku bunga nominal (i), tingkat suku bunga riil (r), dan inflasi (π) kedalam suatu persamaan yang disebut dengan persamaan Fisher (*Fisher equation*), $i = r + \pi$.

Tingkat suku bunga dapat dikatakan sebagai penggerak kegiatan ekonomi, hal ini dapat dilihat dari hubungan antara tingkat suku bunga, investasi dan pendapatan nasional. Hubungan tersebut merupakan hubungan yang negatif atau berlawanan, dimana ketika suku bunga tinggi, maka tingkat investasi rendah, dan terjadi sebaliknya. Sedangkan kenaikan investasi akan meningkatkan *aggregate* ekonomi dan pendapatan nasional. Tingkat bunga dari sudut pandang investor merupakan pendapatan dari dana yang investasikan, sehingga jika tingkat bunga deposito naik, investor lebih memilih dananya disimpan dalam bentuk deposito, akibatnya kegiatan investasi di sektor riil menurun. Sedangkan dari sudut pandang perusahaan merupakan konsep biaya akibat penggunaan dana untuk kegiatan operasi perusahaan, sehingga jika tingkat suku bunga kredit naik, maka biaya modal menjadi tinggi, akibatnya kegiatan operasi perusahaan menurun.

3.4.3. Kurs

Kurs adalah harga valuta asing yang dinilai dalam rupiah (Mudrajad Kuncoro, 1996). Valuta asing (valas) dalam hal ini bisa dolar AS, dolar Singapura, Yen Jepang, Ringgit Malaysia, Yuan RRC, Poundsterling Inggris, dan lain sebagainya yang dinilai dalam rupiah. Menurut konsep teori paritas daya beli (*Purchasing Power Parity*), kurs terjadi akibat perbedaan inflasi di luar negeri dan di dalam negeri. Jika inflasi di luar negeri lebih tinggi dari inflasi di dalam negeri, maka nilai kurs akan naik atau menguat terhadap mata uang lokal, demikian juga sebaliknya.

Para pelaku dalam pasar internasional amat peduli mengenai penentuan kurs valas, karena kurs valas sangat mempengaruhi biaya dan manfaat "bermain" dalam perdagangan barang, jasa dan surat berharga (Mudrajad Kuncoro, 1996). Era globalisasi membawa konsekuensi pada sistem perekonomian terbuka, sehingga sektor luar negeri menjadi bagian dari kegiatan ekonomi di dalam negeri. Perusahaan-perusahaan domestik atau lokal yang melakukan transaksi perdagangan luar negeri harus menggunakan mata uang internasional atau mata uang negara dimana transaksi ekspor-impor dilakukan. Padahal kondisi ekonomi internal masing-masing negara berbeda, sehingga nilai mata uangnya pun berbeda. Untuk menyamakan nilai mata uang yang berbeda tersebut, maka sistem kurs diberlakukan agar kedua belah pihak yang bertransaksi mendapatkan nilai transaksi yang sama.

3.4.4. Pertumbuhan Ekonomi

Pertumbuhan ekonomi dalam analisis makroekonomi mempunyai dua segi pengertian yang berbeda. (Sadono Sukirno, 2000). Pengertian yang pertama, pertumbuhan ekonomi digunakan untuk menggambarkan bahwa suatu perekonomian telah mengalami perkembangan ekonomi dan mencapai taraf kemakmuran yang lebih tinggi. Sedangkan pengertian yang kedua bertujuan untuk menggambarkan tentang masalah ekonomi yang dihadapi dalam jangka panjang.

Mankiw (2003), menyatakan bahwa pertumbuhan ekonomi merupakan perkembangan pendapatan yang terus meningkat sehingga memungkinkan orang-

orang mengkonsumsi jumlah barang dan jasa yang lebih banyak dan beragam. Schumpeter (1908), menyatakan bahwa pertumbuhan ekonomi tidak akan terjadi secara terus menerus tetapi mengalami keadaan dimana adakalanya berkembang dan pada waktu lain mengalami kemunduran. Konjungtur tersebut disebabkan karena kegiatan para pengusaha (*entrepreneur*) melakukan inovasi atau pembaruan dalam kegiatan mereka menghasilkan barang dan jasa.

Para ahli ekonomi mengukur pertumbuhan ekonomi menggunakan GDP atas dasar harga konstan atau GDP riil, karena GDP riil memberikan ukuran kemakmuran ekonomi yang lebih baik ketimbang GDP nominal (Mankiw, 2003). GDP riil secara matematis dapat dihitung melalui persamaan statistik sebagai berikut:

$$\text{GDP Riil} = \frac{\text{GDP Nominal}}{\text{GDP Deflator}}$$

GDP nominal mengukur nilai uang yang berlaku dari input perekonomian. GDP riil mengukur output yang dinilai pada harga konstan. GDP deflator atau Deflator GDP mengukur harga output relative terhadap harganya pada tahun dasar (Mankiw, 2003). Masih menurut Mankiw (2003), *gross domestic product* (GDP) dalam pos pendapatan nasional dibagi menjadi empat kelompok, yaitu:

- Konsumsi (*C*)
- Investasi (*I*)
- Pembelian pemerintah (*G*)
- Ekspor neto (*NX*)

Jadi, dengan menggunakan simbol *Y* untuk GDP, maka secara statistik persamaan GDP dapat ditulis: sebagai berikut:

$$Y = C + I + G + NX.$$

3.4.5. Risiko Sistematis

Risiko sistematis atau risiko pasar adalah merupakan bagian risiko saham yang tidak dapat eliminasi oleh diversifikasi (Brigham dan Houston, 2001). Risiko ini tetap ada setelah diversifikasi, karena risiko ini melekat dalam pasar, dan risiko ini

dapat diukur oleh suatu tingkatan dimana saham tertentu cenderung bergerak ke atas dan ke bawah dengan pasar (Brigham dan Houston, 1998).

Risiko sistematis atau risiko pasar disebabkan oleh pergerakan umum dalam pasar saham dan yang merefleksikan fakta bahwa hampir semua saham secara sistematis dipengaruhi oleh peristiwa seperti; perang, resesi, inflasi, tingkat bunga, pergerakan kurs, kondisi politik, dsb. Kebanyakan saham cenderung dipengaruhi secara negatif oleh faktor-faktor ini, maka risiko sistematis atau risiko pasar tidak dapat dieliminasi oleh diversifikasi. Sehingga dalam konteks ini tidak ada satupun perusahaan yang bisa menghindar dari risiko ini.

3.4.6. Kinerja Perusahaan

Kinerja perusahaan adalah merupakan suatu tampilan perusahaan dalam periode tertentu. Sedangkan penilaian kinerja perusahaan adalah merupakan penentuan secara periodik efektivitas operasional suatu organisasi, bagan organisasi, karyawan berdasarkan sasaran, standar dan kriteria yang telah ditetapkan sebelumnya (Mulyadi, 1977). Pengukuran kinerja perusahaan yang umum digunakan adalah pengukuran terhadap tingkat likuiditas, solvabilitas, profitabilitas dan aktivitas (Gitman dan Joehnk 1996).

Sesuai dengan kepentingan para investor terhadap pertumbuhan nilai investasinya, maka pengukuran kinerja perusahaan yang relevan adalah pengukuran profitabilitas (*financial performance*), dengan indikator antara lain: *ROA*, *ROE*, *Residual Income*, *EVA* dan *MVA*. Seperti dijelaskan sebelumnya, bahwa dalam beberapa penelitian yang telah dilakukan di pasar modal Indonesia, *ROA* masih dianggap sebagai indikator pengukur kinerja perusahaan yang lebih baik jika dibandingkan dengan indikator lainnya.

3.5. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Berikut ini akan dijelaskan definisi operasional dan pengukuran variabel agar tidak terjadi kesalahan persepsi terhadap variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian.

3.5.1. Definisi Operasional

Berdasarkan teori dan konsep yang telah dijelaskan di muka, maka pada sub bagian ini disajikan definisi operasional variabel agar mudah dipahami dan tidak menimbulkan persepsi yang berbeda. Variabel-variabel tersebut adalah nilai perusahaan, inflasi, tingkat suku bunga, kurs, pertumbuhan ekonomi, risiko sistematis dan kinerja perusahaan.

Inflasi merupakan nilai riil relatif dari perubahan harga-harga. Pada penelitian ini inflasi diukur dari tingkat inflasi riil selama periode penelitian. Mengingat bahwa penelitian menggunakan *panel data* yang merupakan penggabungan *crosssection data* dan *time series data*, maka untuk menentukan nilai inflasi masing-masing perusahaan digunakan pendekatan sensitivitas (Imam, 2005), yang dihitung dengan meregres tingkat inflasi dengan *return saham* selama periode penelitian untuk mendapatkan nilai *Beta* (β)nya. Inflasi berfungsi sebagai variabel independen yang mempengaruhi risiko sistematis, kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.

Tingkat suku bunga merupakan tingkat suku bunga riil atau tingkat suku bunga bebas risiko. Pada penelitian ini tingkat suku bunga diukur dengan tingkat suku bunga SBI yang merupakan acuan dari tingkat suku bunga umum baik tingkat suku bunga deposito maupun tingkat suku bunga kredit. Seperti halnya inflasi, maka untuk menentukan tingkat suku bunga masing-masing perusahaan digunakan pendekatan sensitivitas (Imam, 2005), yang dihitung dengan meregres tingkat tingkat suku bunga dengan *return saham* selama periode penelitian untuk mendapatkan nilai *Beta* (β)nya. Tingkat suku bunga berfungsi sebagai variabel independen yang mempengaruhi risiko sistematis, kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.

Kurs merupakan nilai konversi riil mata uang rupiah terhadap US dollar (\$). Pada penelitian ini kurs diukur dengan nilai kurs *spot* riil mata uang rupiah terhadap US dollar (\$). Seperti halnya inflasi dan tingkat suku bunga, maka untuk menentukan kurs masing-masing perusahaan digunakan pendekatan sensitivitas (Imam, 2005), yang dihitung dengan meregres perubahan kurs *spot* riil dengan *return saham* selama periode penelitian untuk mendapatkan nilai *Beta* (β)nya. Kurs berfungsi sebagai variabel independen yang mempengaruhi risiko sistematis, kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.

Pertumbuhan ekonomi merupakan perubahan nilai *Gross Domestic Bruto* (*GDP*) riil. Pada penelitian ini pertumbuhan ekonomi diukur dengan perubahan *GDP* riil atas dasar harga kostan. Seperti halnya inflasi, tingkat suku bunga dan kurs, maka untuk menentukan pertumbuhan ekonomi masing-masing perusahaan digunakan pendekatan sensitivitas (Imam, 2005), yang dihitung dengan meregres perubahan perubahan *GDP* riil dengan *return saham* selama periode penelitian untuk mendapatkan nilai *Beta* (β)nya. Pertumbuhan ekonomi berfungsi sebagai variabel independen yang mempengaruhi kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.

Risiko sistematis merupakan risiko yang diakibatkan karena interkasi pasar. Pada penelitian ini risiko sistematis diukur dengan menggunakan *Beta* (β) pasar. Konsep yang digunakan adalah model indeks tunggal (*single-index model*), besarnya nilai *Beta* (β) masing-masing perusahaan dihitung dengan meregres *return saham* masing-masing perusahaan dengan *return* pasar selama periode penelitian. Risiko sistematis berfungsi sebagai variabel intervening yang memediasi hubungan antara faktor fundamental makroekonomi kinerja perusahaan.

Kinerja perusahaan merupakan hasil implementasi dari kebijakan perusahaan. Pada penelitian ini kinerja perusahaan diukur dengan besarnya nilai *Return on Asset* (*ROA*) yang dihasilkan perusahaan. Kinerja perusahaan berfungsi sebagai variabel *dependent* yang dipengaruhi oleh faktor fundamental makroekonomi dan risiko sistematis.

3.5.2. Pengukuran Variabel

Berdasarkan telaah teoritis dan hasil penelitian yang telah dilakukan sebelumnya serta kerangka pemikiran teoritis (KPT), maka secara ringkas pengukuran variabel penelitian dapat disajikan pada Tabel 3-1 berikut ini.

Tabel 3-1
Pengukuran Variabel Penelitian

No	Variabel	Proksi	Pengukuran Variabel	Referensi
1	Makroekonomi	1. Inflasi	Beta Inflasi: $INF = a + b(SR_i)$	1. Eduardus Tandelilin (1997). 2. Dewi Siti Sundari (2001) 3. Imam Ghozali (2005) 4. Siti Zubaidah (2004).
		2. Tingkat Bunga	Beta Tingkat Bunga: $INT = a + b(SR_i)$	1. Eduardus Tandelilin (1997). 2. Suryanto (1998). 3. Imam Ghozali (2005). 4. Siti Zubaidah (2004).
		3. Kurs	Beta Kurs: $KURS = a + b(SR_i)$	1. Suryanto (1998) 2. Imam Ghozali (2005). 3. Siti Zubaidah (2004). 4. Robiatul Auliyah dan Ardi Hamzah

		4. Pertumbuhan Ekonomi	Beta Pertumbuhan Ekonomi: $PERTEKON = a + b(SR_i)$	(2006). 1. Eduardus Tandelilin (1997) 2. Ritter, J.V (2004). 3. Robiatul Auliyah dan Ardi Hamzah (2006).
2	Risiko Sistematis	Beta Saham (β)	Beta Saham: $SR = a + b(MR)$	1. Sharpe, W (1964). 2. Eduardus Tandelilin (1997). 3. Siti Zubaidah (2004). 4. Robiatul Auliyah dan Ardi Hamzah (2006).
3	Kinerja Perusahaan	ROA	$ROA = EAT/TA$	1. Dodd & Chen (1996). 2. Jogiyanto H.M (1999). 3. Imam Ghozali (2002). 4. Uchida, K (2006).

Keterangan :

SR = Stock Return.

MR = Market Return.

3.6. Teknik Analisis

Untuk menganalisis pengaruh variabel-variabel dependen terhadap variabel independen dalam model penelitian empiris tersebut, maka digunakan model

persamaan regresi linear berganda, serta hipotesis 1 sampai 9 yang telah diajukan untuk model empiris penelitian. Model persamaan regresi linier berganda dengan *path analysis* adalah model regresi yang paling tepat untuk menganalisis model empiris penelitian. Hal ini disebabkan karena dalam model empiris tersebut terdapat beberapa variabel independen, yaitu ada 4 variabel murni sebagai variabel independen dan 1 variabel murni sebagai variabel dependen, serta 1 variabel berperan ganda yaitu sebagai variabel independen dan variabel dependen.

Model :

$$\text{RISKSIS} = a_{11} + b_{11}\text{INF} + b_{12}\text{INT} + b_{13} \text{KURS} + b_{14}\text{PERTEKON} + \epsilon_1$$

$$\text{KINPER} = a_{22} + b_{21}\text{INF} + b_{22}\text{INT} + b_{23}\text{KURS} + b_{24}\text{PERTEKON} + b_{25}\text{RISKSI} + \epsilon_2$$

Model persamaan tersebut digunakan untuk menjelaskan: (1) pengaruh inflasi (INF), tingkat suku bunga (INT), kurs (KURS), dan pertumbuhan ekonomi (PERTEKON) terhadap risiko sistematis (RISKSIS), (2) pengaruh inflasi (INF), tingkat suku bunga (INT), kurs (KURS), pertumbuhan ekonomi (PERTEKON), dan risiko sistematis (RISKSIS) terhadap kinerja perusahaan.

3.7. Pengujian Asumsi Klasik.

Penelitian ini menggunakan data sekunder, maka untuk menentukan ketepatan model perlu dilakukan pengujian atas beberapa asumsi klasik yang digunakan dalam penelitian ini. Pengujian asumsi klasik dilakukan dengan melakukan pengujian terhadap *multikolonieritas*, *autokorelasi* dan *heteroskedastisitas*. Sebelum pengujian asumsi klasik dilakukan, terlebih dahulu akan dilakukan pengujian normalitas *errors*. Pengujian normalitas bertujuan untuk mengetahui apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal. Hal ini dilakukan mengingat bahwa uji t dan F mengasumsikan bahwa nilai residual mengikuti distribusi normal.

Pengujian normalitas *errors* dalam penelitian ini menggunakan uji statistik dengan melihat nilai *rasio skewness* dan *rasio kurtosis* dari residual (Gujarati, 2003).

Disamping melihat nilai *rasio skewness* dan *rasio kurtosis*, maka pengujian normalitas juga dilakukan dengan melihat *histogram* dan *grafik normal plot* yang membandingkan antara data observasi dengan distribusi yang mendekati distribusi normal (Imam Ghozali, 2002). Perhitungan *statistic skewness* maupun *histogram* dan *grafik normal plot* dilakukan dengan menggunakan program SPSS 11. Apabila nilai *rasio skewness* lebih kecil atau kurang dari 2, maka distribusi *error* adalah normal. Langkah selanjutnya barulah dilakukan pengujian asumsi klasik, yaitu; uji *multikolonieritas*, *autokorelasi* dan *heteroskedastisitas*.

Uji Multikolonieritas.

Uji multikolonieritas dilakukan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas. Oleh karena itu pengujian dilakukan terhadap variabel-variabel bebas yang masuk dalam model regresi, dengan menguji hubungan antar variabel-variabel bebas tersebut. Model regresi yang baik mensyaratkan tidak terjadi korelasi di antara variabel-variabel bebas.

Untuk mendeteksi ada tidaknya gejala *multikolonieritas* di dalam model regresi dalam penelitian ini dilakukan dengan uji *Variance Inflation Factor* (VIF), seperti berikut: (Gujuarati, 2003)

$$VIF = 1/Tolerance$$

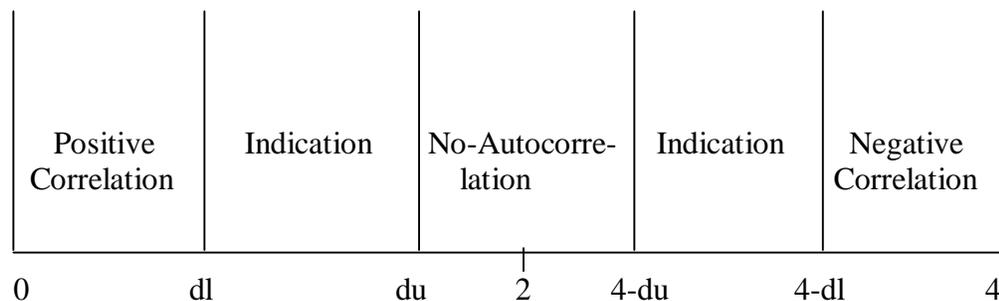
Jika nilai VIF lebih besar dari 10.00 ($VIF > 10.00$), maka antar variabel independen terjadi persoalan *multikolinieritas*, Model dinyatakan bebas dari persoalan *multikolinieritas* apabila nilai VIF-nya lebih kecil dari 10.

Uji Autokorelasi..

Uji autokorelasi dilakukan untuk menguji apakah dalam model regresi linier ada korelasi antar kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode t-1. Autokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lainnya, sehingga terjadi kesalahan pengganggu tidak bebas dari satu observasi ke observasi lainnya.

Untuk mendeteksi ada tidaknya autokorelasi dalam penelitian ini dilakukan dengan Uji *Durbin – Watson Test (DW test)*. Uji Durbin Watson hanya digunakan untuk autokorelasi tingkat satu (*first order autocorrelation*) dan mensyaratkan adanya *intercept* (konstanta) dalam model regresi dan tidak ada variabel *lag* di antara variabel independen. Angka-angka yang diperlukan dalam model *DW-test* tersebut adalah d_l , d_u , $4 - d_l$, dan $4 - d_u$. Jika nilai DW mendekati 2, maka tidak terjadi autokorelasi, sebaliknya jika nilai DW mendekati 0 atau 4, maka terjadi autokorelasi (+/-). Untuk mengetahui posisi nilai *Durbin Watson Test (DW-test)*, dapat dilakukan dengan melihat Gambar 3-1 berikut (Gujarati, 2003):

Gambar : 3-1
Posisi Nilai Durbin Watson



Uji Heteroskedastisitas.

Uji heteroskedastisitas digunakan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari *residual* satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Untuk mengetahui ada tidaknya gejala heteroskedastisitas dalam model regresi dalam penelitian ini dilakukan dengan Uji *Glejser* (Gujarati,2003). Uji *Glejser* dilakukan dengan meregres nilai absolute residual terhadap variabel independen dengan persamaan regresi: (Gujarati, 2003))

$$[e_i] = \alpha + \beta X_i + v_t$$

dimana :

e_i = Variabel pengganggu atau variabel residual

X_i = Variabel independen yang diperkirakan mempunyai hubungan erat dengan variance (σ_i^2).

v_i = Unsur kesalahan.

Jika variabel independen signifikan secara statistik mempengaruhi variabel dependen, maka ada indikasi terjadi heteroskedastisitas (Imam Ghozali, 2005). Oleh karena itu, model regresi dinyatakan terbebas dari persoalan heteroskedastisitas apabila unsure kesalahan (*error*) secara statistik tidak signifikan berhubungan dengan variable independen. Hubungan signifikan terjadi apabila nilai alpha 5 persen, sehingga model regresi dinyatakan bebas dari persoalan heteroskedastisitas apabila semua variable independent memiliki nilai signifikansi lebih besar dari 5 persen atau $\alpha > 5\%$.

3.8. Pengujian Model dan Pengujian Hipotesis.

3.8.1. Pengujian Model

Pengujian model dilakukan untuk mengetahui apakah model regresi yang digunakan memenuhi *goodness of fit*. Pengujian dilakukan dengan melihat nilai *R-square* (R^2) dan nilai F_{hitung} dari output SPSS. Model regresi dinyatakan memenuhi *goodness of fit* apabila nilai *R-square* relative tinggi dan nilai F_{hitung} secara statistik signifikan pada level 5 persen ($\text{sig} < 0,05$). Secara konvensional nilai F_{hitung} dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut: (Gujarati, 2003).

$$F_{hitung} = \frac{R^2/(k-1)}{\dots(1 \dots R^2)/(N-k)}$$

dimana :

Jika $F_{hitung} > F_{tabel}$ (a, k-1, n-k), maka H_0 ditolak.

Jika $F_{hitung} < F_{tabel}$ (a, k-1, n-k), maka H_0 diterima

3.8.2. Pengujian Hipotesis

Pengujian terhadap hipotesis dilakukan dengan dua tahap, yaitu pengujian signifikansi dan pengujian dominasi variabel independen terhadap variabel dependen, dan dilakukan dengan cara sebagai berikut :

(1) Uji Signifikansi.

Pengujian signifikansi (pengaruh nyata) dilakukan terhadap variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial. Pengujian signifikansi secara parsial dilakukan dengan program SPSS 11, hasilnya dapat dilihat pada output SPSS. Apabila nilai sig lebih kecil dari 0,05 ($\text{sig} < 0,05$), maka berarti variabel dependen dan independen berhubungan secara signifikan.

(2) Uji t.

Uji signifikansi koefisien (b_i) dilakukan dengan statistik-t. Pengujian ini dilakukan untuk menguji koefisien regresi secara parsial dari variabel independennya.

$H_0 : b_i = 0$ Tidak ada pengaruh yang signifikan antara variabel independen terhadap variabel dependen.

$H_a : b_i > 0$ Ada pengaruh yang signifikan antara variabel independen terhadap variabel dependen.

Nilai t hitung dapat dicari dengan menggunakan rumus sebagai berikut :

$$t_{\text{hitung}} = \frac{\text{Koefisien Regresi } (b_i)}{\text{Standar Deviasi } b_i}$$

dimana :

Jika $t_{\text{hitung}} > t_{\text{tabel}} (\alpha, n-k-1)$, maka H_0 ditolak.

Jika $t_{\text{hitung}} < t_{\text{tabel}} (\alpha, n-k-1)$, maka H_0 diterima.

Nilai t_{hitung} juga dapat dilihat pada output SPSS. Penelitian ini mengajukan 9 hipotesis untuk model empiris tersebut, dan pengujian hipotesis menggunakan *level* 5 persen ($\alpha = 5\%$).

3.9. Analisis Jalur

Analisis jalur dilakukan terlebih dahulu dengan menghitung nilai koefisien (b_{11} , b_{12} , b_{13} , b_{21} , b_{22} , b_{23} dst) hubungan antar variable dalam model empiris. Selanjutnya untuk nilai koefisien yang mempunyai hubungan tidak langsung dikalikan dengan nilai koefisien yang mempunyai hubungan langsung, dan hasilnya dibandingkan dengan nilai koefisien yang memiliki hubungan langsung. Apabila hasil perkalian nilai koefisien tersebut lebih besar dari nilai koefisien yang memiliki hubungan langsung, maka variable risiko sistematis merupakan variable mediasi yang lebih efektif dalam mempengaruhi variable dependen (kinerja perusahaan). Tetapi jika terjadi sebaliknya, maka pengaruh variable independen (inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi) terhadap variable dependen (kinerja perusahaan) lebih efektif berpengaruh langsung, daripada melalui variable lain (risiko sistematis).

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1 Hasil Penelitian

Hasil penelitian akan membahas beberapa hal yang meliputi analisis deskriptif statistik variable-variabel penelitian, pengujian spesifikasi dan kekuatan model, dan pengujian hipotesis penelitian. Pembahasan dilakukan baik secara kualitatif maupun kuantitatif sesuai dengan kondisi data yang telah diobservasi.

4.1.1 Deskripsi Statistik Variabel-Variabel Penelitian

Model persamaan regresi menyajikan variable-variabel faktor fundamental makroekonomi, yang terdiri dari: inflasi (INF), tingkat suku bunga (INT), kurs (KURS), pertumbuhan ekonomi (PERKON), dan risiko sistematis (RISKSIS) yang diprediksikan mempengaruhi kinerja perusahaan. Variabel-variabel makroekonomi: inflasi (INF), tingkat suku bunga (INT), kurs (KURS), dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) diprediksikan mempengaruhi kinerja perusahaan (KINPER), baik secara langsung maupun tidak langsung.

