

RETURN SAHAM, INFLASI, DAN STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP RISIKO INVESTASI

Siti Komariah
Julenah
M. Chudori

Universitas Widyatama
Jl. Cikutra No. 204A Bandung, 40125

Abstract:

The economic crisis in Indonesia had an impact on the declining performance of the company's fundamentals on the stock market. This degradation was caused by a failure in risk management, especially the unsystematic risk. Many companies could not manage their debt policy, investment decision, earnings management, liquidity, and ownership structure that had implications for the risk. The objective of this research was to investigate the effect of stock return, inflation and ownership structure to investment risk of manufacturer industries in 2003-2009. Population of this research was manufacturing companies listed in BEI. The sampling method used in this research was purposive sampling and the results were 126 companies based on the criteria of the sample. Polling data method and judgment sampling were used to collect the data and two stage least squares (2 SLS) were as the analysis method. Based on the hypothesis test, it could be summarized that all predictors had a significant effect simultaneously. Result of the 1st model showed that only investment and profitability effect to stock return partially; 2nd model, SBI, KURS, and M2 had an effect to the inflation partially; 3rd model was only dividend payout ratio and debt to equity ratio effected to ownership structure partially; 4th model showed that only return variable significantly influenced to investment risk partially.

Key words: stock return, inflation, ownership structure, investment risk

Sebagaimana dipahami, pasar modal merupakan kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek tersebut. Pasar modal bertindak sebagai penghubung antara para investor dengan perusahaan ataupun institusi pemerintah melalui perdagangan sekuritas.

Di dalam teori investasi dikatakan bahwa setiap sekuritas akan menghasilkan *return* dan

risiko. *Return* merupakan tingkat pengembalian dari nilai investasi yang diserahkan oleh investor, sedangkan risiko adalah perbedaan *return* yang diharapkan dengan *return* yang terelisasi dari sekuritas tersebut. Orang seringkali mengibaratkan *return* dan risiko sebagai dua sisi dalam mata uang dimana *return* yang tinggi akan mempunyai risiko yang tinggi dan *return* yang rendah akan mempunyai risiko yang rendah juga (Haryanto & Riyatno, 2007).

Korespondensi dengan Penulis:

Siti Komariah: Telp. + 62 22 727 5855 Ext. 258; Faks. +62 22 720 2997

E-mail: siti.komariah@widyatama.ac.id

Memahami seluk-beluk investasi sangat penting bagi para investor. Selain *return* saham, terdapat faktor makro nasional yang dapat memengaruhi risiko investasi. Inflasi juga memengaruhi nilai uang yang diinvestasikan oleh investor. Inflasi itu akan menggerus keuntungan investasi para investor. Kombinasi ekonomi yang buruk dan peningkatan biaya produksi membuat kinerja perusahaan itu juga memburuk. Dalam Pengujian-pengujian yang dilakukan pada pasar modal di Indonesia banyak diilhami oleh penelitian-penelitian terdahulu yang dilakukan di negara lain, seperti penelitian Tandelilin (1997) yang ingin membuktikan bahwa variabel makro memengaruhi risiko. Penelitian lain yang membuktikan bahwa variabel ekonomi memengaruhi risiko investasi ditunjukkan oleh Widjaja (2004). Widjaja (2004) membuktikan bahwa variabel inflasi memengaruhi risiko investasi.

Selain faktor *return* saham dan inflasi, struktur kepemilikan (*ownership structure*) juga sangat berpengaruh terhadap besar kecilnya risiko investasi. Para pemegang saham, melalui manajemen, bisa menyebabkan perusahaan memutuskan untuk melaksanakan sebuah proyek investasi baru yang memiliki tingkat risiko yang lebih besar dari yang diharapkan oleh kreditor dan dengan ekspektasi keuntungan yang lebih besar pula. Kenaikan risiko ini akan menyebabkan *return* yang diharapkan (*required rate of return*) atas utang semakin tinggi yang pada gilirannya akan membuat nilai atas surat utang yang diterbitkan perusahaan menurun. Jika proyek investasi berhasil, maka semua keuntungan akan mengalir kepada pemegang saham, karena *return* yang diterima kreditor tetap. Sebaliknya jika proyek gagal, maka kreditor menerima bagian atas kegagalan tersebut. Karena kreditor melalui perjanjian utang akan cenderung membatasi dividen maka diharapkan terdapat hubungan negatif antara *agency problem* yang terjadi antara kreditor dengan pemegang saham dengan dividen.

Industri manufaktur boleh jadi merupakan sosok yang paling menggambarkan problematika

perekonomian Indonesia dewasa ini. Di era dunia datar (*flat world*) yang dipicu oleh globalisasi dan liberalisasi, industri manufaktur berada di lini terdepan dalam pertarungan menghadapi persaingan. Hal ini disebabkan industri manufaktur merupakan satu dari tiga sektor *tradables*. Dua sektor lainnya ialah pertanian serta pertambangan & galian.

HIPOTESIS

Pengaruh Kebijakan Pendanaan (DER) terhadap Return Saham

Setiap perusahaan menginginkan adanya kelangsungan operasinya dan pertumbuhan di masa yang akan datang. Salah satu keputusan penting yang harus dilakukan manajer (keuangan) dalam kaitannya dengan kelangsungan operasi perusahaan adalah keputusan pendanaan atau keputusan struktur modal. Menurut De Angelo & Masulis (1980), menyatakan bahwa pendanaan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Apabila pendanaan didanai melalui utang, peningkatan tersebut terjadi akibat dari efek *tax deductible*. Artinya, perusahaan yang memiliki utang akan membayar bunga pinjaman yang dapat mengurangi penghasilan kena pajak, dan dapat memberi manfaat bagi pemegang saham. Selain itu, penggunaan dana eksternal akan menambah pendapatan perusahaan yang nantinya akan digunakan untuk kegiatan investasi yang menguntungkan bagi perusahaan. Hal ini tentunya akan meningkatkan harga saham perusahaan. Pernyataan ini sesuai dengan penelitian Haruman (2006) dan Ulupui (2006), Pribawanti (2007). Dari penjelasan tersebut, maka penulis mengambil hipotesis sebagai berikut:

H₁: Keputusan pendanaan (DER) berpengaruh terhadap *return* saham

Pengaruh Investasi terhadap Return Saham

Persoalan mengenai investasi berhubungan dengan masalah sumber dana untuk investasi, umur ekonomis dari investasi tersebut, dan yang

paling penting adalah mengenai *expected return* dari investasi tersebut. Setiap perusahaan tentunya tidak ingin dana atau modal yang dimiliki terbuang percuma tanpa mendapatkan hal yang sesuai dengan yang diharapkan. Sehingga kebijakan mengenai investasi sangat berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Jika salah dalam mengambil kebijakan dalam investasi maka akan mengakibatkan kinerja menurun. Investasi yang dilakukan perusahaan pada dasarnya adalah untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan dan mencapai tujuan perusahaan di dalam mensejahterakan para pemegang saham sehingga nilai perusahaan dapat meningkat. Myers (1977) menyatakan bahwa nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi dan pengeluaran *discretionary* di masa yang akan datang. Fama (1978) menyatakan bahwa nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi. Sehingga, hubungan investasi dengan *return* saham adalah positif sesuai dengan hasil penelitian Yuniningsih (2002) dan Haruman (2006). Dari penjelasan tersebut, maka penulis mengambil hipotesis sebagai berikut:

