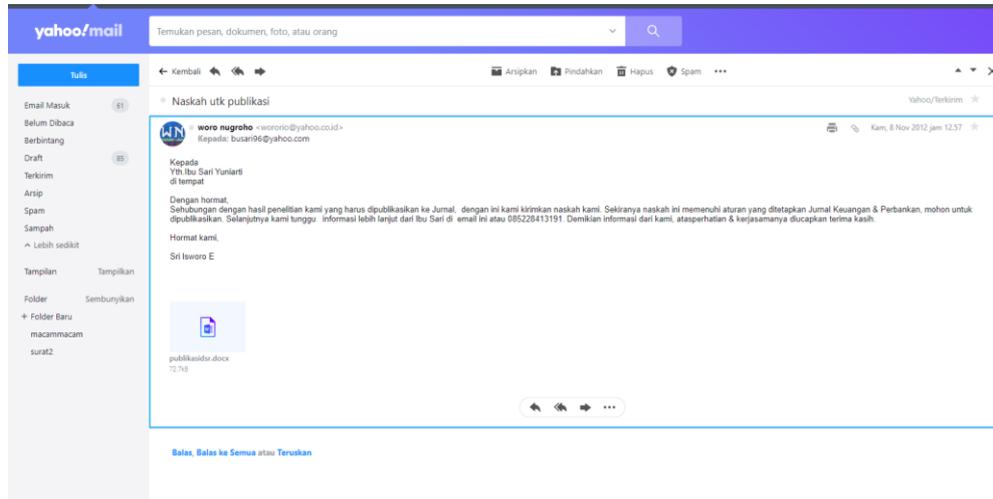


Bukti Korespondensi Sri Isworo Ediningsih

Judul: Pendekatan Model Penilaian Dalam Pengambilan Keputusan Investasi Saham di Bursa Efek Indonesia

8 Nov 2012, mengirim artikel Ke Jurnal Keuangan dan Perbankan



Lampiran artikel

RELEVANSI DIVIDEND YIELD, RETAINED EARNINGS, BOOK VALUE, DAN TOTAL DEBT DALAM VALUATION MODEL PADA PERUSAHAAN-PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI BURSA EFEK INDONESIA

Sri Isworo Ediningsih dan Aryono Yacobus¹

Jurusan Manajemen Fak Ekonomi UPN “Veteran” Yogyakarta, Jl SWK 104 (Lingkar Utara)
Condongcatu, Yogyakarta 55283

Abstract: *The purpose of this study to examine relevance between dividend yield, retained earnings, book value and total debt on stock price: approximation valuation model on manufacture firms in the Indonesia Stock Exchange. Samples in this study are those manufacture firms listed on the Indonesia Stock Exchange period 2008 – 2011 and divide dividend. By using multiple regressions, this study found that: valuation model relevans used in investment decision in manufacture firms in the Indonesia Stock Exchange can be proved simultaneously dividend yield, retained earnings, book value and total debt have significant effect to stock price and partially dividend yield has no significant effect to stock price and where retained earnings, book value and total debt have significant effect in partial to stock price.*

Keywords: *valuation model, dividend yield, retained earnings, book value, total debt and stock price.*

¹Korespondensi penulis melalui email: wororio@yahoo.co.id

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 memperhatikan kondisi perekonomian, industri maupun perusahaan. Untuk perusahaan yang tumbuh akan direspon positif oleh pasar. Peluang pertumbuhan perusahaan terlihat pada kesempatan investasi yang diproyeksikan dengan berbagai macam kombinasi nilai aset kesempatan investasi (IOS: *investment opportunity set*).

Penelitian Belkaoui dan 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*. Jika perusahaan tersebut memakai *P/E ratio* sebagai model penilaiannya maka perusahaan mempunyai peluang investasi tinggi dan *retained earnings*nya lebih besar dari pada dividen. Sebaliknya, jika perusahaan menggunakan *Dividend Yield* sebagai model penilaiannya maka perusahaan mempunyai peluang investasi yang rendah yang berarti perusahaan lebih memilih dividen daripada laba ditahan.

Rees (1999) menyatakan bahwa model penilaian/ *valuation model* dalam akuntansi dan penelitian keuangan mengalami peningkatan dalam penggunaan tetapi tidak banyak terdapat kesepakatan tentang spesifikasi yang tepat. Brigham & Houston (2001) merekomendasikan penilaian saham berdasarkan pertumbuhan dividen. Menurutnya saham-saham ada yang pertumbuhannya nol, konstan dan nonkonstan. Dari penilaian saham tsb 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 teoritik 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, Maydew, dan Weiss (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 dan Gaver (1995), serta Kallapur dan 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, Naceur & Goaid (2002) menemukan bahwa dividen berpengaruh terhadap harga saham.

Di Indonesia Sunariyah (1997) menyatakan bahwa *valuation model* (model penilaian) 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. Beberapa penelitian mengenai harga saham dilakukan 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. Herlina dan Hadianto (2007) menemukan, variabel DER, ROA, DPS, PER, BVS berpengaruh secara simultan terhadap harga saham perusahaan sektor telekomunikasi periode 1997 – 2005 di Bursa Efek Jakarta dan secara parsial hanya variabel DPS yang tidak berpengaruh signifikan.

Memperhatikan temuan-temuan di atas dan permasalahan harga saham yang terus berkembang seiring perkembangan pasar modal, kiranya penelitian: Relevansi *Dividend Yield* (DY), *Retained Earning* (RE), *Book Value* (BV) dan *Total Debt* (TD) dalam *Valuation Model* pada Perusahaan-Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia masih relevan dilakukan. Adapun tujuan penelitian untuk : 1) Mengetahui relevansi tidaknya variabel penelitian (DY, RE, BV & TD) dalam menilai/memprediksi harga saham pada perusahaan-perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. 2) Mengetahui dan menguji pengaruh *Dividend Yield*, *Retained Earnings*, *Book Value*, dan *Total Debt* secara bersama-sama terhadap harga saham pada perusahaan-perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia 3) Mengetahui dan menguji pengaruh *Dividend Yield*, *Retained Earnings*, *Book Value*, dan *Total Debt* secara parsial terhadap harga saham pada perusahaan-perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia.