Pengaruh tidak langsung dari variable makroekonomi: inflasi (INF), tingkat suku bunga (INT), kurs (KURS), dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) terhadap nilai perusahaan (NILPER) adalah melalui variable risiko sistematis (RISKSIS). Oleh karena itu, risiko sistematis (RISKSIS) berperan sebagai variable *intervening* yang akan memediasi hubungan dari variable makroekonomi: inflasi (INF), tingkat suku bunga (INT), kurs (KURS), dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) dalam mempengaruhi kinerja perusahaan (KINPER).

Berdasarkan penjelasan tersebut di atas, maka dalam model empirik terdapat 1 variabel *intervening*, yaitu variable yang memiliki peran ganda sebagai variable independen dan variable dependen, yaitu variable risiko sistematis (RISKSIS). Model empirik penelitian dianalisis dengan menggunakan analisis regresi berganda, dan dijabarkan ke dalam 2 persamaan regresi, seperti berikut:

4.1.1.1 Persamaan 1.

Persamaan 1 dalam model empirik penelitian diformulasikan dalam rumus persamaan: $RISKSIS = a_1 + b_{1-1}INF + b_{1-2}INT + b_{1-3}KURS + b_{1-4}PERKON + e_1$. Model persamaan 1 tersebut memprediksikan inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS) dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) mempengaruhi risiko sistematis (RISKSIS). Oleh karena itu model ini menempatkan inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS) dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) sebagai variable independen, dan risiko sistematis (RISKSIS) sebagai variable dependen.

4.1.1.2 Persamaan 2

Persamaan 2 dalam model empirik penelitian diformulasikan dalam rumus persamaan: $KINPER = a_2 + b_{2-1}INF + b_{2-2}INT + b_{2-3}KURS + b_{2-4}PERKON + b_{2-5}RISKSIS + e_2$. Model persamaan 1-2 memprediksikan inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS), pertumbuhan ekonomi (PERKON) dan risiko sistematis (RISKSIS) mempengaruhi kinerja perusahaan (KINPER). Jika dikaitkan dengan model persamaan 1-1 dan keseluruhan model empiris 1, maka pada model ini menempatkan risiko sistematis (RISKSIS) sebagai variable *intervening*, yaitu variable yang berperan sebagai mediasi dari variable-variabel inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS), dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) didalam mempengaruhi kinerja perusahaan (KINPER). Jadi, inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS), dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) didalam mempengaruhi kinerja perusahaan (KINPER) dapat secara langsung, tetapi juga dapat secara tidak langsung, yaitu melalui risiko sistematis (RISKSIS).

Pada mulanya jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria adalah sebanyak 116 perusahaan, yang keseluruhannya merupakan perusahaan manufaktur selama tahun 2004 sampai dengan 2006. Jumlah sample yang diobservasi sebanyak 348, namun setelah dilakukan pengujian normalitas *error*, yaitu dengan mengeluarkan data *outliers*, maka jumlah sample mengalami penurunan menjadi 247 observasi. Statistik

deskriptif variabel terhadap 247 sampel yang diobservasi untuk model persamaan 1 disajikan pada Tabel 4-1 berikut ini.

Tabel 4-1
Statistik Deskriptif Variabel Persamaan 1

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Mode	Std Deviation
Inflasi	247	-33.57500	15.76600	-.2762	-1.6480	3.056974
Tingkat Bunga	247	-6.47900	4.83800	.06880	.00100	.9724559
Kurs	247	-10.52600	5.90900	-1.289	-1.6730	1.661292
Pertumbuhan Ekonomi	247	-14.94500	13.45800	-.1731	-.83000	3.336529
Risiko Sistematis	247	-2.52600	3.67300	.66856	.00800	.64948414

Sumber: Output SPSS dari data penelitian.

Berdasarkan table 4-1 tersebut, maka distribusi data dengan varian tertinggi adalah pertumbuhan ekonomi (PERKON) dan kemudian disusul oleh inflasi (INF) dengan standar deviasi (*Std Deviation*) masing-masing sebesar 3,3365 dan 3,0569. Hal ini menggambarkan bahwa fluktuasi data pertumbuhan ekonomi dan inflasi pada tiap-tiap perusahaan yang diobservasi relatif lebih tinggi dibandingkan dengan tingkat bunga (INT), kurs (KURS) dan risiko sistematis (RISKSIS). Varian terendah adalah risiko sistematis dengan standar deviasi 0,6495 dan selanjutnya tingkat bunga dengan standar deviasi 0,97265 serta kurs dengan standar deviasi 1,6613.

Tingginya standar deviasi sebesar 3,3365 dari pertumbuhan ekonomi menggambarkan bahwa pertumbuhan ekonomi pada tiap-tiap perusahaan yang diobservasi memiliki perbedaan yang tinggi. Tingginya nilai standar deviasi dari pertumbuhan ekonomi pada tiap-tiap perusahaan yang diobservasi ini juga menunjukkan nilai pertumbuhan ekonomi dari tiap-tiap perusahaan jauh dari nilai *mean*-nya, sehingga tingkat variabilitasnya tinggi.

Fluktuasi yang cukup tinggi juga pada variable inflasi, besarnya nilai standar deviasi 3,0579. Berdasarkan nilai standar deviasi dari inflasi, maka dapat disimpulkan bahwa nilai standar deviasi dari inflasi pada tiap-tiap perusahaan yang diobservasi cukup tinggi. Jadi perbedaan nilai inflasi pada tiap-tiap perusahaan yang diobservasi relatif tinggi, sehingga nilai inflasi pada masing-masing perusahaan relatif lebih jauh dari nilai *mean*-nya.

Varian dari kurs pada tiap-tiap perusahaan yang diobservasi memiliki standar deviasi 1,6613 dan memiliki nilai *mean* -1.2892. Jika dibandingkan dengan pertumbuhan ekonomi dan inflasi, maka nilai standar deviasi kurs relative lebih rendah, dari nilai standar deviasi pertumbuhan ekonomi dan inflasi pada tiap-tiap perusahaan yang diobservasi. Oleh karena itu nilai kurs dari tiap-tiap perusahaan yang diobservasi juga lebih mendekati nilai *mean*-nya jika dibandingkan dengan pertumbuhan ekonomi dan inflasi.

Tingkat bunga pada tiap-tiap perusahaan yang diobservasi memiliki nilai standar deviasi sebesar 0,9725 dengan nilai *mean* sebesar 0,0688. Jika dibandingkan dengan pertumbuhan ekonomi, inflasi dan kurs, maka tingkat bunga memiliki nilai standar deviasi yang lebih rendah pada tiap-tiap perusahaan yang diobservasi. Rendahnya nilai standar deviasi tingkat suku bunga menggambarkan bahwa penyebaran nilai tingkat suku bunga pada tiap-tiap perusahaan yang diobservasi relatif mendekati nilai *mean*-nya..

Demikian juga risiko sistematis memiliki standar deviasi 0,6495 dengan nilai *mean* 0,6686. Variabel risiko sistematis merupakan variabel yang paling rendah standar deviasinya dibandingkan dengan pertumbuhan ekonomi, inflasi, kurs, dan tingkat bunga. Kondisi ini menggambarkan bahwa nilai sensitivitas *beta* saham pada tiap-tiap perusahaan yang diobservasi relatif lebih mendekati lagi nilai *mean*-nya daripada tingkat bunga.

Tabel 4-2 berikut ini menggambarkan statistik deskriptif variabel untuk model persamaan 2.

Tabel 4-2
Statistik Deskriptif Variabel Persamaan 2

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Mode	Std Deviation
Inflasi	247	-33.57500	15.76600	-.276218	-1.6480	3.0569745
Tingkat Bunga	247	-6.47900	4.83800	.0688016	.00100	.97245595
Kurs	247	-10.52600	5.90900	-1.28916	-1.67300	1.6612921
Pertumbuhan Ekonomi	247	-14.94500	13.45800	-.173166	.0050000	3.33652907
Risiko Sistematis	247	-2.52600	3.67300	.6685628	.00800	.64948414
Kinerja Perusahaan	247	-.60700	.96940	.0362968	.00230(a)	.11659426

Sumber: Output SPSS dari data penelitian.

Tabel 4-2 tersebut di atas menggambarkan distribusi variable-variabel dalam persamaan 2. Perbedaannya dengan Tabel 4-1 hanya pada variable kinerja perusahaan (KINPER), dimana pada Tabel 4-1 tidak ada variable kinerja perusahaan (KINPER). Variabel kinerja perusahaan (KINPER) yang di proksi dengan *ROA* dalam persamaan 2 merupakan variable dependen. Besarnya nilai standar deviasi kinerja perusahaan dari tiap-tiap perusahaan yang diobservasi 0,1166 dengan nilai *mean* 0,0361. Jika dibandingkan dengan variable-variabel lainnya, maka variable kinerja perusahaan pada tiap-tiap perusahaan yang diobservasi memiliki fluktuasi yang paling rendah. Sehingga nilai kinerja perusahaan pada tiap-tiap perusahaan yang diobservasi relatif sama atau lebih mendekati lagi nilai *mean*-nya. Kondisi ini menggambarkan bahwa nilai kinerja perusahaan (*ROA*) dari perusahaan-perusahaan yang diobservasi paling dekat dengan nilai *mean*-nya dibandingkan dengan nilai pertumbuhan ekonomi, inflasi, kurs, tingkat bunga, dan risiko sistematis.

4.1.2 Pengujian Kekuatan dan Kesesuaian Model

Pengujian kekuatan dan kesesuaian model dilakukan terhadap model empiri penelitian. Mengingat bahwa model empirik penelitian dijabarkan dalam 2 model

persamaan regresi, maka pengujian model empirik penelitian dilakukan dalam 2 tahap pengujian.

Pengujian model empirik penelitian tahap pertama dilakukan terhadap variable-variabel makroekonomi: inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS) dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) yang diprediksikan mempengaruhi risiko sistematis (RISKSIS). Pengujian tahap kedua dilakukan terhadap variable-variabel makroekonomi: inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS), pertumbuhan ekonomi (PERKON) dan risiko sistematis (RISKSIS) yang diprediksikan mempengaruhi kinerja perusahaan (KINPER).

Pengujian kekuatan dan kesesuaian model pada terhadap model empirik penelitian mencakup hasil pengujian pada model persamaan 1 dan model persamaan 2. Pengujian pada model persamaan 1 menyajikan hasil pengujian mengenai pengaruh variable-variabel makroekonomi: inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS) dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) terhadap risiko sistematis (RISKSIS). Pengujian pada model persamaan 2 menyajikan hasil pengujian mengenai pengaruh variable-variabel makroekonomi: inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS), pertumbuhan ekonomi (PERKON), dan risiko sistematis (RISKSIS) terhadap kinerja perusahaan (KINPER).

Hasil pengujian terhadap model empirik penelitian juga akan menyajikan mengenai status dari variable risiko sistematis (RISKSIS) sebagai variable *intervening*. Risiko sistematis sebagai variable *intervening* dari variable-variabel makroekonomi: inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS), pertumbuhan ekonomi (PERKON) didalam mempengaruhi kinerja perusahaan (KINPER).

4.1.2.1 Pengujian Kekuatan dan Kesesuaian Model Persaman 1.

Pengujian dengan menggunakan analisis regresi memerlukan beberapa persyaratan yang harus dipenuhi agar menghasilkan kecocokan model (*goodness of fit*). Persyaratan-persyaratan yang harus dipenuhi tersebut meliputi persyaratan normalitas *error (residual)* dan asumsi klasik. Jadi, model regresi yang baik

persyaratannya adalah variable dependen dan variable-variabel independen semuanya harus berdistribusi normal atau mendekati normal, dan harus terbebas dari asumsi klasik yang meliputi; multikolonieritas, heteroskedastisitas dan autokorelasi (Imam Ghozali, 2002).

4.1.2.1.1 Pengujian Kekuatan Model.

Model persamaan 1 pada model empirik penelitian adalah $RISKSIS = a_1 + b_{1.1}INF + b_{1.2}INT + b_{1.3}KURS + b_{1.4}PERKON + e_1$. Persamaan tersebut terdiri dari 1 variable dependen, yaitu risiko sistematis (RISKSIS) yang diproksi dengan beta saham (β) dan 4 variabel independen, yaitu; inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS), dan pertumbuhan ekonomi (PERKON).

(1) Pengujian Normalitas *Error (Residual)*

Pengujian normalitas *error* dilakukan untuk mengetahui apakah variable dependen dan variable-variabel independen berdistribusi normal (mendekati normal) atau tidak. Pengujian ini dilakukan dengan memperhatikan nilai *skewness*, persyaratannya adalah bahwa data berdistribusi normal jika nilai *skewness* berada pada posisi -2,00 s/d 2,00. Disamping dengan memperhatikan nilai *skewness*, maka pengujian juga dilakukan dengan analisis grafik, yaitu melihat *histogram* yang membandingkan antara data observasi dengan distribusi yang mendekati distribusi normal dan dengan melihat *normal probability plot* (ImamGhozali, 2002).

Pengujian normalitas *error* pada mulanya dilakukan terhadap 348 sampel observasi, dan dilakukan secara bertahap. Pada tahap pertama, pengujian dilakukan terhadap 348 sampel observasi, menghasilkan nilai rasio *skewness* 4,802. Pengujian selanjutnya dilakukan sampai 13 tahap, sehingga mendapatkan normalitas *error* yang memenuhi *goodness of fit* sesuai standar ketentuan yang dipersyaratkan dalam model OLS, yaitu menghasilkan rasio *skewness* pada posisi -2 sampai +2.

Hasil pengujian normalitas *error (residual)* secara bertahap dapat dilihat pada Tabel 4-3 seperti berikut.

Tabel 4-3
Hasil Pengujian Normalitas Error Model Persamaan 1

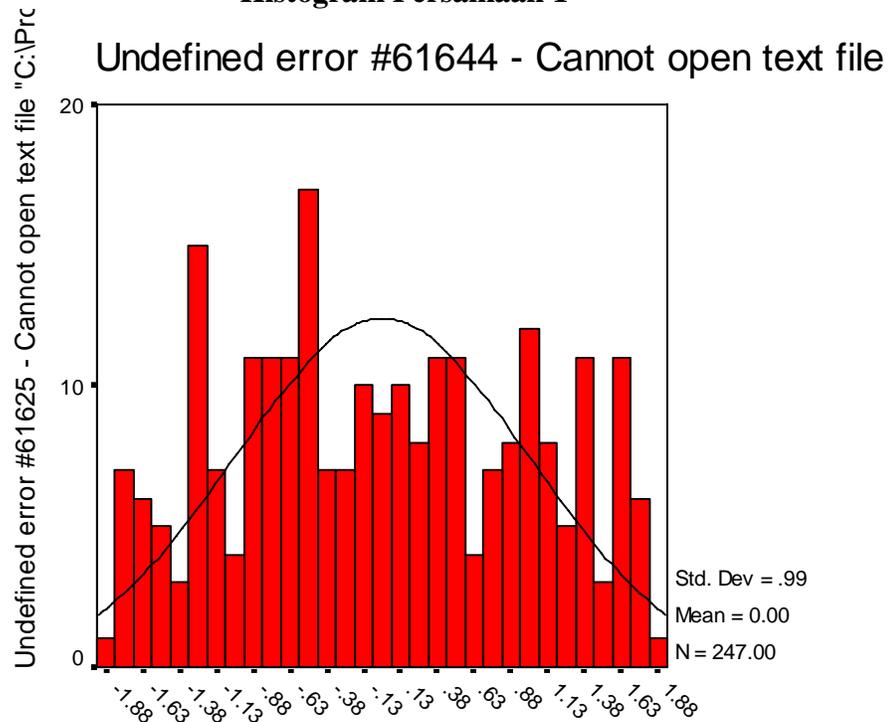
Tahap	N	Rasio Skewness	Penjelasan
1	348	4,802	Tidak Normal
2	337	1,714	Normal tetapi tidak BLUE
3	334	1,592	Normal tetapi tidak BLUE
4	333	1,535	Normal tetapi tidak BLUE
5	326	1,428	Normal tetapi tidak BLUE
6	321	1,316	Normal tetapi tidak BLUE
7	312	1,178	Normal tetapi tidak BLUE
8	307	1,016	Normal tetapi tidak BLUE
9	305	0,930	Normal tetapi tidak BLUE
10	292	0,715	Normal tetapi tidak BLUE
11	281	0,604	Normal tetapi tidak BLUE
12	268	0,464	Normal tetapi tidak BLUE
13	247	0,181	Normal dan BLUE

Sumber: Data diolah, SPSS 11.

Pengujian tahap ke 13 dilakukan terhadap 247 sampel observasi dan menghasilkan rasio *skewness* sebesar 0,181. Nilai rasio *skewness* sebesar 0,181 terletak pada posisi -2 sampai +2 atau lebih kecil dari 2. Sehingga dapat disimpulkan bahwa data berdistribusi normal, berarti sudah sesuai standar ketentuan yang dipersyaratkan dalam model OLS.

Pengujian *normalitas error* juga dilakukan dengan analisa grafik, yaitu dengan memperhatikan histogram dan *normal probability plot*, seperti pada Gambar 4-1 dan Gambar 4-2 berikut ini.

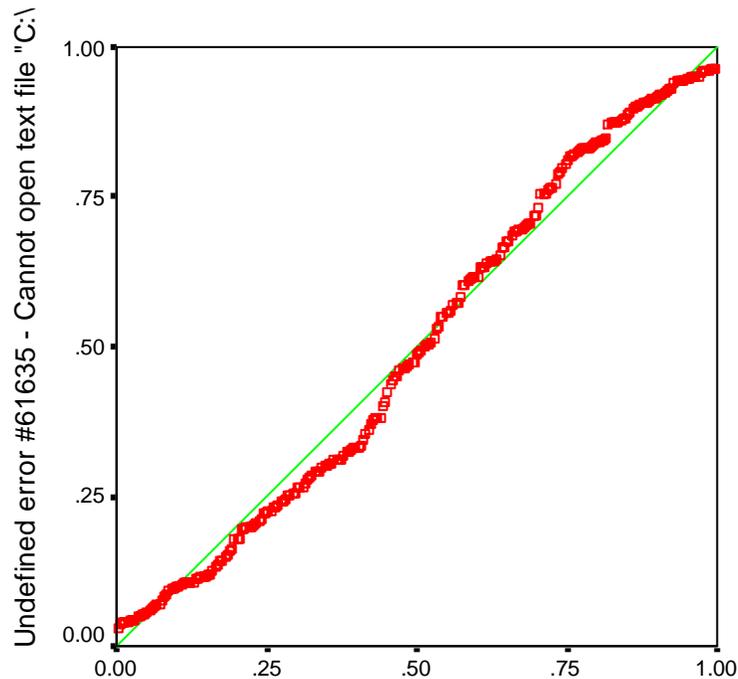
Gambar 4-1
Histogram Persamaan 1



Sumber: Hasil Analisis SPSS

Jika kita perhatikan Gambar-4-1 tersebut di atas, maka grafik *histogram* memberikan pola distribusi yang mendekati normal. Sehingga dapat disimpulkan bahwa data berdistribusi normal, berarti sudah sesuai dengan standar ketentuan yang dipersyaratkan dalam model OLS.

Gambar 4-2
Normal Probability Plot Persamaan 1



Undefined error #61634 - Cannot open text file "C:\Progra

Sumber: Hasil Analisis SPSS

Jika kita memperhatikan Gambar 4-2 tersebut di atas, maka pada grafik *normal probability plot* terlihat titik-titik menyebar disekitar garis diagonal, serta penyebarannya mengikuti arah garis diagonal. Sehingga dapat disimpulkan bahwa data berdistribusi normal, berarti sudah sesuai dengan standar ketentuan yang dipersyaratkan dalam model OLS.

(2) Pengujian Asumsi Klasik

Pengujian asumsi klasik dilakukan dengan menguji multikolonieritas, heteroskedastisitas dan autokorelasi. Pengujian ini dilakukan untuk memenuhi persyaratan asumsi yang ditentukan dalam teknik analisis regresi *linier* atau OLS

(*Ordinary Least Square*). Hasil Pengujian asumsi klasik; multikolonieritas, heteroskedastisitas dan autokorelasi dapat dilihat pada Table 4-4 berikut ini.

Tabel 4-4
Hasil Pengujian Asumsi Klasik Model Persamaan 1

Variabel Independen	Multikolonieritas (VIF)	Heteroskedastisitas	Autokorelasi (DW-test)
Inflasi (INF)	1,068	t = 0,529; sig = 0,597	1,824
Tingkat Bunga (INT)	1,177	t = -0,131; sig = 0,896	1,824
Kurs (KURS)	1.124	t = -0,925; sig = 0,356	1,824
Pertumbuhan Ekonomi (PERKON)	1,030	t = 1,167; sig = 0,244	1,824

Sumber: Data diolah, SPSS 11.

Penjelasan

(a) *Pengujian Multikolonieritas*

Pengujian ada atau tidaknya gejala multikolonieritas dalam persamaan regresi digunakan uji *Varian Inflation Factor (VIF)*. Jika nilai VIF lebih kecil dari 10, maka antar variable independen tidak terjadi persoalan multikolonieritas (Imam Ghozali, 2002). Hasil pengujian terhadap VIF menghasilkan nilai VIF untuk semua variable independen lebih nilai kecil dari 10, sehingga semua variable independen terbebas dari persoalan multikolonieritas.

Hasil pengujian multikolonieritas pada Table 4-4 menghasilkan nilai VIF untuk masing-masing variable independen lebih kecil 10 ($VIF < 10$). Inflasi (INF) mempunyai nilai VIF sebesar 1,068. Tingkat bunga (INT) mempunyai nilai VIF sebesar 1,177. Kurs (KURS) mempunyai nilai VIF sebesar 1,124. Sedangkan pertumbuhan ekonomi (PERKON) mempunyai nilai VIF sebesar 1,030. Jadi, semua variable independen mempunyai nilai VIF lebih kecil dari 10, sehingga dapat disimpulkan bahwa semua variable independen yang dimasukkan dalam model regresi terbebas dari persoalan multikolonieritas.

(b) Pengujian Heteroskedastisitas

Pengujian ada atau tidaknya gejala heteroskedastisitas dalam persamaan regresi digunakan uji *Glejser (Glejser-test)*. Pengujian ini dilakukan untuk menguji ada tidaknya hubungan antara variable-variabel independen dengan *residual*. Jika variable-variabel independen yang diregres dengan nilai *absolute residual* tidak signifikan secara statistik ($\text{sig} = > 0,05$), maka model regresi terbebas dari persoalan heteroskedastisitas (Imam Ghozali, 2002).

Hasil pengujian heteroskedastisitas seperti yang tersaji pada Tabel 4-4 menunjukkan bahwa semua variable independen yang dimasukkan dalam model regresi secara statistik tidak signifikan ($\text{sig} = > 0,05$) berpengaruh terhadap residual, maka model regresi terbebas dari persoalan heteroskedastisitas. Hasil pengujian heteroskedastisitas pada Table 4-4 menunjukkan bahwa inflasi (INF) mempunyai nilai $t = 0,529$ dan nilai $\text{sig} = 0,597$. Tingkat bunga (INT) mempunyai nilai t sebesar $-0,131$ dan nilai sig sebesar $0,896$. Kurs (KURS) mempunyai nilai t sebesar $-0,925$ dan nilai sig sebesar $0,356$. Sedangkan pertumbuhan ekonomi (PERKON) mempunyai nilai t sebesar $1,157$ dan nilai sig sebesar $0,244$. Jadi, semua variable independen secara statistik tidak ada yang signifikan terhadap *absolute residual* atau mempunyai nilai *sig* lebih besar dari $0,05$, sehingga dapat disimpulkan bahwa semua variable independen yang dimasukkan dalam model regresi terbebas dari persoalan heteroskedastisitas.

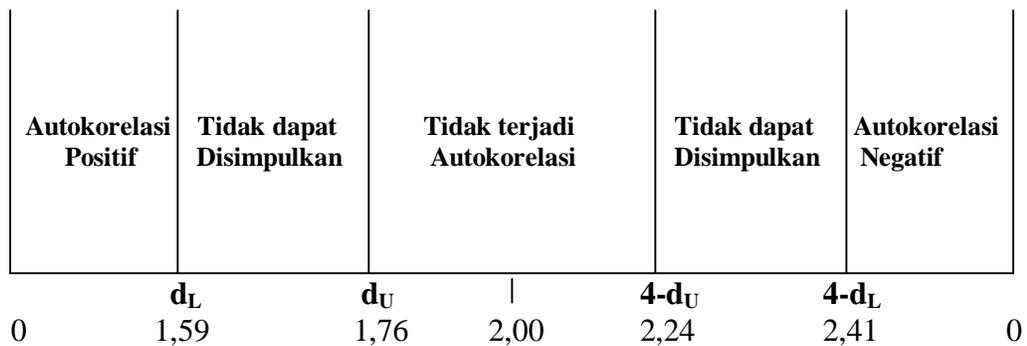
(c) Pengujian Autokorelasi

Pengujian ada atau tidaknya gejala autokorelasi pada model regresi dilakukan dengan uji *Durbin-Watson*. Nilai d_L , d_U , $4-d_U$, dan $4-d_L$ sample sebesar 247 dengan $\alpha = 0,05$ adalah $1,59$ (d_L), $1,76$ (d_U), $2,24$ ($4-d_U$), dan $2,41$ (d_L). Jadi, jika nilai *Durbin-Watson* terletak diantara d_U s/d $4-d_U$ atau $1,76$ s/d $2,24$ model regresi terbebas dari gejala autokorelasi.

