

**PENGARUH FAKTOR FUNDAMENTAL PERUSAHAAN TERHADAP *PRICE TO BOOK VALUE* DALAM PENILAIAN SAHAM DI BURSA EFEK JAKARTA
DALAM KONDISI KRISIS MONETER**

Ni Gusti Putu Wirawati

Jurusan Akuntansi

Fakultas Ekonomi, Universitas Udayana, Denpasar

ABSTRAK

Penelitian ini dilakukan dengan tujuan untuk menunjukkan hubungan antara *price to book value* dengan faktor fundamental, seperti *return on equity*, *dividend payout ratio*, tingkat pertumbuhan, dan *degree financial leverage*. Hal lain yang diteliti adalah mengenai pengaruh *price to book value* prediksi dengan *return* saham dan menguji apakah *return* dari saham yang *overvalued* berbeda dengan saham yang *undervalued*.

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama tahun 1998 sampai dengan tahun 2000. Kriteria yang digunakan dalam pemilihan sampel adalah perusahaan tersebut membagi dividen untuk para investor dari tahun 1998 sampai dengan 2000, mempunyai nilai buku ekuitas positif, mempunyai *return on equity* positif dengan tingkat pertumbuhan di bawah 100%. Penelitian ini menggunakan analisis regresi berganda, regresi sederhana, dan *t test* untuk menganalisis data.

Penelitian ini menghasilkan simpulan bahwa *return on equity*, *dividend payout ratio*, tingkat pertumbuhan mempunyai hubungan yang signifikan, sedangkan *degree financial leverage* tidak. Terdapat hubungan yang signifikan antara *return* saham dengan *price to book value* prediksi. Tidak terdapat perbedaan yang nyata antara *return* saham yang *overvalued* dengan saham yang *undervalued*.

Kata kunci: *price to book value*, *return on equity*, *dividend payout ratio*, tingkat pertumbuhan, *degree financial leverage*, *return* saham, saham *undervalued*, saham *overvalued*

THE EFFECT OF THE COMPANY'S FUNDAMENTAL FACTORS TOWARD PRICE TO BOOK VALUE IN MEASURING THE STOCK VALUE IN JAKARTA STOCK EXCHANGE WITHIN MONETARY CRISIS CONDITION

ABSTRACT

This research examined the relationship between price to book value and fundamental factors (return on equity, dividend payout ratio, growth, degree financial leverage). This research is also to give empirical evidence between price to book value prediction and stock return. Beside that this research is also compared between stock return overvalued and stock return undervalued.

This research is based on samples of manufacture firms listed in Jakarta Stock Exchange from 1998 to 2000. Sample is selected based on completely data about the book value equity positive, return on equity positive and the growth under 100%. The proposed hypotheses were tested by using multiple regression analysis, single regression analysis, with enter method and t test.

The results of this research indicate that variable return on equity, dividend payout ratio and growth significant impact on price to book value. And degree financial leverage is not found. Significant relationship between price to book value prediction and stock return significant

infact. Significant relationship between stock return overvalued and stock return undervalued are not found.

Key words: price to book value, return on equity, dividend payout ratio, growth, degree financial leverage, stock return overvalued, stock return undervalued

1. PENDAHULUAN

Pasar modal Indonesia mengalami perkembangan yang cukup pesat, yang ditandai dengan berkembangnya jumlah emiten dari 132 emiten pada tahun 1990 menjadi 379 emiten pada tahun 2001. Meningkatnya emiten yang menerbitkan saham di Bursa Efek Jakarta mengakibatkan semakin banyak jumlah lembar saham yang beredar.

Investor harus berhati-hati dalam pembuatan keputusan investasi sebelum memahami informasi yang berhubungan dengan perusahaan yang menerbitkan saham. Investor perlu melakukan berbagai analisis, baik analisis teknis maupun analisis fundamental. Analisis tersebut berguna untuk menilai saham-saham yang akan dipilih dan untuk mengetahui tingkat *return* yang diharapkan dalam menentukan strategi investasi yang akan dilakukan.

Investor dapat mempertimbangkan rasio pasar modal seperti rasio harga per nilai buku (PBV) untuk membedakan saham mana yang harganya wajar, terlalu tinggi (*overvalued*), atau terlalu rendah (*undervalued*). Strategi ini umumnya menghubungkan rasio *price to book value* dengan nilai intrinsik saham yang diperkirakan berdasarkan model penilaian saham (Hartono, 2000:82). Rosenberg et al. (1985) menemukan bahwa saham-saham yang memiliki rasio PBV yang rendah akan menghasilkan *return* yang secara signifikan lebih tinggi dibandingkan dengan saham-saham yang memiliki rasio PBV yang tinggi. Chan, Hamao, dan Lakonishok (1991) menunjukkan bahwa dari empat variabel yang digunakan, *book to market ratio* dan *cash flow yield* mempunyai pengaruh yang signifikan positif dengan *expected returns*. Penelitian lain di Amerika seperti Capaul et al. (1993) dan Fama dan French (1992) juga menemukan bahwa rasio PBV mempunyai hubungan yang signifikan dengan *return* saham. Fama

dan French (1995) juga menemukan bahwa terdapat hubungan yang signifikan antara *size* dan *book to market ratio* dengan *return* saham.