H₂: Investasi berpengaruh terhadap *return* saham

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap *Return* Saham

Untuk mencapai tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan kesejahteraan para pemegang saham atau nilai perusahaan, manajer akan mengambil keputusan (*corporate action*) sesuai dengan apa yang menurut manajer benar, salah satunya dengan membagikan dividen atau menahan laba. Semakin besar dividen yang dibagikan kepada pemegang saham, maka kinerja emiten atau perusahaan akan dianggap semakin baik pula dan pada akhirnya perusahaan yang memiliki kinerja yang baik dianggap menguntungkan dan tentunya penilaian terhadap perusahaan tersebut akan semakin baik pula (Sujoko dan Soebiantoro, 2007 dan Murhadi, 2008). Persepsi investor tersebut akan memengaruhi

nilai perusahaan. Hal ini didukung oleh Gordon (1963) dan Bhattacharya (1979) dengan *bird in the hand theory* yang menjelaskan bahwa investor menyukai dividen yang tinggi karena dividen yang diterima seperti burung di tangan yang risikonya lebih kecil dibandingkan dengan dividen yang tidak dibagikan. Berbeda dengan teori tersebut, Modigliani dan Miller berpendapat bahwa dividen tidak relevan terhadap nilai perusahaan. Dari penjelasan tersebut, maka penulis mengambil hipotesis sebagai berikut:

H₃: Kebijakan dividen (DPR) berpengaruh terhadap *return* saham

Pengaruh Likuiditas terhadap *Return* Saham

Likuiditas merupakan rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan di dalam membayarkan kewajiban-kewajiban jangka pendeknya. Semakin tinggi rasio ini, maka semakin lancar sebuah perusahaan membayarkan kewajiban-kewajibannya. Apabila likuiditas perusahaan tinggi, maka persepsi investor terhadap perusahaan akan semakin baik. Jika persepsi ini terus bertahan, maka hal ini akan meningkatkan permintaan saham terhadap perusahaan sehingga harga saham perusahaan akan semakin tinggi. Jika tahun ke tahun harga saham meningkat, maka *return* saham pun akan tinggi (Agung, 2004 dan Zulvita, 2006). Pengaruh likuiditas terhadap *return* saham ini diteliti juga oleh Ulupui (2007) dengan hasil berpengaruh positif. Hal ini mengindikasikan bahwa pemodal akan memperoleh *return* yang lebih tinggi jika kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendeknya semakin tinggi. Dari penjelasan di atas, maka penulis mengambil hipotesis sebagai berikut:

H₄: Likuiditas berpengaruh terhadap *return* saham

Pengaruh Profitabilitas terhadap *Return* Saham

ROA adalah salah satu faktor untuk menentukan suatu keuntungan (*return*) yang diharapkan

pada suatu perusahaan dengan risiko yang melekat pada saham tersebut. Nilai inilah yang diestimasi oleh para pemodal atau analis, dan hasil dari estimasi ini dibandingkan dengan nilai saham pasar sekarang (*current market price*) sehingga dapat diketahui saham-saham yang *overprice* maupun yang *underprice*. Penelitian oleh Haryanto & Sugiharto (2003) mengatakan bahwa profitabilitas perusahaan adalah salah satu cara untuk menilai secara tepat sejauh mana tingkat pengembalian yang akan didapat dari aktivitas investasinya. Jika kondisi perusahaan dikategorikan menguntungkan atau menjanjikan keuntungan di masa mendatang maka banyak investor yang akan menanamkan dananya untuk membeli saham perusahaan tersebut. Dan hal itu tentu saja mendorong harga saham naik menjadi tinggi. Karena harga saham merupakan refleksi dari nilai perusahaan yang bersangkutan, maka dengan harga saham yang naik dapat dikatakan nilai perusahaan tersebut pun tinggi. Sehingga profitabilitas memiliki pengaruh positif dengan *return* saham sesuai dengan hasil penelitian Soejoto (2001), Kennedy (2003), Pribawanti (2007), dan Sujoko & Soebiantoro (2007). Dari penjelasan tersebut, maka penulis mengambil hipotesis sebagai berikut:

H₅: Profitabilitas berpengaruh terhadap *return* saham

Pengaruh Suku Bunga terhadap Inflasi

Di Indonesia sampai dengan saat ini, suku bunga SBI masih merupakan rujukan bagi perkembangan suku bunga di pasar uang, terutama suku bunga Pasar Uang Antar Bank (PUAB) selain suku bunga dana berupa giro, tabungan dan deposito. Dalam mencapai tujuan akhir pencapaian target inflasi maka pemahaman akan perilaku suku bunga sangat dibutuhkan. Kebijakan moneter yang menetapkan inflasi sebagai sasaran target akan disrespon oleh masyarakat melalui ekspektasi inflasi. Apabila target yang ditetapkan bank sentral tercapai maka tingkat ekspektasi masyarakat juga akan

mengarah pada target inflasi tersebut. Dengan pertimbangan bahwa dengan tingginya suku bunga dalam negeri maka akan menyebabkan adanya aliran modal dari luar negeri ke Indonesia. Aliran modal ini pada gilirannya akan menyebabkan besarnya permintaan rupiah sehingga akan menaikkan harga rupiah itu sendiri, dapat meningkatkan uang yang beredar di masyarakat sehingga dapat menimbulkan inflasi. Hal ini menunjukkan bahwa SBI memiliki pengaruh dengan arah hubungan positif dengan inflasi. Hal ini sesuai dengan penelitian Ardiansyah (2003), Andrianus & Niko (2006), dan Endri (2008). Dari penjelasan tersebut, maka penulis mengambil hipotesis sebagai berikut:

H₆: Suku bunga berpengaruh terhadap inflasi

Pengaruh Nilai Tukar Rp terhadap US\$ (Kurs) terhadap Inflasi

Perubahan-perubahan nilai tukar secara langsung dapat memengaruhi harga-harga domestik melalui perubahan-perubahan harga barang-barang konsumsi yang diimpor, dan secara tidak langsung memengaruhi harga produsen dan konsumen domestik yang menyebabkan perubahan-perubahan biaya produksi melalui harga input yang diimpor. Pergerakan-pergerakan nilai tukar juga menyebabkan perubahan-perubahan harga relatif melalui pergeseran permintaan terhadap barang-barang luar negeri (barang-barang dalam negeri) terhadap barang-barang dalam negeri (barang-barang luar negeri) dan pergeseran-pergeseran permintaan tersebut memengaruhi harga domestik (Kim, 1995). Dampak kenaikan permintaan ini pada akhirnya akan menaikkan harga. Kenaikan harga secara serempak ini memicu terjadinya inflasi. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian Sasana (2004), Rahmat (2008), dan Endri (2008). Dari penjelasan tersebut, maka penulis mengambil hipotesis sebagai berikut:

H₇: Nilai tukar Rp terhadap US\$ (kurs) berpengaruh terhadap inflasi

Pengaruh Uang Beredar (M2) terhadap Inflasi

Pemerintah melalui Bank Sentral mempunyai tujuan untuk mencapai dan memelihara kestabilan harga, yang tercermin dari tingkat inflasi yang rendah dan stabil. Untuk memenuhi kewajibannya tersebut, bank sentral menjalankan serangkaian kebijakan moneter guna mengendalikan jumlah uang beredar dalam perekonomian. Perubahan jumlah uang beredar akan memengaruhi permintaan masyarakat terhadap barang dan jasa secara agregat. Di samping itu, jumlah uang beredar yang berlebihan dalam perekonomian yang menganut sistem nilai tukar fleksibel akan memberikan tekanan terhadap nilai tukar mata uang domestik terhadap mata uang asing. Nilai tukar yang terdepresiasi akan menimbulkan substitusi impor dan meningkatkan permintaan luar negeri terhadap produk domestik. Kondisi permintaan agregat apabila tidak dapat dipenuhi oleh penawaran agregat, akan mendorong terjadinya kenaikan harga. Jumlah uang beredar yang berlebihan dalam perekonomian yang menganut sistem nilai tukar fleksibel akan memberikan tekanan terhadap nilai tukar mata uang domestik terhadap mata uang asing. Nilai tukar yang terdepresiasi akan menimbulkan substitusi impor dan meningkatkan permintaan luar negeri terhadap produk domestik. Kondisi permintaan agregat yang tidak dapat diimbangi dengan penawaran agregat, akan mendorong terjadinya kenaikan harga (Sasana, 2004; Rahmat, 2008; dan Yunan, 2009). Dari penjelasan tersebut, maka penulis mengambil hipotesis sebagai berikut:

H_8 : Jumlah uang yang beredar (M2) berpengaruh terhadap inflasi

Pengaruh Keputusan Pendanaan terhadap Struktur Kepemilikan

Manajerial ownership dan investor institusional dapat memengaruhi keputusan pencarian dana apakah melalui utang atau *right issue*. Jika pendanaan diperoleh melalui utang berarti rasio utang

terhadap *equity* akan meningkat, sehingga akhirnya akan meningkatkan risiko. Chen & Steiner (1999) yang menambahkan bahwa kepemilikan manajerial menyebabkan penurunan utang karena adanya substitusi monitoring. Sehingga kepemilikan manajerial bisa menggantikan peranan utang dalam mengurangi *agency cost*. Friend & Lang (1988), menunjukkan bahwa *debt ratio* mempunyai hubungan negatif dengan kepemilikan manajerial. Ini menunjukkan bahwa penggunaan utang akan semakin berkurang seiring dengan meningkatnya kepemilikan manajerial didalam perusahaan. Kim & Sorensen (1986), serta Mehran (1992) menguji pengaruh kepemilikan manajerial terhadap rasio utang perusahaan, hasilnya terdapat hubungan yang positif antara kepemilikan manajer dengan rasio utang. Namun, penelitian yang dilakukan oleh Jensen, *et al.* (1992), menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara persentase kepemilikan manajer dengan rasio utang. Hasil inipun konsisten dengan penelitian Mardiyah (2002). Berbeda dengan Suranta & Midiastuti (2003) dan Rahayu & Faisal (2005). Hasil penelitiannya menunjukkan hubungan positif antara struktur modal dengan struktur kepemilikan. Dari penjelasan tersebut, maka penulis mengambil hipotesis sebagai berikut:

H_9 : Keputusan pendanaan (DER) berpengaruh terhadap struktur kepemilikan

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Struktur Kepemilikan

Rozeff (1982) menyatakan bahwa pembayaran dividen adalah bagian dari monitoring. Perusahaan cenderung untuk membayar dividen yang tinggi jika manajer memiliki proporsi saham yang lebih rendah. Rozeff (1982) dan Easterbrook (1984) menyatakan bahwa pembayaran dividen pada pemegang saham akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen mirip dengan monitoring *capital market* yang terjadi jika perusahaan memperoleh

modal baru. Jensen, *et al.* (1992) menguji pengaruh *insider ownership* dan kebijakan dividen terhadap kebijakan utang (*debt ratio*), hasil lainnya bahwa *insider ownership* akan menyebabkan penurunan rasio pembayaran dividen. Hasil penelitian Chen & Steiner (1999) menyebutkan bahwa *managerial ownership* memiliki hubungan yang negatif dengan *debt* dan dividen. Hasil ini mengindikasikan bahwa *debt* dan dividen sebagai monitoring agen yang dapat mereduksi *agency cost*, sedangkan hasil Turiyasingura (2000) menyebutkan bahwa hubungan antara *managerial ownership* secara signifikan berhubungan positif. Berbeda dengan hasil penelitian Murhadi (2008), Kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap struktur kepemilikan. Dari penjelasan tersebut, maka penulis mengambil hipotesis sebagai berikut:

H₁₀: Kebijakan dividen (DPR) berpengaruh terhadap struktur kepemilikan

Pengaruh Agency Cost terhadap Struktur Kepemilikan

Perusahaan yang manajemennya juga sebagai pemegang saham (manajer pemilik) menyebabkan konflik kebijakan dividen semakin kecil. Jensen & Meckling (1976) berpendapat bahwa pemilik akan dapat meyakinkan dirinya bahwa agen akan membuat keputusan yang optimal bila diberikan insentif yang memadai. Salah satu caranya adalah dengan memberikan kepemilikan kepada manajemen. Biaya keagenan dalam suatu perusahaan yang dikelola oleh manajer pemilik akan lebih rendah karena ada kepentingan yang sama antara pemegang saham dan manajemen (Jensen & Meckling, 1976). Kondisi ini disebabkan oleh manajer pemilik tidak terlalu terbebani dengan kewajiban untuk mengatur laba (yang bersifat *moral hazard*). Demsetz & Lehn (1985) menyimpulkan bahwa konsentrasi kepemilikan digunakan perusahaan untuk menghilangkan masalah keagenan. Crutchley & Hansen (1989), Bathala, Moon, & Rao (1994) menyimpulkan bahwa level kepemilikan manajerial yang lebih

tinggi dapat digunakan untuk mengurangi masalah keagenan. Namun, menurut Faisal (2005), *agency cost* yang diukur oleh perputaran aktiva tidak berhubungan dengan kepemilikan. Berdasarkan penjelasan tersebut, dapat dikembangkan hipotesis berikut.

H₁₁: *Agency cost* berpengaruh terhadap struktur kepemilikan

Pengaruh Return Saham terhadap Risiko Investasi

Prasetyo (2003) melakukan penelitian yang bertujuan untuk mengetahui kinerja perusahaan yang terdaftar dalam JII (*Jakarta Islamic Index*). Penelitian ini menghasilkan kesimpulan tentang *return* dari perusahaan-perusahaan dan juga tingkat risikonya jika kita melakukan investasi di dalamnya. Tingkat pengembalian rata-rata saham syariah periode Juli-Desember 2003 sebesar 7,61% dan tingkat risiko rata-rata sebesar 12,40%. Hasil serupa diberikan oleh penelitian Limbong (2007); Dewantoro & Sinaga (2009) yang menjelaskan bahwa kenaikan *return* saham akan memicu kenaikan risiko di dalamnya. Berdasarkan penjelasan tersebut, dapat dikembangkan hipotesis berikut.

