

## PENILAIAN KEWAJARAN HARGA SAHAM SEBAGAI PERTIMBANGAN INVESTASI DI BURSA EFEK INDONESIA

**Marmono Singgih**

Fakultas Ekonomi Universitas Jember  
marmono.singgih@yahoo.co.id

**Abstract:** *Price earnings ratios (PER) is used to evaluate the fair value of stock. The reason is that PER could help the analysts to make judgement on important variables. This research is meant to determine whether PER could be used to evaluate the fair value of stock. This value is determined by growth rate of earning (GE) and systematic risk ( $\beta$ ) capabilities to clarify PER change and whether the valuation model could be used as security selection. The taken samples were 30 (thirty) stocks of The Indonesian Stock Exchange. The result of the valuation model is simultaneously the growth rate of earning and systematic risk could explain the PER change about 26,6%. The classical assumption test describes that the cross-sectional regression is BLUE (Best Linear Unbiased Estimator). The valuation model is highly successfull to determine stock price change, but this model is much less successfull to select which one of the stock is bought or sold (security selection).*

**Keywords:** *Price Earnings Ratios, Valuation model, Security selection*

**Abstrak:** Salah satu pendekatan yang digunakan dalam menilai kewajaran harga saham adalah *Price Earnings Ratios* (PER). Alasan utama mengapa PER digunakan dalam analisis harga saham, karena PER memudahkan atau membantu mengarahkan *judgement* penganalisis kepada variabel-variabel yang penting. Tujuan utama penelitian ini adalah menentukan apakah PER dapat digunakan sebagai penilaian harga saham yang wajar. Secara rinci, ditentukan oleh seberapa besar *growth rate of earning* (GE) dan *systematic risk* ( $\beta$ ) mampu menjelaskan perubahan PER dan apakah *valuation model* tersebut dapat digunakan sebagai *security selection*. Penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 30 saham yang *listed* di Bursa Efek Indonesia, diperoleh sebuah *valuation model*. Secara simultan *growth of earning* dan *systematic risk* ( $\beta$ ) mampu menjelaskan perubahan PER sebesar 26,6%. Uji asumsi dasar klasik menyatakan bahwa regresi *cross-section* tersebut BLUE (*Best Linier Unbiased Estimator*). *Valuation model* yang diajukan sangat berhasil (*highly successfull*), dalam menjelaskan perubahan harga saham, akan tetapi kurang berhasil (*much less successfull*), dalam menyeleksi saham (*security selection*) yang dapat dibeli atau dijual (investasi).

**Kata kunci:** *Price Earnings Ratios, model valuasi, pemilihan sekuritas*

### Pendahuluan

Masalah kewajaran harga saham di Bursa Efek Indonesia (BEI), menjadi ramai kembali dibicarakan saat harga saham-saham terus menurun. Harga saham di bursa idealnya memang naik turun, sesuai dengan prospek perusahaan yang diperkirakan akan terjadi (Samsul, 1990). Harga saham di pasar pada dasarnya telah memasukkan berbagai faktor ekspektasi, baik situasi perekonomian maupun prestasi perusahaan individual. Berbagai pertanyaan muncul seputar investasi pada saham, yang akhirnya mengarah pada pertanyaan tentang kewajaran harga saham (Husnan, 1990). Penilaian saham dapat dilakukan melalui beberapa cara yang dikenal dengan model penilaian. Model penilaian (*valuation model*) merupakan suatu mekanisme untuk

merubah serangkaian variabel ekonomi atau variabel perusahaan yang diramalkan (diamati), menjadi perkiraan tentang harga saham (Elton and Gruber, 1995:111). *Valuation model* dimaksudkan untuk melihat *benchmark* secara kuantitatif dalam evaluasi harga pada saat ini serta harga yang diharapkan dimasa yang akan datang, berdasarkan asumsi dan faktor fundamental. Selain itu untuk memberikan kerangka pemikiran guna memahami hubungan antara faktor-faktor fundamental dan dampak perubahannya terhadap penilaian saham. Secara umum metode penilaian saham dikelompokkan menjadi dua yaitu: analisis fundamental dan analisis teknikal.