Hasil pengujian autokorelasi dengan *Durbin-Watson Test* seperti yang tersaji pada Tabel 4-4 menunjukkan bahwa nilai *DW-test* sebesar $1,824$. Sehingga dapat

disimpulkan bahwa nilai DW terletak diantara d_U s/d $4-d_U$ atau lebih besar dari 1,76 dan lebih kecil dari 2,24 dan model regresi terbebas dari persoalan autokorelasi. Posisi nilai *Durbin-Watson* (DW) dapat dilihat pada Gambar 4-3 berikut ini.

Gambar 4-3
Posisi Nilai Durbin-Watson Model Persamaan 1



Jadi, jika dilihat pada Gambar 4-3 tersebut di atas, maka *Durbin-Watson* (DW) untuk persamaan 1 pada model empiris 1 sebesar 1,824 terletak pada daerah tidak terjadi autokorelasi, sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi terbebas dari persoalan autokorelasi.

4.1.2.1.2 Pengujian Kesesuaian Model.

Pengujian kesesuaian model (*goodness of fit*) dilakukan dengan melihat nilai dari *R-square* dan signifikansi F. Nilai *R-square* menjelaskan kemampuan variable-variabel independen didalam mempengaruhi variable dependen dan signifikansi F menjelaskan tingkat keyakinan bahwa model tersebut adalah sesuai (*goodness of fit*).

Hasil pengujian dengan program SPSS 11 menunjukkan bahwa nilai *R-square* sebesar 0,855 dan nilai nilai F sebesar 356,617 dengan sig. 0,000. Jadi, variable-variabel makroekonomi seperti; inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS), dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) yang dimasukkan dalam model regresi mempunyai kemampuan menjelaskan risiko sistematis (RISKSIS) sebesar 85,50 persen, sedangkan sisanya sebesar 14,50 persen dijelaskan oleh faktor lain yang tidak dimasukkan dalam model regresi. Model regresi yang digunakan sesuai dengan bukti

empiris memenuhi kesesuaian model (*goodness of fit*) pada *level* signifikansi kurang dari 1 persen (*sig.* 0,000).

Hasil perhitungan *R-square* dan signifikansi F dapat dilihat seperti yang tersaji pada Tabel 4-5 berikut ini.

Tabel 4-5
Hasil Perhitungan *R-square* dan signifikansi F Model Persamaan 1

Variabel Independen	Koefisien Beta	t-hitung	sig-t
Inflasi (INF)	-0,167	-6,597	0,000*
Tingkat Bunga (INT)	0,310	11,575	0,000*
Kurs (KURS)	-0,928	-35,747	0,000*
Pertumbuhan Ekonomi (PERKON)	0,058	2,335	0,020**
R-square = 0,855	Keterangan : * signifikan pada level 1%.		
Adj.R-square = 0,853	** signifikan pada level 5%		
F-hitung = 356,617			
Signifikansi = 0,000*			

Sumber: Data diolah, SPSS 11.

4.1.2.1 Pengujian Kekuatan dan Kesesuaian Model Persamaan 2

Seperti dijelaskan diatas, bahwa pengujian dengan menggunakan analisis regresi memerlukan beberapa persyaratan yang harus dipenuhi agar menghasilkan kecocokan model (*goodness of fit*). Persyaratan-persyaratan yang harus dipenuhi tersebut meliputi persyaratan normalitas *error (residual)* dan asumsi klasik. Jadi, model regresi yang baik persyaratannya adalah variable dependen dan variable-variabel independen semuanya harus berdistribusi normal atau mendekati normal, dan harus terbebas dari asumsi klasik yang meliputi; multikolonieritas, heteroskedastisitas dan autokorelasi (Imam Ghozali, 2002).

4.1.2.2.1 Pengujian Kekuatan Model.

Model persamaan 2 pada model empirik penelitian ditulis dengan rumus sebagai berikut: $KINPER = a_2 + b_{2-1}INF + b_{2-2}INT + b_{2-3}KURS + b_{2-4}PERKON + b_{2-5}RISKIS + e_1$. Persamaan tersebut terdiri dari 1 variable dependen, yaitu kinerja perusahaan yang diproksi dengan *ROA* (KINPER) dan 5 variabel independen, yaitu; inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS), pertumbuhan ekonomi (PERKON), dan risiko sistematis yang diproksi dengan *beta* saham (RISKIS).

(1) Pengujian Normalitas *Error (Residual)*

Di dalam model empiris 1, risiko sistematis menjadi variable *intervening* yang akan memediasi hubungan antara faktor fundamental makroekonomi; inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi dengan kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Oleh karena itu, data sample observasi untuk persamaan 2 harus sama dengan data sample observasi persamaan 1. Sehingga pengujian *normalitas error* untuk persamaan 2 mengacu pengujian *normalitas error* pada persamaan 1.

(2) Pengujian Asumsi Klasik

Pengujian asumsi klasik untuk model 1 persamaan 2 juga dilakukan dengan menguji multikolonieritas, heteroskedastisitas dan autokorelasi. Pengujian ini dilakukan untuk memenuhi persyaratan asumsi yang ditentukan dalam teknik analisis regresi *linier* atau OLS (*Ordinary Least Square*). Hasil Pengujian asumsi klasik; multikolonieritas, heteroskedastisitas dan autokorelasi dapat dilihat pada Table 4-6 berikut ini.

Tabel 4-6
Hasil Pengujian Asumsi Klasik Model Persamaan 2

Variabel Independen	Multikolonieritas (VIF)	Heteroskedastisitas	Autokorelasi (DW-test)
Inflasi (INF)	1,260	t = -0,027; sig = 0,707	1,496
Tingkat Bunga (INT)	1,840	t = -0,496; sig = 0,620	1,496
Kurs (KURS)	7,056	t = 0,701; sig = 0,484	1,496
Pertumbuhan Ekonomi (PERKON)	1,053	t = 1,057; sig = 0,291	1,496
Risiko Sistematis (RISKSIS)	6,894	t = 0,308; sig = 0,758	1,496

Sumber: Data diolah, SPSS 11.

Penjelasan

(a) Pengujian Multikolonieritas

Pengujian ada atau tidaknya gejala multikolonieritas dalam persamaan regresi digunakan uji *Varian Inflation Factor (VIF)*. Jika nilai VIF lebih kecil dari 10, maka antar variable independen tidak terjadi persoalan multikolonieritas (Imam Ghazali, 2002). Hasil pengujian terhadap VIF menghasilkan nilai VIF untuk semua variable independen lebih nilai kecil dari 10, sehingga semua variable independen terbebas dari persoalan multikolonieritas.

Hasil pengujian multikolonieritas pada Table 4-6 menghasilkan nilai VIF untuk masing-masing variable independen lebih kecil 10 ($VIF < 10$). Inflasi (INF) mempunyai nilai VIF sebesar 1,260. Tingkat bunga (INT) mempunyai nilai VIF sebesar 1,840. Kurs (KURS) mempunyai nilai VIF sebesar 7,056. Pertumbuhan ekonomi (PERKON) mempunyai nilai VIF sebesar 1,053. Sedangkan risiko sistematis (RISKSIS) mempunyai nilai VIF sebesar 6,894. Jadi, dengan demikian semua variable independen mempunyai nilai VIF lebih kecil dari 10, sehingga dapat disimpulkan bahwa semua variable independen yang dimasukkan dalam model regresi terbebas dari persoalan multikolonieritas.

(b) Pengujian Heteroskedastisitas

Pengujian ada atau tidaknya gejala heteroskedastisitas dalam persamaan regresi digunakan uji *Glejser (Glejser-test)*. Pengujian ini dilakukan untuk menguji ada tidaknya hubungan antara variable-variabel independen dengan *residual*. Jika variable-variabel independen yang diregres dengan nilai *absolute residual* tidak signifikan secara statistik ($\text{sig} = > 0,05$), maka model regresi terbebas dari persoalan heteroskedastisitas (Imam Ghozali, 2002).

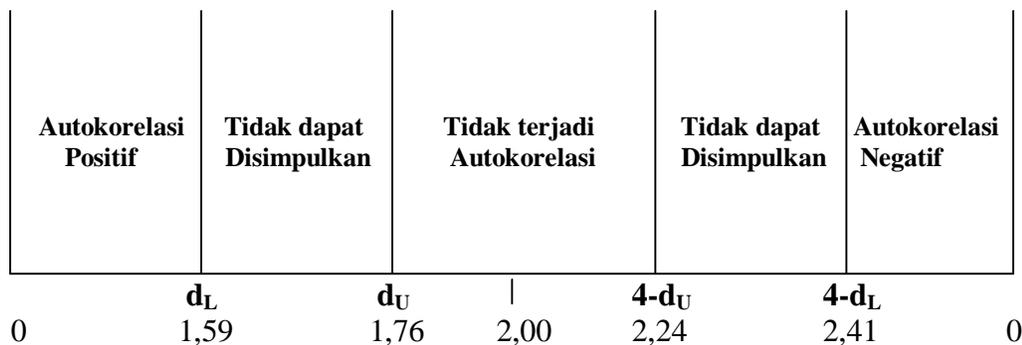
Hasil pengujian heteroskedastisitas seperti yang tersaji pada Tabel 4-6 menunjukkan bahwa semua variable independen yang dimasukkan dalam model regresi secara statistik tidak signifikan ($\text{sig} = > 0,05$) berpengaruh terhadap residual, maka model regresi terbebas dari persoalan heteroskedastisitas. Hasil pengujian heteroskedastisitas pada Table 4-6 menunjukkan bahwa inflasi (INF) mempunyai nilai $t = -0,377$ dan nilai $\text{sig} = 0,707$. Tingkat bunga (INT) mempunyai nilai t sebesar $-0,496$ dan nilai sig sebesar $0,620$. Kurs (KURS) mempunyai nilai t sebesar $0,701$ dan nilai sig sebesar $0,484$. Pertumbuhan ekonomi (PERKON) mempunyai nilai t sebesar $1,057$ dan nilai sig sebesar $0,291$. Sedangkan risiko sistematis (RISKSIS) mempunyai nilai t sebesar $0,308$ dan nilai sig sebesar $0,758$. Jadi, semua variable independent secara statistik tidak ada yang signifikan terhadap *absolute residual* atau mempunyai nilai *sig* lebih besar dari $0,05$, sehingga dapat disimpulkan bahwa semua variable independen yang dimasukkan dalam model regresi terbebas dari persoalan heteroskedastisitas.

(c) Pengujian Autokorelasi

Pengujian ada atau tidaknya gejala autokorelasi pada model regresi dilakukan dengan uji *Durbin-Watson*. Nilai d_L , d_U , $4-d_U$, dan $4-d_L$ sample sebesar 247 dengan $\alpha = 0,05$ adalah $1,59$ (d_L), $1,76$ (d_U), $2,24$ ($4-d_U$), dan $2,41$ (d_L). Jadi, jika nilai *Durbin-Watson* terletak diantara d_U s/d $4-d_U$ atau $1,76$ s/d $2,24$ model regresi terbebas dari gejala autokorelasi.

Hasil pengujian autokorelasi dengan *Durbin-Watson Test* seperti yang tersaji pada Tabel 4-6 menunjukkan bahwa nilai *DW-test* sebesar 1,496. Sehingga dapat disimpulkan bahwa nilai DW terletak diantara 0 s/d d_U atau lebih kecil dari 1,59 berarti model regresi tidak terbebas dari persoalan autokorelasi. Posisi nilai *Durbin-Watson* (DW) dapat dilihat pada Gambar 4-4 berikut ini.

Gambar 4-4
Posisi Nilai Durbin-Watson Model Persamaan 2



Jadi, jika dilihat pada Gambar 4-4 tersebut di atas, maka *Durbin-Watson* (DW) untuk persamaan 2 sebesar 1,496 terletak pada daerah autokorelasi positif, sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi terbebas dari persoalan autokorelasi. Menurut Cooper dan Emory (1996), bahwa persoalan autokorelasi dapat diabaikan sepanjang model tersebut tidak digunakan untuk memprediksi, akan tetapi digunakan untuk menjelaskan fenomena empiris (*to descriptive*). Selain alasan tersebut di atas, maka mengingat bahwa persamaan 2 merupakan satu kesatuan dalam model empirik penelitian bersama persamaan 1, sedangkan persamaan 1 sudah memenuhi asumsi klasik dan BLUE, maka keberadaan autokorelasi positif pada persamaan 2 ini bisa diabaikan.

4.1.2.1.2 Pengujian Kesesuaian Model

Pengujian kesesuaian model (*goodness of fit*) dilakukan dengan melihat nilai dari *R-square* dan signifikansi F. Nilai *R-square* menjelaskan kemampuan variable-

variabel independen didalam mempengaruhi variable dependen dan signifikansi F menjelaskan tingkat keyakinan bahwa model tersebut adalah sesuai (*goodness of fit*).

Hasil pengujian dengan program SPSS 11 menunjukkan bahwa nilai *R-square* sebesar 0,031 dan nilai nilai F sebesar 1,540 dengan *sig.* 0,0178. Jadi, variable-variabel makroekonomi seperti; inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS), dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) serta risiko sistematis (RISKSIS) yang dimasukkan dalam model regresi mempunyai kemampuan menjelaskan risiko sistematis (RISKSIS) sebesar 3,10 persen, sedangkan sisanya sebesar 96,90 persen dijelaskan oleh faktor lain yang tidak dimasukkan dalam model regresi. Model regresi yang digunakan sesuai dengan bukti empiris tidak memenuhi kesesuaian model (*goodness of fit*) pada *level* signifikansi 5 persem, tetapi *goodness of fit* pada level 17,80 persen (*sig.* 0,178).

Hasil perhitungan *R-square* dan signifikansi F dapat dilihat seperti yang tersaji pada Tabel 4-7 berikut ini.

Tabel 4-7
Hasil Perhitungan *R-square* dan Signifikansi F Model Persamaan 2

Variabel Independen	Koefisien Beta	t-hitung	sig-t
Inflasi (INF)	-0,065	-0,919	0,359
Tingkat Bunga (INT)	0,182	2,116	0,035**
Kurs (KURS)	-0,317	-1,881	0,061***
Pertumbuhan Ekonomi (PERKON)	-0,022	-0,335	0,738
Risiko Sistematis (RISKSIS)	-0,387	-2,322	0,021**
R-square = 0,031	Keterangan : * signifikan pada level 1%.		
Adj.R-square = 0,011	** signifikan pada level 5%.		
F-hitung = 1,540	*** signifikan pada level 10%.		
Signifikansi = 0,178			

Sumber: Data diolah, SPSS 11.

4.1.3 Pengujian Regresi

Pengujian regresi dilakukan untuk persamaan regresi 1 dan persamaan regresi 2 pada model empirik penelitian

4.1.3.1 Pengujian Regresi Pada Model Persamaan 1.

Pengujian regresi pada model persamaan 1 dilakukan untuk mengetahui pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependennya. Variabel-variabel dalam model persamaan 1 terdiri dari inflasi (INF), tingkat bunga (INT, kurs (KURS), pertumbuhan ekonomi (PERKON), dan risiko sistematis (RISKSIS).

Vriabel-variabel inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS), dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) merupakan variable fundamental makroekonomi, dimana data empirisnya merupakan data runtut waktu (*time series*). Oleh karena itu, untuk menentukan tingkat inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS), dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) masing-masing perusahaan digunakan pendekatan sensitivitas. Pendekatan ini dilakukan dengan cara meregres data satu tahun masing-masing variable tersebut dengan *return* saham masing-masing perusahaan, sehingga akan didapatkan nilai inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS), dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) masing-masing perusahaan.

Persamaan regresi 1 terdiri dari variable-variabel inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs , dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) sebagai variable independen dan risiko sistematis (RISKSIS) sebagai variable dependen. Bentuk persamaannya adalah sebagai berikut :

$$\text{RISKSIS} = a_1 + b_{1-1}\text{INF} + b_{1-2}\text{INT} + b_{1-3}\text{KURS} + b_{1-4}\text{PERKON} + e_1$$

Pengujian regresi dilakukan dengan regresi berganda, dan digunakan program SPSS 11. Ringkasan hasil pengujian regresi pada model 1 persamaan 1-1 dapat dilihat pada Tabel 4-8 berikut ini.

Tabel 4-8
Ringkasan Hasil Pengujian Regresi Model Persamaan 1

Model	Variabel	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.179	.021		8.649	.000
	INF	-.035	.005	-.167	-6.597	.000*
	INT	.207	.018	.310	11.676	.000*
	KURS	-.363	.010	-.928	-35.747	.000*
	PERTEKON	.011	.005	.058	2.335	.020**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.925(a)	.855	.853	.24938888	1.824

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	88.719	4	22.180	356.617	.000*
	Residual	15.051	242	.062		
	Total	103.770	246			

a Predictors: (Constant), PERTEKON, INF, KURS, INT

b Dependent Variable: RISKSIS

Sumber: Data output SPSS

R-Square : 0,855. Keterangan : * Signifikan pada level 1%.
 F-hitung : 356,617. ** Signifikan pada level 5%.
 Sig. : 0,000*

Berdasarkan pada Tabel 4-8 tersebut di atas, maka persamaan regresinya dapat ditulis: $RISKSIS = -0,167INF + 0,310INT - 0,928KURS + 0,058PERKON$. Nilai koefisien inflasi (INT) sebesar -0,035 (negative), berarti inflasi berpengaruh negative terhadap risiko sistematis (RISKSIS). Nilai koefisien tingkat bunga (INT) sebesar 0,310 (positif), berarti tingkat bunga berpengaruh positif terhadap risiko sistematis (RISKSIS). Nilai koefisien inflasi dan kurs (KURS) sebesar masing-masing -0,167 dan -0,928 (negative), berarti inflasi dan kurs berpengaruh negative

terhadap risiko sistematis (RISKSIS). Nilai koefisien pertumbuhan ekonomi (PERKON) sebesar 0,058 (positif), berarti pertumbuhan ekonomi berpengaruh positif terhadap risiko sistematis (RISKSIS).

Semua variable makroekonomi secara statistik berpengaruh signifikan terhadap risiko sistematis. Inflasi (INF) dan kurs (KURS) secara statistik berpengaruh negatif signifikan terhadap risiko sistematis pada *level* 1%. Sedangkan tingkat bunga (INT) dan pertumbuhan ekonomi (PERKON,) secara statistik berpengaruh positif signifikan terhadap risiko sistematis. Tingkat bunga secara statistik berpengaruh positif signifikan pada *level* 1%, sedangkan pertumbuhan ekonomi secara statistik berpengaruh positif signifikan pada *level* 5%.

Besarnya *R-square* 0,855 dan F-hitung 356,617 dengan nilai *sig* 0,000 menunjukkan bahwa kemampuan variable-variabel independen yang dimasukkan dalam model mampu menjelaskan 85,50 persen pada *level* 1%, sedangkan 14,50 persen dijelaskan oleh variable-variabel lain di luar model. Artinya bahwa risiko sistematis dipengaruhi oleh inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS), dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) sebesar 85,50 persen. Variabel-variabel tersebut merupakan variable faktor fundamental makroekonomi, sedangkan sisanya 14,50 persen disebabkan oleh faktor eksternal lainnya, seperti; kondisi politik, hukum, keamanan, budaya, dll.

Berdasarkan Tabel 4-4 tersebut di atas, menunjukkan bahwa model regresi memenuhi kesesuaian model (*goodness of fit*) dan dapat digunakan untuk memprediksi, karena model ini juga terbebas dari normalitas *error* dan asumsi klasik. Oleh karena itu, jika kita menggunakan model ini untuk memprediksikan risiko sistematis, maka menghasilkan nilai prediksi yang efisien (*Best Linier Unbias Estimator*).

4.1.3.2 Pengujian Regresi Pada Model Persamaan 2.

Persamaan regresi 2 terdiri dari variable-variabel inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS), pertumbuhan ekonomi (PERKON), dan risiko sistematis

(RISKSIS) sebagai variable independen, serta kinerja perusahaan (KINPER) sebagai variable dependen. Bentuk persamaannya adalah sebagai berikut:

$$\text{KINPER} = a_2 + b_{2-1}\text{INF} + b_{2-2}\text{INT} + b_{2-3}\text{KURS} + b_{2-4}\text{PERKON} + b_{2-5}\text{RISKSIS} + e_1$$

Pengujian regresi dilakukan dengan regresi berganda, dan menggunakan program SPSS 11. Ringkasan hasil pengujian regresi pada model 1 persamaan 1-2 dapat dilihat pada Tabel 4-9 berikut ini.

Tabel 4-9
Ringkasan Hasil Pengujian Regresi Model Persamaan 2

Model	Variable	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.052	.011		4.697	.000
	INF	-.002	.003	-.065	-.919	.359
	INT	.022	.010	.182	2.116	.035**
	KURS	-.022	.012	-.317	-1.881	.061***
	PERKON	-.001	.002	-.022	-.335	.738
	RISKSIS	-.069	.030	-.387	-2.322	.021**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.176(a)	.031	.011	.11595906	1.496

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.104	5	.021	1.540	.178(a)
	Residual	3.241	241	.013		
	Total	3.344	246			

a Predictors: (Constant), RISKSIS, PE RTEKON, INT, INF, KURS

b Dependent Variable: KINPER

Sumber: Data output SPSS.

R-Square	: 0,348.	Keterangan	: ** Signifikan pada <i>level</i> 5%.
F-hitung	: 12,405.		*** Signifikan pada <i>level</i> 10
Sig.	: 0,000*		

Berdasarkan pada Tabel 4-9 tersebut di atas, maka persamaan regresinya dapat ditulis: $KINPER = - 0,065INF + 0,182INT - 0,317KURD - 0,022PERKON - 0,387RISKSIS$. Nilai koefisien inflasi (INF) sebesar -0,065 (negatif), berarti inflasi berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan (KINPER). Nilai koefisien tingkat bunga (INT) sebesar 0,1822 (positif), berarti tingkat bunga berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan (KINPER). Nilai koefisien kurs (KURS) sebesar -0,317 (negatif), berarti kurs berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan (KINPER). Nilai koefisien pertumbuhan ekonomi sebesar -0,022 (negatif), berarti pertumbuhan ekonomi berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan (KINPER). Nilai koefisien risiko sistematis (RISKSIS) sebesar -0,387 (negatif), berarti risiko sistematis berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan (KINPER).

Inflasi (INF) secara statistik berpengaruh tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan (KINPER). Tingkat bunga (INT) secara statistik berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan (KINPER) pada *level* 5%. Kurs (KURS) secara statistik berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan (KINPER) pada *level of significant* kurang dari 10%. Pertumbuhan ekonomi (PERKON) secara statistik berpengaruh tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan (KINPER). Sedangkan risiko sistematis (RISKSIS) secara statistik berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan (KINPER) pada *level of significant* kurang dari 5%.

Besarnya *R-square* 0,031 dan F-hitung 1,540 dengan nilai *sig* 0,178 menunjukkan bahwa kemampuan variable-variabel independen yang dimasukkan dalam model mampu menjelaskan 3,10 persen pada *level* 17,80%, sedangkan 96,20 persen dijelaskan oleh variable-variabel lain di luar model. Mengingat bahwa penelitian menggunakan *level* 5%, maka berdasarkan Tabel 4-6 tersebut di atas, menunjukkan bahwa model regresi tidak memenuhi kesesuaian model (*goodness of fit*) dan tidak dapat digunakan untuk memprediksi. Jika digunakan untuk

memprediksi, maka hasilnya tidak efisien, sehingga model ini hanya digunakan untuk menjelaskan fenomena saja.

4.1.4 Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis penelitian dilakukan untuk menguji hipotesis model empirik penelitian. Pengujian dilakukan dengan melihat nilai t-hitung atau nilai *sig.* pada masing-masing variable independen di masing-masing persamaan.

4.1.4.1 Uji Hipotesis 1 (H_1)

Hipotesis 1 menyatakan bahwa inflasi berpengaruh positif signifikan terhadap risiko sistematis. Semakin tinggi inflasi, semakin tinggi risiko sistematis. Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien *beta* inflasi sebesar -0,167 tidak terbukti berpengaruh positif, akan tetapi berpengaruh negative terhadap risiko sistematis. Hasil pengujian secara statistik signifikan pada level 1% ($t_h = -6,597$; dengan nilai *sig-t* = 0,000). Oleh karena itu, inflasi berpengaruh negative dan signifikan terhadap risiko sistematis, semakin tinggi inflasi semakin rendah risiko sistematis. Dengan demikian, maka hipotesis 1 **ditolak** karena arahnya berbeda, hipotesis menyatakan bahwa pengaruh inflasi terhadap risiko sistematis positif.

Nilai koefisien *beta* regresi inflasi negative sama dengan hasil penelitian dari Eduardus (1997) dan tidak sesuai dengan perkiraan sebelumnya. Hasil penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian dari Siti (2004) yang menghasilkan nilai koefisien *beta* regresi positif. Kedua penelitian tersebut menghasilkan nilai *sig-t* lebih besar dari 0,05 sedangkan hasil penelitian ini menghasilkan nilai *sig-t* lebih kecil dari 0,05. Jadi, hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian dari Eduardus (1997) dan Siti (2004).

Ditemukannya hasil pengaruh inflasi yang negatif dan signifikan terhadap risiko sistematis, menunjukkan bukti empiris yang tidak sesuai dengan teori ekonomi. Fenomena ini memberikan pemahaman empiris bagi manajemen bahwa kenaikan inflasi perusahaan-perusahaan manufaktur di BEI selama periode 2004 sampai dengan 2006 berdampak pada penurunan risiko sistematis. Hal ini disebabkan karena

kepemilikan saham BEI, khususnya perusahaan manufaktur tidak menyebar ke publik, melainkan sebagian besar dikuasai insider sebagai investor jangka panjang. Kondisi ini juga didukung karena laba perusahaan terlihat lebih stabil, akibatnya pengaruh inflasi menjadi negatif terhadap risiko sistematis, ditunjukkan dari relatif kecilnya nilai standar deviasi dari ROA, dan nilai *mean* yang positif.