Pontiff dan Schall (1998) menemukan bahwa *price to book value* merupakan prediktor *return* saham yang lebih kuat dibandingkan dengan *interest rate spreads* dan *dividend yield*. Chan, Karceski, dan Lakonishok (1998) menemukan bahwa *size*, *book to market ratio*, dan *dividend yield* merupakan variabel terpenting dalam menjelaskan *return* saham. Utama dan Santosa (1998) juga menemukan bahwa PBV mempunyai hubungan yang negatif dengan imbal hasil saham.

Hasil penelitian tersebut memberikan motivasi kepada peneliti untuk meneliti hal tersebut dalam masa krisis. Tujuan utama penelitian ini adalah untuk menguji dan mengidentifikasi karakteristik hubungan antara *Price to Book Value* (PBV) dengan faktor fundamental perusahaan seperti ROE (*Return On Equity*), DPR (*Dividend Payout Ratio*), tingkat pertumbuhan, dan DFL (*Degree Financial Leverage*) untuk menguji besarnya pengaruh PBV terhadap *return* saham dan untuk membuktikan apakah harga saham di BEJ telah sepenuhnya mencerminkan nilai intrinsiknya.

2. TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGAMBANGAN HIPOTESIS

2.1 *Price to Book Value* (PBV) dan Faktor Fundamental

Prospek pertumbuhan perusahaan sangat mempengaruhi besarnya dividen yang akan dibayarkan dimasa datang, semakin tinggi pertumbuhan perusahaan maka semakin besar jumlah dividen yang akan dibayarkan perusahaan pada masa yang akan datang. Nilai intrinsik dari perusahaan yang mengalami pertumbuhan

konstan dapat dirumuskan (Utama dan Santosa, 1998) sebagai berikut.

$$V_0 = \frac{Div_1}{r - g}$$

Notasi :

V_0 = Nilai intrinsik saham pada periode 0

Div_1 = Dividen yang akan dibayarkan pada periode 1

r = tingkat biaya modal

g = tingkat pertumbuhan konstan

Lintner (1956) dalam Hartono (2000:252) memberikan alasan rasional bahwa perusahaan enggan untuk menurunkan dividen. Jika perusahaan memotong dividen, maka akan dianggap sebagai sinyal yang buruk karena perusahaan membutuhkan dana. Oleh karena itu, perusahaan yang mempunyai risiko tinggi cenderung untuk membayar *dividend payout* lebih kecil supaya nanti tidak memotong dividen jika laba yang diperoleh turun. Untuk perusahaan yang berisiko tinggi, probabilitas untuk mengalami laba yang menurun adalah tinggi. Dari hasil pemikiran ini maka dapat disimpulkan bahwa ada hubungan yang negatif antara risiko dan *dividend payout*, yaitu risiko tinggi, *dividend payout* rendah.

Hubungan antara tingkat pertumbuhan (*growth*) dan *dividend payout* dijelaskan sebagai hubungan yang negatif, di mana perusahaan yang mempunyai tingkat pertumbuhan yang tinggi akan mempunyai *dividend payout ratio* yang rendah. Sebaliknya, perusahaan yang tingkat pertumbuhannya rendah akan mempunyai *dividend payout ratio* yang tinggi (Hanafi dan Halim, 2000: 86).

Penelitian yang dilakukan oleh Utama dan Santosa (1998) dengan menggunakan data dari BEJ (Bursa Efek Jakarta) menemukan bahwa dari empat faktor fundamental yang dianalisis hanya profitabilitas (ROE) yang mempunyai hubungan signifikan positif dengan rasio PBV, sedangkan ketiga faktor lainnya, seperti prospek pertumbuhan, tingkat risiko, dan kebijakan dividen memberikan hasil yang tidak signifikan. Bahkan, beta yang merupakan pengukur dari risiko hasilnya

adalah bertentangan dengan yang diharapkan. Dari uraian-uraian di atas maka penulis dapat mengajukan hipotesis sebagai berikut.