Salah satu analisis fundamental yang dapat digunakan untuk menilai kewajaran harga saham adalah *price earnings ratios* (Alexander and Sharpe, 1995:117). Karena besarnya PER diukur dengan cara membagi harga per lembar saham dengan laba per lembar saham, maka pada hakekatnya faktor-faktor yang menentukan harga saham juga merupakan faktor-faktor yang menentukan PER. Tingkat pertumbuhan laba, baik jangka pendek maupun jangka panjang merupakan cermin berkembang tidaknya perusahaan. Dengan memperhatikan tingkat pertumbuhan laba dapat dilihat prospek perusahaan di masa mendatang. *Growth rule of earning* akan mempengaruhi PER maupun nilai pasar sekuritas (Constand et al., 1990). Alasan utama mengapa PER dipergunakan dalam analisis harga saham, karena PER memudahkan atau membantu *judgement* penganalisis. Walaupun diakui, *price earnings ratios* merupakan analisis yang relatif sederhana, namun membantu analisis saham untuk memusatkan *judgement* mereka terhadap variabel-variabel yang penting, yaitu melalui prosedur sederhana yang dilakukan dengan mengestimasi *earning* per lembar saham, kemudian mengestimasi *price earnings ratios*-nya.

Terdapat hubungan antara PER teoritis dengan *growth rate of earning per share*, *growth rate instability* dan *payout of earning* (Whitbeck and Kisor, 1963). Mereka berdua menemukan konsep penting *price ratio*, yaitu rasio harga pasar terhadap harga teoritis atau market PER terhadap *theoretical PER*. Saham disebut *undervalued* jika memiliki *market PER* lebih kecil daripada *theoretical PER*-nya. Jika sebaliknya, maka saham disebut *overvalued*. Mereka menyimpulkan bahwa tingginya PER berkaitan dengan tingginya *growth rate* dan *payout* serta makin berkurangnya variasi *growth rate*. Whitbeck and Kisor (1963) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa *projected growth rate*, *dividend payout* dan *standard deviation (earning instability)* berpengaruh terhadap *theoretical PER*. Dengan menggunakan sampel penelitian sebanyak 135 perusahaan yang *listed* di New York Stock Exchange (NYSE), diperoleh model berikut:  $Theoretical PER = 8,2 + 1,5 (growth rate) + 6,7 (payout) - 0,2 (standard deviation)$ . Selanjutnya dengan membandingkan antara *market PER* dengan *theoretical PER*-nya, mereka dapat menentukan apakah suatu saham dalam keadaan *overvalued* atau *undervalued*.

Terdapat hubungan antara rasio *market price earning* dengan faktor-faktor seperti *historical earnings growth*, *dividend payout* dan variabel proksi untuk mengukur risiko atau kualitas aliran *return* (Malkiel and Cragg, 1970). Penelitian Malkiel and Cragg (1970), selain menggunakan data historis, juga menggunakan data ekspektasi untuk *growth rate of earning*. Untuk mengukur faktor risiko (*required of return*), mereka menggunakan model Markowitz yang telah disimplifikasikan oleh Sharpe untuk menemukan beta sebagai berikut:  $R_i = \alpha_i + \beta_i (return to index) + \mu_i$ . Menurut persamaan tersebut, total risiko dapat diuraikan kedalam komponen sistematis (yang melandasi hubungan antara  $R_i$  dengan *return* indeks pasar) dan komponen non sistematis,  $\mu_i$ , yang tidak berkorelasi dengan *market index*. Bower and Bower (1969), dalam penelitiannya menyebutkan bahwa perbedaan PER saham tergantung pada perbedaan ekspektasi *earning growth*, *payout rate* dan risiko (*discount rate*). Risiko tergantung pada

*marketability*, penyesuaian gerakan harga saham terhadap pasar keseluruhan, *price variability* dan *firm effects*. Elton and Gruber (1995:232) mengatakan bahwa sebagian besar model yang digunakan sangat berhasil (*highly successful*) dalam menjelaskan perubahan harga saham pada suatu saat, akan tetapi umumnya kurang berhasil (*much less successfully*) sebagai *security selection*.

Warsini (1994), mereplikasi model Whitbeck and Kisor (1963) dengan sampel 90 saham yang memiliki nilai kapitalisasi terbesar. Adapun model yang diajukan adalah:  $PER = 12,9609 + 8,8503 g + 6,7264 DPO - 2,5581 \alpha$ . Dinyatakan bahwa rata-rata PER di BEJ sebesar 12,9609 kali, *growth* dan *dividend payout* mempunyai pengaruh yang positif terhadap PER, sedangkan  $\alpha$  mempunyai pengaruh yang negatif.