VALUATION MODEL

Model Penilaian (*valuation model*) merupakan suatu mekanisme yang mengubah serangkaian prediksi (atau pengamatan) tentang serangkaian variabel perusahaan dan variabel ekonomi yang menjadi prediksi nilai pasar untuk harga saham perusahaan. *Valuation Model* bisa dianggap sebagai formalisasi hubungan yang diperkirakan ada diantara serangkaian faktor-faktor ekonomi dan dibandingkan dengan penilaian/valuasi pasar. Ada beberapa pendekatan yang bisa digunakan dalam menilai saham perusahaan antara lain:

Model Discounted Cash Flow (DCF)

Model discounted cash flow didasarkan pada konsep bahwa nilai andil saham dengan nilai arus kas saat ini yang diperkirakan bisa diterima pemegang saham dari saham ini. Misal dalam satu periode pemegang saham akan menerima dividen dan nilai saham ketika menjual. Jika dividen muncul pada akhir periode, maka nilai andil saham ini ditentukan dengan rumus (Elton dan Gruber, 1994: 450):

$$P_t = \frac{D_{t+1}}{(1+k)} + \frac{P_{t+1}}{(1+k)}$$

Keterangan :

P_t = harga saham pada waktu t

D_{t+1} = dividen yang diterima pada waktu t+1

P_{t+1} = harga pada periode waktu t+1

k = tingkat diskon yang tepat

Model Pertumbuhan Konstan

Salah satu model yang paling terkenal dan paling sederhana adalah yang berasumsi bahwa dividen akan berkembang pada tingkat yang sama (g) pada masa mendatang yang tidak terbatas. Dalam asumsi ini, nilai andil saham adalah (Elton dan Gruber, 1994):

$$P = \frac{D}{(1+k)} + \frac{D(1+g)}{(1+k)^2} + \frac{D(1+g)^2}{(1+k)^3} + \dots + \frac{D(1+g)^{N-1}}{(1+k)^N} + \dots$$

Model perkembangan konstan sering dipertahankan sebagai model yang berasal dari asumsi-asumsi berikut: perusahaan akan mempertahankan kebijakan dividen yang stabil (menjaga tingkat retensinya tetap konstan) dan mendapatkan tingkat laba yang stabil atas investasi ekuitas baru dari waktu ke waktu (Elton dan Gruber, 1994).

Model Regresi *Cross sectional*

Meskipun model DCF mengalami peningkatan popularitas yang cepat, pada komunitas investasi, model tersebut hanya digunakan oleh sebagian analis praktek sekuritas. Sebagian besar analis sekuritas masih menilai saham dengan menerapkan jenis *multiple* (rasio harga pendapatan) pendapatan tertentu pada pendapatan saat ini atau pendapatan yang diprediksi. Pendekatan ke penetapan rasio P/E ada bermacam-macam, antara lain: beberapa perusahaan menggunakan rasio P/E historis bagi perusahaan yang berhubungan dengan rasio P/E pasar, mengambil determinan yang luas dari harga saham, pendapatan, perkembangan, risiko, nilai waktu uang, dan kebijakan dividen serta mengukur determinan-determinan ini untuk membentuk taksiran rasio P/E (Elton dan Gruber, 1994).

PENELITIAN TERDAHULU

Beberapa penelitian mengenai harga saham telah dilakukan antara lain oleh: 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 dan Goaid (2002) merupakan model dasar yang diterapkan di *Tunisian Stock Exchange* antara periode tahun 1984 sampai 1997. Herlina dan 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.

HIPOTESIS PENELITIAN

Hipotesis pada penelitian ini adalah sebagai berikut :

H₁ : ada pengaruh yang signifikan antara DY, RE, BV dan TD secara bersama-sama terhadap harga saham

H₂ : ada pengaruh yang signifikan antara DY, RE, BV dan TD secara parsial terhadap harga saham

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel Penelitian

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

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.

Identifikasi Variabel

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 Data

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:

β_0 : Konstanta

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$: Koefisien regresi

P : Harga penutupan saham (*Closing Price*)

DPS : *Dividend Yield*

RE : *Retained Earnings*

BV : *Book Value*

TD : *Total debt*
 ε : *Error term*

Untuk mengetahui adanya pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen dilakukan pengujian hipotesa. Pengujian hipotesa 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, multikolinearitas dan heteroskedastisitas.

HASIL PENELITIAN

Statistik Diskriptif

Statistik diskriptif berisi diskripsi data variabel penelitian ini yaitu: harga saham, *dividend yield*, *retained earnings*, *book value* dan *total debt* sebagai berikut:

Tabel 1. Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Variabel Penelitian	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
RE	135	-362684	63473602	3153465,2	7637970,22
DY	135	0,01	35,89	3,920814815	6,206637161
BV	135	1,836700394	36859	4043,507591	7444,188857
TD	135	4513	54168000	3035437,531	6415518,432
CP	135	58	274950	12932,03704	33473,13719
Valid (listwise)	135				

Sumber: data sekunder, diolah

Berdasarkan hasil olah data sebagaimana ditampilkan dalam tabel 1, dapat dijelaskan bahwa: nilai minimum variabel harga saham sebagai variabel terikat Rp 58,- dengan nilai maksimum Rp 274.950,- 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 dividen 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 36859 dan nilai rata – rata Rp 4.043,51 dengan standar deviasi Rp 7.444,19 nilai minimum total hutang 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 sbb:

Tabel 2. Hasil Regresi Berganda

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	3502,810	3197,3294		1,095542	0,275304		
RE	-0,0001	0,0003737	-0,0367418	-0,43084	0,667295	0,68408	1,461803
DY	-543,689	397,01949	-0,1008116	-1,36942	0,17322	0,91801	1,089308
BV	2,749773	0,3301065	0,6115300	8,329955	9,84E-14	0,92308	1,083321
TD	0,000312	0,0004452	0,0599825	0,702891	0,483380	0,68315	1,463794

Sumber: data sekunder, diolah

Untuk kepentingan analisis, model penelitian hasil regresi berganda diatas harus bersifat BLUE (*Best Linear Unbias Estimator*). Langkah selanjutnya adalah melakukan uji model apakah telah memenuhi asumsi klasik regresi yang terdiri dari uji aotokorelasi, multikolinearitas dan heteroskedastisitas.

Uji Autokorelasi

Autokorelasi adalah gejala terdapatnya korelasi diantara kesalahan pengganggu (e_i) dari suatu observasi terhadap observasi lainnya. Jika dalam persamaan regresi linear terdapat autokorelasi maka penaksir regresi masih tetap tidak bias dan tetap konsisten hanya saja tidak efisien lagi. Untuk mengetahui ada tidaknya autokorelasi pada model regresi berganda perlu dilihat nilai Durbin Watson sebagaimana ditunjukkan dalam tabel 3 berikut ini.

