



ISSN : 1410 - 8089

# JURNAL Keuangan dan Perbankan

*The Accuracy of Earnings Forecast and Post-IPO Earnings Management*  
**Yanthi Hutagaol, Dezie L. Warganegara, Christofer Wibisono**

*Testing of Pecking Order Theory Through the Relationship: Earnings, Capital Structure, Dividend Policy, and Firm's Value*  
**Harmono**

*Effects of Corporate Governance Variables on Earnings Management in Indonesia*  
**Stephanus Remond Waworuntu, Marko Sebira Hermawan, Sheila Nerissa Hokardi**

*Penerapan Metode Bootstrap Financing pada Usaha Kecil dan Menengah di Surabaya*  
**Tommy C. Efrata, Christian Herdinata**

*Kepemilikan Manajerial dan Risiko Kredit sebagai Pemicu Biaya Keagenan pada Lembaga Keuangan Mikro*  
**I Nyoman Nugraha Ardana Putra**

*Kompleksitas Lingkungan dan Regulasi Pemerintah: Implikasinya terhadap Kinerja Perbankan di Jawa Timur*  
**Sabihaini, Djumilah Hadiwidjojo, Djumahir, Mintarti Rahayu**

*Model Loyalitas Pelanggan pada Perbankan Mikro. Perceived Risk sebagai Variabel Moderasi*  
**Suliyanto, Pramono Hari Adi, Eling Purwanto Jati**

ISSN: 1410-8089

---

# JOURNAL Keuangan dan Perbankan

---

Volume 16, No. 3 September 2012

**Ketua Editor**

Sari Yuniarti

**Staf Ahli**

Sugeng Haryanto

Eko Yuni Prihantono

**Editor Ahli (Mitra Bebestari)**

**Abdul Mongid** (STIE Perbanas Surabaya), **Ahmad Erani Yustika** (Universitas Brawijaya Malang), **Dezie L. Warganegara** (BINUS Business School, BINUS University Jakarta), **Djoko Wintoro** (Prasetiya Mulya Business School Jakarta), **Endri** (ABFI Institut Perbanas Jakarta), **Grahita Chandrarini** (Universitas Merdeka Malang), **Harijono** (Universitas Kristen Satya Wacana Salatiga), **Harmono** (Universitas Merdeka Malang), **Imam Ghozali** (Universitas Diponegoro Semarang), **Izah Mohd Tahir** (University Sultan Zainal Abidin- UniSZA, Malaysia), **Kartono Liano** (Mississippi State University, MS-USA), **Ri'fat Pasha** (Bank Indonesia), **R. Wilopo** (Universitas Kristen Satya Wacana Salatiga), **Sugeng Wahyudi** (Universitas Diponegoro Semarang), **Supramono** (Universitas Kristen Satya Wacana Salatiga), **Susumu Ueno** (Konan University, Japan), **Taufik Saleh** (Bank Indonesia), **Yanthi R. Hutagaol** (BINUS Business School, BINUS University Jakarta).

**Editor Pelaksana**

Eko Aristanto

Erni Susana

Lita Dwipasari

Yusaq Tomo Ardianto

**Pelaksana Tata Usaha**

Abdul Kadir

Agus Santoso

Agus Tukiyan

Redaksi menerima sumbangan tulisan yang relevan dengan pengembangan ilmu bidang Keuangan dan Perbankan. Tulisan harus asli (bukan plagiat) hasil pemikiran, penelitian, dan pendapat disertai acuan/pustaka sebagaimana tulisan ilmiah, dan belum pernah dipublikasikan pada penerbitan lain. Tulisan yang tidak dimuat dalam dua nomor penerbitan berturut-turut dianggap tidak memenuhi syarat dan tidak dikembalikan.

# Daftar Isi

## KEUANGAN

<i>The Accuracy of Earnings Forecast and Post-IPO Earnings Management</i> ..... <i>Yanthi Hutagaol, Dezie L. Warganegara, dan Christofer Wibisono</i>	345-357
<i>Testing of Pecking Order Theory Through the Relationship: Earnings, Capital Structure, Dividend Policy, and Firm's Value</i> ..... <i>Harmono</i>	358-371
<i>Effects of Corporate Governance Variables on Earnings Management in Indonesia</i> ..... <i>Stephanus Remond Waworuntu, Marko Sebira Hermawan, dan Sheila Nerissa Hokardi</i>	372-381
Faktor Penentu <i>Return Saham</i> dengan <i>Price to Book Value</i> sebagai Variabel Moderasi di Bursa Efek Indonesia <i>Sri Lestari Kurniawati, Linda Purnama Sari, dan Nurul Hasanah Uswati Dewi</i>	382-389
Pendekatan Model Penilaian dalam Pengambilan Keputusan Investasi Saham di Bursa Efek Indonesia ..... <i>Sri Isworo Ediningsih dan Aryono Yacobus</i>	390-398
Penerapan Metode <i>Bootstrap Financing</i> pada Usaha Kecil dan Menengah di Surabaya ..... <i>Tommy C. Efrata dan Christian Herdinata</i>	399-406
Dampak Interaksi antara Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen dalam Menilai Perusahaan ..... <i>Meythi</i>	407-414
Portofolio Saham Optimal Menggunakan <i>Single Index Model</i> pada Seluruh Kantor Sekuritas di Kota Malang <i>Anthony Satyanegara dan Tarsisius Renald Suganda</i>	415-425