Ada hal menarik dari para peneliti diatas bahwa. model regresi yang dikemukakan ternyata tidak dapat digunakan untuk menentukan *overvalued* atau *undervalued* saham, selain itu tingginya *dividend payout* tidak selalu mencerminkan PER yang tinggi. Berkaitan dengan hal tersebut diatas, penelitian ini dilakukan untuk menentukan kewajaran harga saham yang *listed* di Bursa Efek Indonesia berdasarkan analisis PER, beserta faktor-faktor yang diduga mampu menjelaskannya. Faktor-faktor yang diduga mampu menjelaskan perubahan PER adalah: *growth rate of earning* (tingkat pertumbuhan laba) dan risiko sistematis ( $\beta$ ). *Growth rate of earning* yang mewakili prospek saham, diharapkan berpengaruh positif (searah), sedangkan risiko sistematis ( $\beta$ ) yang mewakili risiko saham diharapkan berpengaruh negatif (berkebalikan). Para analis sekuritas menggunakan beta sebagai ukuran risiko suatu saham, dengan argumentasi bahwa dengan melakukan diversifikasi yang baik, risiko portofolio (yang diukur dengan deviasi standar tingkat keuntungan), akan tergantung sebagian oleh besarnya beta dari sekuritas-sekuritas yang membentuk portofolio. Selain itu beta tidak hanya relatif stabil, akan tetapi juga mempunyai kecenderungan kearah satu (Elton and Gruber, 1995:241).

Penelitian ini secara konseptual tidak jauh berbeda dengan penelitian-penelitian sebelumnya, yaitu menghubungkan *price-earning ratio* dengan faktor-faktor yang diperkirakan menentukan perubahannya. Melalui nilai intrinsik dapat ditentukan besarnya PER suatu saham berdasarkan penurunan *valuation model* dalam analisis fundamental (*equity valuation theory*) dan kedua variabel eksplanatori yang diajukan, yaitu: *growth rate of earning* dan risiko sistematis ( $\beta$ ). Kondisi Bursa Efek Indonesia, yang berbeda dengan bursa tempat penelitian-penelitian sebelumnya, juga menjadi bahan pertimbangan. Dengan menggunakan data IHSG 1990 dan IHSG 1991, menunjukkan bahwa Bursa Efek Indonesia (BEI), tidak efisien dalam bentuk lemah (Utama, 1992). Pendapat lain menyatakan bahwa efisiensi bentuk *semi strong* belum tercapai di BEI (Husnan, 1991). Selain itu. perbedaan metode penelitian tidak menutup kemungkinan menghasilkan simpulan yang berbeda. Penelitian ini bertujuan untuk menilai harga saham yang *listed* di Bursa Efek Indonesia (BEI) sebagai pertimbangan investasi, yang dapat dirinci sebagai berikut: menentukan kemampuan *growth rate of earning* (tingkat pertumbuhan laba) dan risiko sistematis ( $\beta$ ) dalam menjelaskan perubahan PER; dan menganalisis apakah *valuation model* yang dibuat dapat digunakan sebagai *security selection*, dengan hipotesis kerja: *growth rate of earning* dan risiko sistematis ( $\beta$ ) mampu menjelaskan perubahan PER; dan *valuation model* yang diajukan dapat digunakan sebagai *security selection*

## Metodologi

Populasi penelitian adalah perusahaan-perusahaan yang sahamnya terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Sampel yang diambil sebanyak 30 saham, berdasarkan kriteria saham-saham yang aktif. Sampel dipilih dengan tetap memperhatikan data historis yang diperlukan dan

ketentuan lainnya, guna menjawab tujuan ke-1. Untuk menjawab tujuan ke-2, sampel yang digunakan adalah saham-saham yang termasuk dalam kelompok *underpriced* dan *overpriced* berdasarkan kriteria tertentu dari *valuation model* (jawaban tujuan ke-1). Periode pengamatan untuk menjawab tujuan ke-1 (*valuation model*) dan ke-2 (*security selection model*) adalah tahun 1994 sampai dengan tahun 1995

Untuk menjawab tujuan ke-1, sekaligus membuktikan hipotesis ke-1, digunakan model persamaan regresi *cross-section* sebagai berikut:

$$PER = a_0 + a_1 GE + a_3 \beta \quad (1)$$

yang mana:

PER	=	<i>price earning ratio</i>
GE	=	<i>growth rate of earning</i> (tingkat pertumbuhan laba)
$\beta$	=	beta (risiko sistematis)