4.1.4.1 Uji Hipotesis 2 (H₂)

Hipotesis 2 menyatakan bahwa tingkat bunga berpengaruh positif signifikan terhadap risiko sistematis. Semakin tinggi tingkat bunga, semakin tinggi risiko sistematis. Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien *beta* tingkat bunga sebesar 0,310 terbukti berpengaruh positif terhadap risiko sistematis. Hasil penelitian ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan mendukung argumentasi teori investasi, bahwa tingkat bunga berpengaruh positif terhadap risiko sistematis. Hasil pengujian ini juga sesuai dengan hasil penelitian dari Eduardus (1997), yang juga menghasilkan nilai koefisien *beta* tingkat bunga positif terhadap risiko sistematis.

Hasil pengujian secara statistik signifikan pada *level* 1% ($t_h = 11,676$; dengan nilai *sig-t* = 0,000). Jadi, tingkat bunga berpengaruh positif dan signifikan terhadap risiko sistematis. Meskipun hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian dari Eduardus (1997) yang menghasilkan nilai koefisien *beta* regresi tingkat bunga positif. Akan tetapi hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian dari Eduardus (1997), karena hasil penelitian Eduardus (1997) secara statistik tidak signifikan.

Hasil penelitian ini juga tidak sesuai dan tidak mendukung penelitian dari Dedi dan Riyarno (2007), yang menemukan tingkat bunga berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap risiko sistematis. Berdasarkan hasil pengujian secara statistik tersebut di atas, maka dapat disimpulkan bahwa hipotesis 2 (H₂) **diterima**, semakin tinggi tingkat suku bunga, semakin tinggi risiko sistematis.

Hasil penelitian ini memberikan pemahaman empirik bagi manajemen bahwa jika tingkat suku bunga naik, maka risiko sistematis meningkat. Kondisi ini terjadi karena manajemen perusahaan-perusahaan yang diobservasi lebih memilih

penggunaan hutang untuk membiayai usahanya melalui kebijakan pendanaan. Penggunaan hutang akan menyebabkan beban tetap meningkat, akibatnya jika utang bertambah, maka risiko perusahaan akan meningkat. Kondisi ini juga ditunjukkan dari besarnya nilai *mean* (0,57511) yang lebih tinggi dari nilai *mode* (0,56000) pada perusahaan-perusahaan yang diobservasi.

4.1.4.2 Uji Hipotesis 3 (H₃)

Hipotesis 3 menyatakan bahwa kurs berpengaruh positif dan signifikan terhadap risiko sistematis. Semakin tinggi nilai rupiah terhadap dolar (kurs), semakin tinggi risiko sistematis. Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien *beta* kurs sebesar -0,928 tidak terbukti berpengaruh positif terhadap risiko sistematis. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan juga tidak sesuai dengan argumentasi teori investasi. Namun hasil pengujian ini sesuai dengan hasil penelitian Siti (2004) yang menghasilkan nilai koefisien *beta* kurs negatif terhadap *beta* saham syariah.

Hasil pengujian secara statistik signifikan pada *level* 1% ($t_h = -35,747$; dengan nilai *sig-t* = 0,000). Jadi, berdasarkan pengujian secara statistik kurs berpengaruh negatif dan signifikan terhadap risiko sistematis. Sehingga disimpulkan bahwa hipotesis 3 (H₃) **ditolak**, karena koefisien arahnya negatif, sedangkan hipotesis menyatakan arahnya positif. Hasil penelitian ini mendukung penelitian dari Robiatul dan Ardi (2006), yang menemukan kurs berpengaruh negatif dan signifikan pada *beta* saham. Akan tetapi hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian dari Siti (2004) yang menemukan perubahan kurs berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap *beta* saham Syariah. Hasil penelitian ini juga tidak mendukung temuan dari Dedi dan Riyatno (2007), yang menemukan bahwa kurs berpengaruh positif dan signifikan terhadap risiko sistematis.

Hasil penelitian ini memberikan pemahaman empirik pada manajemen bahwa jika kurs rupiah terhadap dolar tinggi, maka risiko sistematis menurun. Kondisi ini terjadi karena laba (ROA) terlihat stabil, sehingga meskipun nilai rupiah tinggi,

namun laba (ROA) tetap stabil. Akibatnya, dengan stabilnya ROA sebagai pengukur kinerja perusahaan, maka risiko sistematis juga rendah, meskipun nilai rupiah tinggi, maka risiko sistematis tetap rendah.

4.1.4.3 Uji Hipotesis 4 (H₄)

Hipotesis 4 menyatakan bahwa pertumbuhan ekonomi berpengaruh negative dan signifikan terhadap risiko sistematis. Semakin tinggi pertumbuhan ekonomi, semakin rendah risiko sistematis. Hasil pengujian regresi menunjukkan nilai koefisien *beta* pertumbuhan ekonomi sebesar 0,058 berpengaruh positif terhadap risiko sistematis. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan perkiraan sebelumnya, dan juga tidak sesuai dengan hasil penelitian dari Eduardus (1997), dan Robiatual dan Ardi (2006), yang menghasilkan nilai koefisien *beta* negative. Eduardus (1997), menemukan bahwa GDP berpengaruh negative dan signifikan terhadap risiko sistematis pada *level of significant* kurang dari 10%. Sedangkan Robiatual dan Ardi (2006), menemukan bahwa GDP berpengaruh negative dan signifikan terhadap beta saham pada *level of significant* kurang dari 5%.

Hasil pengujian secara statistik pertumbuhan ekonomi berpengaruh signifikan pada *level* kurang dari 5% ($t_h = 2,335$; dengan nilai *sig-t* = 0,020). Jadi berdasarkan hasil pengujian secara statistik tersebut di atas, pertumbuhan ekonomi berpengaruh positif dan signifikan terhadap risiko sistematis. Sehingga disimpulkan bahwa hipotesis 4 ditolak, karena koefisien arahnya positif, sedangkan hipotesis menyatakan arahnya negatif.

Hasil penelitian ini memberikan pemahaman empiris bagi manajemen bahwa jika pertumbuhan ekonomi naik, maka risiko sistematis juga naik. Kondisi ini menggambarkan bahwa fokus perhatian dan kebijakan manajemen lebih pada masalah-masalah jangka pendek seperti; inflasi, tingkat bunga dan kurs. Sedangkan pertumbuhan ekonomi lebih ke arah kebijakan jangka panjang, karena pertumbuhan ekonomi merupakan variabel *outcome* dari inflasi, tingkat bunga dan kurs. Padahal dalam jangka panjang penuh dengan ketidak pastian, para pelaku bursa memandang

ketidak pastian itu mengandung risiko yang tinggi, karena perubahan kondisi makroekonomi tidak dapat dikendalikan oleh manajemen.

4.1.4.4 Uji Hipotesis 5 (H_5)

Hipotesis 5 menyatakan bahwa inflasi berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja perusahaan. Semakin tinggi inflasi, semakin rendah kinerja perusahaan. Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien *beta* inflasi sebesar -0,065 terbukti berpengaruh negative terhadap kinerja perusahaan. Hasil pengujian secara statistik tidak signifikan pada *level* 5% ($t_h = -0,919$; dengan nilai *sig-t* = 0,359). Oleh karena itu, inflasi berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan.

Hasil penelitian ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan mendukung argumentasi teori investasi, yaitu bahwa inflasi berpengaruh negative terhadap ROA. Namun pengaruh tersebut secara statistik tidak signifikan, sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis 5 ***ditolak***, karena secara statistik signifikan pada *level* 35,90%, sedangkan penelitian menggunakan *level of significant* 5%.

Hasil penelitian ini memberikan pemahaman empirik bagi manajemen bahwa meningkatnya inflasi menyebabkan penurunan kinerja perusahaan meskipun penurunan tersebut secara statistik tidak signifikan. Kondisi ini terjadi laba (ROA) perusahaan terlihat stabil meskipun terjadi kenaikan inflasi. Stabilitas laba yang terjaga dapat menimbulkan *signal* positif bagi para pelaku bursa saham untuk tetap mempertahankan investasinya pada perusahaan tersebut, akibatnya inflasi tidak signifikan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.

4.1.4.5 Uji Hipotesis 6 (H_6)

Hipotesis 6 menyatakan bahwa tingkat bunga berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Semakin tinggi tingkat bunga, semakin rendah kinerja perusahaan. Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien *beta* tingkat bunga sebesar 0,182 tidak terbukti berpengaruh negative terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan tidak mendukung logika

teori investasi, bahwa tingkat bunga berpengaruh negative terhadap kinerja perusahaan.

Hasil pengujian secara statistik signifikan pada *level of significant* kurang dari 5% ($t_h = 2,166$; dengan nilai *sig-t* = 0,035). Jadi, berdasarkan pengujian secara statistik tingkat bunga berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis 6 (H_6) **ditolak**, karena koefisien arahnya positif, sedangkan hipotesis menyatakan koefisien arahnya negatif.

Hasil penelitian ini memberikan pemahaman empirik bagi manajemen bahwa jika tingkat suku bunga naik, maka kinerja perusahaan meningkat. Kondisi ini terjadi karena laba perusahaan terlihat stabil dengan nilai mean yang positif, akibatnya meskipun tingkat bunga naik, kinerja perusahaan juga naik. Kondisi ini juga ditunjukkan dari besarnya nilai *mean* (0,0363) yang lebih besar dari nilai *mode* (0,0023), yang berarti lebih banyak perusahaan-perusahaan yang diobservasi menghasilkan kinerja perusahaan yang tinggi.

4.1.4.6 Uji Hipotesis 7 (H_7)

Hipotesis 7 menyatakan bahwa kurs berpengaruh negative dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Semakin tinggi nilai tukar rupiah (kurs) terhadap dolar (\$), semakin rendah kinerja perusahaan, karena tingginya nilai tukar rupiah terhadap dolar menggambarkan nilai kurs melemah. Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien *beta* kurs sebesar -0,317 terbukti berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan sesuai dengan argumentasi teori investasi, bahwa kurs berpengaruh negative terhadap kinerja perusahaan.

Hasil pengujian secara statistik kurs berpengaruh signifikan pada *level* kurang dari 10% ($t_h = -1,881$; dengan nilai *sig-t* = 0,061). Jadi, kurs berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan pada *level* kurang dari 10%. Sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis 7 (H_7) **ditolak** pada *level of significant* kurang dari 5%, tetapi **diterima** pada *level of significant* kurang dari 10%.

Hasil penelitian ini memberikan pemahaman empiris bagi manajemen bahwa dengan meningkatnya nilai tukar rupiah terhadap dolar (kurs), akan dapat menyebabkan kinerja perusahaan menurun. Kondisi ini terjadi karena naiknya nilai tukar rupiah terhadap dolar (kurs) menyebabkan biaya operasional naik, sehingga laba menurun. Namun karena laba stabil, maka kenaikan nilai rupiah terhadap dolar (kurs) secara statistik tidak signifikan pada *level of significant* 5% dan signifikan pada *level of significant* 10%.

4.1.4.7 Uji Hipotesis 8 (H₈)

Hipotesis 8 menyatakan bahwa pertumbuhan ekonomi berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Semakin tinggi pertumbuhan ekonomi, semakin tinggi kinerja perusahaan. Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien *beta* pertumbuhan ekonomi sebesar -0,022 berpengaruh negative terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hasil perkiraan sebelumnya dan tidak sesuai dengan argumentasi teori investasi bahwa pertumbuhan ekonomi berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Hasil pengujian secara statistik pertumbuhan ekonomi berpengaruh negatif dan tidak signifikan pada *level* 5% ($t_h = -0,335$; dengan nilai *sig-t* = 0,738) terhadap kinerja perusahaan. Jadi, berdasarkan pengujian secara statistik pertumbuhan ekonomi berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan, sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis 8 (H₈) **ditolak**. Hasil pengujian ini mendukung hasil penelitian dari Ritter (2004), yang menemukan bahwa *income per capita* berhubungan negative dengan *return equity*.

Hasil penelitian ini memberikan pemahaman empiris bagi manajemen bahwa kenaikan pertumbuhan ekonomi cenderung menurunkan kinerja perusahaan, meskipun penurunan tersebut secara statistik tidak signifikan. Kondisi ini disebabkan karena pertumbuhan ekonomi dalam jangka pendek tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Manajemen pada umumnya melihat pertumbuhan ekonomi

sebagai prospek jangka panjang. Sehingga dampak yang ditimbulkan dari pertumbuhan ekonomi adalah baru dapat dirasakan pada masa depan.

4.1.4.8 Uji Hipotesis 9 (H_9)

Hipotesis 9 menyatakan bahwa risiko sistematis berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Semakin tinggi risiko sistematis, semakin tinggi kinerja perusahaan. Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien *beta* risiko sistematis sebesar -0,387 terbukti berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan sesuai dengan argumentasi teori investasi, bahwa risiko sistematis berpengaruh negative terhadap kinerja perusahaan.

Hasil pengujian secara statistik risiko sistematis berpengaruh negative dan signifikan pada *level* kurang dari 5% ($t_h = -2,322$; dengan nilai *sig-t* = 0,021) terhadap kinerja perusahaan. Jadi, berdasarkan pengujian secara statistik tersebut di atas, risiko sistematis berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Sehingga disimpulkan bahwa hipotesis 9 (H_9) **diterima**, semakin tinggi risiko sistematis, semakin rendah kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Anuchitworawong (2000), yang menemukan bahwa *business risk* sebelum masa krisis tahun 1996 dan sesudah masa krisis tahun 2000 berpengaruh negative dan signifikan terhadap ROA.

Hasil penelitian ini memberikan pemahaman empirik bagi manajemen bahwa jika risiko sistematis naik, maka kinerja perusahaan menurun. Kondisi ini menggambarkan bahwa kinerja perusahaan (ROA) sebagai hasil implementasi dari kebijakan perusahaan besar kecilnya dipengaruhi oleh volatilitas kondisi pasar. Kondisi pasar yang relatif stabil akan membuat kinerja perusahaan meningkat, karena manajemen dapat menjalankan kebijakan yang telah ditetapkannya dengan baik. Namun jika kondisi pasar tidak stabil dan cepat berubah, maka dapat menurunkan kinerja perusahaan, karena manajemen tidak dapat menjalankan kebijakannya dengan baik.

Kondisi pasar yang tidak stabil dan cepat berubah akan mengakibatkan risiko pasar meningkat, karenanya kegiatan perusahaan menurun, sehingga menurunkan pendapatan perusahaan. Menurunnya pendapatan perusahaan dapat berakibat pada penurunan laba perusahaan. Padahal indikator dari kinerja perusahaan ditunjukkan dari besarnya laba yang dihasilkan perusahaan. Sehingga dengan meningkatnya risiko pasar atau risiko sistematis akan menurunkan kinerja perusahaan.

4.1.5 Pengujian Mediasi

Pengujian mediasi dilakukan untuk menguji apakah sebuah variable berperan sebagai variable antara atau mediating yang berfungsi memediasi hubungan antara variable independen dengan variable dependen (Imam, 2002). Untuk menguji pengaruh variable mediasi (*intervening*) digunakan analisis jalur atau yang dikenal dengan *path analysis*. Analisis jalur merupakan perluasan dari analisis regresi berganda untuk menaksir hubungan kausalitas antar variable (model *casual*) yang telah ditetapkan sebelumnya berdasarkan teori (Imam, 2002).

Pengujian mediasi dilakukan pada model empirik penelitian, dimana pada model empirik penelitian ada satu variabel mediasi, yaitu risiko sistematis. Hasil pengujian ini akan menunjukkan apakah variable-variabel independen (inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi) yang masuk dalam model berpengaruh langsung atau berpengaruh tidak langsung terhadap variable dependen (risiko sistematis).

Besarnya pengaruh masing-masing variable independen terhadap variable dependen ditunjukkan oleh nilai p yang menggambarkan jalur dan koefisien jalur. Koefisien jalur dihitung berdasarkan persamaan struktural, yaitu persamaan regresi yang dihipotesiskan. Model empirik penelitian terdiri dua persamaan regresi yang dihipotesiskan, masing-masing sebagai berikut :

$$\text{Persamaan 1 : RISK SIS} = b_{21}\text{INF} + b_{22}\text{INT} + b_{23} \text{KURS} + b_{24}\text{PERKON} + e_1$$

$$\text{Persamaan 2 : KINPER} = b_{21}\text{INF} + b_{22}\text{INT} + b_{23} \text{KURS} + b_{24}\text{PERKON} + b_{25} \text{RISK SIS} + e_2$$

dimana :

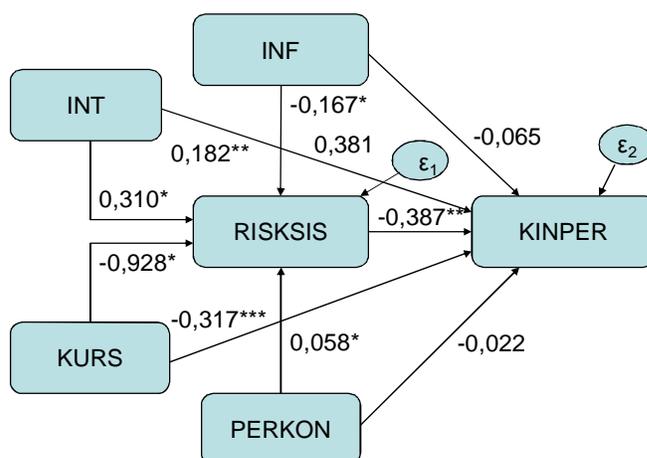
RISKSIS	= Risiko Sistematis.
INF	= Inflasi.
INT	= Tingkat Bunga.
KURS	= Kurs Spot Rupiah terhadap US \$.
PERKON	= Pertumbuhan Ekonomi.
KINPER	= Kinerja Perusahaan.

Persamaan 1 terdiri dari empat variable independen, yaitu: inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS) dan pertumbuhan ekonomi (PERKON), dan satu variable dependen, yaitu risiko sistematis (RISKSIS). Hasil perhitungan analisis regresi persamaan 1 adalah: $RISKSIS = -0,167INF + 0,310INT - 0,928KURS + 0,058PERKON$. Berdasarkan hasil analisis regresi tersebut dapat disimpulkan bahwa inflasi (INF) dan kurs (KURS) berpengaruh negative terhadap risiko sistematis (RISKSIS). Sedangkan tingkat bunga (INT) dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) berpengaruh positif terhadap risiko sistematis (RISKSIS).

Persamaan 2 terdiri dari lima variable independen, yaitu: inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS), pertumbuhan ekonomi (PERKON) dan risiko sistematis (RISKIS), dan satu variable dependen, yaitu kinerja perusahaan (KINPER). Hasil perhitungan analisis regresi persamaan 2 adalah: $KINPER = -0,065INF + 0,182INT - 0,317KURS - 0,022PERKON - 0,387RISKSIS$. Berdasarkan hasil analisis regresi tersebut dapat disimpulkan bahwa inflasi (INF), kurs (KURS), pertumbuhan ekonomi (PERKON), dan risiko sistematis (RISKSIS) berpengaruh negative terhadap kinerja perusahaan (KINPER). Sedangkan tingkat bunga (INT) berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan (KINPER).

Jika hasil analisis regresi pada persamaan 1-1, persamaan 1-2, dan persamaan 1-3 dimasukkan dalam model empirik 1, maka akan diperoleh hasil analisis jalur (*path analysis*) seperti pada Gambar 4-5 berikut ini.

Gambar 4-5
Analisis Jalur Model Empirik Penelitian



Berdasarkan hasil analisis jalur (*path analysis*) seperti pada Gambar 4-5 tersebut di atas, maka dapat dianalisis apakah variabel risiko sistematis (RISKSIS) dan variable kinerja perusahaan (KINPER) merupakan variable *intervening* variable mediasi atau bukan. Analisis jalur (*path analysis*) dilakukan dengan langkah-langkah sebagai berikut:

1. Dilakukan dengan melihat nilai signifikansi (*sig-t*) dari masing-masing variabel INF, INT, KURS dan PERKON terhadap RISKSIS, dan nilai signifikansi t (*sig-t*) RISKSIS terhadap KINPER.
2. Dilakukan dengan membandingkan hasil perkalian nilai koefisien *beta* dari masing-masing variabel INF, INT, KURS dan PERKON terhadap RISKSIS, dengan nilai koefisien *beta* RISKSIS terhadap KINPER.

3. Jika nilai signifikansi t ($sig-t$) dari masing-masing variabel INF, INT, KURS dan PERKON terhadap RISKSIS, dan nilai signifikansi t ($sig-t$) RISKSIS terhadap KINPER lebih kecil dari 0,05 ($sig-t < 0,05$), maka variable risiko sistematis (RISKSIS) merupakan variable *intervening* dari variable-variabel INF, INT, KURS dan PERKON dalam mempengaruhi kinerja perusahaan (KINPER).
4. Jika hasil perkalian dari nilai koefisien *beta* dari masing-masing variabel INF, INT, KURS dan PERKON terhadap RISKSIS, dengan nilai koefisien *beta* RISKSIS terhadap KINPER lebih besar dari nilai koefisien *beta* RISKSIS terhadap KINPER, maka pengaruh tidak langsung lebih efisien dari pengaruh langsung. Demikian terjadi sebaliknya, jika pengaruh langsungnya lebih besar dari pengaruh tidak langsung, maka pengaruh langsung lebih efisien dari pengaruh tidak langsung.

Hasil analisis jalur (*path analysis*) seperti pada Gambar 4-5 tersebut di atas dapat diinterpretasikan seperti dalam Tabel 4-10 berikut ini.

Tabel 4-10
Interpretasi Analisis Jalur Model Empirik Penelitian

Variabel	Keterangan	Risiko Sistematis (RISKSIS)	Kinerja Perusahaan (KINPER)
Inflasi (INF)	Berpengaruh signifikan thd RISKSIS. Berpengaruh tdk signifikan thd KINPER.	Pengaruh langsung	Pengaruh tidak langsung
Tingkat Bunga (INT)	Berpengaruh signifikan thd RISKSIS dan KINPER.	Pengaruh langsung	Pengaruh langsung dan tidak langsung
Kurs (KURS)	Berpengaruh signifikan thd RISKSIS dan KINPER.	Pengaruh langsung	Pengaruh langsung dan tidak langsung
Pertumbuhan Ekonomi (PER-KON)	Berpengaruh signifikan thd RISKSIS. Berpengaruh tdk signifikan thd KINPER.	Pengaruh langsung	Pengaruh tidak langsung
Risiko Sistematis (RISK-SIS)	Berpengaruh signifikan thd KINPER.	-	Pengaruh langsung

Hasil analisis jalur (*path analysis*) seperti pada Gambar 4-5 dan interpretasinya pada Tabel 4-10 tersebut di atas dapat dijelaskan sebagai berikut:

Analisis jalur pada model empirik penelitian menunjukkan bahwa tingkat bunga (INT) dapat berpengaruh langsung dan dapat berpengaruh tidak langsung ke kinerja perusahaan (KINPER). Kurs (KURS) berpengaruh langsung terhadap kinerja perusahaan (KINPER) pada *level* kurang dari 10% ($sig-t = 0,061$), sehingga pada *level* kurang dari 10% kurs dapat berpengaruh langsung dan tidak langsung terhadap

kinerja perusahaan (KINPER). Sedangkan inflasi (INF) dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) berpengaruh tidak langsung terhadap kinerja perusahaan (KINPER).

Besarnya pengaruh tidak langsung tingkat bunga (INT) terhadap kinerja perusahaan (KINPER) adalah $(0,310) \times (0,387) = 0,11997$. Besarnya pengaruh langsung tingkat bunga (INT) terhadap kinerja perusahaan (KINPER) 0,182. Besarnya koefisien pengaruh tidak langsung 0,11997 atau 0,120 lebih kecil dari koefisien pengaruh langsung 0,182. Jadi, dapat disimpulkan bahwa pengaruh yang sebenarnya tingkat bunga (INT) terhadap kinerja perusahaan (KINPER) adalah pengaruh langsung, karena pengaruh langsung lebih efektif daripada melalui risiko sistematis (RISKSIS).

Pada *level of significant* kurang dari 10%, pengaruh nilai kurs (KURS) terhadap kinerja perusahaan (KINPER) dapat secara langsung dan tidak langsung. Sedangkan pada *level of significant* kurang dari 5%, pengaruh nilai kurs (KURS) terhadap kinerja perusahaan (KINPER) merupakan pengaruh tidak langsung, yaitu dimediasi oleh risiko sistematis. Besarnya pengaruh tidak langsung nilai kurs (KURS) terhadap kinerja perusahaan (KINPER) adalah $(0,928) \times (0,387) = 0,359$. Besarnya pengaruh langsung nilai kurs (KURS) terhadap kinerja perusahaan (KINPER) 0,317. Besarnya koefisien pengaruh tidak langsung 0,359 lebih besar dari koefisien pengaruh langsung 0,317. Jadi, dapat disimpulkan bahwa pada *level of significant* kurang dari 10%, pengaruh yang sebenarnya nilai kurs (KURS) terhadap kinerja perusahaan (KINPER) adalah pengaruh tidak langsung, yaitu dimediasi oleh risiko sistematis karena pengaruh tidak langsung lebih efektif daripada pengaruh langsung.

Sedangkan inflasi (INF), dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) berpengaruh tidak langsung terhadap kinerja perusahaan (KINPER). Hal ini berarti bahwa inflasi (INF) dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) dalam mempengaruhi kinerja perusahaan (KINPER) mutlak dimediasi atau melalui risiko sistematis (RISKSIS). Jadi dapat disimpulkan bahwa risiko sistematis (RISKSIS) mutlak merupakan

variable *intervening* atau mediasi dari variabel inflasi (INF) dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) dalam mempengaruhi kinerja perusahaan (KINPER).