H1 : ROE berpengaruh secara positif dengan PBV

H2 : DPR berpengaruh dengan PBV

H3 : GRW berpengaruh dengan PBV

H4 : DFL berpengaruh dengan PBV

2.2 Penilaian Saham

Investor dalam melakukan keputusan investasi di pasar modal memerlukan informasi tentang penilaian saham. Menurut Hartono (2000:79) terdapat tiga jenis penilaian yang berhubungan dengan saham, yaitu nilai buku (*book value*), nilai pasar (*market value*), dan nilai intrinsik (*intrinsic value*).

Nilai buku merupakan nilai saham menurut pembukuan emiten. Nilai pasar merupakan nilai saham di pasar saham dan nilai intrinsik merupakan nilai sebenarnya dari saham. Investor perlu mengetahui dan memahami ketiga nilai tersebut sebagai informasi penting dalam pengambilan keputusan investasi saham karena dapat membantu investor untuk mengetahui saham mana yang bertumbuh dan murah.

Investor dalam mempertimbangkan pembuatan keputusan membeli atau menjual saham dapat dilakukan dengan cara membandingkan nilai intrinsik dengan nilai pasar saham bersangkutan. Salah satu pendekatan dalam menentukan nilai intrinsik saham adalah *price to book value* (PBV). PBV atau rasio harga per nilai buku merupakan hubungan antara harga pasar saham dengan nilai buku per lembar saham (Jones, 2000: 274). Penelitian yang dilakukan oleh Rosenberg et al (1985) menemukan bahwa saham-saham yang memiliki rasio PBV yang rendah akan menghasilkan *return* yang secara signifikan lebih tinggi daripada saham-saham yang memiliki rasio PBV yang tinggi.

Rasio pasar modal seperti PBV akan membantu investor melakukan penilaian tersebut. Hasil yang diperoleh dari investasi disebut *return*. *Return* total dari suatu investasi terdiri atas *capital gain* (*loss*) dan *yield* (Hartono, 2000: 108).

$Return\ total = capital\ gain\ (loss) + yield$

Capital gain (loss) merupakan selisih dari harga investasi sekarang relatif dengan periode yang lalu. *Yield* merupakan persentase penerimaan kas periodik terhadap harga investasi periode tertentu

$$Return\ total = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} + \frac{D_t}{P_{t-1}} = \frac{P_t - P_{t-1} + D_t}{P_{t-1}}$$

Namun, mengingat tidak selamanya perusahaan membagikan dividen kas secara periodik kepada pemegang sahamnya, maka *return* sahamnya menjadi:

$$Return\ saham = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Notasi:

P_t = Harga saham sekarang

P_{t-1} = Harga saham periode sebelumnya

D_t = Dividen kas yang dibayarkan

Model penilaian saham menyatakan bahwa nilai intrinsik suatu saham adalah nilai sekarang dari penjumlahan arus kas yang diharapkan diterima pemegang saham pada masa datang. Arus kas tersebut didiskontokan dengan menggunakan tingkat biaya modal (*cost of capital*) yang mencerminkan adanya tingkat risiko saham yang bersangkutan. Mengingat arus kas yang diterima oleh pemegang saham dalam bentuk dividen maka nilai intrinsik saham menunjukkan nilai sekarang dari seluruh dividen yang akan dibayar perusahaan tersebut pada masa datang (Utama dan Santosa, 1998).

2.3 Penelitian Sebelumnya

Chan, Hamao, dan Lakonishok (1991) menguji pengaruh antara empat variabel, yaitu *earnings yield*, *size*, *book to market ratio*, dan *cash flow yield* terhadap *expected returns* dari saham perusahaan manufaktur dan nonmanufaktur yang terdaftar di *Tokyo Stock Exchange*. Data yang digunakan adalah data dari Januari 1971 sampai dengan Desember 1988. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa dari empat variabel yang digunakan, hanya *book to market ratio* dan *cash flow yield* mempunyai pengaruh

dari suatu investasi. Untuk saham, *Yield* adalah persentase dividen terhadap harga saham periode sebelumnya. Dengan demikian, *return* total dapat dirumuskan sebagai berikut.

yang signifikan positif dengan *expected returns*.

Fama dan French (1992) menguji hubungan *return* saham dengan beta pasar, *size*, *leverage*, *price to book value*, dan *earnings price ratios*. Penelitian ini menggunakan semua data perusahaan *nonfinancial* dari NYSE, AMEX, dan NASDAQ, juga menemukan bahwa rasio PBV mempunyai hubungan yang signifikan dengan *return* saham secara *cross sectional*. Kemudian Fama dan French (1995) juga menguji *return* saham dengan menggunakan variabel *size* dan *book to market ratio* dan *profitabilitas* menemukan bahwa *size* dan *book to market ratio* juga berhubungan dengan profitabilitas. Portofolio dengan *size* besar maupun kecil dan *book to market ratio* rendah lebih menguntungkan daripada portopolio, baik dengan *size* besar maupun kecil dengan *book to market ratio* yang tinggi. Perusahaan dengan *book to market ratio* rendah menunjukkan bahwa perusahaan memiliki tingkat rata-rata *return* pada *capital* yang tinggi sedang *book to market ratio* yang tinggi menunjukkan tipe perusahaan yang di bawah tekanan.