Untuk menentukan seberapa besar kemampuan variabel independen menjelaskan perubahan variabel dependen, dilihat dari *Adjusted R squared* ( $Adj.R^2$ )-nya. Untuk menguji apakah variabel independen secara simultan mampu menjelaskan perubahan PER, ditentukan berdasarkan pada *level* berapa *significance*-nya. Berpatokan pada *level of significance* sebesar 5 % ( $\alpha = 0,05$ ), apabila *significance* terjadi pada  $\alpha$  lebih kecil daripada 0,05, maka secara simultan variabel independen mampu menjelaskan perubahan PER sebesar  $Adj.R^2$ -nya. Begitu pula sebaliknya apabila *significance* terjadi pada  $\alpha$  lebih besar daripada 0,05, maka secara simultan variabel independen tidak dapat menjelaskan perubahan PER. Selain itu dapat juga dilakukan dengan cara membandingkan antara  $F_{hitung}$  dengan  $F_{tabel}\{F_{\alpha}; (k-1), k(n-1)\}$ nya. Apabila  $F_{hitung}$  lebih besar daripada  $F_{tabel}$ , maka secara simultan variabel independen mampu menjelaskan perubahan variabel dependen, begitu pula sebaliknya.

Agar model regresi (1) yang diperoleh memberikan hasil regresi yang efisien, maka model tersebut perlu uji asumsi dasar klasik metode kuadrat terkecil (OLS). Model regresi *cross-section* dikatakan efisien, apabila tidak terdapat: multikolinieritas maupun heteroskedastisitas.

Untuk menjawab tujuan ke-2 sekaligus membuktikan hipotesis ke2, saham dikelompokkan menjadi 3 yaitu: sampel saham dengan harga yang wajar, sampel saham *underpriced* dan sampel saham *overpriced*. Sampel yang digunakan dalam analisis ini adalah sampel saham *underpriced* dan *overpriced*. Mengacu pada penelitian Malkiel and Cragg (1970), harga saham dikelompokkan wajar apabila nilai *residual* sama dengan 0. Apabila nilai *residual* kurang dari 0, saham dikelompokkan *underpriced*, sebaliknya apabila nilai *residual* lebih besar dari 0, saham dikelompokkan *overpriced*.

Selanjutnya untuk menjawab tujuan ke-2 tersebut, digunakan persamaan regresi sebagai berikut (Malkiel and Cragg, 1970):

$$R_{t+1} = a + b \left[ \frac{PER_{observed,t} - PER_{calculated,t}}{PER_{calculated,t}} \right] \quad (2)$$

yang mana:

$P_{t+1}$	=	<i>closing price</i> per lembar saham periode t+1 (tahun 1995)
$P_t$	=	<i>closing price</i> per lembar saham periode t (tahun 1994)
$D_{t+1}$	=	dividen per lembar saham periode t+1 (tahun 1995)
$R_{t+1}$	=	<i>subsequent return</i> periode t+1 (tahun 1995)

- $PER_{observed,t}$  = PER observed masing-masing saham periode t (tahun 1994)  
 $PER_{calculated,t}$  = PER calculated masing-masing saham periode t (tahun 1994)  
 a = konstanta regresi  
 b = koefisien regresi

Apabila model regresi dari pembuktian hipotesis ke-1 dapat dipakai sebagai *security selection*, maka seharusnya:

1. Koefisien regresi (2), yaitu b adalah negatif untuk sampel *underpriced*, atau
2. Koefisien regresi (2), yaitu b adalah positif untuk sampel saham *overpriced*. Agar diperoleh hasil yang lebih meyakinkan diperlukan uji t, yaitu untuk menentukan apakah variabel independen mampu menjelaskan perubahan variabel dependen secara signifikan.

### Hasil dan Pembahasan

Jawaban tujuan ke-1 sekaligus untuk membuktikan hipotesis ke-1 diperoleh dengan menginterpretasikan persamaan (3) berikut:

$$\begin{array}{l}
 PER = 8,499 + 0,700 GE - 0,291 \beta \quad (3) \\
 \alpha = 0,05 \\
 \text{Sig.} \quad (0,008) \quad (0,005) \quad (0,908) \\
 t_{hitung} \quad (2,851) \quad (3,022) \quad (-0,117) \\
 t_{tabel} = t_{\alpha/2, n-k} = t_{0,025; 27} = 2,052 \\
 F_{rasio} = 4,897 \text{ (Sig.} = 0,015) \\
 F_{tabel} = F_{\alpha; (k-1), k(n-1)} = F_{0,05; 2,87} = 3,114 \\
 R_{square} = 0,266
 \end{array}$$