4.2 Pembahasan

Pembahasan hasil akan dilakukan terhadap hasil pengujian pada model empiris penelitian. Model empirik penelitian terdiri dari 2 persamaan, dan hasil uji normalitas *error* serta uji asumsi klasik, maka persamaan 1 dapat digunakan untuk prediksi dan menjelaskan (*to descriptive*) fenomena yang terjadi, sedangkan untuk persamaan 2 hanya dapat digunakan untuk menjelaskan (*to descriptive*) fenomena yang terjadi.

4.2.1 Pembahasan Pengujian Model Empirik Penelitian

Pembahasan disini akan dilakukan terhadap hasil penelitian yang mencakup pembahasan pada model persamaan 1 dan persamaan 2. Pembahasan akan dilakukan secara terperinci terhadap masing-masing variable independen yang dimasukkan dalam model agar mengetahui bagaimana pengaruh serta implikasinya terhadap variable dependennya.

4.2.1.1 Pembahasan Model Persamaan 1

Model persamaan 1 menyajikan pembahasan hasil penelitian mengenai pengaruh faktor fundamental makroekonomi; inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi dalam mempengaruhi risiko sistematis. Berdasarkan hasil penelitian yang disajikan pada Tabel 4-4 tersebut di muka, maka model regresi yang digunakan sesuai dengan bukti empiris memenuhi kesesuaian model (*goodness of fit*) pada *level* signifikansi kurang dari 1 persen (*sig.* 0,000). Sehingga semua variable yang dimasukkan ke dalam model regresi mempunyai kemampuan untuk memprediksi maupun menjelaskan pengaruhnya terhadap risiko sistematis pada derajat keyakinan lebih besar dari 99 persen ($1 - 0,000$).

Besarnya *R-square* persamaan 1-1 adalah 0,855 sedangkan nilai F hitung sebesar 356,617 dengan nilai *sig* 0,000. Berarti inflasi, tingkat bunga, kurs, dan

pertumbuhan ekonomi dalam model regresi persamaan 1-1 mampu menjelaskan risiko sistematis sebesar 85,50 persen pada *level* kurang dari 1 persen. Jika dilihat dari nilai koefisien regresinya, maka kurs dengan nilai koefisien -0,928 merupakan variable yang paling besar dalam mempengaruhi risiko sistematis, dan pertumbuhan ekonomi merupakan variable yang paling kecil dalam mempengaruhi risiko sistematis.

Koefisien regresi masing-masing variable dalam persamaan 1 dapat dijelaskan sebagai berikut:

Pertama, inflasi secara statistik berpengaruh signifikan negative sebesar 0,167 terhadap risiko sistematis. Hasil pengujian ini mengandung arti secara statistik bahwa jika inflasi naik 1%, maka risiko sistematis akan turun sebesar 0,167%. Makna dari hasil pengujian ini adalah bahwa risiko sistematis untuk saham-saham yang diobservasi akan meningkat jika inflasi turun.

Risiko sistematis merupakan risiko yang melekat pada pasar sehingga disebut juga sebagai risiko pasar. Risiko sistematis diukur dengan melihat *beta* (β) saham individual atau masing-masing saham, semakin tinggi *beta* (β) saham semakin tinggi risiko saham tersebut. Artinya, jika terjadi perubahan *return* pasar, maka akan mengakibatkan perubahan *return* saham individual yang lebih besar, dan perubahan tersebut bisa searah atau sebaliknya.

Inflasi merupakan salah satu faktor yang dapat mempengaruhi besar kecilnya risiko sistematis. Logika teoritis menyatakan bahwa kenaikan inflasi akan menurunkan kinerja pasar modal, karena para pelaku pasar modal akan mengalihkan sementara investasinya pada surat berharga jangka pendek, obligasi pemerintah, atau deposito yang dapat memberikan keuntungan lebih baik. Akibatnya, volume transaksi perdagangan saham menurun, dan kondisi ini akan memicu harga saham turun. Penurunan harga-harga saham akan menyebabkan angka indeks harga saham gabungan (IHSG) menurun, dan jika penurunan IHSG ini menyebabkan perubahan yang lebih besar pada harga saham individual, maka *beta* saham tersebut akan tinggi.

Pengaruh negatif inflasi terhadap risiko sistematis (*beta* saham) menggambarkan bahwa kenaikan inflasi tidak mendapatkan respon yang berlebihan dari para pelaku bursa. Hal ini disebabkan karena para pelaku bursa masih merasakan adanya *return* yang lebih baik daripada bunga obligasi pemerintah, bunga deposito, atau surat berharga jangka pendek lainnya di pasar uang. Kondisi ini terjadi sebagian besar saham pada perusahaan manufaktur di BEI dikuasai oleh insider yang merupakan investor jangka panjang, sehingga meskipun terjadi perubahan inflasi tidak berpengaruh terhadap mereka.

Kedua, tingkat bunga secara statistik berpengaruh signifikan positif sebesar 0,310 terhadap risiko sistematis. Hasil pengujian ini mengandung arti secara statistik bahwa jika tingkat bunga naik 1%, maka risiko sistematis akan naik sebesar 0,310%. Makna dari hasil pengujian ini adalah bahwa risiko sistematis untuk saham-saham yang diobservasi akan meningkat jika tingkat bunga naik.

Seperti inflasi, maka tingkat bunga juga merupakan salah satu faktor yang dapat mempengaruhi tinggi rendahnya risiko sistematis. Logika teoritis menyatakan bahwa tingkat bunga akan berpengaruh positif terhadap risiko sistematis, sehingga jika tingkat bunga naik, maka risiko sistematis juga naik. Tingkat bunga akan berpengaruh terhadap kinerja pasar modal, karena tingkat bunga digunakan sebagai barometer dari keuntungan atau *return* suatu investasi. Apabila tingkat bunga meningkat, maka transaksi volume perdagangan saham menurun, karena para pelaku bursa mengalihkan sementara investasinya pada sertifikat deposito yang memberikan keuntungan lebih baik.

Pengaruh positif tingkat bunga terhadap risiko sistematis (*beta* saham) menggambarkan bahwa kenaikan tingkat bunga tidak mendapatkan respon yang negatif dari para pelaku bursa. Hal ini disebabkan karena para pelaku bursa memandang bahwa kenaikan tingkat suku bunga sifatnya sementara dan jangka pendek. Sedangkan investor atau para pemegang saham perusahaan manufaktur di BEI mayoritas adalah investor jangka panjang. Sehingga secara psikologis dalam

jangka panjang para pelaku bursa tidak terpengaruh untuk mengalihkan investasinya pada surat berharga jangka pendek.

Ketiga, kurs secara statistik berpengaruh signifikan negative sebesar 0,928 terhadap risiko sistematis. Hasil pengujian ini mengandung arti secara statistik bahwa jika kurs naik 1%, maka risiko sistematis akan turun sebesar 0,928%. Makna dari hasil pengujian ini adalah bahwa risiko sistematis untuk saham-saham yang diobservasi akan meningkat jika nilai kurs naik. Nilai kurs naik, jika nilai rupiah terhadap US dolar turun, sehingga dengan jumlah rupiah tertentu akan mendapatkan nilai US dolar semakin rendah.

Seperti halnya perubahan inflasi dan tingkat bunga, maka perubahan kurs juga dapat berpengaruh terhadap kinerja pasar modal. Kurs sebagai salah satu faktor yang mempengaruhi risiko sistematis dapat berpengaruh positif atau negatif terhadap risiko sistematis. Pengaruh negatif kurs terhadap risiko sistematis (*beta* saham) menggambarkan bahwa kenaikan kurs tidak mendapatkan reaksi negatif dari para pelaku bursa. Hal ini disebabkan karena para pelaku bursa masih merasakan adanya *return* yang lebih baik daripada investasi di tempat lain, seperti bunga obligasi pemerintah, bunga deposito, atau surat berharga jangka pendek lainnya di pasar uang. Kondisi ini terjadi ya beli masyarakatmeskipun terjadi perubahan kurs tidak berpengaruh terhadap *return* perusahaan.

Keempat, pertumbuhan ekonomi secara statistik berpengaruh signifikan positif sebesar 0,058 terhadap risiko sistematis. Hasil pengujian ini mengandung arti secara statistik bahwa jika pertumbuhan ekonomi naik 1%, maka risiko sistematis akan naik sebesar 0,058%. Makna dari hasil pengujian ini adalah bahwa risiko sistematis untuk saham-saham yang diobservasi akan meningkat jika pertumbuhan ekonomi naik.

Pertumbuhan ekonomi sebagai barometer kenaikan kemakmuran masyarakat, karenanya jika pertumbuhan ekonomi naik, maka kemakmuran masyarakat meningkat. Pertumbuhan ekonomi oleh para pelaku bursa saham dipandang sebagai

peluang kondisi dinamis daya beli masyarakat pada saat itu. Sehingga jika pertumbuhan ekonomi naik, maka daya beli masyarakat meningkat, investasi meningkat, kinerja pasar modal juga meningkat, akibatnya risiko sistematis turun.

Pengaruh positif pertumbuhan ekonomi terhadap risiko sistematis (*beta* saham) menggambarkan bahwa kenaikan pertumbuhan ekonomi dalam jangka pendek tidak direspon serius oleh para pelaku bursa. Pertumbuhan ekonomi merupakan variabel *out come* dari inflasi, tingkat bunga dan kurs, dampaknya terhadap kinerja pasar modal baru dirasakan setelahnya. Sehingga dalam jangka pendek tidak akan mempengaruhi keputusan investasi dari para pelaku bursa saham, akibatnya ketika pertumbuhan ekonomi naik resiko sistematis juga naik.

Berdasarkan hasil pengujian pada persamaan 1-1 tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa faktor fundamental makroekonomi (inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi) berpengaruh signifikan terhadap risiko sistematis. Sehingga perubahan-perubahan yang terjadi pada faktor fundamental makroekonomi (inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi) akan berpengaruh terhadap risiko sistematis. Oleh karena itu, faktor ini sangat penting bagi para pelaku bursa untuk menentukan arah keputusan investasi yang akan dilakukannya.

4.2.2 Pembahasan Model Persamaan 2

Model persamaan 2 menyajikan pembahasan hasil penelitian mengenai pengaruh faktor fundamental makroekonomi; inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi serta risiko sistematis dalam mempengaruhi kinerja perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian yang disajikan pada Tabel 4-6 tersebut di muka, maka model regresi yang digunakan sesuai dengan bukti empiris memenuhi kesesuaian model (*goodness of fit*) pada *level* signifikansi 17,80 persen (*sig.* 0,178). Sehingga semua variable yang dimasukkan ke dalam model regresi mempunyai kemampuan untuk menjelaskan pengaruhnya terhadap kinerja perusahaan dengan derajat keyakinan 82,20 persen ($1 - 0,178$).

Besarnya *R-square* persamaan 1-2 adalah 0,031 sedangkan besarnya nilai F hitung 1,540 dengan nilai *sig* 0,178. Berarti variable-variabel makroekonomi; inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi serta risiko sistematis dalam model regresi persamaan 1-2 mempunyai kemampuan menjelaskan terhadap kinerja perusahaan sebesar 3,10 persen pada *level* 17,80 persen. Jika dilihat dari nilai koefisien hasil regresi masing-masing variabel, maka variable risiko sistematis dengan nilai koefisien sebesar -0,387 merupakan variable yang paling besar dalam mempengaruhi kinerja perusahaan, dan variable pertumbuhan ekonomi merupakan variable yang paling kecil dalam mempengaruhi kinerja perusahaan.

Koefisien regresi masing-masing variable dalam persamaan 1-2 dapat dijelaskan sebagai berikut:

Pertama, inflasi secara statistik berpengaruh negative sebesar 0,065 tetapi tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan. Hasil pengujian secara statistik menunjukkan bahwa inflasi tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan. Maknanya adalah bahwa kinerja perusahaan sebagai hasil implemenasi dari kebijakan perusahaan tidak dipengaruhi secara langsung oleh inflasi. Akan tetapi secara tidak langsung dipengaruhi oleh inflasi, yaitu melalui respon perubahan harga saham yang ditunjukkan dari besarnya *beta* saham atau risiko sistematis. Tidak signifikannya pengaruh inflasi terhadap kinerja perusahaan disebabkan karena laba perusahaan tetap stabil. Sehingga para pelaku bursa tetap mendapatkan laba meskipun terjadi perubahan inflasi. Kondisi ini meyakinkan para pelaku bursa untuk tidak mengalihkan sementara investasinya ke surat berharga jangka pendek untuk mendapatkan laba yang lebih baik. Mengingat pada umumnya bahwa para pelaku bursa saham adalah merupakan investor jangka panjang yang orientasinya ke masa depan (*future oriented*), yaitu mengejar *dividend yield*.

Kedua, tingkat bunga secara statistik berpengaruh positif sebesar 0,182 dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Hasil pengujian ini mengandung arti secara statistik bahwa jika tingkat bunga naik 1%, maka kinerja perusahaan akan naik

sebesar 0,182%. Makna dari hasil pengujian ini adalah bahwa kinerja perusahaan untuk saham-saham yang diobservasi akan meningkat jika tingkat bunga naik.

Pengaruh positifnya tingkat bunga terhadap kinerja perusahaan menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan dalam industri manufaktur di BEI yang diobservasi terlihat stabil. Akibatnya, meskipun secara umum biaya operasional perusahaan meningkat sebagai akibat dari kenaikan bunga, namun laba tetap stabil. Kondisi ini memberikan efek positif terhadap para pelaku bursa saham untuk tidak mengalihkan investasinya pada investasi lain yang dapat memberikan keuntungan lebih baik.

Ketiga, kurs secara statistik berpengaruh negative sebesar 0,317 dan signifikan terhadap kinerja perusahaan pada *level* signifikansi 10% ($sig-t = 0.061$). Hasil pengujian ini mengandung arti secara statistik bahwa jika kurs naik 1%, maka kinerja perusahaan akan turun sebesar 0,061%. Makna dari hasil pengujian ini adalah bahwa kinerja perusahaan untuk saham-saham yang diobservasi akan meningkat jika inflasi turun.

Pengaruh negatifnya kurs terhadap kinerja perusahaan menunjukkan bahwa variabilitas kurs pada perusahaan-perusahaan dalam industri manufaktur di BEI yang diobservasi cukup tinggi. Naiknya nilai kurs berdampak pada peningkatan harga barang-barang khususnya barang-barang impor, karena naiknya kurs menunjukkan tingkat inflasi di dalam negeri lebih tinggi dari di luar negeri. Kondisi ini menyebabkan biaya operasional naik, terutama pada perusahaan-perusahaan yang sebagian besar bahan bakunya dibeli dari luar negeri (*import*).

Keempat, pertumbuhan ekonomi secara statistik berpengaruh negatif 0,022 tetapi tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan. Hasil pengujian secara statistik menunjukkan bahwa pertumbuhan ekonomi tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan. Maknanya adalah bahwa kinerja perusahaan sebagai hasil implementasi dari kebijakan perusahaan tidak dipengaruhi secara langsung oleh pertumbuhan ekonomi. Pertumbuhan ekonomi bersifat *future oriented*, sehingga dalam jangka pendek para pelaku bursa kurang meresponnya. Pertumbuhan ekonomi

berpengaruh secara tidak langsung terhadap kinerja perusahaan melalui risiko sistematis. Pengaruh tersebut direspon dengan perubahan risiko melalui perubahan harga saham yang diditunjukkan dari besarnya *beta* saha, sehingga risiko sistematis merupakan variabel mediasi.

Tidak berpengaruhnya pertumbuhan ekonomi terhadap kinerja perusahaan disebabkan karena pertumbuhan ekonomi berorientasi jangka panjang sedangkan kinerja perusahaan berorientasi jangka pendek. Manajemen akan melihat pertumbuhan ekonomi sebagai kondisi ekonomi di masa yang akan datang, sehingga dampaknya baru terjadi kemudian. Disisi lain laba perusahaan tetap stabil meskipun terjadi perubahan kondisi makroekonomi.

Kelima, risiko sistematis secara statistik berpengaruh negative dan signifikan terhadap kinerja perusahaan pada *level of significant* kurang dari 5 persen dengan nilai koefisien sebesar -0,387. Hasil pengujian secara statistik menunjukkan bahwa jika risiko sistematis turun 1%, maka kinerja perusahaan akan naik 0,387%. Makna dari hasil pengujian ini adalah bahwa kinerja perusahaan pada perusahaan-perusahaan manufaktur di BEI yang diobservasi akan naik jika risiko sistematis turun.

Risiko sistematis atau risiko pasar merupakan risiko yang melekat pada pasar, risiko ini akan dirasakan oleh semua perusahaan yang ada di bursa meskipun dengan tingkatan yang berbeda. Risiko sistematis dalam penelitian ini diproksi dengan *beta* saham, yang menggambarkan volatilitas perubahan *return* pasar (IHSG) dengan *return* saham perusahaan. Sehingga jika risiko sistematis rendah, maka volatilitas perubahan *return* pasar terhadap *return* saham perusahaan juga rendah. Perusahaan dengan risiko sistematis rendah lebih tahan terhadap perubahan-perubahan lingkungan.

Berdasarkan hasil pengujian pada persamaan 2 tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa hanya tingkat bunga dan kurs dari faktor makroekonomi, dan risiko sistematis yang dapat menjelaskan kinerja perusahaan. Sedangkan inflasi dan pertumbuhan ekonomi tidak dapat digunakan untuk menjelaskan kinerja perusahaan.

Tingkat bunga mewakili sektor riil dan kurs mewakili sektor luar negeri, sedangkan risiko sistematis menggambarkan volatilitas perubahan *return* saham terhadap *return* pasar, sehingga fenomena tingkat bunga, kurs, dan risiko sistematis lebih tepat untuk menggambarkan kinerja perusahaan.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan Umum

Penelitian ini bertujuan untuk menguji faktor eksternal makroekonomi dan risiko sistematis dalam hubungannya dengan peningkatan kinerja perusahaan. Risiko sistematis perusahaan dalam penelitian ini ditempatkan sebagai variable *intervening*, yaitu variable yang dapat dilalui oleh variable lain dalam mempengaruhi kinerja perusahaan. Berdasarkan hasil pengujian, penelitian ini secara umum menghasilkan temuan yang dapat disimpulkan sebagai berikut.

Pertama, semua variable-variabel makroekonomi (inflasi, tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi) berpengaruh signifikan terhadap risiko sistematis. Namun demikian, pengaruh inflasi, kurs dan pertumbuhan ekonomi terhadap risiko sistematis tidak sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan teori ekonomi. Ketidaksesuaian ini, disebabkan karena sebagian besar investor pada perusahaan-perusahaan manufaktur di BEI merupakan investor jangka panjang. Disisi lain juga karena para pelaku bursa lebih memperhatikan pergerakan tingkat suku bunga daripada pergerakan inflasi, kurs, dan pertumbuhan ekonomi.

Kedua, risiko sistematis berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan, dengan demikian, maka secara statistik risiko sistematis sebagai variable *intervening* dari variable-variable makroekonomi; inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi dalam mempengaruhi kinerja perusahaan. Namun demikian sesuai konsep variabel *intervening*, maka risiko sistematis hanya memediasi tingkat bunga dalam mempengaruhi kinerja perusahaan.

5.2 Kesimpulan Terhadap Permasalahan Penelitian

Seperti telah dijelaskan di atas bahwa studi ini dimaksudkan untuk melakukan pengujian terhadap variabel-variabel yang mempengaruhi kinerja perusahaan. Untuk

menjawab permasalahan tersebut, telah dikembangkan 9 hipotesis, dan setelah diuji dengan menggunakan uji statistik, yaitu uji t dan signifikansi t (*sig-t*), maka dapat disimpulkan sebagai berikut:

Pertama: pengujian hipotesis 1, hipotesis 2, hipotesis 3, dan hipotesis 4. Hasilnya signifikan mendukung risiko sistematis dipengaruhi secara langsung oleh inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi. Akan tetapi dari empat variabel makroekonomi tersebut hanya tingkat bunga yang sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan teori ekonomi, yaitu berpengaruh positif terhadap risiko sistematis pada *level* signifikansi kurang dari 1%.

Kedua: pengujian hipotesis 5, hipotesis 6, hipotesis 7, hipotesis 8, dan hipotesis 9, setelah diuji hasilnya hanya hipotesis 6, dan hipotesis 9 yang signifikan mendukung variabel kinerja perusahaan dipengaruhi secara langsung oleh kurs dan risiko sistematis. Berdasarkan hasil analisis dari empat variabel makroekonomi hanya kurs yang sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan teori ekonomi, yaitu berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan pada *level* signifikansi kurang dari 10%. Risiko sistematis juga sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan teori ekonomi, berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan pada *level* signifikansi kurang dari 5%. Sedangkan tingkat bunga berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan pada *level* signifikansi kurang dari 5%, dan ini tidak sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan teori ekonomi.

5.3 Saran-saran

Secara keseluruhan variabel-variabel faktor fundamental makroekonomi mendasari kegiatan operasi perusahaan, dan tingkat bunga adalah variabel yang paling dominan didalam menentukan kinerja perusahaan.

5.3.1 Inflasi.

Inflasi memiliki pengaruh langsung terhadap risiko sistematis, tetapi tidak memiliki pengaruh langsung terhadap kinerja perusahaan. Sehingga pengaruh inflasi

terhadap kinerja perusahaan secara statistik melalui risiko sistematis. Mengingat bahwa inflasi adalah merupakan faktor eksternal yang tidak dapat dikendalikan, maka kebijakan manajerial dalam menghadapi perubahan inflasi maupun risiko sistematis lebih diarahkan pada menjaga menstabilkan laba melalui kebijakan *earning management*. Perusahaan mengambil kebijakan *earning management (smoothing)* agar laba terlihat stabil sehingga para pelaku pasar modal merasa aman dengan kondisi tersebut, meskipun kondisi inflasi meningkat.

5.3.2 Tingkat Bunga.

Tingkat bunga memiliki pengaruh langsung terhadap risiko sistematis dan kinerja perusahaan. Hasil pengujian membuktikan bahwa tingkat bunga memiliki pengaruh yang paling dominan terhadap risiko sistematis dan kinerja perusahaan. Tingkat bunga juga merupakan faktor eksternal, maka kebijakan manajerial lebih diarahkan pada menjaga stabilitas laba melalui kebijakan *earning management*. Sehingga meskipun terjadi perubahan tingkat suku bunga tidak akan menimbulkan kekhawatiran bagi para pelaku bursa.

5.3.3 Kurs.

Kurs memiliki pengaruh langsung terhadap risiko sistematis sistematis dan kinerja perusahaan. Kebijakan manajerial dalam konteks ini lebih diarahkan pada pengendalian transaksi impor dan menggali potensi pasar domestik untuk mengurangi ketergantungan dari luar negeri. Namun demikian menjaga stabilitas laba melalui kebijakan *earning management* tetap diperlukan untuk menambah kepercayaan para pelaku bursa. Sehingga meskipun terjadi perubahan kurs tidak akan menimbulkan keresahan pada para pelaku bursa, karena perusahaan dapat memberikan jaminan investasinya dengan mempertahankan stabilitas labanya.

5.3.4 Pertumbuhan Ekonomi.

Pertumbuhan ekonomi memiliki pengaruh langsung terhadap risiko sistematis, tetapi tidak memiliki pengaruh langsung terhadap kinerja perusahaan. Sehingga pengaruh pertumbuhan ekonomi terhadap kinerja perusahaan dimediasi oleh risiko

sistematis. Pertumbuhan ekonomi merupakan variabel *out come* dari inflasi, tingkat bunga dan kurs. Pertumbuhan ekonomi menggambarkan kemampuan daya beli masyarakat. Oleh karena itu, jika pertumbuhan ekonomi meningkat berarti daya beli masyarakat meningkat. Kondisi ini menciptakan peluang bagi perusahaan untuk meningkatkan penjualannya. Kebijakan manajerial dalam konteks ini lebih diarahkan pada upaya mengantisipasi kenaikan daya beli masyarakat melalui peningkatan produksi untuk meningkatkan penjualan.

5.3.5 Risiko Sistematis.

Risiko sistematis memiliki pengaruh langsung terhadap kinerja perusahaan dan signifikan pada level kurang dari 1% . Kebijakan manajerial dalam konteks ini lebih diarahkan pada upaya meningkatkan kepercayaan masyarakat terhadap perusahaan dengan cara mempertahankan stabilitas laba melalui kebijakan *earning management* agar harga pasar sahamnya tetap stabil. Stabilitas harga saham penting, karena stabilitas ini akan menentukan indeks harga saham secara keseluruhan. Dengan harga pasar saham yang stabil, maka indeks harga saham gabungan juga relatif stabil, dan hal ini akan dapat menurunkan koefisien *beta* saham perusahaan terhadap *beta* pasarnya. Mengingat bahwa pengukur risiko sistematis adalah koefisien *beta* saham, maka dengan *beta* saham yang rendah menunjukkan risiko sistematis juga rendah. Kondisi ini akan menarik para pelaku bursa, karena dengan risiko sistematis yang rendah, maka *sustainable profit (dividend yield)* akan lebih terjamin.

5.4 Keterbatasan Penelitian

Berdasarkan temuan-temuan seperti yang telah dijelaskan di atas, maka penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan, antara lain:

5.4.1 Pada model persamaan 2, hasil penelitian ini menghasilkan *R-square* yang sangat rendah terhadap kinerja perusahaan (0,031) atau 3,10 %. Hal ini menunjukkan bahwa masih ada variabel lain diluar faktor fundamental makroekonomi dan risiko sistematis yang pengaruhnya lebih besar terhadap

kinerja perusahaan. Model ini hanya mampu menjelaskan dengan benar 3,10% sedangkan sisanya 94,90% disebabkan oleh faktor diluar model. Artinya masih banyak faktor dari variabel lain diluar faktor fundamental makroekonomi, risiko sistematis, dan kinerja perusahaan yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Model ini hanya mampu menjelaskan dengan benar 3,10% pada *level* kurang dari 20%.