Pontiff dan Schall (1998) melakukan pengujian atas data *Dow Jones Industrial Average* (DJIA) periode 1926-1994 menemukan bahwa *price to book value* merupakan prediktor *return* saham yang lebih kuat dibandingkan dengan *interest rate spreads* dan *dividend yield*.

Chan, Karceski, dan Lakonishok (1998) melakukan penelitian dengan menggunakan data dari tiga negara, yaitu Amerika (*Compustat file*) periode Januari 1968 sampai dengan Desember 1993, Jepang (*Database Pasific-Basin Capital Markets*

Research Center) periode Mei 1976 sampai dengan Desember 1994, dan Inggris (*ABP dan Robeco*) periode Mei 1973 sampai dengan Desember 1994. Penelitian ini dilakukan dengan mengidentifikasi faktor-faktor yang berhubungan dengan *return* saham, seperti *fundamental factors, technical factor, macroeconomic factors, statistical factor, dan market factor*. Penelitian ini menemukan bahwa *size, book to market ratio, dan dividend yield* merupakan variabel terpenting dalam menjelaskan *return* saham.

Penelitian yang dilakukan oleh Utama dan Santosa (1998) dengan menggunakan data dari BEJ (Bursa Efek Jakarta) menemukan bahwa PBV mempunyai hubungan negatif dengan imbal hasil saham. Berdasarkan hal tersebut maka hipotesisnya adalah sebagai berikut.

H5: PBV berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham.

H6: *Return* saham yang *overvalued* lebih kecil dibandingkan dengan *return* saham yang *undervalued*.

3. METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Data dan Sampel Penelitian

Data laporan keuangan perusahaan emiten yang dijadikan sampel yang meliputi laporan neraca, laba rugi, data harga saham, data *return* saham perusahaan emiten, nilai buku ekuitas, dividen per lembar saham, laba per lembar saham, dan data lain yang relevan dengan penelitian ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) yang diterbitkan oleh *Institute for Economic and Financial Research*, Data-base MM UGM, laporan keuangan yang diterbitkan oleh perusahaan.

Sampel dalam penelitian ini dipilih dengan cara *purposive sampling* dengan tujuan untuk mendapatkan sampel yang representatif sesuai dengan kriteria yang ditentukan. Kriteria yang digunakan untuk penentuan sampelnya adalah (1) perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dan membagi dividen untuk para investor dari tahun 1998 sampai dengan tahun 2000 (dalam kurun waktu penelitian), (2) mempunyai nilai buku ekuitas positif, (3) mempunyai ROE positif,

(4) tingkat pertumbuhan adalah di bawah 100%. Dari kriteria di atas jumlah perusahaan yang menjadi sampel adalah sebanyak 54 perusahaan.

3.2 Definisi Operasional Variabel

Penelitian

Untuk menguji dan mengidentifikasi karakteristik hubungan antara *price to book value* dengan faktor fundamental perusahaan terhadap *return* saham digunakan beberapa variabel sebagai berikut.

- a. *Return* saham
Return saham merupakan perhitungan persentase perubahan harga saham selama tahun 1999, 2000, 2001 relatif terhadap harga saham per 31 Desember 1998, 1999, dan 2000.
- b. Rasio *price to book value* (PBV) merupakan rasio untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan. Rasio ini mengukur nilai yang diberikan pasar keuangan kepada manajemen dan organisasi sebagai perusahaan yang terus tumbuh. Rasio PBV merupakan perbandingan antara harga saham dengan nilai buku ekuitas.
- c. *Dividend payout ratio* (DPR) adalah persentase dari laba yang didistribusikan sebagai dividen. Rasio ini merupakan kebijakan dividen yang dibayarkan kepada investor. *Dividend payout ratio* didapat dengan membagi dividen per lembar saham dengan laba per lembar saham.
- d. Tingkat pertumbuhan adalah laju pertumbuhan yang diperkirakan dengan melihat rata-rata laju pertumbuhan ROE.
- e. *Return on equity* (ROE) merupakan salah satu rasio profitabilitas yang merupakan hasil pengembalian atas ekuitas. Rasio ini mengukur pengembalian nilai buku kepada pemilik. Perhitungan ROE didapat dengan membagi keuntungan bersih dengan nilai buku ekuitas.
- f. *Degree of financial leverage* (DFL) merupakan pengukuran risiko yang menggunakan *financial leverage* yang timbul bila perusahaan menggunakan sumber dana yang memberikan beban

tetap. DFL digunakan untuk mengetahui berapa besar *earning per share* (EPS) yang disebabkan oleh perubahan EBIT. Semakin besar nilai

DFL maka semakin besar risiko finansial perusahaan sebab utang perusahaan juga besar.