Tabel 3. Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin Watson
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
1	0,5943	0,3533	0,3334	27330,350	0,3533	17,7513	4	130	0,000	2,0710

Sumber: data sekunder, diolah

Berdasarkan tabel 3 diatas, nilai Durbin Watson dalam penelitian ini =2,071. Menurut Sumodiningrat (1994): (1) nilai-nilai d (Durbin Watson) terletak antara 0 dan 4 (2) jika tidak ada korelasi, $\Omega = 0$ 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

Multikolinearitas terjadi ketika ada korelasi antara variabel-variabel bebas diantara satu dengan lainnya. Untuk mengetahui ada tidaknya hubungan antar variabel bebas dapat dilakukan dengan melihat nilai korelasi antar variabel bebas, condition index, tolerance dan VIF. 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

Supaya model regresi bersifat BLUE maka varians (u_i) harus sama dengan σ^2 (konstan) atau semua residual atau error mempunyai varian yang sama disebut homoskedastisitas, sedangkan bila varian tidak konstan atau berubah-ubah disebut heteroskedastis. Dalam penelitian ini, uji heteroskedastisitas dilakukan dengan metode rank korelasi dari Spearman. Heteroskedastisitas terjadi jika terdapat korelasi yang signifikan antara variabel independen dengan residualnya. Adapun hasil pengujian heteroskedastisitas sbb:

Tabel 4. Uji Heteroskedastisitas

			RE	DY	BV	TD	CP	Standard Residual
Spearman's rho	RE	Cor Coeff.	1	0,0840	0,2647	0,6228	0,3758	0,1188
		Sig. (2-tailed)	.	0,3330	0,0019	0,0000	0,0000	0,1699
	DY	Cor. Coeff.	0,0840	1	0,1567	0,0128	0,0319	0,1393
		Sig. (2-tailed)	0,3330	.	0,0695	0,8826	0,7137	0,1070
	BV	Cor Coeff.	0,2647	0,1567	1	0,1092	0,5797	-0,3150
		Sig. (2-tailed)	0,0019	0,0695	.	0,2076	0,0000	0,0002
	TD	Cor Coeff.	0,6228	0,0128	0,1092	1	0,1059	0,0342
		Sig. (2-tailed)	0,0000	0,8826	0,2076	.	0,2216	0,6936
	CP	Cor Coeff.	0,3758	0,0319	0,5797	0,1059	1	0,2937
		Sig. (2-tailed)	0,0000	0,7137	0,0000	0,2216	.	0,0005
	Standard Residual	Cor Coeff.	0,1188	0,1393	-0,3150	0,0342	0,2937	1
		Sig. (2-tailed)	0,1699	0,1070	0,0002	0,6936	0,0005	.

sumber: data sekunder, diolah.

Memperhatikan tabel 3, diatas 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 ke-3 variabel dan demi mendapatkan model terbaik. Dengan pertimbangan tsb hasil pengujian heteroskedastisitas sebagai berikut:

Tabel 5. Hasil Uji Hetersoskedastisitas dengan transformasi ln

			ln _{cp}	ln _{bv}	ln _{re}	ln _{td}	DY	Standard Residual
Spearman's rho	ln _{cp}	Cor Coeff.	1	0,5797	0,4158	0,1059	0,0319	0,7680
		Sig. (2-tailed)	.	0,0000	0,0000	0,2216	0,7137	0,0602
	ln _{bv}	Cor. Coeff.	0,5797	1	0,2527	0,1092	0,1567	0,0929
		Sig. (2-tailed)	0,0000	.	0,0033	0,2076	0,0695	0,2873
	ln _{re}	Cor Coeff.	0,4158	0,2527	1	0,6358	-0,0845	0,0717
		Sig. (2-tailed)	0,0000	0,0033	.	0,0000	0,3335	0,4119
	ln _{td}	Cor Coeff.	0,1059	0,1092	0,6358	1	0,0128	0,0065
		Sig. (2-tailed)	0,2216	0,2076	0,0000	.	0,8826	0,9406
	DY	Corr. Coeff.	0,0319	0,1567	0,0845	0,0128	1	-0,0747
		Sig. (2-tailed)	0,7137	0,0695	0,3335	0,8826	.	0,3929
	Standard Residual	Cor Coeff.	0,7680	0,0929	0,0717	0,0065	-0,0747	1
		Sig. (2-tailed)	0,0602	0,2873	0,4119	0,9406	0,3929	.

sumber: data sekunder, diolah.

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 sbb:

Tabel 6. Hasil uji Regresi Berganda dimana variabel penelitian dalam bentuk ln

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	0,6614	1,1009		0,6008	0,5491	
	DY	0,0104	0,0203	0,0355	0,5133	0,6086	0,9484
	ln _{re}	0,4500	0,0894	0,4238	5,0353	0,0000	0,6408

	lnbv	0,5677	0,0761	0,5220	7,4629	0,0000	0,9279	1,0777
	Intd	-0,2241	0,0800	-0,2364	-2,8006	0,0059	0,6371	1,5697

Sumber: data sekunder, diolah.

Berdasarkan tabel 6 diatas, maka persamaan dalam model penelitian ini sebagai berikut:
 $P = 0,6614 + 0,0104 \text{ Ln DY} + 0,45 \text{ Ln RE} + 0,5677 \text{ Ln BV} - 0,2241 \text{ Ln TD}$

Dari model diatas, 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.

Penggunaan persamaan diatas untuk model penilaian dengan memanfaatkan salah satu data perusahaan sampel pada tahun 2011 (Indofood) sebagai berikut:

$$P = 0,6614 + 0,0104 \times 0,03 + 0,45 \times 110.202.235 + 0,5677 \times 3600,08 - 0,2241 \times 21.975.700 = 36.392$$

Dari perhitungan dengan menggunakan persamaan dalam model, diketahui nilai intrinsik saham Indofood pada tahun 2011 = 36.392 sementara harga pasar saham pada waktu yang sama = 4.600 hal ini mengindikasikan bahwa saham Indofood dinilai *under value* karenanya menurut *valuation model* direkomendasi untuk dibeli. Dengan asumsi investor membeli saham Indofood pada tahun 2011 maka nilai pasar sekarang saham Indofood (11 September 2012) = 5.400 artinya ada potensial gain investor 800 per lembar saham. Inilah salah satu bukti bahwa *valuation model* relevan dalam menilai harga saham. Meskipun demikian model penelitian ini juga memberikan bukti empiris bahwa harga saham dipengaruhi oleh berbagai faktor sebagaimana telah dibuktikan oleh penelitian-penelitian sebelumnya. Adapun temuan dalam penelitian ini sebagai berikut.

PEMBAHASAN

Hipotesis pertama menyatakan: ada pengaruh yang signifikan antara DY, RE, BV dan TD secara bersama-sama terhadap harga saham. Untuk menguji hipotesis ini digunakan uji F yang nilai-nilainya ditunjukkan pada tabel 7 berikut ini.

Tabel 7, Model Summary untuk uji F

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
1	0,6472	0,4189	0,4007	1,4169	0,4189	23,0641	4	128	0,0000	2,0377

Sumber: data sekunder, diolah

Berdasarkan tabel 7, 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. Keadaan tsb dapat dijelaskan bahwa harga saham perusahaan dalam penelitian ini dipengaruhi oleh kondisi fundamental perusahaan yang dalam penelitian ini di proxy dengan DY, RE, BV dan TD. Temuan faktor fundamental mempengaruhi harga saham mendukung penelitian sebelumnya yaitu: Purnomo (1998) yang menggunakan variabel EPS, PER, DER, ROE dan DPS sebagai proxy faktor fundamental dan Herlina dan Hadianto (2007) menemukan, variabel DER, ROA, DPS, PER, BV sebagai proxy 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 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 diluar model.