H₁₂: *Return* saham berpengaruh terhadap risiko investasi

Pengaruh Inflasi terhadap Risiko Investasi

Aliya (2002) melakukan penelitian tentang faktor makro dan mikro terhadap risiko investasi saham *property* di BEI. Dari hasil analisis regresi berganda yang digunakan dalam penelitian, dapat disimpulkan bahwa variabel bebas yang mempunyai pengaruh signifikan terhadap risiko investasi saham *property* adalah faktor makro yang terdiri dari nilai tukar dollar, tingkat inflasi, dan tingkat suku bunga. Penelitian yang telah dilakukan Tandililin (1997) mengenai penentuan faktor-faktor yang memengaruhi risiko sistematis yang terjadi di Indonesia. Hasil dari penelitian tersebut adalah

variabel-variabel ekonomi makro seperti, tingkat inflasi, tingkat suku bunga, dan perubahan GDP secara bersama-sama tidak berpengaruh signifikan terhadap risiko sistematis. Berdasarkan penjelasan tersebut, dapat dikembangkan hipotesis sebagai berikut.

H₁₃: Inflasi berpengaruh terhadap risiko investasi

Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Risiko Investasi

Manajemen pada umumnya merupakan kepangangan tangan dari golongan pemegang saham mayoritas tersebut. Dengan kondisi demikian, per-

usahaan publik khususnya di lingkungan pasar modal di Indonesia bisa dikatakan tidak atau belum memiliki makna sebagaimana namanya. Di dalam sebuah perusahaan selalu terdapat *agency conflict* antara manajemen dan pemilik. Terkadang keinginan pemilik dan manajemen berbeda. Manajemen sering melakukan tindakan oportunistik yang mengabaikan kepentingan para pemegang saham. Hal ini jelas akan berpengaruh pada nilai perusahaan yang tercermin dari harga saham. Jika perkembangan harga saham naik, maka akan berpengaruh pada *return* saham dan akan meningkatkan risiko investasi. Untuk itu penurunan risiko dapat diperkecil dengan pengelolaan *agency conflict* yang ter-

Tabel 1. Operasional Variabel

Variabel	Pengertian	Perhitungan	
Risiko investasi	Potensi kerugian yang diakibatkan oleh penyimpangan tingkat pengembalian yang diharapkan dengan tingkat pengembalian aktual	$E(R_i)^2$	Rasio
Return saham	Tingkat keuntungan dari perubahan harga saham	$\frac{P_n - P_{n-1}}{P_{n-1}}$	
Managerial ownership (OWN)	Tingkat kepemilikan saham pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan, diukur oleh proporsi saham yang dimiliki manajer pada akhir tahun yang dinyatakan dalam %	Persentase kepemilikan saham oleh manajerial perusahaan	Rasio
Investasi (INV)	Pertumbuhan total aset perusahaan dari tahun ke tahun yang menunjukkan perkembangan investasi perusahaan.	$\frac{Total\ Assets - Total\ Assets_{t-1}}{Total\ Assets_{t-1}}$	Rasio
Debt to equity ratio (DER)	Rasio untuk menentukan pembelanjaan atas aktiva dan sekaligus menggambarkan kebijakan utang.	$\frac{Total\ Debt}{Total\ Equity}$	Rasio
Dividend payout ratio (DPR)	Rasio pendistribusian laba yang dibagikan kepada pemegang saham.	$\frac{Dividen\ Per\ Lembar\ Saham}{EPS}$	Rasio
Profitability (PRO)	Kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dari modal yang diinvestasikannya.	$\frac{EAT}{TA}$	
Liquidity (LIQ)	Kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban-kewajibannya yang segera harus dipenuhi.	$\frac{Current\ Assets - Inventory}{Current\ Liabilities}$	Rasio
Tingkat inflasi (INFL)	Perbandingan tingkat harga pada satu tahun dengan tahun yang lainnya	$\frac{P_1 \times 100}{P_0}$	Rasio

jadi di dalam perusahaan. Pengelolaan *agency conflict* ini dapat dilakukan dengan pengurangan *agency cost* dengan penyesuaian kepemilikan oleh manajemen. Berdasarkan penjelasan tersebut, dapat dikembangkan hipotesis berikut.

H₁₄: Struktur kepemilikan berpengaruh terhadap risiko investasi

METODE

Populasi pada penelitian ini adalah perusahaan industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2003-2009. Kriteria penentuan sampel perusahaan adalah: (1) perusahaan yang telah terdaftar di BEI sejak tahun 2003 dan masih aktif sampai dengan tahun 2009, dan (2) menyampaikan laporan keuangan dan data lain di dalam *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD). Berdasarkan kriteria tersebut maka terdapat 128 perusahaan.

Variabel-variabel yang dioperasionalkan adalah semua variabel yang terkandung dalam hipotesis yang telah dirumuskan. Penelitian ini terdiri dari tujuh variabel utama: (1) risiko investasi (*RISK*); (2) *return* saham (*RETURN*) (3) inflasi (*INF*); dan (4) struktur kepemilikan (*OWN*), sedangkan variabel lain yang bertindak sebagai variabel control, adalah: (1) *debt to equity ratio* (*DER*); (2) *dividend payout ratio* (*DPR*) (3) *profitability* (*PRO*), (4) investasi (*INVST*); (5) likuiditas (*LIQ*); (6) suku bunga (*SBI*); (7) nilai tukar Rp terhadap US\$ (*KURS*); dan (8) jumlah uang beredar (*M2*); (9) biaya keagenan (*COST*).

Untuk mendapatkan kejelasan variabel dan penentuan data yang diperlukan, maka dari uraian tentang variabel-variabel penelitian di atas secara lengkap dapat dioperasionalkan sebagaimana ditunjukkan pada Tabel 1.

Model Persamaan Simultan

Model penelitian ini menggunakan *two-stage least square* (2SLS) dimana persamaan pada model 1 dan model 2 dan model 3 diregresikan kembali

ke model 4. Berdasarkan kerangka pemikiran dan hipotesis penelitian, keterkaitan antar variabel dalam penelitian ini dapat disusun 4 (model) model analisis dengan formulasi sebagai berikut:

Model 1

$$\text{RETURN} = \beta_{10} + \beta_{11}\text{DER} + \beta_{12}\text{INV} + \beta_{13}\text{DPR} + \beta_{14}\text{PRO} + \beta_{15}\text{LIQ} + \varepsilon_1 \text{Model 2}$$

Model 2

$$\text{NFL} = \beta_{20} + \beta_{21}\text{SBI} + \beta_{22}\text{KURS} + \beta_{23}\text{M2} + \varepsilon_2$$

Model 3

$$\text{OWN} = \beta_{30} + \beta_{31}\text{DER} + \beta_{32}\text{DPR} + \beta_{33}\text{COST} + \varepsilon_3$$

Model 4

$$\text{RISK} = \beta_{40} + \beta_{41}\text{E_RETURN} + \beta_{42}\text{E_INFL} + \beta_{43}\text{E_OWN} + \varepsilon_4$$

Keterangan:

RISK = Risiko investasi (variabel endogenus)

RETURN = *Return* saham (variabel endogenus)

INFL = Inflasi (variabel endogenus)

OWN = Kepemilikan manajerial (variabel endogenus)

DER = Keputusan pendanaan (variabel eksogenus)

INV = Keputusan investasi (variabel eksogenus)

DPR = Kebijakan dividen (variabel eksogenus)

PRO = *Profitability* (variabel eksogenus)

LIQ = *Liquidity* (variabel eksogenus)

COST = Biaya *agency* (variabel eksogenus)

SBI = Sertifikat Bank Indonesia (variabel eksogenus)

KURS = Nilai tukar Rp terhadap US\$ (variabel eksogenus)

M2 = Jumlah uang beredar (variabel eksogenus)

- β_{10} = intersep/konstanta pada persamaan ke-i
- β_{ij} = koefisien regresi untuk regressor ke-j pada persamaan ke-i
- β_i = *error term* untuk persamaan ke-i

linieritas, autokorelasi dan heteroskedastisitas, sehingga pengujian model regresi dapat dilakukan.

