

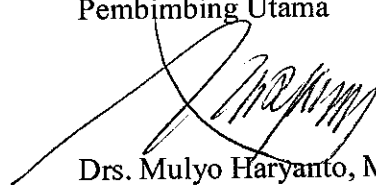
PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul:

ANALISIS NILAI NORMATIF SAHAM SERTA FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI HARGA SAHAM PADA SAHAM SEKTOR INDUSTRI BARANG KONSUMSI

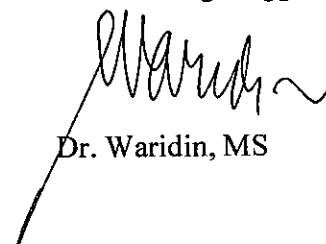
yang disusun oleh Rossie Surya Amidharma, NIM C4A003068
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 20 Desember 2004
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima

Pembimbing Utama



Drs. Mulyo Haryanto, MSi

Pembimbing Anggota



Dr. Waridin, MS

Semarang

Universitas Diponegoro

Program Pascasarjana

Program Studi Magister Manajemen

Ketua Program



Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo

Abstract

Securities analysis is a basic important thing to be known by investor. This is important, because without rational and good analysis, investor may experience of loss. Decision of buying share happened if estimated intrinsic value bigger than market price (undervalued). On the contrary, decision of selling share happened if intrinsic value is smaller than market price (overvalued).

Besides paying attention to intrinsic value of a share, it's also important to pay attention to company's financial performance located in periodically released company financial statement. The study of company's financial performance exhaustively can depict company achievement. For the reason, financial performance can be used as inputs to measure price change of share.

The objectives of this research are to determine the normative value of shares and to analyze company's fundamental factors that influence price change of shares in the market. Thereby investor may know which shares of the emiten that have good financial performance and also buy at the cheaper price, when the investor want to invest by buying shares.

This research uses Residual Earning Model technique analysis to analyze intrinsic value of shares, and also uses variables of ROA, DER, PBV, EPS, and NPM to know influence of the variables to price change of share. This research's results indicate that there are differences between intrinsic value of shares compared to its market value, while variable of ROA, DER, PBV, and EPS proven have a significant effect to price change of share, and only variable of NPM not significant to share price.

Abstraksi

Analisis surat berharga merupakan hal penting yang mendasar untuk diketahui investor. Hal ini penting, karena tanpa analisis yang baik dan rasional, investor dapat mengalami kerugian. Keputusan membeli saham terjadi apabila nilai intrinsik yang diperkirakan lebih besar daripada harga pasar (*undervalued*). Sebaliknya, keputusan menjual saham terjadi apabila nilai intrinsik lebih kecil daripada harga pasar (*overvalued*).

Selain memperhatikan nilai intrinsik suatu saham, penting pula memperhatikan kinerja keuangan perusahaan yang terdapat dalam laporan keuangan perusahaan yang dikeluarkan secara periodik. Pengkajian kinerja keuangan perusahaan secara mendalam dapat menggambarkan prestasi perusahaan. Oleh karenanya, kinerja keuangan dapat digunakan sebagai input untuk mengukur perubahan harga saham.

Penelitian ini bertujuan untuk menentukan nilai normatif saham serta menganalisis faktor-faktor fundamental perusahaan yang mempengaruhi perubahan harga suatu saham di pasar. Dengan demikian investor dapat mengetahui saham emiten mana yang memiliki kinerja keuangan yang baik serta dapat membelinya dengan harga yang lebih murah, bila investor tersebut berkeinginan untuk berinvestasi dengan membeli saham.

Penelitian ini menggunakan teknik analisis *Residual Earning Model* untuk menganalisis nilai intrinsik suatu saham, serta menggunakan variabel ROA, DER, PBV, EPS, dan NPM untuk mengetahui pengaruh variabel-variabel tersebut terhadap perubahan harga saham. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat perbedaan antara nilai intrinsik suatu saham dibandingkan dengan nilai pasarnya, sedangkan variabel ROA, DER, PBV, dan EPS terbukti berpengaruh signifikan terhadap perubahan harga saham, dan hanya variabel NPM yang tidak signifikan terhadap harga saham.