Hipotesis kedua menyatakan: ada pengaruh yang signifikan antara DY, RE, BV dan TD secara parsial terhadap harga saham. Hipotesis ini akan diuji dengan menggunakan uji t yang nilai-nilainya dapat dilihat pada tabel 6. Berdasarkan tabel 6 diatas, 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. Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian Naceur dan Goaid (2002). Keadaan ini mengindikasikan bahwa harga saham tidak semata-mata ditentukan oleh dividen tetapi juga dikarenakan banyak faktor lain yang mempengaruhi 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 (spekulative) yang cenderung memilih *capital gain* daripada dividen.

Nilai t pada variabel RE = 5,035 dengan tingkat signifikan = 0,000, artinya bahwa RE berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Temuan ini mendukung penelitian Naceur dan Goaid (2002). 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.

Nilai t pada variabel BV = 7,463 dengan tingkat signifikan = 0,000, artinya bahwa BV berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Temuan ini mendukung penelitian Naceur dan Goaid (2002), Herlina dan Hadianto (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 pola tertentu termasuk pola masa lalu.

Nilai t pada variabel TD = - 2,801 dengan tingkat signifikan = 0,006, artinya bahwa TD berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Adapun pengaruhnya negatif, artinya ketika hutang meningkat maka diindikasikan harga turun. Hal ini mengindikasikan bahwa investor akan lebih memilih investasi pada perusahaan-perusahaan dengan total hutang yang kecil dibandingkan pada perusahaan-perusahaan dengan total hutang yang besar karena perusahaan yang total hutangnya besar tentunya lebih berisiko. Temuan ini mendukung penelitian Naceur dan Goaid (2002).

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian ini, beberapa hal dapat disimpulkan yaitu: *Valuation model* dalam penelitian ini dapat digunakan untuk pengambilan keputusan investasi saham di Bursa Efek Indonesia. Secara bersama-sama ada pengaruh yang signifikan antara DY, RE, BV dan TD terhadap harga saham pada perusahaan-perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Secara parsial hanya variabel DY yang tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham, sementara variabel RE, BV dan TD berpengaruh signifikan terhadap harga saham pada perusahaan-perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia.

Saran

.Berdasarkan hasil penelitian ini, variabel RE, BV dan TD sebagai proxy faktor fundamental berpengaruh signifikan terhadap harga saham perusahaan, sementara variabel DY tidak berpengaruh signifikan pada harga saham. Berbagai penelitian tentang harga saham adakalanya memberikan hasil yang berbeda, oleh karena itu saran yang dapat diberikan adalah: Penelitian yang akan datang juga perlu memperhatikan faktor fundamental yang lain seperti kondisi industri, kondisi perekonomian (dapat diukur dengan tingkat inflasi, tingkat suku bunga, tingkat pertumbuhan ekonomi dll). Berdasarkan data yang ada, data variabel penelitian dalam sampel mempunyai range yang relatif besar yang mungkin menjadikan hasil penelitian ini bias (meskipun model telah diuji dan tidak terdapat autokorelasi, multikolinieritas & heteroskedastisitas). Pada penelitian yang akan datang hal ini (range yang relatif besar) perlu diperhatikan/dicermati lebih lanjut. 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*.

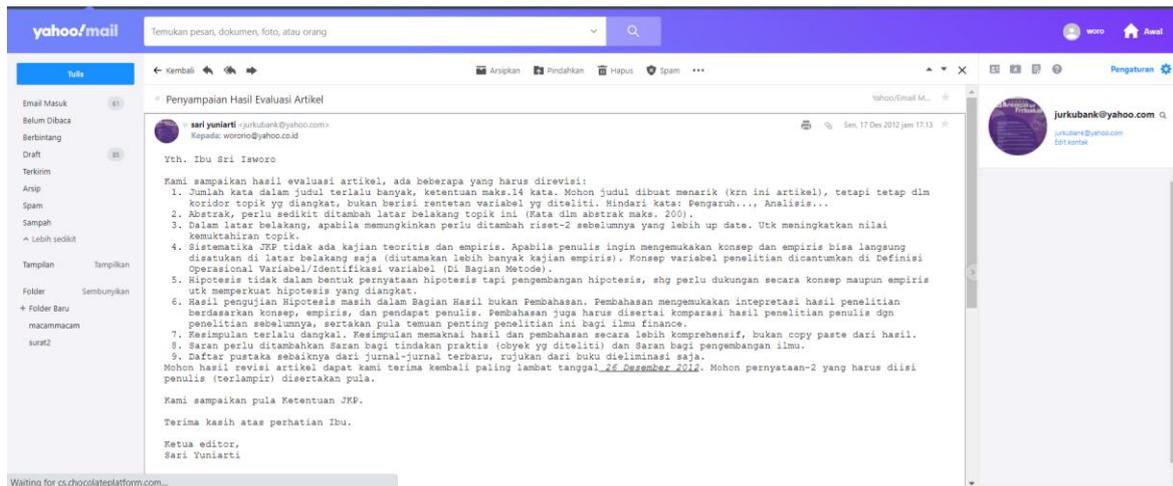
DAFTAR PUSTAKA

- Aharony, J. dan I. Swary (1980). Quarterly dividend and earning announcements and stockholders returns: An empirical analysis. *Journal of Finance* (March), pp. 1-12
- 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), pp 393-418.
- Belkaoui R. Ahmed, Picur D. Ronald. (2001). Investment Opportunity Set Dependence Of Dividend Yield And Price Earnings Ratio. *Managerial Finance. Vol 27 no.3. University of Illinois at Chicago*.
- Benartzi, S., R. Michaely dan R. Thaler (1997). Do changes in dividends signal the future of the past?. *Journal of Finance*, Vol.52, No.3, pp. 1007-10034.
- Brigham & Houston (2001), Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Jilid 1, Erlangga, Jakarta
- Burgstahler, D.C. dan I.D. Dichev (1997). Earning, adaptation and equity value. *The Accounting Review* (April), pp.187-216