## PERBANKAN

Keterkaitan <i>Insider Ownership</i> dan Prediksi Kinerja Perbankan di Bursa Efek Indonesia ..... <i>Sahala Manalu dan Norman Sitinjak</i>	426-436
Kepemilikan Manajerial dan Risiko Kredit sebagai Pemicu Biaya Keagenan pada Lembaga Keuangan Mikro . <i>I Nyoman Nugraha Ardana Putra</i>	437-444
Kinerja Bank dengan Rasio CAMEL terhadap Praktik Manajemen Laba ..... <i>Fransina Wattimena</i>	445-454
Kompleksitas Lingkungan dan Regulasi Pemerintah: Implikasinya terhadap Kinerja Perbankan di Jawa Timur . <i>Sabihaini, Djumilah Hadiwidjojo, Djumahir, dan Mintarti Rahayu</i>	455-471
Model Loyalitas Pelanggan pada Perbankan Mikro: <i>Perceived Risk</i> sebagai Variabel Moderasi ..... <i>Suliyanto, Pramono Hari Adi, dan Eling Purwanto Jati</i>	472-480
Sosialisasi dan Persepsi Bank Syariah (Kajian Kebijakan Enkulturasasi Nilai-nilai Bank Syariah dalam Masyarakat) ..... <i>Kridawati Sadhana</i>	481-488
Faktor-faktor yang Memengaruhi Mutu Layanan dengan Tingkah Laku Nasabah ..... <i>Umbas Krisnanto</i>	489-497

# PENDEKATAN MODEL PENILAIAN DALAM PENGAMBILAN KEPUTUSAN INVESTASI SAHAM DI BURSA EFEK INDONESIA

Sri Isworo Ediningsih  
Aryono Yacobus

Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi UPN “Veteran” Yogyakarta  
Jl. SWK 104 (Lingkar Utara) Condongcatur Yogyakarta, 55283.

## Abstract

*A valuation model was a mechanism that converted a set of forecast, a series of company and economic variables into a forecast of market value for the company's stock. The purpose of this study was to examine relevance among dividend yield, retained earnings, book value and total debt on stock price: approximation valuation model in the Indonesia Stock Exchange. Samples in this study were manufacture firms listed on the Indonesia Stock Exchange period 2008–2011 and divided dividend. The results showed that few of samples were undervalue and the others were overvalue. It meant valuation model could be applicated in the Indonesian stock exchange. By using multiple regressions, this study found that: valuation model relevans used in investment decision in manufacture firms in the Indonesia Stock Exchange could prove simultaneously dividend yield, retained earnings, book value and total debt had significant effect to stock price and partially dividend yield had no significant effect to stock price and whereas retained earnings, book value and total debt had significant effect in partial to stock price.*

**Key words:** *valuation model, undervalue, overvalue, dividend yield, retained earnings, book value, total debt, stock price*

Investor dapat memilih investasi di pasar modal dengan cara bertransaksi saham dengan tujuan untuk mendapatkan *return*. Untuk itu investor perlu melakukan analisis terhadap prospek perusahaan ke depan. Investor umumnya mengambil keputusan investasi berdasarkan analisis fundamental maupun teknikal. Analisis fundamental dilakukan dengan memerhatikan kondisi perekonomian, industri maupun perusahaan. Untuk perusahaan yang tumbuh akan direspon positif oleh pasar. Peluang pertumbuhan perusahaan terlihat pada kesempatan investasi yang diprosikan dengan berbagai macam kombinasi nilai aset kesempatan investasi atau *investment opportunity set* (IOS).

Penelitian Belkaoui & Picur (2001) terhadap perusahaan-perusahaan yang ada di Amerika, menemukan bahwa ada keterkaitan antara model penilaian *P/E ratio* dan *dividend yield* dengan *investment opportunity set*. Pada perusahaan yang memiliki IOS tinggi PER memiliki relevansi nilai yang lebih besar dibandingkan dengan *dividend yield* dalam *valuation model*. Sebaliknya, laba ditahan memiliki relevansi nilai yang lebih besar dibandingkan dengan dividen bagi perusahaan-perusahaan yang memiliki IOS rendah.