Deskriptif Statistik

Berdasarkan pengolahan data, maka hasil pengolahan statistik disajikan pada Tabel 3.

Dari formulasi tersebut, variabel-variabel return saham (*RETURN*), inflasi (*INFL*) dan struktur kepemilikan (*OWN*) bersifat saling menjelaskan atau merupakan variabel-variabel endogenus (*jointly dependent variables*). Dengan *regressor* yang terdiri dari variabel endogenus maka risiko juga merupakan variabel endogenus. Adanya variabel-variabel endogenus ini membuat model membentuk suatu model persamaan simultan.

Pada model *return* saham terlihat bahwa secara simultan variabel investasi, DER, DPR, likuiditas dan ROI berpengaruh terhadap *return* saham, sedangkan secara parsial hanya investasi, dan ROI yang berpengaruh terhadap *return* saham.

Pada model inflasi terlihat bahwa secara simultan dan parsial, variabel uang beredar, SBI dan kurs berpengaruh terhadap inflasi.

Pada model *ownership* terlihat bahwa secara simultan variabel DPR, DER dan *agency cost* berpengaruh terhadap *ownership*, sedangkan secara parsial hanya DPR dan DER yang berpengaruh terhadap *ownership*.

HASIL

Pengujian Asumsi Klasik

Dari keempat model (Tabel 2), semua bebas dari masalah normalitas, linieritas, multiko-

Tabel 2. Pengujian Asumsi Klasik

Pengujian	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
Normalitas	Berdistribusi Normal	Berdistribusi Normal	Berdistribusi Normal	Berdistribusi Normal
Linieritas	Linier	Linier	Linier	Linier
Multikolinieritas	VIF < 5	VIF < 5	VIF < 5	VIF < 5
Autokorelasi	Berada di daerah penolakan	Berada di daerah penolakan	Berada di daerah penolakan	Berada di daerah penolakan
Heteroskedastisitas	Scaterplot menyebar	Scaterplot menyebar	Scaterplot menyebar	Scaterplot menyebar

Tabel 3. Variabel Dependen; Return Saham

Variabel	Correlations	Coefficients	Nilai t	Sig.t
Constanta		0,188	7,178	0,000
Investasi	0,073	0,050	1,960	0,004
DER	-0,009	-0,002	-0,256	0,5998
DPR	0,033	0,003	0,106	0,159
LIQ	0,003	0,0000558	0,014	0,789
ROI	0,092	0,017	2,352	0,029

R = 0,756 ; Adj R Square = 0,572 ; Sig. F = 0,043

Return Saham, Inflasi, dan Struktur Kepemilikan terhadap Risiko Investasi

Siti Komariah, Julenah, & M. Chudori

Pada model risiko investasi terlihat bahwa secara simultan variabel *return* saham, *ownership* dan inflasi berpengaruh terhadap *ownership*, sedangkan secara parsial hanya *return* saham yang berpengaruh terhadap risiko investasi.

PEMBAHASAN

Pengaruh Investasi, *Debt to Equity Ratio*, *Dividend Payout Ratio*, *Liquidity* dan *Return on Investment* terhadap *Return Saham*

Investasi memiliki pengaruh positif terhadap *return* saham. Apabila tingkat investasi di sebuah perusahaan tinggi, maka akan meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan tersebut karena pertumbuhan investasi tersebut dapat dipersepsikan sebagai *good news* bagi investor. Selain itu, peningkatan investasi ini akan dianggap sebagai pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang. Myers (1977) menyatakan bahwa nilai per-

usahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi dan pengeluaran *discretionary* di masa yang akan datang. Fama (1978) menyatakan bahwa nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi. Pendapat tersebut dapat diartikan bahwa keputusan investasi itu penting, karena untuk mencapai tujuan perusahaan hanya akan dihasilkan melalui kegiatan investasi perusahaan (Modigliani & Miller, 1958). Untuk itu, perusahaan harus terus meningkatkan kegiatan investasinya melalui peningkatan nilai total aktivasnya. Pertumbuhan aktiva ini mengindikasikan bahwa kegiatan investasi yang dapat dilihat dari sisi aset perusahaan selalu berkembang. Dan perkembangan aset ini akan menarik minat investor untuk menanamkan modalnya di dalam perusahaan.

DER tidak memengaruhi nilai perusahaan. Apabila dilihat dari data terbukti bahwa utang perusahaan yang tinggi tidak memengaruhi fluktuasi

Tabel 4. Variabel Dependen; Inflasi

Variabel	Correlations	Coefficients	Nilai t	Sig.t
Constanta	-	-30,732	-69,609	0,000
M2	-0,202	-0,0000244	-21,633	0,000
SBI	0,917	1,657	76,668	0,000
Kurs	0,549	0,003	45,817	0,000

R = 0,979 ; Adj R Square = 0,959 ; Sig F = 0,000

Tabel 5. Variabel Dependen; Struktur Kepemilikan

Variabel	Correlations	Coefficients	Nilai t	Sig.t
Constanta	-	1,756	8,463	0,000
DPR	-0,032	0,050	2,889	0,029
DER	0,002	0,001	3,007	0,040
Agency Cost	-0,005	-0,064	-0,143	0,886

R = 0,474 ; Adj R Square = 0,221 ; Sig. F = 0,044

Tabel 6. Variabel Dependen; Risiko Investasi

Variabel	Correlations	Coefficients	Nilai t	Sig.t
Constanta	1,000	0,574	19,032	0,000
Return Saham	0,042	0,063	3,9973	0,045
Inflasi	0,011	0,006	0,210	0,834
Struktur Kepemilikan	0,035	0,043	1,354	0,176

R = 0,690 ; Adj R Square = 0,473 ; Sig. F = 0,033

return saham. *Return* saham cenderung stabil walaupun ada kecenderungan menurun. Semakin tinggi utang tidak selalu dianggap oleh investor sebagai kegagalan pengelolaan keuangan perusahaan. Sebaliknya rendahnya utang tidak berarti perusahaan kekurangan dana. Investor akan melihat industri manufaktur itu sendiri. Terbukti perusahaan yang bergerak di industri manufaktur khususnya *food and beverage* memiliki kontribusi yang tinggi terhadap IHSG dibandingkan dengan industri lainnya. Namun, bukan berarti bahwa investor dapat mengabaikan rasio *debt* suatu perusahaan. Sering kali kondisi *financial distress* yang dihadapi perusahaan disebabkan oleh kegagalan dalam membayar utang. Proporsi utang yang semakin tinggi menyebabkan *fixed payment* yang tinggi dan akan menimbulkan risiko kebangkrutan (Natarsyah, 2002).

DPR tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Hal ini menunjukkan bahwa tinggi rendahnya dividen yang dibagikan kepada investor, tidak memengaruhi *return* saham perusahaan. Jika dilihat dari hasil sebelumnya, investor lebih melihat investasi sebagai *good news* bagi mereka. Pertumbuhan investasi yang tinggi merupakan signal positif yang dapat meningkatkan pendapatan mereka. Hasil ini sesuai dengan teori Modigliani & Miller (MM) yang menyebutkan bahwa nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh pembayaran dividen, tapi nilai perusahaan dipengaruhi oleh kegiatan investasi perusahaan.