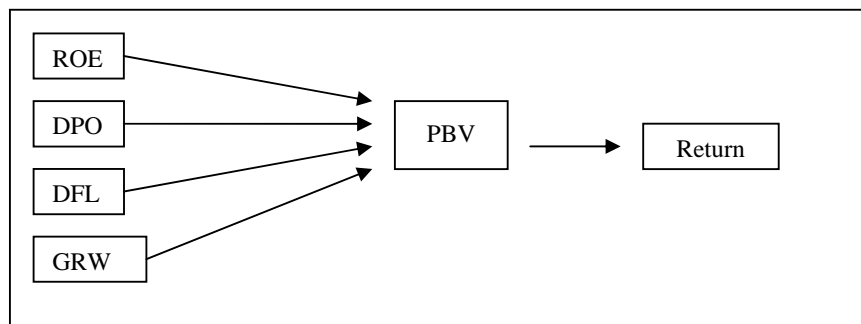
$$DFL = \frac{\text{Persentase penambahan EPS}}{\text{Persentase penambahan EBIT}}$$

Keterangan:

$$\% \Delta \text{EPS} = \frac{\text{EPS}_t - \text{EPS}_{t-1}}{\text{EPS}_{t-1}}$$

$$\% \Delta \text{EBIT} = \frac{\text{EBIT}_t - \text{EBIT}_{t-1}}{\text{EBIT}_{t-1}}$$

3.3 Model Penelitian



3.4 Metode Analisis

3.4.1 Analisis Statistik

Dalam menguji hipotesis kesatu, kedua, ketiga, dan keempat digunakan analisis regresi berganda untuk menjelaskan hubungan antara variabel dependen dengan variabel independen dengan persamaan sebagai berikut.

$$PBV = a + b_1ROE + b_2DPR + b_3DFL + b_4GRW + \varepsilon$$

Notasi:

- a = *interception point*
- b_1, b_2, b_3, b_4 = koefisien regresi
- ROE = *Return on equity*
- DPR = *Devidend payout ratio*
- DFL = *Degree of Financial Leverage*
- GRW = tingkat pertumbuhan
- ε = *Error*

Hipotesis kelima diuji dengan menggunakan analisis regresi sederhana dengan menggunakan *return* sebagai variabel dependen dan rasio PBV prediksi

sebagai variabel independen sehingga persamaannya menjadi:

$$Return = a + b \text{ PBV prediksi}$$

Pengujian hipotesis keenam, untuk menentukan saham yang *undervalued* dan *overvalued* diperoleh dengan membandingkan rasio PBV aktual dengan rasio PBV prediksi yang diperoleh dari persamaan regresi berganda. Selanjutnya dibentuk portofolio *undervalued* dan *overvalued* di mana portofolio *undervalued* terdiri atas 30 % saham yang selisih PBV aktual dan PBV prediksi terendah, sedangkan portofolio *overvalued* terdiri atas 30 % saham yang selisih PBV aktual dan PBV prediksi terbesar. Penentuan secara arbitrer dilakukan karena tidak ada batasan tertentu yang digunakan untuk menentukan saham mana yang masuk dalam portofolio *undervalued* dan *overvalued* (Utama dan Santosa,1998). Kemudian dari portofolio tersebut diuji apakah rata-rata *return* saham keduanya mempunyai perbedaan yang signifikan. Untuk itu, perlu dilakukan uji *t*-

test pada kedua portofolio tersebut. Dalam analisis regresi agar menunjukkan hubungan yang valid atau bebas bias, maka perlu dilakukan pengujian asumsi klasik pada model regresi yang digunakan. Adapun uji asumsi yang harus dipenuhi dalam penelitian ini adalah pengujian multikolinieritas, pengujian autokorelasi, pengujian heterokedastisitas.

4. ANALISIS HASIL PENELITIAN

4.1 Statistik Deskriptif Variabel-Variabel Penelitian

Nilai rata-rata variabel dependen, yaitu PBV adalah sebesar 1,718, standar deviasi 1,801 dengan median 1,120, nilai minimum 0,10 dan nilai maksimum 9,64. *Return* sebagai variabel dependen memiliki nilai rata-rata 0,364 dan standar deviasi sebesar 2,275 dengan median -0,085, nilai minimum -6,83, dan nilai maksimum 13,75.