KATA PENGANTAR

Puji syukur kehadiran Allah SWT atas berkah dan rahmat-Nya sehingga penulis dapat menyusun dan menyelesaikan tesis ini. Penyusunan tesis ini guna memenuhi salah satu syarat untuk menyelesaikan pendidikan program Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang.

Pada kesempatan yang baik ini, saya ingin mengucapkan terima kasih kepada pihak-pihak yang telah membantu proses penyelesaian tesis ini, yaitu:

1. Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo, selaku Direktur Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang.
2. Drs. Mulyo Haryanto, MSi selaku Pembimbing Utama yang telah bersedia meluangkan banyak waktunya untuk membimbing dan memberikan berbagai masukan sehingga tesis ini dapat diselesaikan.
3. Dr. Waridin, MS selaku Pembimbing Anggota yang telah bersedia meluangkan banyak waktunya untuk memberi berbagai masukan dalam menyempurnakan tesis ini.
4. Kedua orang tua dan kedua adikku tercinta (Olivian dan Lucky) atas doa dan dukungan moral yang diberikan selama penyusunan tesis ini.
5. Istriku tercinta (Nina) atas doa, dukungan, dan nasehat yang sangat membantu terutama dikala kejenuhan menghampiri dalam penyelesaian tesis ini.

6. Hermawan Soebagio (Mas Yoyok) dan Mukti Resmisari (Amy) selaku rekan yang paling dekat selama perkuliahan di MM Undip. Terima kasih atas saran, masukan, motivasi, serta waktu yang diberikan untuk konsultasi.
7. Rekan-rekan mahasiswa Magister Manajemen Angkatan XX Sore.
8. Pihak-pihak lain yang turut serta memotivasi dalam penyusunan tesis ini.

Penulis menyadari masih banyak kekurangan yang terdapat dalam penelitian ini. Oleh karena itu penulis mengharapkan saran, kritik, dan masukan yang sifatnya membangun. Selanjutnya apabila terdapat kesalahan baik dalam materi yang disajikan maupun dalam teknik penyelesaiannya, penulis mohon maaf yang sebesar-besarnya. Akhir kata, semoga apa yang ada dalam tulisan ini meskipun sedikit dapat bermanfaat bagi pihak-pihak yang tertarik atau ingin mempelajari hal-hal yang disajikan dalam penelitian ini.

Semarang, Desember 2004

Hormat Saya,

ROSSIE SURYA AMIDHARMA

Daftar Isi

	Halaman
Halaman Judul	i
Surat Pernyataan Keaslian Tesis	ii
Halaman Persetujuan/Pengesahan	iii
Abstract	iv
Abstraksi	v
Kata Pengantar	x
Daftar Tabel	xii
Daftar Gambar	xiii
I. PENDAHULUAN	1
1.1. Latar Belakang	1
1.2. Rumusan Masalah	8
1.3. Tujuan Penelitian	10
1.4. Manfaat Penelitian	10
II. STUDI PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL	11
2.1. Telaah Pustaka	11
2.1.1. Analisis Saham	11
2.1.2. Model Penilaian Saham (<i>Stock Valuation Model</i>)	12
1. <i>Residual Earning Model</i> (REM)	13
2.1.3. Faktor Fundamental dan Kinerja Keuangan Perusahaan	16
2.1.3.1. Pengaruh ROA terhadap Harga Saham di Pasar ...	19
2.1.3.2. Pengaruh DER terhadap Harga Saham di Pasar ...	20
2.1.3.3. Pengaruh PBV terhadap Harga Saham di Pasar ...	21
2.1.3.4. Pengaruh EPS terhadap Harga Saham di Pasar ...	22
2.1.3.5. Pengaruh NPM terhadap Harga Saham di Pasar ..	23