Rees (1999) menyatakan bahwa model penilaian/*valuation model* dalam akuntansi dan penelitian keuangan mengalami peningkatan dalam peng-

---

Korespondensi dengan Penulis:

Sri Isworo Ediningsih: Telp. /Fax. + 62 274 487 275

E-mail: wororio@yahoo.co.id

## Pendekatan Model Penilaian dalam Pengambilan Keputusan Investasi Saham di Bursa Efek Indonesia

Sri Isworo Ediningsih & Aryono Yacobus

gunaan tetapi tidak banyak terdapat kesepakatan tentang spesifikasi yang tepat. Brigham & Houston (2001) merekomendasi penilaian saham berdasarkan pertumbuhan dividen. Menurutnya saham-saham ada yang pertumbuhannya nol, konstan dan non-konstan. Dari penilaian saham tersebut hasilnya dibandingkan dengan nilai pasar saham untuk pengambilan keputusan investasi. Ketika nilai intrinsik saham lebih tinggi dari nilai pasar saham (*undervalue*) maka direkomendasikan untuk dibeli, demikian sebaliknya. Secara keseluruhan penggunaan model-model tersebut digambarkan sebagai model yang kuat dan mempunyai alasan teoritis dan empiris yang baik untuk menduga bahwa hasil-hasilnya terpengaruh oleh karakteristik-karakteristik perusahaan. Penelitian Hans (1995), salah satunya mengatakan bahwa relevansi nilai pendapatan dan ekuitas dipengaruhi oleh kasus-kasus pendapatan negatif; Rees (1997) menunjukkan bahwa relevansi nilai pendapatan dan ekuitas berbeda-beda antar negara, serta Collins, et al. (1997) telah menunjukkan bahwa relevansi nilai pendapatan dan ekuitas berubah-ubah dari waktu ke waktu di AS.

Kehadiran laba ditahan dalam model sesuai dengan survei dan bukti empiris yang menyatakan bahwa model penilaian yang dominan digunakan oleh analis adalah *P/E ratio*. Tetapi pendekatan lain, seperti *dividend yield*, juga penting. Ada bukti ketergantungan industri dalam pilihan analis antara model penilaian *dividend yield* dan *P/E ratio* (Barker, 1999). Hasil ini semakin menambah pernyataan pentingnya peran dividen dan *earnings* dalam suatu model penilaian.

Sedangkan Gaver & Gaver (1995), serta Kallapur & Trombley (1999) menunjukkan bahwa perusahaan yang tidak mengalami pertumbuhan, cenderung untuk membayar dividen dalam jumlah lebih besar dibanding dengan perusahaan yang tumbuh, sedangkan perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi lebih cenderung menggunakan dana internal, yaitu laba ditahan untuk membiayai

pertumbuhannya. Akibatnya, perusahaan akan membayar dividen yang lebih kecil. Di Tunisia yang merupakan *emerging market*, Naceaur & Goaled (2002) menemukan bahwa dividen berpengaruh terhadap harga saham. Sementara itu, Olweny (2011) menguji *Dividend Discount Model* (DDM) dalam penilaian saham di Bursa Efek Nairobi dan menemukan dari 18 perusahaan sampel hanya 3 perusahaan yang berbeda signifikan dalam memprediksi harga saham yang berarti DDM tidak reliabel dalam penilaian saham.

Secara umum model penilaian saham dapat dijelaskan melalui dua pendekatan yaitu pendekatan laba (*price earning ratio*) dan pendekatan nilai sekarang (*present value approach*). Kedua model penilaian harga saham tersebut sangat penting bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi. Pujiharjanto & Nilmawati (2010) menggunakan DDM sebagai model penilaian harga saham dan menemukan 8 dari 9 perusahaan BUMN harga sahamnya jauh melebihi nilai intrinsiknya (*overvalue*) dan hanya 1 perusahaan yang harga sahamnya *undervalue*. Penelitian lain yang terkait harga saham antara lain: Purnomo (1998) yang menemukan secara bersama-sama variabel EPS, PER, DER, ROE dan DPS berpengaruh terhadap harga saham dan secara parsial hanya variabel DER yang tidak berpengaruh terhadap harga saham. Sementara itu, Natarsyah (2000) menemukan bahwa secara bersama-sama variabel ROA, DER, PBV, dan risiko sistematis berpengaruh signifikan terhadap harga saham perusahaan barang konsumsi dan secara parsial hanya variabel DER yang tidak berpengaruh signifikan. Jati (2003) menemukan hubungan *cross sectional* yang signifikan antara harga dengan nilai buku, laba ditahan dan dividen. Secara umum menurut Jati (2003) *dividend yield* dan PER sama-sama memiliki relevansi nilai bagi perusahaan-perusahaan yang memiliki level IOS tinggi dan level IOS rendah. Herlina & Hadianto (2007) menemukan, variabel DER, ROA, DPS, PER, BVS berpengaruh secara simultan terhadap harga saham

perusahaan sector telekomunikasi periode 1997–2005 di Bursa Efek Jakarta dan secara parsial hanya variabel DPS yang tidak berpengaruh signifikan.

Berdasarkan temuan-temuan yang ada dan permasalahan harga saham yang terus berkembang seiring perkembangan pasar modal, kiranya penelitian ini masih relevan dilakukan. Adapun tujuan penelitian untuk: (1) menguji apakah model penilaian relevan untuk pengambilan keputusan investasi di Bursa Efek Indonesia. (2) Menguji pengaruh *dividend yield*, *retained earnings*, *book value*, dan *total debt* secara bersama-sama terhadap harga saham di Bursa Efek Indonesia. (3) Menguji pengaruh *dividend yield*, *retained earnings*, *book value*, dan *total debt* secara parsial terhadap harga saham di Bursa Efek Indonesia.

## PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Beberapa penelitian mengenai harga saham telah dilakukan dengan mengkonversikan berbagai serangkaian kondisi perusahaan dan variabel-variabel ekonomi untuk menilai saham maupun prediksi harga saham, antara lain: Purnomo (1998) yang menemukan secara bersama-sama variabel EPS, PER, DER, ROE dan DPS berpengaruh terhadap harga saham dan secara parsial hanya variabel DER yang tidak berpengaruh terhadap harga saham. Natarsyah (2000) menemukan bahwa secara bersama-sama variabel ROA, DER, PBV dan risiko sistematis berpengaruh signifikan terhadap harga saham perusahaan barang konsumsi dan secara parsial hanya variabel DER yang tidak berpengaruh signifikan. Penelitian Naceur & Goaid (2002) merupakan model dasar yang diterapkan di *Tunisian Stock Exchange* antara periode tahun 1984 sampai 1997 dengan hasil dividen berpengaruh terhadap harga saham. Jati (2003) meneliti relevansi nilai *dividend yield* dan PER dengan moderasi IOS dalam penilaian harga saham menemukan hubungan *cross sectional* yang signifikan antara harga dengan nilai buku, laba ditahan dan dividen dan secara umum *dividend yield* dan PER sama-sama me-

iliki relevansi nilai bagi perusahaan-perusahaan yang memiliki level IOS tinggi dan level IOS rendah. Herlina & Hadiano (2007) menemukan, variabel DER, ROA, DPS, PER, BVS berpengaruh secara simultan terhadap harga saham perusahaan sektor telekomunikasi periode 1997–2005 di Bursa Efek Jakarta. Sementara itu, Pujiharjanto & Nilmawati (2010) menggunakan *Dividend Discount Model* (DDM) sebagai model penilaian harga saham dan menemukan 8 dari 9 perusahaan BUMN harga sahamnya jauh melebihi nilai intrinsiknya (*overvalue*) dan hanya 1 perusahaan yang harga sahamnya *undervalue*. Olweny (2011) juga menguji DDM dalam penilaian saham di Bursa Efek Nairobi, hasilnya dari 18 perusahaan sampel hanya 3 perusahaan yang berbeda signifikan dalam memprediksi harga saham yang berarti DDM tidak reliabel dalam penilaian saham. Berdasarkan temuan empiris, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

- $H_1$  : ada pengaruh yang signifikan antara *dividend yield*, *retained earnings*, *book value*, dan *total debt* secara parsial terhadap harga saham
- $H_2$  : ada pengaruh yang signifikan antara *dividend yield*, *retained earnings*, *book value*, dan *total debt* secara bersama-sama terhadap harga saham

## METODE

Populasi yang akan diamati dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2008 sampai dengan 2011 yang melaporkan laporan keuangan lengkap dan dipublikasikan pada *Indonesian Capital Market Directory* maupun [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)

Pengambilan sampel dilakukan dengan pendekatan *non probability sampling* dengan metode *purposive sampling*. Adapun kriteria yang digunakan untuk pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut: (1) Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dan telah menerbitkan laporan keuangan selama periode tahun 2008 sampai 2011. (2) Perusahaan membayar dividen pada periode penelitian.

Dalam penelitian ini variabel dependen adalah harga saham (*closing price*), dan variabel independennya adalah *dividend yield* (DY), *retained earnings* (RE), *book value* (BV), dan *total debt* (TD).

Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi berganda, yang dinyatakan dalam persamaan sebagai berikut:

$$P = \beta_0 + \beta_1 \text{DY} + \beta_2 \text{RE} + \beta_3 \text{BV} + \beta_4 \text{TD} + \varepsilon$$

Keterangan:

- $\beta_0$  : konstanta
- $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$  : koefisien regresi
- P : harga penutupan saham (*closing price*)
- DY : *dividend yield*
- RE : *retained earnings*
- BV : *book value*
- TD : *total debt*
- $\varepsilon$  : *error term*

Untuk mengetahui adanya pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen dilakukan pengujian hipotesis. Pengujian hipotesis dilakukan setelah model regresi bebas dari gejala-gejala asumsi klasik regresi, artinya hasil penelitian dapat diinterpretasikan dengan akurat, efisien, dan bebas dari kelemahan yang terjadi karena adanya gejala tersebut. Uji asumsi klasik regresi dalam penelitian ini terdiri dari uji autokorelasi, uji multikolinearitas, dan uji heteroskedastisitas.

## Hasil

### Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif data variabel penelitian ini yaitu: harga saham, *dividend yield*, *retained earnings*, *book value* dan *total debt* disajikan pada Tabel 1.