Variabel independen dalam penelitian ini adalah empat faktor fundamental, yaitu *Return On Equity* (ROE), *Dividend Payout Ratio* (DPR), *Degree of Financial Leverage* (DFL), dan tingkat pertumbuhan (GRW). ROE mempunyai nilai rata-rata 24,383 dan standar deviasi sebesar 12,308 dengan median 21,455, nilai minimum 6,53, dan nilai maksimum 58,58. DPR mempunyai nilai rata-rata 34,182 dan standar deviasi sebesar 21,299 dengan median 33,085, nilai minimum 4,00, dan nilai maksimum 122,02. DFL mempunyai nilai rata-rata -2,492 dan standar deviasi sebesar 31,172 dengan median 0,805, nilai minimum -223,69, dan nilai maksimum 32,84. GRW mempunyai nilai rata-rata 0,423 dan standar deviasi sebesar 1,207 dengan median 0,015, nilai minimum -0,68, dan nilai maksimum 5,98.

4.2 Hasil Pengujian Asumsi Klasik

4.2.1 Multikolinieritas

Hasil pengujian multikolinieritas menunjukkan bahwa semua nilai VIF berada di bawah angka 10. Hal ini menunjukkan bahwa variabel-variabel yang diuji dalam penelitian ini tidak mengandung multikolinieritas.

4.2.2 Autokorelasi

Adanya autokorelasi diuji dengan membandingkan antara nilai Durbin-Watson statistic dengan Durbin-Watson tabel, di mana kriteria yang harus dipenuhi untuk tidak terjadinya autokorelasi adalah $DU < D < 4-DU$. Nilai D menunjukkan nilai Durbin-Watson statistic, DU merupakan nilai batas atas tabel. Dengan $\alpha = 10\%$ maka $DU = 1,55$ dan $4-DU = 2,45$. Nilai Durbin-Watson yang diperoleh dari pengolahan SPSS adalah sebesar 2,327. Hasil ini menunjukkan tidak adanya autokorelasi pada model regresi ini

4.2.3 Heteroskedastisitas

Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui apakah model-model regresi dalam penelitian ini terjadi ketidaksamaan varians dari residual dari satu pengamatan yang lain atau tidak. Pengujian yang digunakan adalah uji Park. Hasil tampilan *output* koefisien parameter untuk variabel independen tidak ada yang signifikan secara statistik. Jadi, dapat disimpulkan bahwa dalam regresi tidak terdapat heteroskedastisitas.

4.3 Hasil Pengujian Hipotesis

Untuk menguji hipotesis karakteristik hubungan antara faktor fundamental seperti *Return On Equity* (ROE), *Dividend Payout Ratio* (DPR), *Degree of Financial Leverage* (DFL), dan tingkat pertumbuhan (GRW) dengan *Price to Book Value* (PBV) digunakan analisis regresi linier berganda dengan model sebagai berikut.

$$PBV = a + b_1ROE + b_2DPR + b_3DFL + b_4GRW + \varepsilon$$

Pengujian hipotesis satu, dua, tiga, dan empat menggunakan analisis regresi berganda yang dilakukan pada 54 perusahaan sampel untuk melihat karakteristik hubungan antara *Return On Equity* (ROE), *Dividend Payout Ratio* (DPR), *Degree of Financial Leverage* (DFL), dan tingkat pertumbuhan (GRW) dengan *Price to Book Value* (PBV). Hasil analisis regresi berganda menunjukkan bahwa karakteristik hubungan *Return On Equity* (ROE), *Dividend Payout Ratio* (DPR) adalah positif, tingkat pertumbuhan

(GRW) adalah negatif, dan *Degree of Financial Leverage* (DFL) tidak bermakna. Persamaan regresi yang diperoleh dari hasil analisis regresi tersebut adalah:

$$\begin{aligned} \text{PBV} = & -1.111 + 0,0736 \text{ ROE} + 0,03632 \\ & \text{DPR} - 0,009425 \text{ DFL} - 0,495 \\ & \text{GRW} + \varepsilon \end{aligned}$$

Dari keempat variabel tersebut ROE, DPR, dan GRW memiliki hubungan karakteristik hubungan signifikan sangat kuat dengan *Price to Book Value* (PBV) dengan tingkat signifikan pada α 5%.