- 5.4.2 Penelitian ini juga memiliki keterbatasan dalam penjelasan deskriptif kualitatif, khususnya pada variabel-variabel fundamental makroekonomi, karena beberapa dari variabel-variabel tersebut ada yang kontradiktif dalam mempengaruhi risiko sistematis dan kinerja perusahaan, tidak sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan teori ekonomi.

5.5 Agenda Penelitian Mendatang

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan antara lain yang sangat mendasar adalah kemampuan memprediksi yang relatif rendah, dan perilaku data yang tidak normal. Untuk memperbaikinya, maka pada penelitian mendatang beberapa hal perlu diperbaiki.

- 5.5.1 Faktor yang mempengaruhi kinerja perusahaan tidak hanya faktor fundamental negara dan risiko sistematis saja. Oleh karena itu, untuk penelitian mendatang jika memungkinkan faktor fundamental perusahaan perlu dipertimbangkan dimasukkan ke dalam model.
- 5.5.2 Adanya beberapa temuan yang tidak sesuai dengan penelitian sebelumnya bisa jadi disebabkan karena karakteristik perusahaan berbeda dengan karakteristik perusahaan di negara-negara maju. Oleh karena itu, untuk penelitian mendatang dilakukan dengan membandingkan dengan negara-negara berkembang yang memiliki karakteristik hampir sama dengan Indonesia.

5.5.3 Pendeknya periode penelitian yang hanya 3 periode bisa jadi sebagai penyebab perilaku data yang tidak normal. Oleh karena itu, pada penelitian mendatang disarankan untuk menambah periode penelitian agar data yang dihasilkan lebih banyak, sehingga distribusi data menjadi lebih baik.

DAFTAR PUSTAKA

A. Fauzi., Johar Arifin, dan M. Fakhruddin, 2001, *Aplikasi Excel dalam Financial Terapan*. Penerbit PT. Rlex Media Komputindo Kelompok Gramedia – Jakarta.

Agus Sartono, 1995, *Manajemen Keuangan : Teori dan Aplikasi*, Penerbit BPFE UGM Yogyakarta.

Ajayi, R.A and M. Mouquoue, 1996, “On the Dynamic Relation Between Stock Prices and Exchange Rates”, *Journal of Financial Research* 21, pg. 193-207.

Bacidore, J. M., Boquist, J. A., Milbourn, T. T., and Thakor, A. V, 1997, The Search for the Best Financial Performance Measure, *Financial Analysis Journal*, May/June, pg. 11-20.

Baillie, Richard and Patrick McMahon, 1990, The Foreign Exchange Market: Theory and Econometric Evidence. *Cambridge University Press*, Cambridge.

Baxter, N.D, 1967, Leverage, risk of ruin, and the cost of capital, *Journal of Finance*, 22, pg. 395-403.

Brealey, R.A., Myers, S.C, 1991, *Principle of Corporate Finance*, Fourth Edition, International Edition, McGraw-Hill, Inc.

Brigham, Eugene, F., Gapenski, Louis, C., and Davis Philip, R, 1999, Intermediate Financial Management, Sixth Edition, *The Dryden Press*, Orlando.

Brigham, Eugene F., and Houston Joel F, 1998, Fundamentals of Financial Management, Eight Edition, *The Dryden Press*, Orlando.

Brook, Yaron, William T. Charlton Jr., and Robert J. Hendershoot, 1998, Do Firm Use Dividend to Signal Large Future Cash Flow Increase, *Financial Management* 27(3), pg. 46-57.

Brooks, L.D., Feils, D.J, and Sahoo, B.K, 2000, The Impact of Shifts in Forecasted Earnings and Systematic Risk on Acquiring Firm Shareholder Wealth in Domestic and International Acquisitions, *Journal of Finance and Strategic Decision*, Vol. 13, No. 3, pg. 1-7.

Chung, K. H, 1989, The Impact of the Demand Volatility and Leverages on the Syatematic Risk of Common Stocks, *Journal of Business Finance and Accounting* 16, pg. 343-360.

Claude, 1996, Political Risk, Economic Risk, and Financial Risk, *Financial Analysis Journal*, Nov-Dec, pg. 29-45.

Coase, Ronald, 1937, "The Nature of the Firm", *Economica*, 4, pg. 386-405.

Cooper, D, R., and C.W., Emory, 1996, *Business Research Methods*, 5th Edition, Richard D. Irwin, Inc., USA.

Dewi S Sundari, 2001, Pengaruh Kondisi Ekonomi dan Kinerja Perusahaan Terhadap IHSK Sektor Properti di Bursa Efek Jakarta, *Tesis Non Publikasi*.

Dodd, J.L, and Chen, S, 1996, EVA: A New Panacea?, *B & E Review/July-Sept. 1996*, pg. 26-28.

Eduardus Tandelilin, 1997, Determinants of Systematic Risk: The Experience of Some Indonesian Common Stock, *Kelola, Gadjah Mada University Business Review*, No. 16/VI/1997.

Emmons, W.R, 2000, The Information Content of Treasury Inflation-Indexed Securities. *Federal Reserve Bank of St. Louis*, November/December.

Fama, E, 1986, Agency Problem and Theory of Firm, *Journal Political Economy*, 88, pg. 301-325.

Gujarati, Damodar, N, 2003, *Basic Econometrics*, "Fourth Edition, International Edition, Mcgraw-Hill.

Hair, 1998, *Multivariate Data Analysis*, Fifth Edition, Prentice-Hill International, London.

Hamada, R.S., 1972, The Effect of the Firm's Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stocks, *Journal of Finance* 27, pg. 435-452.

Imam Ghozali, dan Irwansyah, 2002, Analisis Pengaruh Kinerja Keuangan Perusahaan dengan alat ukur EVA, MVA dan ROA terhadap Return Saham pada Perusahaan Manufaktur di BEJ, *Jurnal Penelitian Akuntansi-Bisnis dan Manajemen*, Vol. 9, No. 1, Hal. 18-33.

Imam Ghozali, 2005, *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*, Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang.

Iswardono, 1999, Suku Bunga Turun dan Investasi Meningkat, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Volume IV No. 2, halaman 34-42.

Jogiyanto Hatono, 2003, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi 3, BPFE Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.

Jogiyanto Hartono dan Chendrawati, 1999, ROA and EVA: A Comparative Empirical Study, *Gadjah Mada International Journal of Business*, Vol. 1, No. 1, pp. 45-54.

Jones, C.P and Wilson, J.W, 2005, College of Management, North Carolina State University, Raleigh, NC 27695, 919-515-6940, E-mail: Charles.Jones@ncsu.edu, The Impact of Inflation Measures on the Real Return and Risk of U.S Stocks.

Mankiw, N, Gregory, 2003, *Macroeconomics* 5th Edition. First Published in the US by Worth Publishers, New York and Basingstone. Edisi Indonesia, Penerbit Erlangga, Jakarta.

Markowitz, H.M, 1952, Portfolio Selection, *Journal of Finance* 7, pg. 77-91.

Mudrajad Kuncoro, 1996, *Manajemen Keuangan Internasional: Pengantar Ekonomi dan Bisnis Global*. PBFU UGM, Yogyakarta.

M.Y. Dedi Haryanto dan Riyatno, 2007, Pengaruh Suku Bunga Sertifikat Bank Indonesia dan Nilai Kurs Terhadap Risiko Sistematis Saham Perusahaan di BEJ, *Jurnal Keuangan dan Bisnis*, Vol.5, No. 1, Maret 2007, Hal. 24 – 40.

Ritter, J. R, 2004, Economic Growth and Equity Returns, University of Florida Gainesville FL 32611-7168, <http://bear.cba.ufl.edu/ritter>.

Robiatul Auliyah dan Ardi Hamzah, 2006, Analisa Karakteristik Perusahaan, Industri dan Ekonomi Makro Terhadap *Return* dan *Beta* Saham Syariah di Bursa Efek Jakarta. *Simposium Nasional Akuntansi 9* Padang.

Sadono Sukirno, 2000, *Makro Ekonomi Modern: Perkembangan Pemikiran dari Klasik Hingga Keynesian baru*. Penerbit, PT. RajaGrafindo Persada, Jakarta.

Sharpe, W. F, 1964, Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, *Journal of Finance* vol. 19, no. 3, pp. 425-442.

Siti Zubaidah, 2004, Analisis Pengaruh Tingkat Inflasi, Perubahan Nilai Kurs Terhadap Beta Saham Syariah pada Perusahaan yang Terdaftar di Jakarta Islamic Index (JII), *Tesis*, UMM, Magelang.

Sudjono, 2002, Analisis Keseimbangan dan Hubungan Simultan Antara Variabel Ekonomi Makro Terhadap Indeks Harga Saham di Bursa Efek Jakarta dengan Metode VAR (*Vector Autoregression*) dan ECM (*Error Correction Model*), *Jurnal Riset Ekonomi dan Manajemen*, Vol. 2. No. 3, pg. 81-97.

Suryanto, 1998, Pengaruh Tingkat Suku Bunga Deposito dan Kurs Mata Uang Asing Terhadap IHSG di Bursa Efek Jakarta, *Duta Kompas No. 19*.

Syahib Natarsyah, 2000, Analisis Pengaruh Beberapa Faktor Fundamental dan Risiko Sistematis Terhadap Harga Saham (Kasus Industri Barang Konsumsi yang Go-Publik di Pasar Modal Indonesia), *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 15, No. 3, Hal. 294-312.

Weston, J.F dan Copeland, T.E, 1992, *Manajemen Keuangan* Edisi Kedelapan (Edisi revisi), Penebit Binarupa Aksara, Jakarta.

“*Indonesian Capital Market Directory 2000 s/d 2006*”, Jakarta.

LAMPIRAN-LAMPIRAN:

Lampiran 1.

PERAN RISIKO SISTEMATIS DALAM MENENTUKAN HUBUNGAN
ANTARA FAKTOR FUNDAMENTAL MAKROEKONOMI DENGAN
KINERJA PERUSAHAAN MANUFAKTUR
DI BURSA EFEK INDONESIA
JAKARTA

Abstract

The purpose of this research is to analysis influence of macroeconomic factors, as inflation, interest rate, exchange rate, economic growth; and systematic risk toward financial performance for 2004 to 2006. This research uses secondary data, with the source of data from BPS and Indonesian Capital Market Directory publication. The sampling technical used purposive sampling, and total sample is 116 firm with the 348 observation sample. The analysis with regression ordinary least square – OLS.

Result the test that inflation and exchange rate are significant negative influence the systematic risk, but interest rate and economic growth are significant positive toward to systematic risk. Interest rate significant positive toward financial performance, and systematic risk is significant negative toward financial performance. Exchange rate significant negative at level less than 10% toward financial performance.

In this research is only interest rate toward systematic risk, and than exchange rate & systematic risk toward financial performance support economic theory. The R-square is 0,031 so the five independent variable is have a weak ability to predict financial performance. The other result that systematic risk is a intervening variable, they are mediation macroeconomic fundamental factor with firm performance.

Key words: Macroeconomic factors, systematic risk, and intervening variable.

Lampiran 2. Artikel

1. Latar Belakang Masalah

Tujuan perusahaan, seperti yang dirilis oleh *American Review* tahun 1992 adalah meningkatkan nilai perusahaan sepanjang waktu. Tujuan ini sejalan dengan kepentingan para pemegang saham (pemilik), yaitu meningkatkan kesejahteraannya. Untuk dapat meningkatkan nilai perusahaan, maka perusahaan harus dapat menghasilkan laba pada setiap kegiatan operasinya.

Laba yang dihasilkan perusahaan, selanjutnya digunakan sebagai indikator kinerja perusahaan, yang tidak lain adalah merupakan hasil implementasi dari kebijakan perusahaan. Untuk dapat menghasilkan kinerja yang tinggi tidaklah mudah, karena berbagai faktor dapat mempengaruhinya. Faktor-faktor tersebut dapat berasal dari dalam dan dapat juga berasal dari luar perusahaan. Faktor dari dalam dapat dikendalikan perusahaan, sedangkan faktor dari luar tidak dapat dikendalikan perusahaan.

Penelitian ini menekankan pada faktor dari luar perusahaan yang dapat mempengaruhi kinerja perusahaan. Khususnya faktor ekonomi, atau yang sering disebut sebagai faktor fundamental makroekonomi. Faktor-faktor tersebut meliputi inflasi, tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi, faktor ini bersifat *uncontrollable* sehingga tidak dapat dikendalikan perusahaan. Di samping faktor-faktor tersebut, maka risiko sistematis juga merupakan faktor yang dimasukkan dalam model yang dapat mempengaruhi kinerja perusahaan. Risiko sistematis merupakan risiko yang ditimbulkan sebagai dampak dari perubahan-perubahan faktor eksternal, seperti perubahan inflasi, tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi (Brigham, 1998).

Inflasi, tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi akan direspon langsung oleh para pelaku pasar modal. Perubahan-perubahan ini juga cenderung mempengaruhi kegiatan bisnis secara menyeluruh. Artinya bahwa semua perusahaan yang *Go Public* di pasar modal akan mengalami dampak dari peristiwa tersebut, meskipun dampaknya berbeda-beda. Perusahaan-perusahaan yang kondisinya internalnya bagus, dampaknya tidak terlalu membahayakan jika dibandingkan dengan perusahaan yang kondisinya internalnya buruk, terutama terhadap pencapaian laba perusahaan.

Investasi saham di pasar modal yang *Go Public* tergolong investasi yang berisiko tinggi, karena sifat komoditinya sangat peka terhadap perubahan-perubahan yang terjadi di sektor makro, termasuk perubahan-perubahan makroekonomi di luar negeri maupun perubahan-perubahan yang terjadi di dalam industri dan perusahaan itu sendiri. Perubahan-perubahan tersebut dapat berpotensi untuk meningkatkan atau menurunkan risiko sistematis dan kinerja perusahaan-perusahaan yang sahamnya aktif diperdagangkan di bursa.

Krisis ekonomi yang ditandai dengan meningkatnya inflasi, suku bunga umum, kurs, dan menurunnya pertumbuhan ekonomi membuat kegiatan investasi

menurun. Kondisi ini secara langsung akan mempengaruhi perilaku pemodal dalam melakukan keputusan investasi di pasar modal. Hal ini menjadi tantangan dan tugas berat manajer untuk mempertahankan perusahaan agar tetap eksis melalui kebijakan-kebijakan yang diambil untuk mempertahankan atau bahkan meningkatkan kinerja perusahaan.

Perusahaan sebagai obyek kegiatan bisnis yang menjadi basis persoalan-persoalan yang timbul didalam kegiatan bisnis, memegang peranan sebagai basis obyek riset empirik untuk menghasilkan teori-teori yang kemudian dijadikan sebagai dasar dari para pelaku bisnis didalam mengambil keputusan untuk bisnis mereka. Sehingga aktivitas-aktivitas didalam perusahaan yang merupakan implementasi dari kebijakan-kebijakan perusahaan (manajemen) memegang peranan penting dalam kehidupan perusahaan. Arah dari kebijakan-kebijakan perusahaan tersebut pada umumnya adalah ditujukan untuk pengembangan perusahaan melalui peningkatan kinerja perusahaan.

Perusahaan sebagai suatu organisasi akan melibatkan banyak pihak yang berkepentingan baik secara langsung maupun tidak langsung. Para pemilik (*stockholders*) dan manajer adalah pihak yang secara langsung berkepentingan dan bertanggung jawab terhadap kemajuan dan perkembangan perusahaan. Para pemilik menginginkan kesejahteraan melalui *cash dividend* yang diterimanya, karena dividen dapat dipakai sebagai *signal* positif kepada investor potensial. Dividen hanya akan diperoleh jika manajer di dalam mengelola perusahaan efisien sehingga menghasilkan laba tinggi yang dapat ditunjukkan dengan besarnya *ROA* yang dihasilkan.

Seperti telah dijelaskan sebelumnya bahwa faktor makroekonomi seperti; inflasi, tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi merupakan faktor-faktor yang sangat diperhatikan oleh para pelaku pasar modal. Perubahan-perubahan yang terjadi pada faktor ini dapat mengakibatkan perubahan-perubahan di pasar modal, yaitu meningkat atau menurunnya harga saham. Volatilitas dari harga-harga saham di pasar modal dapat berpotensi untuk meningkatkan atau menurunkan risiko sistematis. Oleh karena itu, perubahan-perubahan pada faktor makroekonomi dapat berpotensi untuk meningkatkan atau menurunkan risiko sistematis. Kondisi makroekonomi yang memburuk akan meningkatkan risiko sistematis, sedangkan kondisi makroekonomi yang membaik akan menurunkan risiko sistematis (Birgham, 1998).

Faktor makroekonomi dengan indikator inflasi, tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi, sedangkan risiko sistematis dengan indikator *beta* saham (β). Variabel-variabel ini dapat berpotensi untuk meningkatkan atau menurunkan kinerja perusahaan (*ROA*). Jadi, berdasarkan penjelasan tersebut, maka risiko sistematis merupakan variabel *intervening* yang memediasi pengaruh faktor fundamental makroekonomi (inflasi, tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi) terhadap kinerja perusahaan (*ROA*).

Penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh dari faktor fundamental makroekonomi (inflasi, tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi) dan risiko sistematis yang diproksi dengan *beta* saham terhadap kinerja perusahaan yang

diproksi dengan *ROA*. Konsep pengaruh antar variabel dalam penelitian ini adalah pengaruh berjenjang, dengan menempatkan risiko sistematis sebagai variabel *intervening*.

Penelitian ini dimotivasi oleh beberapa penelitian terdahulu, antara lain penelitian dari Dodd dan Chen (1996), Claude, *et al* (1996), Eduardus (1997), Suryanto (1998), Gudono (1999), Anuchitworawong (2000), Dewi (2001), Siti (2004), dan Robiatul & Ardi (2006), serta Dedi dan Riyatno (2007). Penelitian ini juga dimotivasi dari fenomena perkembangan indikator ekonomi Indonesia, pengamatan terhadap perkembangan inflasi, tingkat suku bunga deposito, kurs \$, dan pertumbuhan ekonomi selama tahun 2000 sampai dengan 2006 yang hasilnya menunjukkan fluktuasi cenderung menurun untuk inflasi dan tingkat bunga deposito, sedangkan untuk kurs \$ dan pertumbuhan ekonomi berfluktuasi cenderung meningkat. Selanjutnya, penelitian ini juga dimotivasi oleh fenomena yang terjadi di BEI terhadap hasil pengamatan awal pada 23 perusahaan manufaktur yang *listed* di BEI selama tahun 2000 sampai dengan 2005, berkenaan *return on assets (ROA)*.

2. Dasar Teori dan Pengembangan Hipotesis

Penelitian ini menggunakan konsep teori *signaling*, dimana suatu peristiwa atau kejadian dapat memberikan *signal* pada peristiwa atau kejadian yang lain. Jika perusahaan membagi dividen tinggi kepada para pemegang saham, berarti ada indikasi bahwa perusahaan tersebut sehat. Kondisi ini akan ditangkap atau direspon oleh investor dan calon investor sebagai pertanda baik, sehingga mereka mau membeli sahamnya dengan harga yang tinggi, akibatnya nilai perusahaan meningkat.

Mengacu pada konsep tersebut, maka jika kondisi makroekonomi baik, maka ada indikasi bahwa pendapatan masyarakat meningkat. Hal ini akan direspon oleh manajemen sebagai peluang yang baik, sehingga manajemen mengambil kebijakan untuk meningkatkan usaha mereka. Seperti, misalnya menambah modal untuk memperluas usaha, memperluas pasar dan memperbaiki pelayanan kepada konsumen. Dengan kebijakan ini diharapkan bahwa kinerja perusahaan akan meningkat, karena dengan usaha yang lebih besar, pasar yang lebih luas, dan pelayanan yang lebih baik, maka volume dan nilai penjualan perusahaan akan meningkat.

Seperti telah dijelaskan sebelumnya bahwa kinerja perusahaan tidak hanya ditentukan oleh faktor internal saja, akan tetapi juga dipengaruhi oleh faktor-faktor eksternal, yaitu faktor fundamental makroekonomi dan risiko sistematis. Faktor fundamental makroekonomi berasal dari luar perusahaan, seperti; inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi. Faktor-faktor ini tidak dapat dikendalikan oleh perusahaan namun pengaruhnya sangat besar jika terjadi perubahan. Para analis maupun pelaku pasar modal pada umumnya menekankan analisis faktor eksternal pada faktor fundamental makroekonomi, karena faktor makroekonomi menyentuh langsung dan lebih terukur, yaitu melalui indikator inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi.

Kondisi makroekonomi seperti: inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi mendapat perhatian yang serius dari para analis maupun pelaku pasar modal. Para pelaku pasar modal sebagai investor sebelum memutuskan investasi apa yang akan diambil, terlebih dulu akan melihat prediksi pergerakan inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi. Hal ini disebabkan karena mereka tahu bahwa tumbuh kembangnya investasi sangat ditentukan oleh volatilitas pada inflasi, tingkat bunga, dan kurs serta prospek pertumbuhan ekonomi dimasa datang. Volatilitas inflasi, tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi sangat berpotensi untuk meningkatkan ataupun menurunkan risiko sistematis atau risiko pasar, karena pergerakan inflasi, tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi berada diluar kendali perusahaan, dan semua perusahaan akan terkena dampaknya.

Teori ekonomi menyatakan bahwa, pergerakan inflasi, tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi berpotensi untuk meningkatkan atau menurunkan investasi di sektor riil, dan ini akan berdampak pengaruhnya pada kinerja pasar modal, dimana investasi di pasar modal menjadi lebih berisiko jika volatilitas pergerakannya tinggi. Meskipun setiap perusahaan mengalami dampak yang berbeda dari pergerakan inflasi, tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi, namun pada umumnya setiap perusahaan akan merasakannya.

Tinggi rendah resiko bagi perusahaan sebagai dampak dari perubahan kondisi ekonomi makro sangat bergantung pada kondisi internal perusahaan. Perusahaan yang sehat secara finansial mungkin dampaknya tidak begitu besar, akan tetapi bagi perusahaan yang kurang sehat kondisi keuangannya bisa terjadi sebaliknya. Perusahaan menjadi sulit bergerak mengembangkan usahanya, sehingga kinerjanya akan menurun.

Pertumbuhan ekonomi sebagai variabel dari faktor makroekonomi merupakan variabel eksternal yang sebenarnya merupakan variabel *outcome*, karena variabel ini akibat dari kebijakan pemerintah melalui kebijakan fiskal maupun kebijakan moneter untuk mengendalikan uang yang beredar. Sehingga kebijakan fiskal maupun kebijakan moneter dilakukan dengan tujuan untuk menstabilkan kegiatan ekonomi. Menurut Sadono Sukirno (2000), kebijakan fiskal dapat dijalankan dengan melakukan perubahan dalam pengeluaran pemerintah dan perubahan dalam pajak yang dipungut. Sedangkan kebijakan moneter dapat dilakukan dengan mempengaruhi tingkat suku bunga dan mempengaruhi penawaran uang.

Risiko sistematis atau risiko pasar juga merupakan variabel *outcome* dari faktor kondisi makroekonomi yang bersifat *uncontrollable*. Kondisi makroekonomi merupakan faktor penting yang harus dipertimbangkan, karena faktor ini merupakan bagian dari kondisi yang disebabkan oleh kondisi faktor eksternal perusahaan. Faktor ini banyak mewarnai kebijakan perusahaan, khususnya dalam masalah penggunaan dana eksternal. Ketidak stabilan faktor-faktor eksternal akan menyebabkan investasi menjadi lebih berisiko, dan hal ini akan berdampak pada penurunan kinerja perusahaan.

Seperti dijelaskan sebelumnya, bahwa risiko yang ditimbulkan dari faktor-faktor fundamental makroekonomi disebut dengan risiko sistematis (*systematic risk*) atau risiko pasar. Sebagai pengukur risiko sistematis (*systematic risk*) digunakan *Beta* (β) pasar, yaitu *Beta* dari suatu sekuritas relatif terhadap risiko pasar (Jogiyanto, 2003). Penggunaan *Beta* pasar sebagai pengukur risiko dikarenakan bahwa *Beta* pasar mengukur respon dari masing-masing sekuritas terhadap pergerakan pasar. Jadi fluktuasi dari *return-return* suatu sekuritas secara statistik mengikuti fluktuasi dari *return-return* pasar, sehingga karakteristik pasar akan menentukan nilai *Beta* masing-masing sekuritas.

Risiko sistematis berpotensi untuk mempengaruhi kinerja pasar modal, kinerja perusahaan, dan nilai perusahaan. Suatu perusahaan dengan *Beta* lebih besar dari 1 tergolong perusahaan yang berisiko tinggi, karena sedikit saja *return* pasar berubah, maka *return* sahamnya akan berubah lebih besar. Mengingat bahwa pada dasarnya investor adalah takut dengan risiko, maka investor akan mempertimbangkan untuk melakukan investasi pada perusahaan yang sahamnya memiliki *Beta* lebih kecil dari 1. Akibatnya sudah dapat diduga, bahwa harga pasar saham perusahaan tersebut akan mengalami penurunan.