Karena  $F_{ratio}$  (4,897) lebih besar daripada  $F_{tabel}$  (3,114) nya, maka secara bersama-sama atau simultan variabel independen mampu menjelaskan perubahan variabel dependen pada  $\alpha = 0,05$ . Signifikansi terjadi pada  $\alpha = 0,015$  lebih kecil daripada  $\alpha = 0,05$ , maka *growth rate of earning* dan risiko sistematis mampu menjelaskan perubahan PER sebesar 26,6% pada *level of significance* sebesar 0,05, untuk itu hipotesis ke-1 yang menyatakan bahwa *growth rate of earning* dan risiko sistematis ( $\beta$ ) secara bersama-sama (simultan) mampu menjelaskan perubahan PER, terbukti. Walaupun secara teoritis ada beberapa variabel yang dapat dimasukkan dalam persamaan (diantaranya: *dividend payout ratio*), akan tetapi belum tentu efisien secara empiris (misalnya: terjadi multikolinieritas serta syarat-syarat statistik yang lain). Secara parsial *growth rate of earning* mampu menjelaskan perubahan PER secara signifikan (pada  $\alpha = 0,05$ ). Hal ini dibuktikan oleh perbandingan antara  $t_{hitung}$  yang lebih kecil daripada  $t_{tabel}$ -nya, atau *level of significance* masing-masing variabel tersebut lebih kecil daripada  $\alpha$  nya. Setiap kenaikan *growth rate of earning* sebesar 1%, akan menaikkan PER sebesar 0,700 kali, begitu pula sebaliknya. Pengaruh *growth rate of earning* terhadap PER adalah positif (searah), hal ini sesuai harapan. Semakin tinggi risiko sistematis ( $\beta$ ) akan menyebabkan PER semakin turun, begitu pula sebaliknya. Apabila risiko sistematis ( $\beta$ ) sebesar 1 (satu) dan tidak ada *growth rate of earning* ( $GE = 0$ ), maka PER akan turun sebesar 0,291 kali. Pengaruh risiko sistematis ( $\beta$ ) terhadap PER adalah negatif (berkebalikan), hal ini sesuai dengan harapan.

Agar persamaan (1) memberikan hasil yang efisien, maka model regresi tersebut perlu uji asumsi dasar klasik metode kuadrat terkecil (uji ada tidaknya multikolinieritas maupun heteroskedastisitas). Dari matrik pada Tabel 1, diketahui signifikansi korelasi antara *growth rate*

of earning (GE 95) dengan risiko sistematis (BETA) terjadi pada  $\alpha$  sebesar 0,112. Karena korelasi antara GE 95 dengan BETA tidak signifikan pada  $\alpha = 0,05$ , maka tidak ada multikolinieritas diantara faktor-faktor yang berpengaruh terhadap PER.

Tabel 1: Matrik Korelasi antar Variabel Independen

		PER	GE 95	BETA
Pearson Correlation	PER 94	1,000		
	GE 95	0,516	1,000	
	BETA	0,134	0,296	1,000
Sig. (2-tailed)	PER 94			
	GE 95	0,004		
	BETA	0,480	0,112	
N = 30				

Sumber: Data PER, GE 95 dan BETA, diolah.

Uji ke-2 dari asumsi dasar klasik regresi adalah uji ada tidaknya heteroskedastisitas. Salah satu metode yang digunakan untuk menguji ada tidaknya heteroskedastisitas yaitu metode Glejser (Arif, 1993, Gujarati, 1995). Dari perhitungan uji ada tidaknya heteroskedastisitas (metode Glejser), diperoleh hasil sebagai berikut:

$$\begin{array}{l}
 \text{[RESIDUAL]} = 2,082 + 0,213 \text{ GE} - 0,427 \beta \quad (4) \\
 \text{Sig.} \quad \quad \quad (0,298) \quad (0,174) \quad (0,796) \\
 \alpha = 0,05 \\
 t_{\text{hitung}} \quad \quad \quad (1,062) \quad (1,397) \quad (-0,262) \\
 t_{\text{tabel}} = t_{\alpha/2, n-k} = t_{0,025; 27} = 2,052
 \end{array}$$

Masing-masing variabel independen signifikan pada  $\alpha$  lebih besar daripada 0,025 ( $\alpha/2$ ), dengan kata lain bahwa semua variabel independen tidak signifikan dalam menjelaskan perubahan variabel dependen pada  $\alpha = 0,05$ . Karena hasil uji asumsi dasar klasik regresi menyatakan tidak ada multikolinieritas dan tidak ada heteroskedastisitas, maka persamaan (3) merupakan model regresi yang efisien.