Koefisien Adjusted R-Sq sebesar 27,2% menunjukkan bahwa hanya 27,2% variasi dari PBV yang bisa dijelaskan oleh variasi dari keempat variabel independen, yaitu *Return On Equity* (ROE), *Dividend Payout Ratio* (DPR), *Degree of Financial Leverage* (DFL), dan tingkat pertumbuhan (GRW), sedangkan sisanya 72,8% disebabkan oleh sebab-sebab lain di luar model.

Persamaan regresi berganda yang diperoleh dari hasil analisis regresi tersebut digunakan untuk mencari nilai PBV prediksi. PBV prediksi ini diregresikan lagi dengan *return* saham dengan regresi sederhana hasilnya. Koefisien Adjusted R-Sq sebesar 6,9% menunjukkan bahwa hanya 6,9% variasi dari PBV yang bisa dijelaskan oleh PBV prediksi, sedangkan sisanya 93,1% disebabkan oleh sebab-sebab lain di luar model.

Persamaan yang dihasilkan dari hasil regresi ini adalah:

$$\text{Return} = 1,481 - 0,650 \text{ PBV prediksi}$$

Hubungan signifikan PBV dengan *return* sangat kuat terhadap *return* dengan tingkat signifikan 0,031 lebih kecil dari α 5% sehingga pengujian terhadap hipotesis kelima terbukti.

Data mengenai PBV aktual dan PBV prediksi yang diperoleh dari rumus regresi berganda, yaitu:

$$\begin{aligned} \text{PBV} = & -1.111 + 0,0736 \text{ ROE} + 0,03632 \\ & \text{DPR} - 0,009425 \text{ DFL} - 0,495 \\ & \text{GRW} + \varepsilon \end{aligned}$$

Berdasarkan portofolio yang terdiri atas saham-saham yang diperkirakan *overvalued* dan *undervalued* diperoleh rata-rata *return*

saham yang *undervalued* sebesar 0.293 atau 29,3%, sedangkan saham yang *overvalued* sebesar -0,158 atau -15,8%. Dari uraian di atas jelas terlihat bahwa saham yang *undervalued* memiliki *return* saham yang lebih tinggi dibandingkan dengan saham yang *overvalued*.

Pada periode 1998-2000 harga saham cenderung bergerak ke nilai intrinsiknya karena saham yang *overvalued* pada periode tersebut harganya akan cenderung turun sehingga menghasilkan *return* yang relatif kecil. Sebaliknya, karena harganya relatif rendah, maka saham *undervalued* harganya cenderung naik menuju nilai intrinsiknya sehingga *return*nya menjadi sangat tinggi.

Dengan uji t statistik (*t-test*) diperoleh hasil bahwa kedua jenis saham tersebut mempunyai perbedaan rata-rata *return* tidak nyata secara statistik karena nilai *p-value* (*sig* (2-tailed) tidak signifikan pada α 5%.

Rata-rata *return* saham *undervalued* tidak mempunyai perbedaan yang nyata dengan rata-rata *return* saham *overvalued* sehingga hipotesis keenam dari penelitian ini tidak sesuai dengan yang diharapkan.

5. PENUTUP

5.1 Simpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan mengidentifikasi karakteristik hubungan antara *Price to Book Value* (PBV) dengan empat faktor fundamental, seperti *Return On Equity* (ROE), *Dividend Payout Ratio* (DPR), *Degree of Financial Leverage* (DFL), dan tingkat pertumbuhan (GRW). Penelitian ini juga ingin mengetahui seberapa besar pengaruh PBV yang ditentukan oleh empat faktor fundamental terhadap *return* saham.

Hasil yang ditemukan dari keempat faktor fundamental yang dianalisis menunjukkan bahwa variabel *Return On Equity* (ROE), *Dividend Payout Ratio* (DPR), dan tingkat pertumbuhan (GRW) mempunyai hubungan yang signifikan, sedangkan *Degree of Financial Leverage* (DFL) tidak. Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian sebelumnya yang memakai data sebelum krisis moneter.

Penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Utama dan Santosa (1998) hanya *Return On Equity* (ROE) yang mempunyai hubungan yang positif dengan *Price to Book Value* (PBV). Hubungan antara *return* saham dengan PBV yang dipengaruhi oleh keempat faktor fundamental menemukan suatu simpulan bahwa ada hubungan negatif antara PBV dengan *return* saham yang signifikan. Hasil ini sama dengan penelitian sebelumnya.

Simpulan akhir dari penelitian ini adalah bahwa rata-rata *return* saham *undervalued* lebih tinggi daripada rata-rata *return* saham *overvalued*. Berdasarkan hasil uji t test perbedaannya tidak nyata secara statistik. Hasil ini berbeda dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan di Bursa Efek Jakarta sebelum terjadi krisis moneter, yang menemukan bahwa perbedaan rata-rata *return* saham yang *undervalued* dan *overvalued* adalah nyata.