2.2. Penelitian-Penelitian Terdahulu	23
2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis	42
2.4. Hipotesis Penelitian	44
III.METODE PENELITIAN	46
3.1. Jenis dan Sumber Data	46
3.2. Populasi dan Teknik Pengambilan Sampel	47
3.3. Definisi Operasional Variabel	48
3.3.1. Harga Saham Normatif	48
3.3.2. <i>Return On Assets</i> (ROA)	50
3.3.3. <i>Debt to Equity Ratio</i> (DER)	50
3.3.4. <i>Price to Book Value</i> (PBV)	51
3.3.5. <i>Earning Per Share</i> (EPS)	52
3.3.6. <i>Net Profit Margin</i> (NPM)	52
3.3.7. Harga Saham di Pasar/Harga Pasar	53
3.4. Metode Pengumpulan Data	55
3.5. Teknik Analisis Data	55
3.6. Menilai <i>Goodnes of Fit</i> suatu Model	58
3.7. Pengujian Asumsi Klasik	59
1. Normalitas Data	60
a. Analisis Grafik	60
b. Analisis Statistik	61
2. Bebas dari Adanya Multikolinearitas	62
3. Bebas dari Adanya Autokorelasi	64
4. Bebas dari Adanya Heteroskedastisitas	67
3.8. Pengujian Hipotesis	69
3.8.1. Pengujian Hipotesis 1	69
3.8.2. Pengujian Hipotesis 2 sampai dengan 6	70
3.8.3. Pengujian Hipotesis 7	72

IV. HASIL DAN PEMBAHASAN	74
4.1. Gambaran Umum Obyek Penelitian	74
4.2. Data Deskriptif	75
4.3. Pengujian dan Analisis Data	80
4.3.1. Uji Beda <i>Paired Samples t-Test</i>	80
4.3.2. Pengujian Penyimpangan Asumsi Klasik	84
4.3.2.1. Uji Multikolinearitas	84
4.3.2.2. Uji Autokorelasi	86
4.3.2.3. Uji Heteroskedastisitas	88
4.3.2.4. Uji Normalitas	93
4.3.3. Analisis Regresi	96
4.3.3.1. Uji t-Statistik	96
4.3.3.2. Uji F Statistik	100
4.4. Pengujian Hipotesis	102
4.4.1. Hipotesis 1	103
4.4.2. Hipotesis 2	104
4.4.3. Hipotesis 3	105
4.4.4. Hipotesis 4	106
4.4.5. Hipotesis 5	106
4.4.6. Hipotesis 6	107
4.4.7. Hipotesis 7	108
V. KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN	110
5.1. Kesimpulan	110
5.2. Implikasi Teoritis	113
5.3. Implikasi Kebijakan Manajemen	116
5.4. Keterbatasan Penelitian	118
5.5. Agenda Penelitian Selanjutnya	119

DAFTAR PUSTAKA	120
DAFTAR LAMPIRAN	123
DAFTAR RIWAYAT HIDUP	125

DAFTAR TABEL

Tabel 2.1.	Hasil Penelitian Analisis Nilai Normatif Saham	32
Tabel 2.2.	Hasil Penelitian Faktor Fundamental dan Faktor Pasar terhadap <i>Return</i> Saham dan Harga Saham	36
Tabel 3.1.	Definisi Operasional Variabel	54
Tabel 3.2.	Nilai Uji Durbin-Watson	67
Tabel 4.1.	Statistik Deskriptif Seluruh Variabel Penelitian	76
Tabel 4.2.	Statistik Deskriptif tanpa Variabel NPM	78
Tabel 4.3.	<i>Paired Samples Statistics</i>	80
Tabel 4.4.	<i>Paired Samples Correlations</i>	81
Tabel 4.5.	<i>Paired Samples t-Test</i>	81
Tabel 4.6.	Perbandingan Nilai Saham di Pasar dan Normatif	82
Tabel 4.7.	<i>Tolerance Value</i> dan <i>Variance Inflation Factor (VIF)</i> Seluruh Variabel Penelitian	85
Tabel 4.8.	<i>Tolerance Value</i> dan <i>Variance Inflation Factor (VIF)</i> tanpa Variabel NPM	86
Tabel 4.9.	Model Summary Seluruh Variabel Penelitian	87
Tabel 4.10.	Model Summary tanpa Variabel NPM	88
Tabel 4.11.	Uji Glejser Seluruh Variabel Penelitian	90
Tabel 4.12.	Uji Glejser tanpa Variabel NPM	91
Tabel 4.13.	Hasil Uji t Seluruh Variabel Penelitian	97
Tabel 4.14.	Hasil Uji t tanpa Variabel NPM	99
Tabel 4.15.	Uji ANOVA Seluruh Variabel Penelitian	101
Tabel 4.16.	Uji ANOVA tanpa Menyertakan Variabel NPM	102