Berdasarkan Tabel 1, dapat dijelaskan bahwa nilai minimum variabel harga saham sebagai variabel terikat Rp.58,00 dengan nilai maksimum Rp.274.950,00 dan nilai rata-rata Rp.12.932,04 dengan standar deviasi Rp.33.473,14 artinya variasi/penyimpangan harga saham Rp.33.473,14. Adapun untuk variabel bebasnya masing-masing: nilai minimum laba ditahan/RE – Rp.362.684 dengan nilai maksimum Rp.63.473.602 dan nilai rata – rata Rp.3.153.465,2 dengan standar deviasi Rp.7.637.970,22 nilai minimum *dividend yield* 0,01% dengan nilai maksimum 35,89% dan nilai rata-rata 3,92% dengan standar deviasi 6,21% nilai minimum *book value* Rp.1,84 dengan nilai maksimum Rp.36.859 dan nilai rata-rata Rp.4.043,51 dengan standar deviasi Rp.7.444,19 nilai minimum total utang Rp.4.513 dengan nilai maksimum Rp.54.168.000 dan nilai rata-rata Rp.3.035.437,53 dengan standar deviasi Rp.6.415.518,43.

### Hasil Regresi Berganda

Setelah data dikumpulkan, langkah selanjutnya adalah mengolah data dengan regresi berganda adapun hasilnya sebagai berikut:

Untuk kepentingan analisis, model penelitian hasil regresi berganda diatas harus bersifat BLUE

Tabel 1. Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Variabel Penelitian	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
RE	135	-362.684	63.473.602	3.153.465,2	7.637.970,22
DY	135	0,01	35,89	3,92	6,21
BV	135	1,84	36.859	4.043,51	7.444,19
TD	135	4.513	54.168.000	3.035.437,53	6.415.518,43
CP	135	58	274.950	12.932,04	33.473,13719
Valid (listwise)	135				

(*Best Linear Unbias Estimator*). Langkah selanjutnya adalah melakukan uji model apakah telah memenuhi asumsi klasik regresi yang terdiri dari uji autokorelasi, multikolinearitas dan heteroskedastisitas.

### Uji Autokorelasi

Berdasarkan hasil pengolahan data, nilai Durbin-Watson dalam penelitian ini sebesar 2,071. Apabila nilai-nilai d (Durbin-Watson) terletak antara 0 dan 4; jika tidak ada korelasi,  $d = 0$  maka  $d = 2$ . Jadi bila nilai d hitung dekat dengan 2, maka hipotesis nol diterima dan bila d mendekati 0 atau 4, hipotesis nol ditolak. Dengan demikian model penelitian ini tidak terdapat gejala autokorelasi, karena nilai d dekat dengan angka 2.

### Uji Multikolinearitas

Dalam penelitian ini multikolinearitas akan dideteksi berdasarkan nilai tolerance dan VIF.

Variabel yang menyebabkan multikolinearitas dapat dilihat dari nilai *tolerance* yang lebih kecil dari 0,1 atau nilai VIF yang lebih besar dari 10 (Hair, 1998). Berdasarkan Tabel 2, dimana nilai *tolerance* lebih besar dari 0,1 dan nilai VIF lebih kecil dari 10 dari variabel bebas, itu artinya tidak terjadi multikolinearitas dalam model.

### Uji Heteroskedastisitas

Berdasarkan hasil pengolahan data penelitian, diketahui nilai signifikansi residual dan variabel BV =  $0,0002 < 0,05$  yang berarti terjadi heteroskedastisitas pada variabel BV. Ada beberapa cara untuk mengatasi masalah heteroskedastisitas, dalam penelitian ini variabel yang diindikasikan terkena heteroskedastisitas ditransformasi ke dalam ln (*logaritma natura*). Disini yang ditransformasikan tidak hanya variabel BV tetapi juga CP, RE dan TD. Adapun pertimbangannya besaran nilai pada ketiga variabel dan demi mendapatkan model terbaik.

Tabel 2. Hasil Regresi Berganda

Model	Unstandardized Coefficients		t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error			Tolerance	VIF
Konstanta	3502,810	3197,3294	1,095542	0,275304		
RE	-0,0001	0,0003737	-0,43084	0,667295	0,68408	1,461803
DY	-543,689	397,01949	-1,36942	0,17322	0,91801	1,089308
BV	2,749773	0,3301065	8,329955	9,84E-14	0,92308	1,083321
TD	0,000312	0,0004452	0,702891	0,483380	0,68315	1,463794

Tabel 3. Hasil Uji Regresi Berganda Variabel Penelitian Bentuk Ln

Model	Unstandardized Coefficients		t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error			Tolerance	VIF
(Constant)	0,6614	1,1009	0,6008	0,5491		
DY	0,0104	0,0203	0,5133	0,6086	0,9484	1,0544
Inre	0,4500	0,0894	5,0353	0,0000	0,6408	1,5605
Inbv	0,5677	0,0761	7,4629	0,0000	0,9279	1,0777
Intd	-0,2241	0,0800	-2,8006	0,0059	0,6371	1,5697