Pertanyaan yang sering muncul berkaitan dengan studi empiris *valuation model* adalah apakah *valuation model* tersebut dapat dijadikan sebagai *security selection* oleh investor pada masa mendatang. *Security selection* adalah pilihan tindakan untuk membeli saham yang *underpriced* atau menjual saham yang *overpriced* (Malkiel and Cragg, 1970). Penggunaan persamaan (2) dalam analisis *security selection*, analog dengan model yang digunakan oleh Malkiel and Cragg (1970) pada penelitian mereka. Apabila *valuation model* dari studi empiris yang merupakan fungsi regresi linear  $PER = f(\text{growth of earning dan risiko sistematis})$ , digambarkan dalam bentuk grafik pada sumbu X dan Y, maka semua titik-titik sebagai tempat kedudukan PER saham-saham *underpriced* akan berada dibawah garis fungsi regresi. Dengan kata lain, harga (*earning multiplier*) saham-saham *underpriced* akan lebih rendah daripada harga yang sebenarnya (nilai intrinsiknya), sehingga secara teoritis harganya tampak lebih murah. Jika saat itu investor memiliki saham *underpriced* dan kemudian menjualnya maka investor yang bersangkutan akan menderita kerugian (*capital loss*) terhadap nilai intrinsiknya, dan apabila diukur, kerugian tersebut sama dengan besarnya *residual*. Akhirnya, kerugian yang

diakibatkan oleh selisih antara PER aktual dengan nilai intrinsiknya, akan mengurangi *return* yang diharapkan akan diterima investor tersebut. Penggunaan persamaan (2) untuk pengujian *security selection* pembelian saham *underpriced* koefisien regresinya seharusnya negatif. Begitu pula sebaliknya untuk tindakan menjual saham *overpriced*, koefisien regresinya seharusnya positif. Hasil yang diperoleh akan lebih nyata dan meyakinkan, apabila digunakan uji-t. Untuk menjawab tujuan ke-2 sekaligus membuktikan hipotesis ke-2, maka saham dikelompokkan menjadi tiga, yaitu saham dengan harga wajar (apabila nilai residual sama dengan nol), saham *underpriced* (apabila nilai residual lebih besar daripada nol atau positif) dan saham *overpriced* (apabila nilai residual lebih kecil daripada nol atau negatif). Sampel yang digunakan dalam analisis *security selection* adalah sampel saham *underpriced* dan *overpriced*. Berpedoman pada persamaan (1) dan berdasarkan kriteria Malkiel and Cragg (1970), jumlah sampel saham *underpriced* sebanyak 18 saham, sedangkan untuk saham *overpriced* sebanyak 12 saham. Jumlah saham *underpriced* dan *overpriced* sebanyak 30 saham (sama dengan jumlah sampel), maka kelompok saham dengan harga wajar tidak ada. Dari hasil perhitungan diperoleh persamaan untuk saham *underpriced* sebagai berikut:

$$R_{t+1} = 0,044 + 0,230 \left[ \frac{PER_{observed,t} - PER_{calculated,t}}{PER_{calculated,t}} \right] \quad (5)$$

$$\begin{aligned} \text{Sig.} & \quad (0,799) \quad (0,751) \\ \alpha & \quad = 0,05 \\ t_{hitung} & \quad (0,259) \quad (0,323) \\ t_{tabel} & \quad = t_{\alpha/2, n-k} = t_{0,025; 15} = 2,131 \end{aligned}$$

Dari persamaan (5) diperoleh koefisien regresi positif yaitu sebesar 0,230. Hasil uji-t menunjukkan bahwa variabel independen signifikan pada  $\alpha$  lebih besar daripada 0,025 ( $\alpha/2$ ). Begitu pula perbandingan antara  $t_{hitung}$  dengan  $t_{tabel}$ , dimana  $t_{hitung}$  (0,323) lebih kecil daripada  $t_{tabel}$  (2,131)-nya. Untuk sampel saham *overpriced*, diperoleh persamaan (6) sebagai berikut:

$$R_{t+1} = -0,239 + 0,176 \left[ \frac{PER_{observed,t} - PER_{calculated,t}}{PER_{calculated,t}} \right] \quad (6)$$

$$\begin{aligned} \alpha & \quad = 0,05 \\ t_{hitung} & \quad (-2,375) \quad (0,658) \\ t_{tabel} & \quad = t_{\alpha/2, n-k} = t_{0,025; 9} = 2,262 \end{aligned}$$