5.2 Implikasi dan Keterbatasan

Penelitian berikutnya dapat dilakukan dengan mempertimbangkan keterbatasan-keterbatasan penelitian ini.

- a. Penelitian ini hanya meneliti empat variabel independen. Penelitian berikutnya diharapkan menggunakan variabel kontrol yang tepat untuk menguji permasalahan penelitian ini.
- b. Analisis yang digunakan adalah analisis regresi berganda dan dari hasil regresi ini diregresi lagi dengan regresi sederhana. Penelitian berikutnya diharapkan menggunakan alat analisis yang lebih tepat.
- c. Penentuan sampel dalam penelitian ini lebih dominan pada perusahaan manufaktur yang membagikan dividen secara berturut-turut selama tiga tahun (periode penelitian). Untuk selanjutnya bisa digunakan kriteria penentuan sampel yang lebih akurat dengan jumlah sampel yang lebih banyak dan memperpanjang periode observasi.

Return”, *Financial Analysts Journal* 49. 27-36.

Chan, Louis K.C, Yasushi Hamao, and Josef Lakonishok. 1991. “Fundamentals and Stock Returns in Japan”. *Journal of Finance*, Vol. XLVI, No.5.

Chan, Louis K.C, Jason Karceski and Josef Lakonishok. 1998. “The Risk and Return from Factors”. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol.33 No.2.

Fama, E.F., dan K.R. French. 1992. “The Cross Section of Expected Return”. *Journal of Finance*. 47 pp 427-465.

_____. 1995. “Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns”. *The Journal of Finance*. Vol. L. No.1. 131-155.

Gujarati, Damodar N. 1995. *Basic Econometrics*. McGraw Hill, Inc.

Hartono, M., Jogiyanto. 2000. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi 2. Yogyakarta: BPFE.

Husnan, Suad. 1990. “Penggunaan P/E Ratio dalam Penilaian Saham Suatu Analisis Lebih Lanjut”. *Manajemen & Usahawan Indonesia*. No.2 TH XIX Februari 1990.

Jones, C.P. 2000. *Investments: Analysis and Management*. 7th Edition. New York: John Wiley & Sons.

Pontiff, J dan Lawrence D. Schall. 1998. “Book-to-Market Ratios as Predictors of Market Returns”. *Journal of Financial Economics* 49. 141-160.

Rosenberg, B., K. Reid, dan R. Lanstein. 1985. “Persuasive Evidence of Market Inefficiency”. *Journal of Portfolio Management* 11. 9-17.

Tandelilin, Eduardus. 2001. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Edisi Pertama. Yogyakarta: BPFE.

Utama, Siddharta dan Anton Yulianto Budi Santosa. 1998. “Kaitan antara Rasio Price/Book Value dan Imbal Hasil Saham pada Bursa Efek Jakarta”. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia Vol.1, No.1 (Januari 1998)*, Halaman.127-140.

DAFTAR PUSTAKA

Capaul, C., I. Rowley, dan W.F.Sharpe. 1993. “International Value and Growth Stock

Tabel 1
Statistik Deskriptif Variabel-Variabel Penelitian

	N	Mean	Std Deviation	Median	Minimum	Maximum
ROE	54	24,383	12,308	21,455	6,53	58,58
DPR	54	34,182	21,299	33,085	4,00	122,02
DFL	54	-2,492	31,172	0,805	-223,69	32,84
GRW	54	0,423	1,207	0,015	-0,68	5,98
PBV	54	1,718	1,801	1,120	0,10	9,64
<i>RETURN</i>	54	0,364	2,275	-0,085	-6,83	13,75

Tabel 2
Hasil Uji Multikolinieritas

Variabel	VIF
ROE	1.072
DPR	1.273
DFL	1.026
GRW	1.297

Tabel 3
Hasil Regresi

Variabel	Koefisien	Sig
Constant	-1.111	0.088
ROE	0.0736	0.000
DPR	0.03632	0.002
DFL	-0.0009425	0.891
GRW	-0.495	0.016

Tabel 4
Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std Error of the Estimate
1	.572 ^a	.327	.272	1.5376

- a. Predictors: (Constant), GRW, DFL, ROE, DPR
b. Dependent Variable: PBV

Tabel 5
Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std Error of the Estimate
1	.294 ^a	.087	.069	2.1954

- c. Predictors: PBV prediksi
d. Dependent Variable: *Return*

Tabel 6
Hasil Regresi Sederhana

Variabel	Koefisien	Sig
Constant	1,481	0,014
PBV-p	-0,650	0,031