Likuiditas tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Tinggi rendahnya likuiditas perusahaan tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Likuiditas adalah rasio kemampuan perusahaan di dalam membayar kewajiban jangka pendeknya. Sesuai dengan hasil sebelumnya, investor tidak melihat pada sumber pendanaan perusahaan namun pada investasi perusahaan. Pada perusahaan sektor manufaktur, likuiditas lebih direalisasikan pada pembelian aktiva yang permanen guna memanfaatkan kesempatan investasi

Profitabilitas memiliki pengaruh positif terhadap *return* saham. Hal ini mengindikasikan bah-

wa semakin tinggi profitabilitas maka akan meningkatkan *return* saham. Hasil ini konsisten dengan teori dan pendapat Mogdiliai dan Miller (MM) yang menyatakan bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh *earnings power* dari aset perusahaan. Hasil yang positif menunjukkan bahwa semakin tinggi *earnings power* semakin efisien perputaran aset dan atau semakin tinggi *profit margin* yang diperoleh oleh perusahaan. Hal ini berdampak pada peningkatan nilai perusahaan yang dalam hal ini *return* saham satu tahun ke depan. Temuan penelitian inipun mendukung *signaling theory*, Battacharya (1979) yang menyatakan bahwa perusahaan yang mempunyai *earning* yang semakin meningkat merupakan *signal* bahwa perusahaan tersebut mempunyai prospek bagus di masa yang akan datang. Kesimpulan ini juga mendukung hasil penelitian terdahulu, antara lain Silalahi (2001), Natarsyah (2002), Kennedy (2003) dan Sujoko & Soebiantoro (2007).

Pengaruh SBI, Kurs dan Uang Beredar terhadap Inflasi

Jumlah uang beredar berpengaruh signifikan terhadap inflasi dengan arah hubungan negatif. Hasil ini bertentangan dengan pernyataan Ardiansyah (2003), Sasana (2004), Rahmat (2008), dan dengan "Teori Kuantitas dan Sisa Tunai" dan "Model Monetarist" yang menyebutkan bahwa pada dasarnya inflasi disebabkan oleh ekspansi moneter (pertambahan penawaran uang).

SBI memiliki pengaruh dengan arah hubungan positif terhadap inflasi. Hasil ini sesuai dengan pernyataan Ferdian (2001), Ardiansyah (2003), dan Bank Indonesia (2009). Kebijakan Bank Indonesia dalam menetapkan suku bunga SBI akan direspon oleh bank-bank yang mengeluarkan suku bunga deposito, sehingga pergerakan suku bunga deposito sesuai dengan SBI. Dengan meningkatnya SBI, mengakibatkan investasi pada sektor riil mengalami penurunan yang berdampak pada penurunan output sehingga tingkat suku bunga mempunyai

hubungan yang positif dengan tingkat inflasi. Inflasi yang terjadi karena *cost push inflation*. Penggunaan suku bunga ekspektasi inflasi sejalan dengan kebutuhan akan suatu instrumen yang secara efektif dapat menjelaskan fenomena pergerakan inflasi sebagai sasaran akhir bagi kebijakan moneter.

Nilai tukar rupiah terhadap dollar Amerika memiliki pengaruh dengan arah hubungan positif. Hasil ini sesuai dengan pernyataan Sasana (2004) dan Rahmat (2008). Dampak perubahan nilai tukar terhadap inflasi melalui impor barang konsumsi, adalah karena harga impornya dapat langsung memengaruhi harga jual produk dimaksud di dalam negeri (kelompok ini mempunyai elastisitas yang tinggi terhadap perubahan nilai tukar), sedangkan dampak melalui impor bahan baku dan barang modal yaitu pembentukan harganya melalui proses produksi terlebih dahulu. Sementara itu, jalur transmisi tidak langsung terjadi melalui dorongan permintaan (*demand pull*), dimana kenaikan harga luar negeri ataupun kenaikan nilai mata uang asing mengakibatkan peningkatan penghasilan produsen eksportir dalam negeri sehingga dapat meningkatkan permintaan mereka akan barang dan jasa di dalam negeri. Dampak kenaikan permintaan ini pada akhirnya akan menaikkan harga. Bagi negara yang masih banyak mengimpor bahan baku maupun barang modal dari negara lain, depresiasi mata uang domestik tersebut akan berdampak negatif bagi perekonomian domestik, yaitu adanya peningkatan biaya produksi yang disebabkan oleh kenaikan harga bahan baku maupun barang modal sehingga menimbulkan kenaikan barang-barang produksi dan berpotensi menimbulkan inflasi.

Pengaruh *Dividend Payout Ratio*, *Debt to Equity Ratio* dan *Agency Cost* terhadap Struktur Kepemilikan

DPR berpengaruh terhadap struktur kepemilikan dengan arah hubungan positif. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi komposisi pembagian dividen, maka akan meningkatkan struktur

kepemilikan. Investor institusional menginginkan pembagian dividen yang tinggi, karena dividen merupakan salah satu pendapatan yang dapat diterima oleh investor. Namun hal ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Murhadi (2008).

DER berpengaruh terhadap struktur kepemilikan dengan arah hubungan positif. Hal ini menunjukkan bahwa tingginya komposisi utang akan meningkatkan kepemilikan perusahaan oleh institusional. Tingginya utang tidak selalu diindikasikan sebagai *bad news* bagi para investor institusi. Tingginya utang dapat mendatangkan beberapa keuntungan, yaitu dapat menambah modal untuk kepentingan investasi, dan ada juga *tax deductible effect* yaitu efek utang dapat menurunkan beban pajak perusahaan akibat adanya biaya bunga.

Agency cost tidak berpengaruh terhadap struktur kepemilikan. Hal ini dapat diartikan bahwa tinggi rendahnya *agency cost*, tidak memengaruhi kepemilikan institusional sebuah perusahaan. Berdasarkan hasil sebelumnya, para pemilik institusional hanya melihat besarnya modal yang dimiliki perusahaan dan besarnya pendapatan yang bisa diperoleh. Investor tidak melihat tingginya biaya konflik perusahaan karena keinginan investor untuk memperoleh pendapatan dan menambah modal dengan utang untuk kepentingan investasi di masa mendatang sudah terpenuhi.

Pengaruh *Return Saham*, *Inflasi* dan *Struktur Kepemilikan* terhadap *Risiko Investasi*

Return saham berpengaruh dengan arah hubungan positif terhadap risiko-investasi. Semakin tinggi *return* saham, akan meningkatkan risiko investasi. Hal ini sesuai dengan prinsip portofolio keuangan yaitu *high risk high return* begitupun sebaliknya. Pada investasi jenis saham, *return* yang akan diperoleh jauh lebih tinggi dibandingkan dengan investasi jenis lain, misalnya deposito. Namun, risiko yang ditimbulkanpun relatif lebih besar dibandingkan dengan yang lainnya. Hasil ini

sesuai dengan penelitian Habbiburrahman, Limbong (2007) dan Dewantoro & Sinaga (2009).