Kinerja pasar modal dapat dilihat dari indeks harga saham gabungan (IHSG) yang menggambarkan harga-harga saham secara keseluruhan di pasar modal melalui transaksi perdagangan saham. Jika transaksi perdagangan saham menurun, maka volume dan nilai perdagangan saham juga turun, akibatnya IHSG juga turun. Kondisi seperti ini bagi para pemegang saham berarti dapat menurunkan *capital gain* dan dapat menyebabkan terjadinya *capital loss* di pasar modal. Kondisi yang demikian membuat manajer berpikir keras untuk mengelemisir menurunnya kinerja perusahaan, yaitu dengan membuat kebijakan-kebijakan yang tepat berkaitan dengan operasional perusahaan, khususnya berkaitan dengan kebijakan investasi, kebijakan pendanaan dan kebijakan pendistribusian laba (kebijakan dividen). Sehingga kebijakan-kebijakan perusahaan tersebut tidak akan lepas dari faktor-faktor fundamental makroekonomi yang bersifat **uncontrollable**.

Beberapa penelitian sebelumnya yang berkenaan dengan masalah inflasi, tingkat bunga, kurs, pertumbuhan ekonomi dan risiko sistematis telah banyak dilakukan, antara lain; penelitian yang dilakukan oleh Claude, *et al* (1996), Tandelilin (1997), Suryanto (1998), Gudono (1999), Hyun-Han & Stulz, Rene (2000), Natarsyah (2000), Hutchinson (2001), Sundari (2001), Sudjono (2002), Anuchitworawong (2004), Ritter, J.R (2004), Coles, *et al* (2004), Zubaidah (2004), Nieuwerburgh, *et al* (2005), Auliyah dan Hamzah, dan Haryanto dan Riyatno (2007). Banyaknya penelitian-penelitian masalah tersebut menunjukkan bahwa persoalan faktor fundamental makroekonomi merupakan faktor yang sangat penting berkaitan dengan risiko sistematis dan kinerja perusahaan.

Hasil penelitian dari Tandelilin (1997), menemukan bahwa GDP dan inflasi berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan, dan tingkat bunga berpengaruh positif juga tidak signifikan terhadap risiko sistematis. Sudjono (2002), menemukan bahwa

nilai tukar (kurs) dan tingkat bunga berpengaruh negatif terhadap harga saham. Suryanto (1998), menemukan bahwa kurs \$ US dan Yen Jepang berpengaruh signifikan terhadap harga saham (IHSG). Sedangkan Robiatul Auliyah dan Ardi Hamzah (2006), menemukan bahwa kurs dan GDP berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *beta* saham.

Gudono (1999), yang melakukan penelitian di Bursa Efek Jakarta menemukan bahwa inflasi tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Akan tetapi dari hasil penelitian Sundari (2001), menemukan bahwa inflasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham. Penelitian yang dilakukan oleh Siti Zubaidah (2004), menemukan bahwa inflasi dan kurs berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap *beta* saham. Dedi Haryanto dan Riyatno (2007), menemukan bahwa kurs berpengaruh positif dan signifikan terhadap risiko sistematis, dan tingkat bunga berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap risiko sistematis.

Ritter (2004) dalam penelitiannya menemukan bahwa pertumbuhan *income per capita* berhubungan negative dengan *equity return*, dan pertumbuhan ekonomi di masa depan tidak relevan untuk memprediksi *equity return* di masa depan. Sedangkan Nieuwerburgh, *et al* (2005) dalam penelitiannya menemukan bahwa terdapat hubungan antara perkembangan pasar modal dengan pertumbuhan ekonomi, kapitalisasi pasar modal menggerakkan pertumbuhan GDP namun hubungannya tidak begitu kuat.

Claude, *et al* (1996) yang melakukan penelitian tentang *economic risk* (termasuk kurs) pada negara berkembang dan negara maju menemukan bahwa di pasar modal negara berkembang, yaitu pasar modal yang baru muncul (*emerging market*), *economic risk* tidak ditemukan berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Namun pada pasar modal di negara maju *economic risk* ditemukan berhubungan positif signifikan terhadap *return* saham. Penelitian yang dilakukan oleh Hyun-Han & Stulz, Rene (2000), menemukan bahwa perubahan *systematic risk* berhubungan positif dengan dengan perubahan q , perubahan *unsystematic risk* berhubungan negatif dengan q , dan perubahan *total risk* berhubungan negatif dengan dengan q . Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Natarsyah (2000), menemukan bahwa *indeks beta* (*systematic risk*) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *harga saham*. Anuchitworawong, (2004), dalam penelitiannya menemukan bahwa baik sesudah (2000) maupun sebelum masa krisis (1996), *business risk* berpengaruh negative dan signifikan terhadap kinerja perusahaan (*ROA*), sedangkan *financial risk* berpengaruh negative tetapi tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan (*ROA*). Sedangkan Coles, *et al* (2004), dalam penelitiannya menemukan bahwa *firm risk* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *stock price volatility*.

3. Pengembangan Hipotesis

Berdasarkan penjelasan empiris dan hasil penelitian sebelumnya seperti tersebut di atas, maka dapat dirumuskan hipotesis penelitian sebagai berikut:

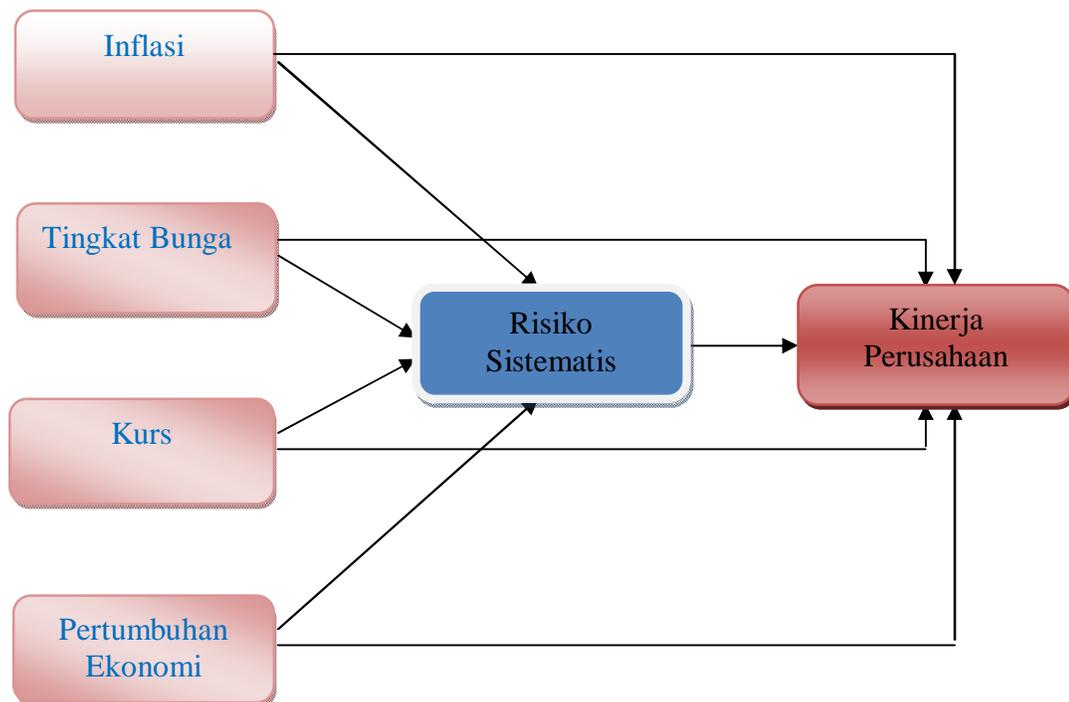
H₁ : Inflasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap risiko sistematis.

- H₂ : Tingkat bunga berpengaruh positif dan signifikan terhadap risiko sistematis.
- H₃ : Kurs berpengaruh positif dan signifikan terhadap risiko sistematis.
- H₄ : Pertumbuhan ekonomi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap risiko sistematis.
- H₅ : Inflasi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan.
- H₆ : Tingkat bunga berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan.
- H₇ : Kurs berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan.
- H₈ : Pertumbuhan ekonomi berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan.
- H₉ : Risiko sistematis berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan.

4. Model Empirik Penelitian

Berdasarkan penjelasan empiris dan dan hipotesis penelitian seperti tersebut di atas, maka dapat dibuat model empirik penelitian seperti pada Gambar 1 berikut.

Gambar 1
Model Empirik Penelitian



5. Metode Penelitian

Populasi penelitian adalah perusahaan dalam industry manufaktur yang sahamnya terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2004 sampai 2006, yaitu periode recovery setelah krisis ekonomi global tahun 1998. Teknik sampling yang digunakan adalah *purposive sampling*, dengan kriteria sebagai berikut: (1) perusahaan yang selalu *listed* di Bursa Efek Indonesia periode 2004 s/d 2006. (2) perusahaan yang selalu menyajikan laporan keuangan selama periode pengamatan, (3) perusahaan yang selalu dan secara konsisten tidak pernah masuk *black list* Bursa Efek Indonesia selama 2004/2006.

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang bersumber dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) tahun 2007 untuk pengamatan tahun 2004 sampai dengan 2006. Sesuai dengan jenis data, maka populasi yang dipilih sebagai sampel sesuai dengan kriteria-kriteria: (1) perusahaan yang sahamnya aktif diperdagangkan (minimal dalam 1 bulan diperdagangkan 2 kali), (2) perusahaan yang selalu menyajikan laporan keuangan selama periode penelitian.

Teknik analisis yang digunakan menggunakan regresi berganda dengan persamaan kuadrat terkecil (*ordinary least square* – OLS). Model ini digunakan untuk menguji kekuatan variable independen terhadap variable dependen. Model persamaan regresi dapat dirumuskan dalam dua model sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{RISKIS} &= a_1 + b_{11}\text{INF} + b_{12}\text{INT} + b_{13}\text{KURS} - b_{14}\text{PERKON} + \epsilon_1 \\ \text{KINPER} &= a_2 + b_{21}\text{INF} + b_{22}\text{INT} + b_{23}\text{KURS} - b_{24}\text{PERKON} + b_{25}\text{RISKSI} + \epsilon_2 \end{aligned}$$

Pengujian hipotesis menggunakan uji t, pengujian asumsi klasik meliputi pengujian terhadap normalitas data, multikolonieritas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi. Pengujian asumsi klasik dilakukan untuk memenuhi persyaratan yang diperlukan dalam model *ordinary least square* (OLS).

6. Hasil Penelitian

Hasil penelitian dianalisis dengan mendeskripsikan variable-variabel penelitian dan pengujian model maupun pengujian secara statistik.

6.1. Statistik Deskriptif.

Ststistik deskripsi dari persamaan 1 yang terdiri dari variable-variabel inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi disajikan pada Table 1 berikut ini.

Tabel 1
Statistik Deskriptif Variabel Persamaan 1

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Mode	Std Deviation
Inflasi	247	-33.57500	15.76600	-.2762	-1.6480	3.056974
Tingkat Bunga	247	-6.47900	4.83800	.06880	.00100	.9724559
Kurs	247	-10.52600	5.90900	-1.289	-1.6730	1.661292
Pertumbuhan Ekonomi	247	-14.94500	13.45800	-.1731	-.83000	3.336529
Risiko Sistematis	247	-2.52600	3.67300	.66856	.00800	.64948414

Sumber: Output SPSS dari data penelitian.

Berdasarkan table 1 tersebut, maka distribusi data dengan varian tertinggi adalah pertumbuhan ekonomi (PERKON) dan kemudian disusul oleh inflasi (INF) dengan standar deviasi (*Std Deviation*) masing-masing sebesar 3,3365 dan 3,0569. Hal ini menggambarkan bahwa fluktuasi data pertumbuhan ekonomi dan inflasi pada tiap-tiap perusahaan yang diobservasi relatif lebih tinggi dibandingkan dengan tingkat bunga (INT), kurs (KURS) dan risiko sistematis (RISKSIS). Varian terendah adalah risiko sistematis dengan standar deviasi 0,6495 dan selanjutnya tingkat bunga dengan standar deviasi 0,97265 serta kurs dengan standar deviasi 1,6613.

Tingginya standar deviasi sebesar 3,3365 dari pertumbuhan ekonomi menggambarkan bahwa pertumbuhan ekonomi pada tiap-tiap perusahaan yang diobservasi memiliki perbedaan yang tinggi. Tingginya nilai standar deviasi dari pertumbuhan ekonomi pada tiap-tiap perusahaan yang diobservasi ini juga menunjukkan nilai pertumbuhan ekonomi dari tiap-tiap perusahaan jauh dari nilai *mean*-nya, sehingga tingkat variabilitasnya tinggi.

Fluktuasi yang cukup tinggi juga pada variable inflasi, besarnya nilai standar deviasi 3,0579. Berdasarkan nilai standar deviasi dari inflasi, maka dapat disimpulkan bahwa nilai standar deviasi dari inflasi pada tiap-tiap perusahaan yang diobservasi cukup tinggi. Jadi perbedaan nilai inflasi pada tiap-tiap perusahaan yang diobservasi relatif tinggi, sehingga nilai inflasi pada masing-masing perusahaan relatif lebih jauh dari nilai *mean*-nya.

Varian dari kurs pada tiap-tiap perusahaan yang diobservasi memiliki standar deviasi 1,6613 dan memiliki nilai *mean* -1.2892. Jika dibandingkan dengan pertumbuhan ekonomi dan inflasi, maka nilai standar deviasi kurs

relative lebih rendah, dari nilai standar deviasi pertumbuhan ekonomi dan inflasi pada tiap-tiap perusahaan yang diobservasi. Oleh karena itu nilai kurs dari tiap-tiap perusahaan yang diobservasi juga lebih mendekati nilai *mean*-nya jika dibandingkan dengan pertumbuhan ekonomi dan inflasi.

Tingkat bunga pada tiap-tiap perusahaan yang diobservasi memiliki nilai standar deviasi sebesar 0,9725 dengan nilai *mean* sebesar 0,0688. Jika dibandingkan dengan pertumbuhan ekonomi, inflasi dan kurs, maka tingkat bunga memiliki nilai standar deviasi yang lebih rendah pada tiap-tiap perusahaan yang diobservasi. Rendahnya nilai standar deviasi tingkat suku bunga menggambarkan bahwa penyebaran nilai tingkat suku bunga pada tiap-tiap perusahaan yang diobservasi relatif mendekati nilai *mean*-nya..

Demikian juga risiko sistematis memiliki standar deviasi 0,6495 dengan nilai mean 0,6686. Variabel risiko sistematis merupakan variabel yang paling rendah standar deviasinya dibandingkan dengan pertumbuhan ekonomi, inflasi, kurs, dan tingkat bunga. Kondisi ini menggambarkan bahwa nilai sensitivitas *beta* saham pada tiap-tiap perusahaan yang diobservasi relatif lebih mendekati lagi nilai *mean*-nya daripada tingkat bunga.

Sedangkan statistik deskripsi untuk persamaan 2 yang terdiri dari variabel-variabel inflasi, tingkat bunga, kurs, pertumbuhan ekonomi, risiko sistematis, dan kinerja perusahaan dapat dilihat pada Tabel 2 berikut ini.

Tabel 2
Statistik Deskriptif Variabel Persamaan 2

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Mode	Std Deviation
Inflasi	247	-33.57500	15.76600	-.276218	-1.6480	3.0569745
Tingkat Bunga	247	-6.47900	4.83800	.0688016	.00100	.97245595
Kurs	247	-10.52600	5.90900	-1.28916	-1.67300	1.6612921
Pertumbuhan Ekonomi	247	-14.94500	13.45800	-.173166	.0050000	3.33652907
Risiko Sistematis	247	-2.52600	3.67300	.6685628	.00800	.64948414
Kinerja Perusahaan	247	-.60700	.96940	.0362968	.00230(a)	.11659426

Sumber: Output SPSS dari data penelitian.

Tabel 2 tersebut di atas menggambarkan distribusi variabel-variabel dalam persamaan 2. Perbedaannya dengan Tabel 1 hanya pada variabel kinerja perusahaan (KINPER), dimana pada Tabel 1 tidak ada variabel kinerja perusahaan (KINPER). Variabel kinerja perusahaan (KINPER) yang di proksi

dengan *ROA* dalam persamaan 2 merupakan variable dependen. Besarnya nilai standar deviasi kinerja perusahaan dari tiap-tiap perusahaan yang diobservasi 0,1166 dengan nilai *mean* 0,0361. Jika dibandingkan dengan variable-variabel lainnya, maka variable kinerja perusahaan pada tiap-tiap perusahaan yang diobservasi memiliki fluktuasi yang paling rendah. Sehingga nilai kinerja perusahaan pada tiap-tiap perusahaan yang diobservasi relatif sama atau lebih mendekati lagi nilai *mean*-nya. Kondisi ini menggambarkan bahwa nilai kinerja perusahaan (*ROA*) dari perusahaan-perusahaan yang diobservasi paling dekat dengan nilai *mean*-nya dibandingkan dengan nilai pertumbuhan ekonomi, inflasi, kurs, tingkat bunga, dan risiko sistematis.

6.2. Hasil Pengujian Normalitas dan Asumsi Klasik

Hasil Pengujian normalitas *error* pada mulanya dilakukan terhadap 348 sampel observasi, dan dilakukan secara bertahap. Pada tahap pertama, pengujian dilakukan terhadap 348 sampel observasi, menghasilkan nilai rasio *skewness* 4,802. Pengujian selanjutnya dilakukan sampai 13 tahap, sehingga mendapatkan normalitas *error* yang memenuhi *goodness of fit* sesuai standar ketentuan yang dipersyaratkan dalam model OLS, yaitu menghasilkan rasio *skewness* pada posisi -2 sampai +2.

Pengujian tahap ke 13 dilakukan terhadap 247 sampel observasi dan menghasilkan rasio *skewness* sebesar 0,181. Nilai rasio *skewness* sebesar 0,181 terletak pada posisi -2 sampai +2 atau lebih kecil dari 2. Sehingga dapat disimpulkan bahwa data berdistribusi normal, berarti sudah sesuai standar ketentuan yang dipersyaratkan dalam model OLS.

Sedangkan pengujian asumsi klasik dilakukan dengan menguji multikolonieritas, heteroskedastisitas dan autokorelasi. Pengujian ini dilakukan untuk memenuhi persyaratan asumsi yang ditentukan dalam teknik analisis regresi linier atau OLS (*Ordinary Least Square*). Hasil Pengujian asumsi klasik; multikolonieritas, heteroskedastisitas dan autokorelasi adalah sebagai berikut:

(1) Pengujian Multikolonieritas

Pengujian ada atau tidaknya gejala multikolonieritas dalam persamaan regresi digunakan uji *Varian Inflation Factor (VIF)*. Jika nilai *VIF* lebih kecil dari 10, maka antar variable independen tidak terjadi persoalan multikolonieritas (Imam Ghozali, 2002). Hasil pengujian terhadap *VIF* menghasilkan nilai *VIF* untuk semua variable independen lebih nilai kecil dari 10, sehingga semua variable independen terbebas dari persoalan multikolonieritas.

Hasil pengujian multikolonieritas menghasilkan nilai *VIF* untuk masing-masing variable independen lebih kecil 10 ($VIF < 10$). Inflasi (*INF*) mempunyai nilai *VIF* sebesar 1,068. Tingkat bunga (*INT*) mempunyai nilai *VIF* sebesar 1,177. Kurs (*KURS*) mempunyai nilai *VIF* sebesar 1,124. Sedangkan

pertumbuhan ekonomi (PERKON) mempunyai nilai VIF sebesar 1,030. Jadi, semua variable independen mempunyai nilai VIF lebih kecil dari 10, sehingga dapat disimpulkan bahwa semua variable independen yang dimasukkan dalam model regresi terbebas dari persoalan multikolonieritas.

(2) Pengujian Heteroskedastisitas

Pengujian ada atau tidaknya gejala heteroskedastisitas dalam persamaan regresi digunakan uji *Glejser (Glejser-test)*. Pengujian ini dilakukan untuk menguji ada tidaknya hubungan antara variable-variabel independen dengan *residual*. Jika variable-variabel independen yang diregres dengan nilai *absolute residual* tidak signifikan secara statistik ($sig = > 0,05$), maka model regresi terbebas dari persoalan heteroskedastisitas (Imam Ghozali, 2002).

Hasil pengujian heteroskedastisitas menunjukkan bahwa semua variable independen yang dimasukkan dalam model regresi secara statistik tidak signifikan ($sig = > 0,05$) berpengaruh terhadap residual, maka model regresi terbebas dari persoalan heteroskedastisitas. Hasil pengujian heteroskedastisitas menunjukkan bahwa inflasi (INF) mempunyai nilai $t = 0,529$ dan nilai $sig = 0,597$. Tingkat bunga (INT) mempunyai nilai t sebesar $-0,131$ dan nilai sig sebesar $0,896$. Kurs (KURS) mempunyai nilai t sebesar $-0,925$ dan nilai sig sebesar $0,356$. Sedangkan pertumbuhan ekonomi (PERKON) mempunyai nilai t sebesar $1,157$ dan nilai sig sebesar $0,244$. Jadi, semua variable independen secara statistik tidak ada yang signifikan terhadap *absolute residual* atau mempunyai nilai sig lebih besar dari $0,05$, sehingga dapat disimpulkan bahwa semua variable independen yang dimasukkan dalam model regresi terbebas dari persoalan heteroskedastisitas.

(3) Pengujian Autokorelasi

Pengujian ada atau tidaknya gejala autokorelasi pada model regresi dilakukan dengan uji *Durbin-Watson*. Nilai d_L , d_U , $4-d_U$, dan $4-d_L$ sample sebesar 247 dengan $\alpha = 0,05$ adalah $1,59$ (d_L), $1,76$ (d_U), $2,24$ ($4-d_U$), dan $2,41$ (d_L). Jadi, jika nilai *Durbin-Watson* terletak diantara d_U s/d $4-d_U$ atau $1,76$ s/d $2,24$ model regresi terbebas dari gejala autokorelasi.

Hasil pengujian autokorelasi dengan *Durbin-Watson Test* menunjukkan bahwa nilai *DW-test* sebesar $1,824$. Sehingga dapat disimpulkan bahwa nilai DW terletak diantara d_U s/d $4-d_U$ atau lebih besar dari $1,76$ dan lebih kecil dari $2,24$ dan model regresi terbebas dari persoalan autokorelasi.

Pengujian kesesuaian model (*goodness of fit*) dilakukan dengan melihat nilai dari *R-square* dan signifikansi F. Nilai *R-square* menjelaskan kemampuan variable-variabel independen didalam mempengaruhi variable dependen dan signifikansi F menjelaskan tingkat keyakinan bahwa model tersebut adalah sesuai (*goodness of fit*). Nilai *R-square* sebesar $0,855$ dan nilai nilai F sebesar $356,617$ dengan $sig. 0,000$. Jadi, variable-variabel makroekonomi seperti; inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS), dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) yang dimasukkan dalam model regresi mempunyai kemampuan

menjelaskan risiko sistematis (RISKSIS) sebesar 85,50 persen, sedangkan sisanya sebesar 14,50 persen dijelaskan oleh faktor lain yang tidak dimasukkan dalam model regresi. Model regresi yang digunakan sesuai dengan bukti empiris memenuhi kesesuaian model (*goodness of fit*) pada level signifikansi kurang dari 1 persen (*sig.* 0,000).

6.3. Hasil Pengujian Regresi

6.3.1. Pengujian Regresi Model Empirik 1

Persamaan regresi 1 terdiri dari variable-variabel inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs, dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) sebagai variable independen dan risiko sistematis (RISKSIS) sebagai variable dependen. Bentuk persamaannya adalah sebagai berikut :

$$\text{RISKSIS} = a_1 + b_{11}\text{INF} + b_{12}\text{INT} + b_{13}\text{KURS} + b_{14}\text{PERKON} + e_1$$

Pengujian regresi dilakukan dengan regresi berganda, dan digunakan program SPSS 11. Ringkasan hasil pengujian regresi pada model 1 persamaan 1 dapat dilihat pada Tabel 3 berikut ini.

Tabel 3
Ringkasan Hasil Pengujian Regresi Persamaan 1

Model	Variabel	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.179	.021		8.649	.000
	INF	-.035	.005	-.167	-6.597	.000*
	INT	.207	.018	.310	11.676	.000*
	KURS	-.363	.010	-.928	-35.747	.000*
	PERTEKON	.011	.005	.058	2.335	.020**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.925(a)	.855	.853	.24938888	1.824

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	88.719	4	22.180	356.617	.000*
	Residual	15.051	242	.062		
	Total	103.770	246			

a Predictors: (Constant), PERTEKON, INF, KURS, INT. b . Dependent Variable: RISKSIS

Sumber: Data output SPSS

Berdasarkan pada Tabel 3 tersebut di atas, maka persamaan regresinya dapat ditulis: $RISKSIS = -0,167INF + 0,310INT - 0,928KURS + 0,058PERKON$. Nilai koefisien inflasi (INF) sebesar -0,167 (negative), berarti inflasi berpengaruh negative terhadap risiko sistematis (RISKSIS). Nilai koefisien tingkat bunga (INT) sebesar 0,310 (positif), berarti tingkat bunga berpengaruh positif terhadap risiko sistematis (RISKSIS). Nilai koefisien inflasi dan kurs (KURS) sebesar masing-masing -0,167 dan -0,928 (negative), berarti inflasi dan kurs berpengaruh negative terhadap risiko sistematis (RISKSIS). Nilai koefisien pertumbuhan ekonomi (PERKON) sebesar 0,058 (positif), berarti pertumbuhan ekonomi berpengaruh positif terhadap risiko sistematis (RISKSIS).

Semua variable makroekonomi secara statistik berpengaruh signifikan terhadap risiko sistematis. Inflasi (INF) dan kurs (KURS) secara statistik berpengaruh negatif signifikan terhadap risiko sistematis pada *level* 1%. Sedangkan tingkat bunga (INT) dan pertumbuhan ekonomi (PERKON),) secara statistik berpengaruh positif signifikan terhadap risiko sistematis. Tingkat bunga secara statistik berpengaruh positif signifikan pada *level* 1%, sedangkan pertumbuhan ekonomi secara statistik berpengaruh positif signifikan pada *level* 5%.