Koefisien regresi persamaan (6) diatas adalah positif, yaitu sebesar 0,176. Hasil uji-t menunjukkan bahwa variabel independen signifikan pada  $\alpha$  lebih besar daripada 0,025 ( $\alpha/2$ ), yaitu sebesar 0,525. Selain itu juga terlihat bahwa  $t_{hitung}$  (0,658) lebih kecil daripada  $t_{tabel}$  (2,262)-nya. Dengan demikian variabel independen tidak signifikan dalam menjelaskan perubahan variabel dependen pada *level of significance* ( $\alpha = 0,05$ ), walaupun koefisien regresinya bertanda positif. Dari koefisien regresi yang bertolak belakang dengan yang seharusnya (saham *underpriced* dan koefisien yang sama dengan yang seharusnya (saham *overpriced*) serta hasil uji t yang tidak signifikan (pada saham *underpriced* maupun *overpriced*), disimpulkan bahwa *valuation model* yang diajukan tidak berhasil (tidak meyakinkan) sebagai *security selection* untuk masa mendatang. Dengan demikian hipotesis ke-2 ( $H_0$ ), yang menyatakan bahwa *valuation model* yang diajukan tidak dapat digunakan sebagai *security selection*, terbukti.

## Kesimpulan

Dari hasil analisis data dan pengujian hipotesis diperoleh regresi *cross-section*:  $PER = 8,499 + 0,700 GE - 0,291 \beta$ , sebagai *valuation model*. *Growth rate of earning* dan risiko sistematis ( $\beta$ ) secara simultan mampu menjelaskan perubahan PER sebesar 26,6%. *Growth rate of earning* sebagai variabel yang mewakili prospek perusahaan (saham) berpengaruh positif (searah) terhadap PER (harga saham). Setiap kenaikan *growth rate of earning* sebesar 1%, akan menaikkan PER sebesar 0,7 kali. Risiko sistematis ( $\beta$ ) sebagai variabel yang mewakili risiko perusahaan (saham) mempunyai pengaruh yang negatif (berkebalikan) terhadap PER. Semakin tinggi (besar) risiko sistematis ( $\beta$ ), maka PER akan semakin turun. Dari analisis data diperoleh hasil apabila risiko sistematis ( $\beta$ ) sebesar 1 (satu) dan tidak ada *growth rate of earning* ( $GE = 0$ ), maka PER akan turun sebesar 0,291 kali.

Dari uji asumsi dasar klasik regresi (uji ada tidaknya multikolinieritas dan uji ada tidaknya heteroskedastisitas) membuktikan bahwa *valuation model* yang diperoleh merupakan fungsi regresi yang efisien.

*Valuation model* yang diajukan tidak meyakinkan (tidak berhasil) sebagai *security selection* pada periode  $t+1$  (periode mendatang), ditunjukkan oleh koefisien regresi maupun uji  $t$  yang dilakukan. Dengan demikian persamaan (3) hasil penelitian ini tidak cocok digunakan dalam keputusan investasi (membeli atau menjual) saham di Bursa Efek Indonesia pada periode mendatang. Walaupun demikian persamaan (3) cukup berhasil dalam menjelaskan perubahan PER, sehingga fokus perhatian dapat lebih diarahkan pada faktor-faktor yang mampu menjelaskan perubahan PER tersebut. Berbagai kombinasi variabel telah dicoba oleh beberapa peneliti terdahulu. Sebagian besar model yang diajukan sangat berhasil (*highly successful*) dalam menjelaskan perubahan harga saham pada saat tertentu. Akan tetapi umumnya kurang berhasil (*much less successful*) sebagai *security selection* (Elton and Gruber, 1995:311).

## Saran

Dari kesimpulan yang menunjukkan bahwa *growth rate of earning* dan risiko sistematis ( $\beta$ ) secara simultan mampu menjelaskan perubahan PER, disarankan kepada emiten dalam menetapkan kebijakan untuk lebih memfokuskan perhatian pada faktor-faktor fundamental tersebut, tentunya dengan tetap tidak mengabaikan faktor fundamental yang lain. Kenaikan pertumbuhan pendapatan (*growth rate of earning*) akan menaikkan PER, mengindikasikan bahwa investor lebih mengutamakan pertumbuhan. Secara rasional pertumbuhan perusahaan di masa mendatang akan meningkatkan kesejahteraan investor. Untuk calon emiten, hasil penelitian ini diharapkan sebagai bahan pertimbangan pada saat menetapkan harga saham perdana agar tidak *mispriced*.