## Pendekatan Model Penilaian dalam Pengambilan Keputusan Investasi Saham di Bursa Efek Indonesia

Sri Isworo Ediningsih & Aryono Yacobus

Setelah data ditransformasikan ke dalam bentuk  $\ln$  maka tidak terdapat korelasi yang signifikan antara variabel independen dengan residualnya, yang berarti tidak terjadi heteroskedastisitas. Hasil pengujian asumsi klasik regresi yang terdiri dari uji autokorelasi, multikolinearitas dan heteroskedastisitas menunjukkan bahwa tidak terjadi autokorelasi, multikolinearitas dan heteroskedastisitas yang berarti model bersifat BLUE. Dengan demikian analisis dapat dilanjutkan, adapun hasil olah data dengan regresi berganda setelah variabel penelitian ditransformasikan ke dalam  $\ln$  ditunjukkan pada Tabel 3.

Hipotesis pertama menyatakan bahwa ada pengaruh yang signifikan antara DY, RE, BV dan TD secara parsial terhadap harga saham. Hipotesis ini diuji dengan menggunakan uji t yang nilai-nilainya dapat dilihat pada Tabel 3. Berdasarkan Tabel 3, dapat dijelaskan hal-hal sebagai berikut:

Nilai t pada variabel DY = 0,513 dengan tingkat signifikan = 0,609, artinya bahwa DY tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Nilai t pada variabel RE = 5,035 dengan tingkat signifikan sebesar 0,000, artinya bahwa RE berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Nilai t pada variabel BV = 7,463 dengan tingkat signifikan sebesar 0,000, artinya bahwa BV berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Nilai t pada variabel TD = -2,801 dengan tingkat signifikan sebesar 0,006, artinya bahwa TD berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Adapun pengaruhnya negatif, artinya ketika utang meningkat maka diindikasikan harga turun.

Berdasarkan Tabel 3, maka persamaan dalam model penelitian ini sebagai berikut:

$$P = 0,6614 + 0,0104 \ln DY + 0,45 \ln RE + 0,5677 \ln BV - 0,2241 \ln TD$$

Dari model tersebut, dapat dijelaskan bahwa: ketika variabel DY, RE, BV dan TD bernilai konstan maka harga saham akan bernilai 0,6614. Sementara

jika DY meningkat satu satuan sementara variabel RE, BV dan TD konstan maka harga saham akan meningkat 0,0104 satuan. Jika RE meningkat satu satuan sementara variabel DY, BV dan TD konstan maka harga saham akan meningkat 0,45 satuan. Jika BV meningkat satu satuan sementara variabel DY, RE dan TD konstan maka harga saham akan meningkat 0,5677 satuan dan jika TD meningkat satu satuan sementara variabel DY, RE dan BV konstan maka harga saham akan turun 0,2241 satuan.

Berdasarkan data sampel pada periode penelitian, maka aplikasi model penilaian harga saham menghasilkan: 44 saham perusahaan dinilai *overvalue* dan 91 saham perusahaan dinilai *undervalue*. Berikut ini contoh perhitungan nilai intrinsik saham Indofood dengan menggunakan persamaan hasil penelitian.

$$\begin{aligned} P &= 0,6614 + 0,0104 \times 0,03 + 0,45 \times 110.202.235 + \\ & 0,5677 \times 3600,08 - 0,224 \times 21.975.700 \\ &= 0,6614 + 0,0003 + 4.959.006 + 2.040,16 - \\ & 4.924.754 \\ &= 37.134 \end{aligned}$$

Nilai pasar saham Indofood pada tahun 2011 sebesar Rp.4.600, karenanya saham dinilai *undervalue* dan direkomendasi untuk dibeli. Dengan asumsi investor membeli saham Indofood pada tahun 2011 dimana nilai pasar sekarang saham Indofood (11 September 2012) = Rp.5.400 artinya ada potensial *gain* investor 800 per lembar saham. Inilah salah satu penjelasan bahwa *valuation model* relevan dalam menilai harga saham yang selanjutnya dapat digunakan untuk pengambilan keputusan investasi. Secara deskriptif model penilaian ini juga menunjukkan bahwa harga saham dipengaruhi oleh berbagai faktor, dalam hal ini: DY, RE, BV dan TD. Hasil penelitian ini sebagaimana temuan Pujiharjanto & Nilmawati (2010) yang menemukan 8 dari 9 perusahaan BUMN dinilai *undervalue* dan hanya 1 perusahaan BUMN yang di-

nilai *overvalue*. Sementara itu, Olweny (2011) dengan menggunakan uji t menemukan bahwa DDM tidak reliabel dalam penilaian harga saham.

Hipotesis kedua menyatakan bahwa ada pengaruh yang signifikan antara *dividend yield*, *retained earning*, *book value*, dan *total debt* secara bersama-sama terhadap harga saham. Untuk menguji hipotesis ini digunakan uji F yang nilai-nilainya ditunjukkan pada Tabel 4.