Inflasi tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Inflasi yang mewakili variabel moneter ternyata tidak memengaruhi risiko investasi. Risiko investasi di dalam pasar modal lebih banyak dipengaruhi oleh pemain saham itu sendiri dan juga kinerja perusahaan yang diwakili oleh tinggi rendahnya harga saham. Apabila seorang investor atau pemain saham memiliki kemampuan analisis yang sangat baik termasuk menganalisis keadaan moneter di suatu negara, maka mereka dapat memperkecil bahkan menghindari risiko investasi. Seperti hasil sebelumnya, risiko investasi lebih banyak dipengaruhi oleh perkembangan harga saham itu sendiri. Hasil ini sesuai dengan penelitian Zubaidah.

Struktur kepemilikan tidak berpengaruh terhadap risiko investasi. Hal ini menunjukkan bahwa risiko investasi tidak dipengaruhi besar kecilnya komposisi kepemilikan manajerial perusahaan. Risiko investasi dipengaruhi oleh pergerakan harga saham. Pergerakan harga saham ini sangat memengaruhi *return* khususnya bagi para investor yang tujuannya jangka pendek dalam perolehan *capital gain*, sedangkan para pemilik manajerial pada umumnya memiliki tujuan jangka panjang dalam bentuk dividen. Sehingga hal ini tidak memengaruhi risiko investasi.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk mengidentifikasi pengaruh *return* saham, inflasi, dan struktur kepemilikan terhadap risiko investasi pada perusahaan manufaktur. Hasil penelitian menunjukkan investasi, DER, DPR, likuiditas dan ROI secara bersama (simultan) berpengaruh terhadap *return* saham.

Pengaruh secara parsial yang diberikan masing-masing variabel sebagai berikut: investasi berpengaruh positif terhadap *return* saham. Peningkatan investasi akan dianggap sebagai pertumbuh-

an perusahaan di masa yang akan datang. Apabila tingkat investasi di sebuah perusahaan tinggi, maka akan meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan karena pertumbuhan investasi tersebut dapat dipersepsikan sebagai *good news* bagi investor sehingga dapat meningkatkan harga saham. DER tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Semakin tinggi utang tidak selalu dianggap oleh investor sebagai kegagalan pengelolaan keuangan perusahaan. Sebaliknya rendahnya utang tidak berarti perusahaan kekurangan dana. Investor akan melihat industri manufaktur itu sendiri. DPR tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Hasil ini sesuai dengan teori Modigliani & Miller (MM) yang menyebutkan bahwa nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh pembayaran dividen, tapi nilai perusahaan dipengaruhi oleh kegiatan investasi perusahaan. Likuiditas tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Pada perusahaan sektor manufaktur, likuiditas lebih direalisasikan pada pada pembelian aktiva yang permanen guna memanfaatkan kesempatan investasi. Investasi berpengaruh positif terhadap *return* saham. Perusahaan yang mempunyai *earning* yang semakin meningkat merupakan *signal* bahwa perusahaan tersebut mempunyai prospek bagus di masa yang akan datang. Semakin tinggi *earnings power* semakin efisien perputaran aset dan atau semakin tinggi *profit margin* yang diperoleh oleh perusahaan. Hal ini berdampak pada peningkatan nilai perusahaan yang dalam hal ini *return* saham satu tahun ke depan.

Tingkat suku bunga SBI, nilai tukar Rupiah terhadap US\$ (*kurs*) dan jumlah uang beredar secara bersama (simultan) berpengaruh terhadap inflasi. Adapun pengaruh secara parsial yang diberikan masing-masing variabel tersebut adalah sebagai berikut: jumlah uang beredar (M2) berpengaruh negatif terhadap inflasi. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin banyak uang beredar di masyarakat, maka akan menaikkan menurunkan tingkat inflasi. Uang beredar di dalam penelitian ini adalah M2, yaitu uang beredar yang umum dipegang oleh masyarakat, sedangkan untuk industri manufaktur

sendiri, diindikasikan lebih banyak menggunakan M1. Tingkat suku bunga SBI berpengaruh positif terhadap inflasi. Penggunaan suku bunga ekspektasi inflasi sejalan dengan kebutuhan akan suatu instrumen yang secara efektif dapat menjelaskan fenomena pergerakan inflasi sebagai sasaran akhir bagi kebijakan moneter. Nilai tukar Rupiah terhadap US\$ (*Kurs*) berpengaruh positif terhadap inflasi. Naiknya nilai mata uang Rupiah terhadap dolar Amerika (depresiasi mata uang domestik) berdampak pada peningkatan biaya produksi yang disebabkan oleh kenaikan harga bahan baku maupun barang modal sehingga menimbulkan kenaikan barang-barang produksi dan berpotensi menimbulkan inflasi.

DPR, DER dan *agency cost* secara bersama (simultan) berpengaruh terhadap *return* saham. Adapun pengaruh secara parsial yang diberikan masing-masing variabel tersebut adalah sebagai berikut: DPR berpengaruh positif terhadap struktur kepemilikan. Investor institusional menginginkan pembagian dividen yang tinggi, karena dividen merupakan salah satu pendapatan yang dapat diterima oleh investor. DER berpengaruh positif terhadap struktur kepemilikan. Tingginya utang tidak selalu diindikasikan sebagai *bad news* bagi para investor institusi. *Agency cost* tidak berpengaruh terhadap struktur kepemilikan. Investor tidak melihat tingginya biaya konflik perusahaan karena keinginan investor untuk memperoleh pendapatan dan menambah modal dengan utang untuk kepentingan investasi di masa mendatang sudah terpenuhi.

Return saham, inflasi, dan struktur kepemilikan secara bersama (simultan) berpengaruh terhadap risiko investasi. Adapun pengaruh secara parsial yang diberikan masing-masing variabel sebagai berikut: *return* saham berpengaruh positif terhadap risiko investasi. Hal ini sesuai dengan prinsip portofolio keuangan yaitu *high risk high return* begitupun sebaliknya. Inflasi tidak berpengaruh terhadap risiko investasi. Risiko investasi di dalam pasar modal lebih banyak dipengaruhi oleh pemain

saham itu sendiri dan juga kinerja perusahaan yang diwakili oleh tinggi rendahnya harga saham. Apabila seorang investor atau pemain saham memiliki kemampuan analisis yang sangat baik termasuk menganalisis keadaan moneter di suatu negara, maka mereka dapat memperkecil bahkan menghindari risiko investasi. Struktur kepemilikan tidak berpengaruh terhadap risiko investasi. Risiko investasi dipengaruhi oleh pergerakan harga saham. Pergerakan harga saham ini sangat memengaruhi *return* khususnya bagi para investor yang tujuannya jangka pendek dalam perolehan *capital gain*, sedangkan para pemilik manajerial pada umumnya memiliki tujuan jangka panjang dalam bentuk dividen.

Saran

Emiten sebaiknya memperhatikan faktor-faktor yang dapat memengaruhi *return* sahamnya, karena hanya *return* yang memengaruhi risiko investasi perusahaan. Hal ini sesuai dengan prinsip portofolio yang menyatakan *high risk high return*.

Sebaiknya pemerintah lebih berhati-hati dalam menjalankan kebijakan moneter, karena setiap kebijakan moneter yang diambil akan berdampak pada inflasi.