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1. Kerangka Pemikiran Teoritis Penelitian	43
Gambar 4.1. <i>Scatter Plot Zpred</i> dan <i>Sresid</i> Seluruh Variabel Penelitian	90
Gambar 4.2. <i>Plot Zpred</i> dan <i>Sresid</i> tanpa Variabel NPM	92
Gambar 4.3. Grafik Histogram Seluruh Variabel Penelitian	93
Gambar 4.4. Grafik <i>Normal Probability Plot</i> Seluruh Variabel Penelitian	94
Gambar 4.5. Grafik Histogram tanpa Menyertakan Variabel NPM	95
Gambar 4.6. Grafik <i>Normal Probability Plot</i> tanpa Menyertakan Variabel NPM	95

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. LATAR BELAKANG

Investasi dapat diartikan sebagai kegiatan menanamkan modal baik langsung maupun tidak langsung, dengan harapan pada waktunya nanti pemilik modal mendapatkan sejumlah keuntungan dari hasil penanaman modal tersebut (Hamid, 1995). Definisi investasi yang lain menyebutkan bahwa investasi merupakan suatu kegiatan penempatan dana pada satu atau lebih dari satu aset selama periode tertentu dengan harapan dapat memperoleh penghasilan dan atau peningkatan nilai investasi (Jones, 1996). Pengertian investasi tersebut menunjukkan bahwa tujuan investasi adalah meningkatkan kesejahteraan investor, baik sekarang maupun masa yang akan datang.

Hamid (1995) dalam penelitiannya menyatakan bahwa investasi dalam arti luas terdiri dari dua bagian utama, yaitu investasi dalam bentuk aktiva riil (*real assets*) dan investasi dalam bentuk surat berharga (*marketable securities* atau *financial assets*). Aktiva riil adalah aktiva berwujud seperti emas, perak, intan, barang-barang seni, dan *real estate*. Sedangkan aktiva finansial adalah surat-surat berharga yang merupakan "*claim*" atas aktiva riil.

Terdapat beberapa alternatif investasi yang dapat dipilih pada pasar modal. Alternatif tersebut adalah investasi pada saham biasa, obligasi, maupun

reksadana. Saham biasa telah menjadi salah satu alternatif investasi yang paling diminati dari alternatif-alternatif tersebut karena menawarkan keuntungan yang paling besar dibandingkan dengan investasi pada obligasi maupun reksadana. Investasi dalam bentuk saham biasa pun memiliki beberapa sektor alternatif pilihan, seperti Sektor Pertanian, Sektor Pertambangan, Sektor Industri Dasar dan Kimia, Sektor Aneka Industri, Sektor Industri Barang Konsumsi, Sektor Properti dan *Real Estate*, Sektor Infrastruktur, Utilitas, dan Transportasi, Sektor Keuangan, dan Sektor Perdagangan, Jasa, dan Investasi (Harian Bisnis Indonesia, 10 Maret 2004).