- Elton, J., Martin J Gruber.(1994), *Modern Portofolio Theory and Investment Analysis*, Singapore: John Wiley & Sons Inc, fourth edition
- Gaver, J.J. and K. M. Gaver (1995). Compensation Policy and the Investment Opportunity Set. *Financial Management* (Spring), Vol.24, No.1, pp.19-32.
- Hair jr, J.F., R.E. Anderson, R.L. Tatham, dan W.C. Black (1998). *Multivariate Data Analysis: 5th Edition*. Prentice-Hall International Inc, New Jersey, USA.
- Hartono, J. (1999). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. BPFE. Jogjakarta.
- Herlina dan Hadianto, Bram. 2007, Pengaruh Rasio Fundamental Terhadap Harga Saham Sektor Telekomunikasi Selama Periode 1997 – 2001 di Bursa Efek Jakarta, *Prosiding Universitas Kristen Maranatha Bandung*.
- Kallapur, S., dan Trombley, M.A. (1999). The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth. *Journal of Business Finance and Accounting*, pp. 505-519.
- Naceur, S. M., and Goaiied, M, (2002), The impac of devidends, debt and investment on valuation models, *Applied Financial Economic*, Vol 12, p 843 – 889
- Natarsyah, Shahib. 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*, Volume 15 No. 3
- Purnomo, Yugo. 1998, Keterkaitan Kinerja Keuangan Dengan Harga Saham (Studi Kasus 5 Rasio Keuangan 30 miten di BEJ Pengamatan 1992 – 1996), *Manajemen Usahawan Indonesia*, No.12 Th XXVII.
- Rees, William P. (1997). The Impact of Dividends, Debt and Investment on Valuation Models,” *Journal of Business Finance and Accounting* (24), pp.1111-1140.
- Rees, William P (1999). Influence On The Value of Equity & Net Income In The UK, Working Paper, University of Glasglow.
- Strong, N. dan M. Walker (1993). The explanatory power of earnings for stock returns. *The Accounting Review* (April), pp. 385-399.
- Sumodiningrat, Gunawan. 1994, *Ekonometrika Pengantar*, Edisi Pertama, BPFE ,Yogyakarta.
- _____, 2012, *Indonesia Capital Market Directory 2011*, ECFIN, Jakarta
- www.idx.co.id

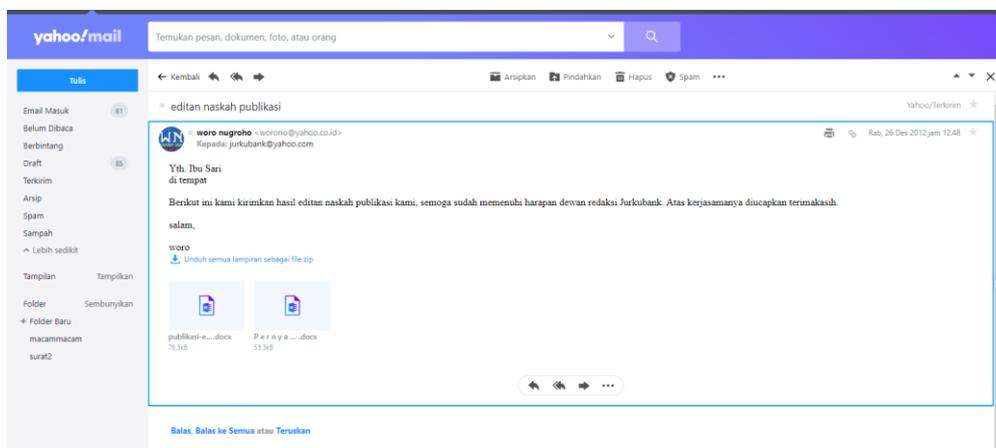
17 Desember 2012

Mendapat informasi untuk revisi



26 Desember 2012

Mengirim revisi artikel dan surat pernyataan



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

Sri Isworo Ediningsih dan Aryono Yacobus²

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

Abstract: *A Valuation model is a mechanism that convert 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 to examine relevance between dividend yield, retained earnings, book value and total debt on stock price: approximation valuation model in the Indonesia Stock Exchange. Samples in this study are those manufacture firms listed on the Indonesia Stock Exchange period 2008 – 2011 and divide dividend. The results found that few of sample was undervalue and the other overvalue its mean valuation model can be applicated in the Indonesian stock exchange. By using multiple regressions, this study found that: valuation model relevans used in investment decission in manufacture firms in the Indonesia Stock Exchange can be proved simultaneously dividend yield, retained earnings, book value and total debt have significant effect to stock price and partially dividend yield has no significant effect to stock price and where retained earnings, book value and total debt have significant effect in partial to stock price.*

Keywords: *valuation model, undervalue, overvalue*

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 mendasarkan analisis fundamental maupun teknikal. Analisis fundamental dilakukan dengan meperhatikan kondisi perekonomian, industri maupun perusahaan. Untuk perusahaan yang tumbuh akan direspon positif oleh pasar. Peluang pertumbuhan perusahaan terlihat pada kesempatan investasi yang diproxykan dengan berbagai macam kombinasi nilai aset kesempatan investasi (IOS: *investment opportunity set*).

Penelitian Belkaoui dan 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.

²Korespondensi penulis melalui email: wororio@yahoo.co.id

Rees (1999) menyatakan bahwa model penilaian/ *valuation model* dalam akuntansi dan penelitian keuangan mengalami peningkatan dalam penggunaan 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 nonkonstan. Dari penilaian saham tsb 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 teoritik 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, Maydew, dan Weiss (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 dan Gaver (1995), serta Kallapur dan 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, Naceur & Goaid (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 *valuation model* (model penilaian) 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 dan 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.

Memperhatikan temuan-temuan diatas dan permasalahan harga saham yang terus berkembang seiring perkembangan pasar modal, kiranya penelitian ini masih relevan dilakukan. Adapun tujuan penelitian untuk : 1) Mengetahui apakah model penilaian relevan untuk pengambilan keputusan investasi di Bursa Efek Indonesia. 2) Mengetahui dan menguji pengaruh *Dividend Yield*, *Retained Earnings*, *Book Value*, dan *Total Debt* secara bersama-sama terhadap harga saham di Bursa Efek Indonesia 3) Mengetahui dan menguji pengaruh *Dividend Yield*, *Retained Earnings*, *Book Value*, dan *Total Debt* secara parsial terhadap harga saham di Bursa Efek Indonesia.

VALUATION MODEL

Model Penilaian (*valuation model*) merupakan suatu mekanisme yang mengubah serangkaian prediksi (atau pengamatan) tentang serangkaian variabel perusahaan dan variabel ekonomi di masa depan ke dalam penilaian harga saham perusahaan. *Valuation Model* bisa dianggap sebagai formalisasi hubungan yang diperkirakan ada diantara serangkaian faktor-faktor ekonomi/perusahaan dan dibandingkan dengan nilai pasar. Ada beberapa pendekatan yang bisa digunakan dalam menilai saham perusahaan antara lain:

Model Discounted Cash Flow (DCF)

Model discounted cash flow didasarkan pada konsep bahwa nilai andil saham dengan nilai arus kas saat ini yang diperkirakan bisa diterima pemegang saham dari saham ini. Misal dalam satu periode pemegang saham akan menerima dividen dan nilai saham ketika menjual. Jika dividen muncul pada akhir periode, maka nilai andil saham ini ditentukan dengan rumus (Elton dan Gruber, 1994: 450):

$$P_t = \frac{D_{t+1}}{(1+k)} + \frac{P_{t+1}}{(1+k)}$$

Keterangan :

P_t = harga saham pada waktu t

D_{t+1} = dividen yang diterima pada waktu t+1

P_{t+1} = harga pada periode waktu t+1

k = tingkat diskon yang tepat

Model Pertumbuhan Konstan

Salah satu model yang paling terkenal dan paling sederhana adalah yang berasumsi bahwa dividen akan berkembang pada tingkat yang sama (g) pada masa mendatang yang tidak terbatas. Dalam asumsi ini, nilai andil saham adalah (Elton dan Gruber, 1994):

$$P = \frac{D}{(1+k)} + \frac{D(1+g)}{(1+k)^2} + \frac{D(1+g)^2}{(1+k)^3} + \dots + \frac{D(1+g)^{N-1}}{(1+k)^N} + \dots$$

Model perkembangan konstan sering dipertahankan sebagai model yang berasal dari asumsi-asumsi berikut: perusahaan akan mempertahankan kebijakan dividen yang stabil (menjaga tingkat retensinya tetap konstan) dan mendapatkan tingkat laba yang stabil atas investasi ekuitas baru dari waktu ke waktu (Elton dan Gruber, 1994).