Berdasarkan Tabel 4, maka dapat diketahui nilai F hitung 23,0641 dengan tingkat signifikansi 0,000 yang artinya bahwa ada pengaruh yang signifikan antara DY, RE, BV dan TD secara bersama-sama terhadap harga saham.

Adapun besarnya pengaruh variabel DY, RE, BV dan TD secara bersama-sama adalah sebesar 40% (ditunjukkan pada nilai *adjusted R square* = 0,4007), ini artinya bahwa 60% dari model harga saham dipengaruhi oleh variabel lain di luar model

## PEMBAHASAN

Hipotesis pertama menyatakan: ada pengaruh yang signifikan antara *dividend yield*, *retained earnings*, *book value*, dan *total debt* secara parsial terhadap harga saham. Hipotesis ini akan diuji dengan menggunakan uji t yang hasilnya menunjukkan bahwa *dividend yield* tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian Naceur & Goaid (2002) dan Jati (2003). Keadaan ini mengindikasikan bahwa harga saham tidak semata-mata ditentukan oleh dividen tetapi juga dikarenakan banyak faktor lain yang memengaruhi harga saham termasuk faktor dari luar perusahaan. Lebih jauh lagi, ada

indikasi bahwa harga saham yang terjadi lebih dikarenakan banyak investor yang memilih investasi jangka pendek (spekulatif) yang cenderung memilih *capital gain* daripada dividen.

*Retained earnings* berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Temuan ini mendukung penelitian Naceur & Goaid (2002) dan Jati (2003). Hal ini dapat dijelaskan ketika perusahaan memperoleh laba dan menahannya berarti perusahaan berada dalam pertumbuhan, dimana perusahaan membutuhkan modal yang besar untuk membiayai usahanya. Keadaan ini tentunya sangat diminati investor sehingga akan diikuti kenaikan pada harga saham perusahaan.

*Book value* berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Temuan ini mendukung penelitian Naceur & Goaid (2002), Jati (2003) dan Herlina & Hadiano (2007). Penjelasan atas berpengaruhnya nilai buku terhadap harga saham adalah meskipun *book value* mencerminkan data historis tetapi hal ini punya korelasi positif dalam menentukan harga saham mengingat pergerakan harga saham seringkali mengikuti tren/pola tertentu termasuk pola masa lalu.

*Total debt* berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Adapun pengaruhnya negatif, artinya ketika utang meningkat maka diindikasikan harga turun. Hal ini mengindikasikan bahwa investor akan lebih memilih investasi pada perusahaan-perusahaan dengan total utang yang kecil dibandingkan pada perusahaan-perusahaan dengan total utang yang besar karena perusahaan yang total utangnya besar tentunya lebih berisiko. Temuan ini mendukung penelitian Naceur & Goaid (2002).

Tabel 4. Hasil Pengujian Simultan (Uji F)

R	R <sup>2</sup>	Adj. R <sup>2</sup>	SE Estimate	R <sup>2</sup> Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	Durbin-Watson
0,6472	0,4189	0,4007	1,4169	0,4189	23,0641	4	128	0,0000	2,0377

## Pendekatan Model Penilaian dalam Pengambilan Keputusan Investasi Saham di Bursa Efek Indonesia

Sri Isworo Ediningsih & Aryono Yacobus

Dari hasil uji F ditemukan ada pengaruh *dividend yield*, *retained earnings*, *book value*, dan *total debt* yang signifikan antara secara bersama-sama terhadap harga saham. Keadaan ini dapat dijelaskan bahwa harga saham perusahaan dalam penelitian ini dipengaruhi oleh kondisi fundamental perusahaan yang dalam penelitian ini diproksi dengan *dividend yield*, *retained earnings*, *book value*, dan *total debt*. Temuan faktor fundamental memengaruhi harga saham mendukung penelitian Purnomo (1998) yang menggunakan variabel EPS, PER, DER, ROE dan DPS sebagai proxy faktor fundamental dan Herlina & Hadianto (2007) menemukan, variabel DER, ROA, DPS, PER, BV sebagai proksi faktor fundamental. Tentu dapat dimengerti jika investor menginginkan tingkat pengembalian atas investasinya meskipun dengan risiko tertentu, untuk itu perhatian terhadap faktor fundamental perusahaan menjadi sangat penting. Adapun besarnya pengaruh variabel *dividend yield*, *retained earnings*, *book value*, dan *total debt* secara bersama-sama adalah sebesar 40%, ini artinya bahwa 60% dari model harga saham dipengaruhi oleh variabel lain di luar model. Temuan ini sejalan dengan Jati (2003) dimana harga saham dapat dijelaskan pengaruhnya (37,5%) oleh dividen, laba ditahan, dan nilai buku sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model.

### KESIMPULAN DAN SARAN

#### Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji model penilaian saham relevan untuk pengambilan keputusan pengaruh *dividend yield*, *retained earning*, *book balue*, dan *total debt* terhadap harga saham di bursa efek Indonesia.