Pada umumnya dalam berinvestasi disaham, investor yang rasional mengambil keputusan membeli atau menjual saham didasarkan pada hasil analisis kelayakan harga saham. Analisis yang dilakukan para investor sesuai dengan informasi yang mereka terima. Gambaran mengenai nilai perusahaan, karakteristik internal, kualitas perusahaan dan kinerja manajemennya, serta tentu saja prospek perusahaan dimasa depan merupakan hal-hal yang harus dipertimbangkan oleh investor pada saat akan berinvestasi (Tandelilin, 2001). Ang (1997) juga menyatakan bahwa dalam berinvestasi di saham sebaiknya investor memilih saham dengan kriteria tertentu yang umum digunakan, yaitu aktif diperdagangkan, fundamentalnya bagus, serta mempunyai nilai kapitalisasi yang tinggi. Berdasarkan hasil analisis itu, investor dapat menentukan apakah saham suatu perusahaan emiten layak untuk dijadikan alternatif investasi atau tidak. Dengan demikian, investor bukan sekedar mengikuti *trend* semata atas

harga saham yang ditawarkan, namun harus juga meneliti kinerja perusahaan tersebut sebagai fundamental usahanya.

Analisis surat berharga untuk mengetahui kewajaran suatu harga saham merupakan hal penting yang mendasar untuk diketahui investor. Analisis ini bertujuan agar investor mengetahui berapa nilai perusahaan yang dicerminkan dari harga saham (nilai normatif) yang harus dibayar dengan wajar. Dengan demikian, investor tidak hanya berpatokan pada harga saham di pasar, karena harga saham di pasar adalah *market clearing price* yang ditentukan berdasarkan kekuatan permintaan dan penawaran (Pumomo, 1998). Harga saham di pasar ini perlu dibandingkan dengan harga normatifnya untuk mengetahui apakah harga saham di pasar tersebut *undervalued*, *overvalued*, atau berada dalam kondisi wajar. Hal ini penting, karena tanpa analisis harga saham yang baik dan rasional, investor dapat mengalami kerugian.

Terdapat beberapa penelitian mengenai nilai normatif suatu saham. Penman dan Sougiannis (1998) meneliti tentang penilaian saham sebagai suatu proses yang berkelanjutan (*going concern*), dengan demikian analisisnya memperhatikan kondisi dari waktu ke waktu yang tidak sama. Dalam penelitian ini, Penman dan Sougiannis menggunakan serta membandingkan tiga teknik *valuation model* dalam analisisnya, yaitu *Dividend Discount Model* (DDM), *Residual Earning Model* (REM), dan *Free Cash Flow Model* (FCFM). Hasil penelitiannya menyatakan bahwa model REM mampu mengestimasi nilai suatu

ekuitas jauh lebih baik dibandingkan dengan dua model yang lain, dilihat dari tingkat kesalahan (*error*) yang jauh lebih kecil.

Frankel dan Lee (1998) menggunakan analisis prediksi pendapatan (*earning forecast analysis*) I/B/E/S (*Income Benefit Equity and Sales ratio*) dalam mengimplementasikan model tersebut. Dalam penelitian ini "V" (*value*) diestimasi menggunakan *Residual Earning Model*. Mereka menyatakan bahwa "value" yang dihasilkan mendekati 70% pada harga saham *cross-sectional* di Amerika Serikat dan V/P (*value-to-price ratio*) merupakan prediktor tingkat pengembalian *cross-sectional* (*cross-sectional returns*) yang jauh lebih baik daripada B/P (*book-to-price ratio*). Bahkan dalam penelitian sebelumnya, Frankel dan Lee (1997) menggunakan model ini dalam konteks internasional dan mereka menemukan hasil yang sama dalam *cross-border valuations*.

Lee dan Swaminathan (1999) dalam penelitian yang lain menyatakan bahwa penilaian (*valuation*) dengan menggunakan *Discounted Residual Earning Model* secara statistik memiliki kekuatan prediksi yang dapat dipercaya, tidak hanya untuk *return* pada Dow tetapi juga *return* pada S&P 500 Index dan pada portofolio saham kecil. Kaplan dan Ruback (1995) juga menyatakan bahwa analisis estimasi dengan menggunakan *Residual Earning Model* ini jauh lebih baik daripada hasil estimasi yang diperoleh dengan menggunakan *earnings*, *book value*, atau *dividends* itu sendiri.