Besarnya *R-square* 0,855 dan F-hitung 356,617 dengan nilai *sig* 0,000 menunjukkan bahwa kemampuan variable-variabel independen yang dimasukkan dalam model mampu menjelaskan 85,50 persen pada *level* 1%, sedangkan 14,50 persen dijelaskan oleh variable-variabel lain di luar model. Artinya bahwa risiko sistematis dipengaruhi oleh inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS), dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) sebesar 85,50 persen. Variabel-variabel tersebut merupakan variable faktor fundamental makroekonomi, sedangkan sisanya 14,50 persen disebabkan oleh faktor eksternal lainnya, seperti; kondisi politik, hukum, keamanan, budaya, dll.

Berdasarkan Tabel 3 tersebut di atas, menunjukkan bahwa model regresi memenuhi kesesuaian model (*goodness of fit*) dan dapat digunakan untuk memprediksi, karena model ini juga terbebas dari normalitas *error* dan asumsi klasik. Oleh karena itu, jika kita menggunakan model ini untuk memprediksikan risiko sistematis, maka menghasilkan nilai prediksi yang efisien (Best Linier Unbias Estimator).

6.3.2. Pengujian Regresi Model Empirik 2

Persamaan regresi 2 terdiri dari variable-variabel inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS), pertumbuhan ekonomi (PERKON), dan risiko sistematis (RISKSIS) sebagai variable independen, serta kinerja perusahaan (KINPER) sebagai variable dependen. Bentuk persamaannya adalah sebagai berikut:

$$KINPER = a_2 + b_{21}INF + b_{22}INT + b_{23}KURS + b_{24}PERKON + b_{25}RISKSIS + e_2$$

Pengujian regresi dilakukan dengan regresi berganda, dan menggunakan program SPSS 11. Ringkasan hasil pengujian regresi pada model 1 persamaan 2 dapat dilihat pada Tabel 4 berikut ini.

Tabel 4
Ringkasan Hasil Pengujian Regresi Model Persamaan 2

Model	Variable	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.052	.011		4.697	.000
	INF	-.002	.003	-.065	-.919	.359
	INT	.022	.010	.182	2.116	.035**
	KURS	-.022	.012	-.317	-1.881	.061***
	PERKON	-.001	.002	-.022	-.335	.738
	RISKSIS	-.069	.030	-.387	-2.322	.021**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.176(a)	.031	.011	.11595906	1.496

a Predictors: (Constant), RISKSIS, PERTEKON, INT, INF, KURS

b Dependent Variable: KINPER

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.104	5	.021	1.540	.178(a)
	Residual	3.241	241	.013		
	Total	3.344	246			

a Predictors: (Constant), RISKSIS, PERTEKON, INT, INF, KURS

b Dependent Variable: KINPER

Sumber: Data output SPSS.

R-Square : 0,348. Keterangan : ** Signifikan pada level 5%.

F-hitung : 12,405. *** Signifikan pada level 10

Sig. : 0,000*

Berdasarkan pada Tabel 4 tersebut di atas, maka persamaan regresinya dapat ditulis: $KINPER = -0,065INF + 0,182INT - 0,317KURD - 0,022PERKON$

- 0,387RISKSIS. Nilai koefisien inflasi (INF) sebesar -0,065 (negatif), berarti inflasi berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan (KINPER). Nilai koefisien tingkat bunga (INT) sebesar 0,1822 (positif), berarti tingkat bunga berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan (KINPER). Nilai koefisien kurs (KURS) sebesar -0,317 (negatif), berarti kurs berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan (KINPER). Nilai koefisien pertumbuhan ekonomi sebesar -0,022 (negatif), berarti pertumbuhan ekonomi berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan (KINPER). Nilai koefisien risiko sistematis (RISKSIS) sebesar -0,387 (negatif), berarti risiko sistematis berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan (KINPER).

Inflasi (INF) secara statistik berpengaruh tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan (KINPER). Tingkat bunga (INT) secara statistik berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan (KINPER) pada *level* 5%. Kurs (KURS) secara statistik berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan (KINPER) pada *level* 10%. Pertumbuhan ekonomi (PERKON) secara statistik berpengaruh tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan (KINPER). Sedangkan risiko sistematis (RISKSIS) secara statistik berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan (Y_2) pada *level* 5%.

Besarnya *R-square* 0,031 dan F-hitung 1,540 dengan nilai *sig* 0,178 menunjukkan bahwa kemampuan variable-variabel independen yang dimasukkan dalam model mampu menjelaskan 3,10 persen pada *level* 17,80%, sedangkan 96,20 persen dijelaskan oleh variable-variabel lain di luar model. Mengingat bahwa penelitian menggunakan *level* 5%, maka berdasarkan Tabel 2 tersebut di atas, menunjukkan bahwa model regresi tidak memenuhi kesesuaian model (*goodness of fit*) dan tidak dapat digunakan untuk memprediksi. Jika digunakan untuk memprediksi, maka hasilnya tidak efisien, sehingga model ini hanya digunakan untuk menjelaskan fenomena saja.

6.4. Pembahasan Hipotesis

Pengujian hipotesis penelitian dilakukan untuk menguji hipotesis yang telah diajukan sebelumnya. Pengujian dilakukan dengan melihat nilai t-hitung atau nilai *sig.* pada masing-masing variable independen di masing-masing persamaan.

6.4.1 Uji Hipotesis 1 (H_1)

Hipotesis 1 menyatakan bahwa inflasi berpengaruh positif signifikan terhadap risiko sistematis. Semakin tinggi inflasi, semakin tinggi risiko sistematis. Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien *beta* inflasi sebesar -0,167 tidak terbukti berpengaruh positif, akan tetapi berpengaruh negative terhadap risiko sistematis. Hasil pengujian secara statistik signifikan pada *level* 1% ($t_h = -6,597$; dengan nilai *sig-t* = 0,000). Oleh karena itu, inflasi berpengaruh negative dan signifikan terhadap risiko sistematis, semakin tinggi inflasi semakin rendah risiko sistematis.

Nilai koefisien *beta* regresi inflasi negative sama dengan hasil penelitian dari Tandelilin (1997) dan tidak sesuai dengan perkiraan sebelumnya. Hasil penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian dari Zubaidah (2004) yang menghasilkan nilai koefisien *beta* regresi positif. Kedua penelitian tersebut menghasilkan nilai *sig-t* lebih besar dari 0,05 sedangkan hasil penelitian ini menghasilkan nilai *sig-t* lebih kecil dari 0,05. Jadi, hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian dari Tandelilin (1997) dan Zubaidah (2004). Meskipun hasil penelitian ini secara statistik signifikan pada *level* kurang dari 1%, namun disimpulkan bahwa hipotesis 1 (H_1) **ditolak** karena koefisiennya negatif tidak sesuai dengan pernyataan hipotesis.

Ditemukannya hasil pengaruh inflasi yang negatif dan signifikan terhadap risiko sistematis, menunjukkan bukti empiris yang tidak sesuai dengan teori ekonomi. Fenomena ini memberikan pemahaman empiris bagi manajemen bahwa kenaikan inflasi perusahaan-perusahaan manufaktur di BEI selama periode 2004 sampai dengan 2006 berdampak pada penurunan risiko sistematis. Kondisi ini terjadi karena kepemilikan saham perusahaan manufaktur di BEI sebagian besar dikuasai oleh insider, dan hanya sedikit yang dimiliki publik.

6.4.2 Uji Hipotesis 2 (H_2)

Hipotesis 2 menyatakan bahwa tingkat bunga berpengaruh positif signifikan terhadap risiko sistematis. Semakin tinggi tingkat bunga, semakin tinggi risiko sistematis. Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien *beta* tingkat bunga sebesar 0,310 terbukti berpengaruh positif terhadap risiko sistematis. Hasil penelitian ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan mendukung argumentasi teori investasi, bahwa tingkat bunga berpengaruh positif terhadap risiko sistematis. Hasil pengujian ini juga sesuai dengan hasil penelitian dari Tandelilin (1997), yang juga menghasilkan nilai koefisien *beta* tingkat bunga positif terhadap risiko sistematis.

Hasil pengujian secara statistik signifikan pada *level* 1% ($t_h = 11,676$; dengan nilai *sig-t* = 0,000). Jadi, tingkat bunga berpengaruh positif dan signifikan terhadap risiko sistematis. Meskipun hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian dari Eduardus (1997) yang menghasilkan nilai koefisien *beta* regresi tingkat bunga positif. Akan tetapi hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian dari Tandelilin (1997), karena hasil penelitian Tandelilin (1997) secara statistik tidak signifikan.

Hasil penelitian ini juga tidak sesuai dan tidak mendukung penelitian dari Haryanto dan Riyarno (2007), yang menemukan tingkat bunga berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap risiko sistematis. Berdasarkan hasil pengujian secara statistik tersebut di atas, maka dapat disimpulkan bahwa hipotesis 2 (H_2) **diterima**, semakin tinggi tingkat suku bunga, semakin tinggi risiko sistematis.

Hasil penelitian ini memberikan pemahaman empirik bagi manajemen bahwa jika tingkat suku bunga naik, maka risiko sistematis meningkat. Kondisi

ini terjadi karena manajemen perusahaan-perusahaan yang diobservasi lebih memilih penggunaan hutang untuk membiayai usahanya melalui kebijakan pendanaan. Penggunaan utang akan menyebabkan beban tetap meningkat, akibatnya jika hutang bertambah, maka risiko perusahaan akan meningkat.

6.4.3 Uji Hipotesis 3 (H₃)

Hipotesis 3 menyatakan bahwa kurs berpengaruh positif dan signifikan terhadap risiko sistematis. Semakin tinggi nilai rupiah terhadap dolar (kurs), semakin tinggi risiko sistematis. Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien *beta* kurs sebesar -0,928 tidak terbukti berpengaruh positif terhadap risiko sistematis. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan juga tidak sesuai dengan argumentasi teori investasi. Namun hasil pengujian ini sesuai dengan hasil penelitian Siti (2004) yang menghasilkan nilai koefisien *beta* kurs negatif terhadap *beta* saham syariah.

Hasil pengujian secara statistik signifikan pada *level* 1% ($t_h = -35,747$; dengan nilai $sig-t = 0,000$). Jadi, berdasarkan pengujian secara statistik kurs berpengaruh negatif dan signifikan terhadap risiko sistematis. Namun demikian, disimpulkan bahwa hipotesis 3 (H₃) **ditolak**, karena koefisien arahnya negatif. Hasil penelitian ini mendukung penelitian dari Auliyah dan Hamzah (2006), yang menemukan kurs berpengaruh negatif dan signifikan pada *beta* saham. Akan tetapi hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian dari Zubaidah (2004) yang menemukan perubahan kurs berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap *beta* saham Syariah. Hasil penelitian ini juga tidak mendukung temuan dari Haryanto dan Riyatno (2007), yang menemukan bahwa kurs berpengaruh positif dan signifikan terhadap risiko sistematis.

6.4.4 Uji Hipotesis 4 (H₄)

Hipotesis 4 menyatakan bahwa pertumbuhan ekonomi berpengaruh negative dan signifikan terhadap risiko sistematis. Semakin tinggi pertumbuhan ekonomi, semakin rendah risiko sistematis. Hasil pengujian regresi menunjukkan nilai koefisien *beta* pertumbuhan ekonomi sebesar 0,058 berpengaruh positif terhadap risiko sistematis. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan perkiraan sebelumnya, dan juga tidak sesuai dengan hasil penelitian dari Tandelilin (1997), dan Auliyah dan Hamzah (2006), yang menghasilkan nilai koefisien *beta* negative. Tandelilin (1997), menemukan bahwa GDP berpengaruh negative dan signifikan terhadap risiko sistematis pada *level* 10%. Sedangkan Auliyah dan Hamzah (2006), menemukan bahwa GDP berpengaruh negative dan signifikan terhadap *beta* saham pada *level* 5%.

Hasil pengujian secara statistik pertumbuhan ekonomi berpengaruh signifikan pada *level* kurang dari 5% ($t_h = 2,335$; dengan nilai $sig-t = 0,020$). Jadi berdasarkan hasil pengujian secara statistik tersebut di atas, pertumbuhan ekonomi berpengaruh positif dan signifikan terhadap risiko sistematis. Namun demikian, disimpulkan bahwa hipotesis 4 (H₄) **ditolak**, karena koefisien arahnya positif.

6.4.5 Uji Hipotesis 5 (H_5)

Hipotesis 5 menyatakan bahwa inflasi berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja perusahaan. Semakin tinggi inflasi, semakin rendah kinerja perusahaan. Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien *beta* inflasi sebesar -0,065 terbukti berpengaruh negative terhadap kinerja perusahaan. Hasil pengujian secara statistik tidak signifikan pada *level* 5% ($t_h = -0,919$; dengan nilai *sig-t* = 0,359). Oleh karena itu, inflasi berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan.

Hasil penelitian ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan mendukung argumentasi teori investasi, yaitu bahwa inflasi berpengaruh negative terhadap ROA. Namun pengaruh tersebut secara statistik tidak signifikan, sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis 5 (H_5) **ditolak**, karena secara statistik signifikan pada *level* 35,90%, sedangkan penelitian menggunakan *level* 5%.

6.4.6 Uji Hipotesis 6 (H_6)

Hipotesis 6 menyatakan bahwa tingkat bunga berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Semakin tinggi tingkat bunga, semakin rendah kinerja perusahaan. Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien *beta* tingkat bunga sebesar 0,182 tidak terbukti berpengaruh negative terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan tidak mendukung logika teori investasi, bahwa tingkat bunga berpengaruh negative terhadap kinerja perusahaan.

Hasil pengujian secara statistik signifikan pada *level* 5% ($t_h = 2,166$; dengan nilai *sig-t* = 0,035). Jadi, berdasarkan pengujian secara statistik tingkat bunga berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis 6 (H_6) **ditolak**, karena koefisien arahnya positif.

Hasil penelitian ini memberikan pemahaman empirik bagi manajemen bahwa jika tingkat suku bunga naik, maka kinerja perusahaan meningkat. Kondisi ini terjadi karena manajemen berhasil mempertahankan stabilitas labanya melalui kebijakan *earning management*, akibatnya meskipun tingkat bunga naik, kinerja perusahaan juga naik. Hal ini juga ditunjukkan dari besarnya nilai *mean* (0,0363) yang lebih besar dari nilai *mode* (0,0023), yang berarti lebih banyak perusahaan-perusahaan yang diobservasi menghasilkan kinerja perusahaan yang tinggi.

6.4.7 Uji Hipotesis 7 (H_7)

Hipotesis 7 menyatakan bahwa kurs berpengaruh negative dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Semakin tinggi nilai tukar rupiah (kurs) terhadap dolar (\$), semakin rendah kinerja perusahaan, karena tingginya nilai tukar rupiah terhadap dolar menggambarkan nilai kurs melemah. Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien *beta* kurs sebesar -0,317 terbukti berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan

perkiraan sebelumnya dan sesuai dengan argumentasi teori investasi, bahwa kurs berpengaruh negative terhadap kinerja perusahaan.

Hasil pengujian secara statistik kurs berpengaruh signifikan pada *level* kurang dari 10% ($t_h = -1,881$; dengan nilai *sig-t* = 0,061). Jadi, kurs berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan pada *level* kurang dari 10%. Sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis 7 (H_7) **ditolak** pada *level* 5%, tetapi **diterima** pada *level* 10%.

6.4.8 Uji Hipotesis 8 (H_8)

Hipotesis 8 menyatakan bahwa pertumbuhan ekonomi berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Semakin tinggi pertumbuhan ekonomi, semakin tinggi kinerja perusahaan. Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien *beta* pertumbuhan ekonomi sebesar -0,022 berpengaruh negative terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hasil perkiraan sebelumnya dan tidak sesuai dengan argumentasi teori investasi bahwa pertumbuhan ekonomi berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Hasil pengujian secara statistik pertumbuhan ekonomi berpengaruh negatif dan tidak signifikan pada *level* 5% ($t_h = -0,335$; dengan nilai *sig-t* = 0,738) terhadap kinerja perusahaan. Jadi, berdasarkan pengujian secara statistik pertumbuhan ekonomi berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan, sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis 8 (H_8) **ditolak**. Hasil pengujian ini mendukung hasil penelitian dari Ritter (2004), yang menemukan bahwa *income per capita* berhubungan negative dengan *return equity*.

6.4.9 Uji Hipotesis 9 (H_9)

Hipotesis 9 menyatakan bahwa risiko sistematis berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Semakin tinggi risiko sistematis, semakin tinggi kinerja perusahaan. Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien *beta* risiko sistematis sebesar -0,387 terbukti berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan sesuai dengan argumentasi teori investasi, bahwa risiko sistematis berpengaruh negative terhadap kinerja perusahaan.

Hasil pengujian secara statistik risiko sistematis berpengaruh negative dan signifikan pada *level* kurang dari 5% ($t_h = -2,322$; dengan nilai *sig-t* = 0,021) terhadap kinerja perusahaan. Jadi, berdasarkan pengujian secara statistik tersebut di atas, risiko sistematis berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Sehingga disimpulkan bahwa hipotesis 9 (H_9) **diterima**, semakin tinggi risiko sistematis, semakin rendah kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Anuchitworawong (2000), yang menemukan bahwa *business risk* sebelum masa krisis tahun 1996 dan sesudah masa krisis tahun 2000 berpengaruh negative dan signifikan terhadap ROA.

Hasil penelitian ini memberikan pemahaman empirik bagi manajemen bahwa jika risiko sistematis naik, maka kinerja perusahaan menurun. Kondisi ini

menggambarkan bahwa kinerja perusahaan (ROA) sebagai hasil implementasi dari kebijakan perusahaan besar kecilnya dipengaruhi oleh volatilitas kondisi pasar. Kondisi pasar yang relatif stabil akan membuat kinerja perusahaan meningkat, karena manajemen dapat menjalankan kebijakan yang telah ditetapkannya dengan baik. Namun jika kondisi pasar tidak stabil dan cepat berubah, maka dapat menurunkan kinerja perusahaan, karena manajemen tidak dapat menjalankan kebijakannya dengan baik.

Kondisi pasar yang tidak stabil dan cepat berubah akan mengakibatkan risiko pasar meningkat, karenanya kegiatan perusahaan menurun, sehingga menurunkan pendapatan perusahaan. Menurunnya pendapatan perusahaan dapat berakibat pada penurunan laba perusahaan. Padahal indikator dari kinerja perusahaan ditunjukkan dari besarnya laba yang dihasilkan perusahaan. Sehingga dengan meningkatnya risiko pasar atau risiko sistematis akan menurunkan kinerja perusahaan.

6.5. Hasil Pengujian Mediasi

Berdasarkan analisis jalur pada model empirik penelitian menunjukkan bahwa tingkat bunga (INT) dapat berpengaruh langsung dan dapat berpengaruh tidak langsung ke kinerja perusahaan (KINPER). Kurs (KURS) berpengaruh langsung terhadap kinerja perusahaan (KINPER) pada *level* kurang dari 10% ($\text{sig-t} = 0,061$), sehingga pada *level* kurang dari 10% kurs dapat berpengaruh langsung dan tidak langsung terhadap kinerja perusahaan (KINPER). Sedangkan inflasi (INF) dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) berpengaruh tidak langsung terhadap kinerja perusahaan (KINPER).

Besarnya pengaruh tidak langsung tingkat bunga (INT) terhadap kinerja perusahaan (KINPER) adalah $(0,310) \times (0,387) = 0,11997$. Besarnya pengaruh langsung tingkat bunga (INT) terhadap kinerja perusahaan (KINPER) 0,182. Besarnya koefisien pengaruh tidak langsung 0,11997 atau 0,120 lebih kecil dari koefisien pengaruh langsung 0,182. Jadi, dapat disimpulkan bahwa pengaruh yang sebenarnya tingkat bunga (INT) terhadap kinerja perusahaan (KINPER) adalah pengaruh langsung, karena pengaruh langsung lebih efektif daripada melalui risiko sistematis (RISKSIS).

Pada *level* kurang dari 10%, pengaruh nilai kurs (KURS) terhadap kinerja perusahaan (KINPER) dapat secara langsung dan tidak langsung. Sedangkan pada *level* kurang dari 5%, pengaruh nilai kurs (KURS) terhadap kinerja perusahaan (KINPER) merupakan pengaruh tidak langsung, yaitu dimediasi oleh risiko sistematis. Besarnya pengaruh tidak langsung nilai kurs (KURS) terhadap kinerja perusahaan (KINPER) adalah $(0,928) \times (0,387) = 0,359$. Besarnya pengaruh langsung nilai kurs (KURS) terhadap kinerja perusahaan (KINPER) 0,317. Besarnya koefisien pengaruh tidak langsung 0,359 lebih besar dari koefisien pengaruh langsung 0,317. Jadi, dapat disimpulkan bahwa pada *level* kurang dari 10%, pengaruh yang sebenarnya nilai kurs (KURS)

terhadap kinerja perusahaan (KINPER) adalah pengaruh tidak langsung, yaitu dimediasi oleh risiko sistematis karena pengaruh tidak langsung lebih efektif daripada pengaruh langsung.

Sedangkan inflasi (INF), dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) berpengaruh tidak langsung terhadap kinerja perusahaan (KINPER). Hal ini berarti bahwa inflasi (INF) dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) dalam mempengaruhi kinerja perusahaan (KINPER) mutlak dimediasi atau melalui risiko sistematis (RISKSIS). Jadi dapat disimpulkan bahwa risiko sistematis (RISKSIS) mutlak merupakan *variable intervening* atau mediasi dari variabel inflasi (INF) dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) dalam mempengaruhi kinerja perusahaan (KINPER).

7. Kesimpulan dan Saran

Berdasarkan hasil analisis, maka dapat diberikan beberapa kesimpulan dan saran sebagai berikut:

7.1. Kesimpulan

Seperti telah dijelaskan di atas bahwa studi ini dimaksudkan untuk melakukan pengujian terhadap variabel-variabel makroekonomi dan risiko sistematis dalam mempengaruhi kinerja perusahaan. Untuk menjawab permasalahan tersebut, telah dikembangkan 9 hipotesis, dan setelah diuji dengan menggunakan uji statistik, yaitu uji t dan signifikansi t (*sig-t*), maka dapat disimpulkan sebagai berikut:

Pertama: bahwa seluruh variabel makroekonomi berpengaruh signifikan terhadap risiko sistematis pada *level* kurang dari 1%, kecuali pertumbuhan ekonomi pada *level* kurang dari 5%. Namun demikian yang mendukung dan sesuai dengan teori ekonomi dan perkiraan sebelumnya hanya tingkat bunga.

Kedua: bahwa dari variabel makroekonomi yang berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan hanya tingkat bunga dan kurs. Tingkat bunga berpengaruh positif signifikan pada *level* kurang dari 5%, sedangkan kurs berpengaruh negatif signifikan pada *level* kurang dari 10%. Jadi yang mendukung dan sesuai dengan teori ekonomi adalah kurs, semakin tinggi kurs, semakin rendah nilai perusahaan.

Ketiga: risiko sistematis berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan pada *level* kurang dari 5%. Dengan demikian, semakin tinggi risiko sistematis, semakin rendah kinerja perusahaan.

Keempat: Risiko sistematis merupakan variabel *intervening* yang memediasi hubungan antara faktor fundamental makroekonomi; inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi dengan kinerja perusahaan.

7.2. Saran-saran

Secara keseluruhan variabel-variabel faktor fundamental makroekonomi menentukan risiko sistematis, dan tingkat bunga merupakan variabel yang paling sesuai dengan logika teori ekonomi dalam mempengaruhi risiko sistematis.

7.2.1. Mengingat bahwa dari variabel makro ekonomi yang berpengaruh signifikan adalah tingkat bunga dan kurs, maka manajemen harus memperhatikan secara serius pergerakan tingkat bunga dan kurs untuk menjaga stabilitas usahanya.

7.2.2. Risiko sistematis terbukti berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan, maka manajemen harus mampu menjaga stabilitas harga saham dengan cara mempertahankan stabilitas laba untuk meningkatkan kepercayaan para pelaku bursa terhadap perusahaan.

8. Keterbatasan Penelitian

Berdasarkan temuan-temuan seperti yang telah dijelaskan di atas, maka penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan, antara lain:

8.1. Pada persamaan 2 menghasilkan *R-square* yang sangat rendah terhadap kinerja perusahaan (0,031) atau 3,10 %. Meskipun sebenarnya hal ini disebabkan karena faktor fundamental makroekonomi tidak berpengaruh secara langsung terhadap kinerja perusahaan melainkan melalui variabel mediasi, yaitu risiko sistematis.

8.2. Penelitian ini juga memiliki keterbatasan dalam penjelasan deskriptif kualitatif, khususnya pada variabel-variabel fundamental makroekonomi, karena beberapa dari variabel-variabel tersebut ada yang kontradiktif dalam mempengaruhi risiko sistematis dan kinerja perusahaan, tidak sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan teori ekonomi.

9. Agenda Penelitian Mendatang

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan antara lain yang sangat mendasar, yaitu bahwa beberapa hasil temuan tidak sesuai dengan logika teori ekonomi. Untuk memperbaikinya, maka pada penelitian mendatang beberapa hal perlu diperbaiki;

9.1. Pada penelitian mendatang perlu ditambah periode waktunya yang lebih panjang, misalkan 5 tahun untuk memperbaiki data.

9.2. Nilai *R-square* pada persamaan 2 sangat rendah, maka berarti variasi variabel independen yang ada dalam model tidak mampu menjelaskan secara baik variabel dependennya, sehingga pada penelitian mendatang perlu menambah variabel baru dari unsur faktor fundamental perusahaan.