Penelitian ini mendukung keterbatasan-keterbatasan baik pada variabel-variabel penelitian, unit observasi, maupun instrumen penelitian. Pada penelitian lanjutan dapat memperluas dengan menambahkan hal-hal berikut: perusahaan yang diteliti tidak hanya terbatas pada satu industri saja, tetapi mencakup banyak industri sehingga hasil dapat melingkupi seluruh perusahaan yang *listing* di BEI, sehingga tidak hanya indeks harga saham sektoral yang dapat diteliti, namun indeks harga saham gabungan. Variabel nilai perusahaan dapat menggunakan ukuran lain, tidak hanya sebatas pada risiko investasi saja, tapi bisa dikaji atau dilengkapi dengan risiko perusahaan, risiko moneter, dan lain-lain. Untuk variabel struktur kepemilikan, lebih baik dikaji dengan beberapa jenis struktur

kepemilikan, misalnya *institutional* dan *public ownership*, sehingga dapat dilakukan perbandingan hasil dan analisis.

DAFTAR PUSTAKA

- Andrianus, F. & Niko, A. 2006. Analisa Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Inflasi di Periode 1997. *Jurnal Ekonomi Pembangunan*, 2:2.
- Ardiansyah, M. 2003. Pengaruh Variabel Keuangan terhadap Return Awal dan Return 15 Hari Setelah IPO di Bursa Efek Jakarta. *Prosiding*. Simposium Nasional Akuntansi IV.
- Bank Indonesia. *Laporan Triwulanan Bank Indonesia*. Berbagai Edisi.
- Bank Indonesia. *Statistik Ekonomi Keuangan Indonesia*. Berbagai Edisi.
- Bhattacharya, S. 1979. Imperfect Information, Dividend Policy and The Bird In The Hand Fallacy. *Bell Journal of Economics*, 10:259-270.
- Chen, R.C. & Steiner, T. 1999. Managerial Ownership and Agency Conflicts: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy. *Financial Review*, 34: 119-137.
- Crutchley, C.E & Hansen, R.S. 1989. A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends. *Financial Management (Winter)*, 36-46.
- Dewantoro, M.A. & Sinaga, J.E.V. 2009. Analysis of Investment Holding-Period, Return, and Risk. *BAI*.
- Endri. 2008. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Inflasi di Indonesia. *Jurnal Pembangunan Ekonomi*, 13(1).
- Fama, E.F. 1978. The Effect of The Firm's Investment and Financing Decision on the Welfare of it Security Holders. *American Economics Review*, 68: 272-284.
- Friend, I. & Lang, L.H.P. 1988. An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure. *The Journal of Finance*, 43: 271-282.
- Gordon, M.J. 1963. Optimal Investment and Financing Policy. *Journal of Finance*, 264-272.
- Hadi, S.S. & Taufik, A. 2005. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Tingkat Pengembalian Harga Saham Sektor Perdagangan pada Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Ekonomi STE*, 1.
- Haruman, T., Komariah, S., & Henry, J. 2006 Analisis Beberapa Variabel yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen dan Pengaruhnya terhadap Nilai Perusahaan pada Industri Barang Konsumsi Tahun 1994-2003. *Prosiding, Seminar and Call for Papers on Knowledge Management*. Universitas Widyatama dan Institut Teknologi Bandung.
- Haruman, T. 2006. Pengaruh Keputusan Keuangan terhadap Nilai Perusahaan Berdasarkan Strata Struktur Kepemilikan Studi Kasus pada Industri Manufaktur. *Prosiding*. Semiloka Nasional Better Management to Support Good Corporate Governance, Kontribusi Pendidikan Tinggi Manajemen dalam Peningkatan Daya Saing Usaha Nasional Pasca Krisis. Fakultas Ekonomi dan Manajemen Institut Pertanian Bogor.
- Haryanto & Sugiharto, T. 2003. Pengaruh Rasio Profitabilitas terhadap Harga Saham pada Perusahaan Industri di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 3: 141-154.
- Haryanto, D., & Riyanto. 2007. Pengaruh Suku Bunga Sertifikat Bank Indonesia dan Nilai Kurs terhadap Risiko Sistematis Saham Perusahaan di BEJ. *Jurnal Keuangan dan Bisnis*, 5(1): 24 - 40.
- Institute for Economic and Financial Research. 2008. *Indonesian Capital Market Directory 2003-2007*.
- Jensen, G.R., Solberg, D.P., & Zorn, T.S. 1992. Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividends Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 247-263.
- Kim, W.S. & Sorensen, E.G. 1986. Evidence on the Impact of the Agency Cost of Debt on Corporate Debt Policy. *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, 21: 121-144.
- Mardiyah, A.A. 2002. Pengaruh Informasi Asimetri dan Disclosure terhadap Cost of Capital. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 5(2): 229-256.
- Mehran, H., 1992. Executive Incentive Plans, Corporate Control and Capital Structure. *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, 27: 539-560.

Return Saham, Inflasi, dan Struktur Kepemilikan terhadap Risiko Investasi

Siti Komariah, Julenah, & M. Chudori

- Murhadi, W. 2008. Studi Kebijakan Dividen: Anteseden dan Dampaknya terhadap Harga Saham. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, 10(1).
- Myers, S.C. 1977. Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5: 147-175.
- Natarsyah, Syahib. 2000. Analisis Pengaruh Beberapa Faktor Fundamental dan Risiko Sistematis terhadap Harga Saham, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol 15. No. 3.294-312
- Prasetyo, R. 2003. Analisis Saham Syariah dalam Rangka Pengambilan Keputusan Investasi Syariah di Pasar Modal. *Skripsi*. Universitas Muhammadiyah Malang.
- Pribawanti, T.M. 2007. Analisis Pengaruh Rasio Keuangan terhadap Total Return Saham pada Perusahaan Industri Manufaktur yang Membagikan Dividen di Bursa Efek Jakarta. *Skripsi*. (Tidak Dipublikasikan). Universitas Negeri Semarang.
- Rahayu, D. S. & Faisal. 2005. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Instiusional pada Struktur Modal Perusahaan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 7(2): 190-203.
- Rahmat, A.A. 2008. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Inflasi di Indonesia. *Skripsi*. Universitas Islam Indonesia Fakultas Ekonomi. Yogyakarta.
- Rozeff, M. 1982. Growth, Beta, and Agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*, 11(5): 249-259.
- Sujoko & Soebiantoro. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, 9(1): 41-48.
- Suranta, E. & Midiastuti, P. 2003. Hubungan Kepemilikan Manajerial, Nilai Perusahaan dan Investasi dengan Model Persamaan Linier Simultan. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 6(1).
- Tandelilin, E. 1997. Determinant of Systematic Risk: The Experience of Some Indonesia Common Stock. *Kelola*, 16(4): 101-114.
- Ulupui I. G. K. A. 2009. Analisis Pengaruh Rasio Likuiditas, Leverage, Aktivitas, dan Profitabilitas terhadap Return Saham (Studi pada Perusahaan Makanan dan Minuman dengan Kategori Industri Barang Konsumsi di BEJ). *Jurnal Ekonomi Universitas Udayana*.
- Widjaja, E. 2004. Analisa Pengaruh Inflasi terhadap Tingkat Risiko Saham (Studi Kasus pada Saham-Saham Kategori LQ 45 Tahun 2001-2002). *Atmajaya*, XVII(1): 55-67.
- Yunan. 2009. Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Pertumbuhan Ekonomi di Indonesia. *Thesis*. (Tidak Dipublikasikan). Universitas Sumatra Utara, Medan.
- Yuniningsih. 2002. Interdependensi antara Kebijakan Dividend Payout Ratio, Financial Leverage, dan Investasi pada Perusahaan Manufaktur yang Listed. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*.