Berdasarkan hasil penelitian ini, beberapa hal dapat disimpulkan yaitu model penilaian dalam penelitian ini dapat digunakan untuk pengambilan keputusan investasi saham di Bursa Efek Indonesia. Temuan ini didukung adanya saham yang di-

nilai *undervalue* maupun *overvalue* dalam sampel yang memungkinkan untuk investasi. Secara bersama-sama ada pengaruh yang signifikan antara *dividend yield*, *retained earnings*, *book value*, dan *total debt* terhadap harga saham di Bursa Efek Indonesia. Kondisi ini mengindikasikan bahwa ketika investor hendak berinvestasi maka faktor *dividend yield*, *retained earnings*, *book value*, dan *total debt* perlu diperhatikan. Secara parsial hanya variabel *dividend yield* yang tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham, sementara variabel *retained earnings*, *book value*, dan *total debt* berpengaruh signifikan terhadap harga saham di Bursa Efek Indonesia.

#### Saran

Berdasarkan hasil penelitian ini, untuk saham-saham yang dinilai *undervalue* direkomendasi untuk dibeli sehingga di waktu yang akan datang dapat menghasilkan *gain* (keuntungan) bagi investor. Sementara untuk penelitian yang akan datang perlu memperhatikan faktor fundamental yang lain seperti kondisi industri, kondisi perekonomian (dapat diukur dengan tingkat inflasi, tingkat suku bunga, tingkat pertumbuhan ekonomi, dan sebagainya). Berdasarkan data yang ada, data variabel penelitian dalam sampel mempunyai *range* yang relatif besar yang mungkin menjadikan hasil penelitian ini bias (model pada penelitian ini telah diuji dan tidak terdapat autokorelasi, multikolinieritas dan heteroskedastisitas). Saran untuk penelitian mendatang, *range* yang relatif besar pada pengukuran variabel perlu diperhatikan/dicermati lebih lanjut, misalnya dalam mengukur dividen digunakan dividen per lembar saham demikian juga laba ditahan. Dibandingkan jumlah perusahaan yang telah *go public*, sampel penelitian ini relatif kecil sehingga hasil penelitian ini tidak dapat digeneralisir, ini juga tidak terlepas dari penggunaan teknik sampling yang *non probability* sehingga penelitian di waktu mendatang disarankan menggunakan teknik *probability random sampling*.

## DAFTAR PUSTAKA

- Barker, R.G. 1999. Survey and Market-Based Evidence of Industry-Dependence in Analysts Preference Between the Dividend Yield and Price-Earning Ratio Valuation Models. *Journal of Business Finance and Accounting*, 96: 393-418.
- Belkaoui, R.A. & Picur, D.R. 2001. Investment Opportunity Set Dependence Of Dividend Yield And Price Earnings Ratio. *Managerial Finance*, 27(3).
- Brigham & Houston. 2001. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Jilid 1. Jakarta: Erlangga.
- Collins, D. W., Maydew, E. L., & Weiss, I. S. 1997. Changes in the Value-relevance of Earnings and Book Values Over the Past Forty Years. *Journal of Accounting & Economics*, 24(1), 39.
- Gaver, J.J. & Gaver, K.M. 1995. Compensation Policy and the Investment Opportunity Set. *Financial Management*, 24(1): 19-32.
- Herlina & Hadianto, B. 2007. Pengaruh Rasio Fundamental terhadap Harga Saham Sektor Telekomunikasi Selama Periode 1997–2001 di Bursa Efek Jakarta. *Prosiding*. Universitas Kristen Maranatha Bandung.
- Jati, I. K. 2003. Relevansi Nilai Dividend Yield dan Price Earning Ratio dengan Moderasi Investment Opportunity Set (IOS) dalam Penilaian Harga Saham. *SNA VI*. Surabaya.
- Kallapur, S. & Trombley, M.A. 1999. The Association between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth. *Journal of Business Finance and Accounting*, 505-519.
- Naceur, S. M. & Goaid, M. 2002. The Impact of Dividends, Debt and Investment on Valuation Models. *Applied Financial Economic*, 12: 843–889.
- Natarysyah, S. 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*, 15(3).
- Olweny, T. 2011. The Reliability of Dividend Discount Model in Valuation of Common Stock at The Nairobi Stock Exchange. *International Journal of Business and Social Science*, 2(6).
- Pujiharjanto, C.A. & Nilmawati. 2010. Dividend Discount Model (DDM) sebagai Model Penilaian Harga Saham (Studi Empiris pada Perusahaan-Perusahaan BUMN yang Listing di BEI). *Jurnal Bisnis: Teori dan Implementasi*, 1(2).
- Purnomo, Y. 1998, Keterkaitan Kinerja Keuangan dengan Harga Saham (Studi Kasus 5 Rasio Keuangan 30 Emiten di BEJ Pengamatan 1992–1996). *Manajemen Usahawan Indonesia*, XXVII(12).
- Rees, W.P. 1997. The Impact of Dividends, Debt and Investment on Valuation Models. *Journal of Business Finance and Accounting* (24): 1111-1140.
- Rees, W.P 1999. Influence on the Value of Equity and Net Income In the UK. *Working Paper*. University of Glasgow.