Kesimpulan yang menunjukkan bahwa *valuation model* yang diperoleh tidak meyakinkan untuk pengambilan keputusan investor dalam menjual atau membeli saham pada periode mendatang, mengindikasikan bahwa faktor-faktor fundamental mampu menjelaskan perubahan harga saham pada saat tertentu, akan tetapi kurang meyakinkan apabila digunakan pada waktu yang akan datang. Dari kesimpulan tersebut, disarankan kepada investor. Pada saat membeli atau menjual saham tetaplah rasional serta mempertimbangkan faktor-faktor fundamental.

Kesimpulan juga menunjukkan bahwa PER dan *growth rate of earning* masing-masing saham sangat bervariasi. Pada saham-saham yang mempunyai *growth rate of earning* yang tinggi, maka PER-nya juga akan meningkat. Untuk itu disarankan kepada Pemerintah



(BAPEPAM) bahwa pembatasan PER pada saat IPO (*Initial Public Offering*) dalam batas tertentu, sangatlah kurang bijaksana.

Penelitian ini disusun berdasarkan metode penelitian, dengan tetap memperhatikan penelitian-penelitian terdahulu sebagai bahan pertimbangan. Penelitian-penelitian yang akan datang dapat mengembangkan penelitian sejenis dengan metode yang berbeda, misalnya pengambilan sampel, jenis data yang digunakan, jangka waktu maupun faktor-faktor fundamental yang lain. Hasil analisis *security selection* yang kurang meyakinkan, ditunjukkan oleh tidak konsistennya pengelompokan saham berdasarkan *valuation model* saat ini dengan saat yang akan datang. Pengelompokan saham dikatakan konsisten apabila saham masuk dalam kelompok tertentu pada saat ini, seharusnya saham tersebut juga akan masuk kelompok yang sama pada masa yang akan datang. Untuk penelitian-penelitian mendatang disarankan pula menggunakan pendekatan selain PER, misalnya penggunaan konsep EVA (*economic value added*) dalam penaksiran harga saham, SML (*Security Market Line*), dan sebagainya.

### Daftar Referensi

- Alexander, Gordon J. and Sharpe, William F. 1995. *Fundamental of Investment*. Prentice Hall Inc. Englewood Cliffs. New Jersey.
- Arief, Sritua. 1993. *Metodologi Penelitian Ekonomi*. UI Press. Cetakan Pertama. Jakarta.
- Bower, Ricard S and Bower, Dorothy H. 1969. Risk and The Valuation of Common Stock. *Journal of Political Economic*. Vol. 77 No.3 ( May-June).
- Costand, Richard L., Freitas Lewis P. and Sullivan Michael J. 1990. Factors Affecting Price Earnings Ratios and Market Values of Japanese Firms. *Financial Management*.
- Elton, Edwin J. and Gruber, Martin J. 1995. *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. Fourth Edition. John Wiley & Sons. Singapore.
- Gujarati, Damodar N. 1995. *Basic Econometrics*. Third Edition. Mc. Graw-Hill International Editions. Singapore.
- Husnan, Suad. 1990. Penggunaan P/E Ratio dalam Penilaian Saham: Suatu Analisis Lebih Lanjut. *Manajemen Usahawan Indonesia*, No.2 Pebruari.
- ..... 1991. Pasar Modal Indonesia Makin Efisienkah ?: Pengamatan selama tahun 1990. *Manajemen Usahawan Indonesia*. Juni.
- Malkiel. Burton G. and Cragg, John G. 1970. Expectations and The Structure of Share Prices. *American Economic Review*. Vol. 40. No. 4 September.
- Samsul, M. 1990. Analisa P/E Rasio dalam Penilaian Saham: Suatu Analisa Lebih Lanjut. *Manajemen Usahawan Indonesia*. No. 2. Februari.
- Utama, Siddarta. 1992. Pengujian Efisiensi Pasar Bentuk Lemah di Bursa Efek Jakarta dengan menggunakan Model Univariate Box-Jenkins. *Manajemen Usahawan Indonesia*. No. 6. Juni.
- Warsini, Sabar. 1994. *Analisis Penilaian Harga Pasar Saham Dengan Pendekatan PER Model Ekonometrika Pada Perusahaan Go Publik di Bursa Efek Jakarta*, Tesis tidak dipublikasikan, UI Jakarta.

Whitbeck, Volkert S. and Kisor, Manown Jr. 1963. A New Tool in Investment Decisions Making. *Financial Analyst Journal*. Vol. 19 No. 3 (May-June), dicetak ulang oleh James Lorie and Richard Brealy, 1978, *Modern Developments in Investment Management: A Book Reading*, 2<sup>nd</sup> Edition, Hinsdale, Ill, Dryden Press.