Model Regresi *Cross sectional*

Meskipun model DCF mengalami peningkatan popularitas yang cepat, pada komunitas investasi, model tersebut hanya digunakan oleh sebagian analis praktek sekuritas. Sebagian besar analis sekuritas masih menilai saham dengan menerapkan jenis *multiple* (rasio harga pendapatan) pendapatan tertentu pada pendapatan saat ini atau pendapatan yang diprediksi. Pendekatan ke penetapan rasio P/E ada bermacam-macam, antara lain: beberapa perusahaan menggunakan rasio P/E historis bagi perusahaan yang berhubungan dengan rasio P/E pasar, mengambil determinan yang luas dari harga saham, pendapatan, perkembangan, risiko, nilai waktu uang, dan kebijakan dividen serta mengukur determinan-determinan ini untuk membentuk taksiran rasio P/E (Elton dan Gruber, 1994).

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 dan 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 & 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 memiliki relevansi nilai bagi perusahaan-perusahaan yang memiliki level IOS tinggi dan level IOS rendah. Herlina dan 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. 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. Memperhatikan temuan-temuan diatas, hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H_1 : ada pengaruh yang signifikan antara DY, RE, BV dan TD secara bersama-sama terhadap harga saham

H_2 : ada pengaruh yang signifikan antara DY, RE, BV dan TD secara parsial terhadap harga saham

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel Penelitian

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

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 :

3. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dan telah menerbitkan laporan keuangan selama periode tahun 2008 sampai 2011.
4. Perusahaan membayar dividen pada periode penelitian.

Identifikasi Variabel

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 Data

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:

β_0	: Konstanta
$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$: Koefisien regresi
P	: Harga penutupan saham (<i>Closing Price</i>)
DY	: <i>Dividend Yield</i>
RE	: <i>Retained Earnings</i>
BV	: <i>Book Value</i>
TD	: <i>Total debt</i>
ε	: <i>Error term</i>

Untuk mengetahui adanya pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen dilakukan pengujian hipotesa. Pengujian hipotesa 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, multikolinearitas dan heteroskedastisitas.

HASIL PENELITIAN

Statistik Diskriptif

Statistik diskriptif berisi diskripsi data variabel penelitian ini yaitu: harga saham, *dividend yield*, *retained earnings*, *book value* dan *total debt* sebagai berikut:

Tabel 1. Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Variabel Penelitian	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
RE	135	-362684	63473602	3153465,2	7637970,22
DY	135	0,01	35,89	3,920814815	6,206637161
BV	135	1,836700394	36859	4043,507591	7444,188857
TD	135	4513	54168000	3035437,531	6415518,432
CP	135	58	274950	12932,03704	33473,13719
Valid (listwise)	135				

Sumber: data sekunder, diolah

Berdasarkan hasil olah data sebagaimana ditampilkan dalam tabel 1, dapat dijelaskan bahwa: nilai minimum variabel harga saham sebagai variabel terikat Rp 58,- dengan nilai maksimum Rp 274.950,- 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 dividen 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 36859 dan nilai rata – rata Rp 4.043,51 dengan standar deviasi Rp 7.444,19 nilai minimum total hutang 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 sbb:

Tabel 2. Hasil Regresi Berganda

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	3502,810	3197,3294		1,095542	0,275304		
RE	-0,0001	0,0003737	-0,0367418	-0,43084	0,667295	0,68408	1,461803
DY	-543,689	397,01949	-0,1008116	-1,36942	0,17322	0,91801	1,089308

BV	2,749773	0,3301065	0,6115300	8,329955	9,84E-14	0,92308	1,083321
TD	0,000312	0,0004452	0,0599825	0,702891	0,483380	0,68315	1,463794

Sumber: data sekunder, diolah

Untuk kepentingan analisis, model penelitian hasil regresi berganda diatas harus bersifat BLUE (*Best Linear Unbias Estimator*). Langkah selanjutnya adalah melakukan uji model apakah telah memenuhi asumsi klasik regresi yang terdiri dari uji aotokorelasi, multikolinearitas dan heteroskedastisitas.

Uji Autokorelasi

Autokorelasi adalah gejala terdapatnya korelasi diantara kesalahan pengganggu (e_i) dari suatu observasi terhadap observasi lainnya. Jika dalam persamaan regresi linear terdapat autokorelasi maka penaksir regresi masih tetap tidak bias dan tetap konsisten hanya saja tidak efisien lagi. Untuk mengetahui ada tidaknya autokorelasi pada model regresi berganda perlu dilihat nilai Durbin Watson sebagaimana ditunjukkan dalam tabel 3 berikut ini.

Tabel 3. Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin Watson
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
1	0,5943	0,3533	0,3334	27330,350	0,3533	17,7513	4	130	0,000	2,0710

Sumber: data sekunder, diolah

Berdasarkan tabel 3 diatas, nilai Durbin Watson dalam penelitian ini $=2,071$. Menurut Sumodiningrat (1994): (1) nilai-nilai d (Durbin Watson) terletak antara 0 dan 4 (2) jika tidak ada korelasi, $\Omega = 0$ 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

Multikolinearitas terjadi ketika ada korelasi antara variabel-variabel bebas diantara satu dengan lainnya. Untuk mengetahui ada tidaknya hubungan antar variabel bebas dapat dilakukan dengan melihat nilai korelasi antar variabel bebas, condition index, tolerance dan VIF. 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

Supaya model regresi bersifat BLUE maka varians (u_i) harus sama dengan σ^2 (konstan) atau semua residual atau error mempunyai varian yang sama disebut homoskedastisitas, sedangkan bila varian tidak konstan atau berubah-ubah disebut heteroskedastis. Dalam penelitian ini, uji heteroskedastisitas dilakukan dengan metode rank korelasi dari Spearman. Heteroskedastisitas terjadi jika terdapat korelasi yang signifikan antara variabel independen dengan residualnya. Adapun hasil pengujian heteroskedastisitas sbb:

Tabel 4. Uji Heteroskedastisitas

			RE	DY	BV	TD	CP	Standard Residual
Spearman's rho	RE	Cor Coeff.	1	0,0840	0,2647	0,6228	0,3758	0,1188
		Sig. (2-tailed)	.	0,3330	0,0019	0,0000	0,0000	0,1699
	DY	Cor. Coeff.	0,0840	1	0,1567	0,0128	0,0319	0,1393
		Sig. (2-tailed)	0,3330	.	0,0695	0,8826	0,7137	0,1070
	BV	Cor Coeff.	0,2647	0,1567	1	0,1092	0,5797	-0,3150
		Sig. (2-tailed)	0,0019	0,0695	.	0,2076	0,0000	0,0002
	TD	Cor Coeff.	0,6228	0,0128	0,1092	1	0,1059	0,0342
		Sig. (2-tailed)	0,0000	0,8826	0,2076	.	0,2216	0,6936
	CP	Cor Coeff.	0,3758	0,0319	0,5797	0,1059	1	0,2937
		Sig. (2-tailed)	0,0000	0,7137	0,0000	0,2216	.	0,0005
	Standard Residual	Cor Coeff.	0,1188	0,1393	-0,3150	0,0342	0,2937	1
		Sig. (2-tailed)	0,1699	0,1070	0,0002	0,6936	0,0005	.

sumber: data sekunder, diolah.

Memperhatikan tabel 3, diatas 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 natural). Disini yang ditransformasikan tidak hanya variabel BV tetapi juga CP, RE dan TD. Adapun pertimbangannya: besaran nilai pada ke-3 variabel dan demi mendapatkan model terbaik. Dengan pertimbangan tsb hasil pengujian heteroskedastisitas sebagai berikut:

Tabel 5. Hasil Uji Hetersoskedastisitas dengan transformasi ln

			lncp	lnbv	lnre	lntd	DY	Standard Residual
Spearman's rho	lncp	Cor Coeff.	1	0,5797	0,4158	0,1059	0,0319	0,7680
		Sig. (2-tailed)	.	0,0000	0,0000	0,2216	0,7137	0,0602
	lnbv	Cor. Coeff.	0,5797	1	0,2527	0,1092	0,1567	0,0929
		Sig. (2-tailed)	0,0000	.	0,0033	0,2076	0,0695	0,2873
	lnre	Cor Coeff.	0,4158	0,2527	1	0,6358	-0,0845	0,0717
		Sig. (2-tailed)	0,0000	0,0033	.	0,0000	0,3335	0,4119
	lntd	Cor Coeff.	0,1059	0,1092	0,6358	1	0,0128	0,0065
		Sig. (2-tailed)	0,2216	0,2076	0,0000	.	0,8826	0,9406
	DY	Corr. Coeff.	0,0319	0,1567	0,0845	0,0128	1	-0,0747
		Sig. (2-tailed)	0,7137	0,0695	0,3335	0,8826	.	0,3929
	Standard Residual	Cor Coeff.	0,7680	0,0929	0,0717	0,0065	-0,0747	1
		Sig. (2-tailed)	0,0602	0,2873	0,4119	0,9406	0,3929	.

sumber: data sekunder, diolah.

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 sbb:

Tabel 6. Hasil uji Regresi Berganda dimana variabel penelitian dalam bentuk ln

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	0,6614	1,1009		0,6008	0,5491		
	DY	0,0104	0,0203	0,0355	0,5133	0,6086	0,9484	1,0544
	lnre	0,4500	0,0894	0,4238	5,0353	0,0000	0,6408	1,5605

	lnbv	0,5677	0,0761	0,5220	7,4629	0,0000	0,9279	1,0777
	lntd	-0,2241	0,0800	-0,2364	-2,8006	0,0059	0,6371	1,5697

Sumber: data sekunder, diolah.

Berdasarkan tabel 6, maka persamaan dalam model penelitian ini sebagai berikut:

$$P = 0,6614 + 0,0104 \text{ Ln DY} + 0,45 \text{ Ln RE} + 0,5677 \text{ Ln BV} - 0,2241 \text{ Ln TD}$$

Dari model diatas, 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 = 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) = 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 dinilai *overvalue*. Sementara itu, Olweny (2011) dengan menggunakan uji t menemukan bahwa DDM tidak reliabel dalam penilaian harga saham. Secara statistik temuan dari penelitian ini dijelaskan dalam pembahasan berikut.

PEMBAHASAN

Hipotesis pertama menyatakan: ada pengaruh yang signifikan antara DY, RE, BV dan TD secara bersama-sama terhadap harga saham. Untuk menguji hipotesis ini digunakan uji F yang nilai-nilainya ditunjukkan pada tabel 7 berikut ini.

Tabel 7, Model Summary untuk uji F

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
1	0,6472	0,4189	0,4007	1,4169	0,4189	23,0641	4	128	0,0000	2,0377

Sumber: data sekunder, diolah

Berdasarkan tabel 7, 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. Keadaan tsb dapat dijelaskan bahwa harga saham perusahaan dalam penelitian ini dipengaruhi oleh kondisi fundamental perusahaan yang dalam penelitian ini di proxy dengan DY, RE, BV dan TD. Temuan faktor fundamental mempengaruhi harga saham mendukung penelitian sebelumnya yaitu: Purnomo (1998) yang menggunakan variabel EPS, PER, DER, ROE dan DPS sebagai proxy faktor fundamental dan Herlina dan Hadianto (2007) menemukan, variabel DER, ROA, DPS, PER, BV sebagai proxy 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 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 diluar model. Temuan ini sejalan dengan Jati (2003) dimana harga saham dapat dijelaskan pengaruhnya (37,5%) oleh nilai buku, laba ditahan dan dividen, sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model.

Hipotesis kedua menyatakan: ada pengaruh yang signifikan antara DY, RE, BV dan TD secara parsial terhadap harga saham. Hipotesis ini akan diuji dengan menggunakan uji t yang nilai-nilainya dapat dilihat pada tabel 6. Berdasarkan tabel 6 diatas, 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. Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian Naceur dan Goaid (2002); Jati (2003). Keadaan ini mengindikasikan bahwa harga saham tidak semata-mata ditentukan oleh dividen tetapi juga dikarenakan banyak faktor lain yang mempengaruhi 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 (*spekulative*) yang cenderung memilih *capital gain* daripada dividen.

Nilai t pada variabel RE = 5,035 dengan tingkat signifikan = 0,000, artinya bahwa RE berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Temuan ini mendukung penelitian Naceur dan Goaid (2002); 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.

Nilai t pada variabel BV = 7,463 dengan tingkat signifikan = 0,000, artinya bahwa BV berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Temuan ini mendukung penelitian Naceur dan Goaid (2002), Jati (2003) dan Herlina dan Hadiano (2007). Penjelasan atas pengaruhnya 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.

Nilai t pada variabel TD = - 2,801 dengan tingkat signifikan = 0,006, artinya bahwa TD berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Adapun pengaruhnya negatif, artinya ketika hutang meningkat maka diindikasikan harga turun. Hal ini mengindikasikan bahwa investor akan lebih memilih investasi pada perusahaan-perusahaan dengan total hutang yang kecil dibandingkan pada perusahaan-perusahaan dengan total hutang yang besar karena perusahaan yang total hutangnya besar tentunya lebih berisiko. Temuan ini mendukung penelitian Naceur dan Goaid (2002).

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian ini, beberapa hal dapat disimpulkan yaitu: *Valuation model* dalam penelitian ini dapat digunakan untuk pengambilan keputusan investasi saham di Bursa Efek Indonesia. Temuan ini didukung adanya saham yang dinilai *undervalue* maupun *overvalue* dalam sampel yang memungkinkan untuk investasi. Secara bersama-sama ada pengaruh yang signifikan antara DY, RE, BV dan TD terhadap harga saham di Bursa Efek Indonesia. Kondisi ini mengindikasikan bahwa ketika investor hendak berinvestasi maka faktor DY, RE, BV dan TD perlu diperhatikan. Secara parsial hanya variabel DY yang tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham, sementara variabel RE, BV dan TD 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 dll). 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 & 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

- Aharony, J. dan I. Swary. 1980. Quarterly dividend and earning announcements and stockholders returns: An empirical analysis. *Journal of Finance* (March), pp. 1-12
- 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), pp 393-418.
- Belkaoui R. Ahmed, Picur D. Ronald. 2001. Investment Opportunity Set Dependence Of Dividend Yield And Price Earnings Ratio. *Managerial Finance. Vol 27 no.3. University of Illinois at Chicago.*
- Benartzi, S., R. Michaely dan R. Thaler. 1997. Do changes in dividends signal the future of the past?. *Journal of Finance*, Vol.52, No.3, pp. 1007-10034.
- Brigham & Houston. 2001, Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Jilid 1, Erlangga, Jakarta
- Burgstahler, D.C. dan I.D. Dichev. 1997. Earning, adaptation and equity value. *The Accounting Review* (April), pp.187-216
- Elton, J., Martin J Gruber. 1994. *Modern Portofolio Theory and Investment Analysis*, Singapore: John Wiley & Sons Inc, fourth edition
- Gaver, J.J. and K. M. Gaver. 1995. Compensation Policy and the Investment Opportunity Set. *Financial Management* (Spring), Vol.24, No.1, pp.19-32.
- Herlina dan Hadianto, Bram. 2007. Pengaruh Rasio Fundamental Terhadap Harga Saham Sektor Telekomunikasi Selama Periode 1997 – 2001 di Bursa Efek Jakarta, *Prosiding Universtias Kristen Maranatha Bandung.*
- Jati, I Ketut. 2003. Relevansi Nilai Dividend Yield Dan Price Earning Ratio Dengan Moderasi Invstmment Opportunity Set (IOS) Dalam Penilaian Harga Saham, *SNA VI*, Surabaya.
- Kallapur, S. dan Trombley, M.A. 1999. The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth. *Journal of Business Finance and Accounting*, pp. 505-519.
- Naceur, S. M., and Goaiied, M, (2002), The impac of devidends, debt and investment on valuation models, *Applied Financial Economic*, Vol 12, p 843 – 889
- Natarsyah, Shahib. 2000, Analisis Pengaruh Beberapa Faktor Fundamental dan Risiko Sistematik terhadap Harga Saham: Kasus Industri Barang Konsumsi Yang Go-Publik di Pasar Modal Indonesia, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Volume 15 No. 3
- Olweny, Tobias. 2011. The Reliability of Dividend Discount Model in Valuation of Common Stock at The Nairobi Stock Exchange. *International Journal of Business and Social Science*. Vol 2 N0. 6, April 2011
- Pujiharjanto, C. Ambar dan Nilmawati. 2010. Dividend Discount Model (DDM) Sebagai Model Penilaian Harga Saham (Studi Emperis pada Perusahaan-Perusahaan BUMN yang listing di BEI). *Jurnal Bisnis: Teori dan Implementasi*. Vol. 1. No.2. Oktober 2010

Purnomo, Yugo. 1998, Keterkaitan Kinerja Keuangan Dengan Harga Saham (Studi Kasus 5 Rasio Keuangan 30 miten di BEJ Pengamatan 1992 – 1996), *Manajemen Usahawan Indonesia*, No.12 Th XXVII.

Rees, William P. 1997. The Impact of Dividends, Debt and Investment on Valuation Models,” *Journal of Business Finance and Accounting* (24), pp.1111-1140.

Rees, William P 1999. Influence On The Value of Equity & Net Income In The UK, Working Paper, University of Glasglow.

Strong, N. dan M. Walker 1993. The explanatory power of earnings for stock returns. *The Accounting Review* (April), pp. 385-399.

Indonesia Capital Market Directory 2011, ECFIN, Jakarta

www.idx.co.id

PERNYATAAN

Yang bertanda tangan di bawah ini:

1. Nama (lengkap dengan gelar) : Dra. Sri Isworo Ediningsih, MM
2. Pekerjaan : Staf Pengajar
3. Instansi (Jur / Fak /Univ) : Jur Manajemen FE UPN "Veteran" Yogyakarta
4. Alamat Instansi Lengkap : Jln SWK 104 (Lingkar Utara) Condong Catur Yk (55283)
Telp. dan Fax : 0274 487275 dan 0274 487275
5. Alamat Rumah : Kepuh Permai Blok I, C-12 Wedomartani Sleman
Telp./HP dan E-mail : 085228413191 dan wororio@yahoo.co.id

Dengan ini saya menyatakan bahwa:

1. Artikel yang saya kirim ke Jurnal Keuangan dan Perbankan Universitas Merdeka Malang adalah karya orisinal, bukan menjiplak/plagiat karya orang lain, dan belum pernah dipublikasikan.
2. Bersedia mematuhi segala ketentuan tentang penulisan artikel di Jurnal Keuangan dan Perbankan Universitas Merdeka Malang.
3. Bersedia untuk melakukan revisi yang diperlukan sesuai dengan hasil evaluasi Tim Reviewer dan segera mengirim kembali hasil revisi dalam jangka waktu yang telah ditentukan.
4. Bersedia membayar kontribusi sebesar minimal **Rp. 750.000,00**(Tujuh Ratus Lima Puluh Ribu Rupiah) apabila artikel saya dimuat di jurnal ilmiah tersebut.
5. Bersedia berlangganan Jurnal Keuangan dan Perbankan minimal 1 tahun (3 edisi) dengan biaya berlangganan: bagi penulis yang beralamat di P.Jawa sebesar **Rp.250.000,00 (dua ratus lima puluh ribu rupiah)**, sedangkan bagi penulis di luar P.Jawa sebesar **Rp.300.000,00 (tiga ratus ribu rupiah)**.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan yang sesungguhnya tanpa adanya paksaan, penipuan dan kekhilafan.

Yogyakarta, 26 Des 2012

Yang menyatakan,



Dra. Sri Isworo Ediningsih, MM