Penelitian lain yang dilakukan oleh Lee, Myers, dan Swaminathan (1999) yang bertujuan untuk mengetahui nilai intrinsik *The Dow* menyatakan

bahwa rasio V/P, dimana "V" didasarkan pada *Residual Earning Model*, secara statistik memiliki tingkat prediksi yang lebih dapat dipercaya, dibandingkan *traditional market multiples* (misal: rasio B/P, E/P, dan D/P) yang sering digunakan dari tahun 1963-1996. Hasil penelitiannya juga menyatakan bahwa metode *traditional market multiples* memiliki tingkat prediksi yang rendah.

Selain informasi harga normatif yang mencerminkan kewajaran harga suatu saham, investor membutuhkan berbagai informasi yang berguna untuk memprediksi hasil investasinya dalam pasar modal. Mereka dapat memutuskan untuk menentukan posisi jual, beli, atau menahan suatu saham dengan informasi. Informasi yang biasa digunakan oleh investor dikelompokkan kedalam dua hal pokok, yaitu informasi fundamental dan informasi yang bersifat teknikal (Claude, 1996).

Informasi fundamental adalah informasi yang berhubungan dengan kondisi perusahaan yang pada umumnya ditunjukkan dalam laporan keuangan yang merupakan salah satu ukuran kinerja perusahaan. Sedangkan informasi teknikal atau informasi pasar adalah informasi kondisi pasar dan besaran makro ekonomi seperti tingkat inflasi, pergerakan nilai tukar mata uang, kondisi keamanan dan politik, pergerakan indeks saham di pasar modal-pasar modal dunia, dan lainnya.

Analisis mengenai nilai sebuah saham juga menyangkut dengan perkiraan prestasi perusahaan di masa depan. Prestasi perusahaan adalah kemampuan perusahaan dalam mengelola kekayaan yang dimiliki dari sumber

dana tertentu untuk menghasilkan keuntungan (Purnomo, 1998). Prestasi perusahaan dapat dikaji dari kinerja keuangan perusahaan yang diolah dari laporan keuangan yang dikeluarkan secara periodik. Kinerja keuangan yang lebih fundamental dalam menjelaskan beberapa kekuatan dan kelemahan keuangan perusahaan adalah rasio keuangan. Melalui rasio keuangan dapat dibuat perbandingan yang berarti dalam dua hal (Purnomo, 1998). Pertama, dapat dibandingkan rasio keuangan suatu perusahaan dari waktu ke waktu untuk mengamati kecenderungan (*trend*) yang sedang terjadi. Kedua, dapat dibandingkan rasio keuangan sebuah perusahaan dengan perusahaan lain yang masih bergerak pada industri yang relatif sama pada periode tertentu.

Berbagai penelitian telah dilakukan untuk mengukur hubungan antara kinerja keuangan perusahaan dengan *return* ataupun harga saham di pasar. Diantaranya adalah penelitian yang dilakukan oleh Hardiningsih, Suryanto, dan Chariri (2002), yang melakukan penelitian tentang “Pengaruh Faktor Fundamental dan Resiko Ekonomi terhadap *Return* Saham pada Perusahaan di Bursa Efek Jakarta”. Mereka menemukan bahwa *Return On Assets* (ROA) dan *Price to Book Value* (PBV) berpengaruh positif terhadap *return* saham.

Hasil penelitian Natarsyah (2000) tentang “Analisis Pengaruh Beberapa Faktor Fundamental dan Resiko Sistematis terhadap Harga Saham Perusahaan Kelompok Industri Barang Konsumsi yang *Go Public* di Bursa Efek Jakarta”, menyatakan bahwa variabel fundamental yang berpengaruh terhadap

harga saham adalah *Return On Assets* (ROA), *Debt to Equity Ratio* (DER), dan nilai buku.

Penelitian Anam (2000) tentang “Pengaruh Rasio Profitabilitas dan *Leverage* terhadap *Return* Saham Perusahaan Industri Manufaktur di BEJ”, mengungkapkan bahwa *Net Profit Margin* (NPM) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham. Hasil yang sama juga diperoleh dari penelitian Ratnasari (2003) yang menyatakan bahwa NPM merupakan variabel yang paling signifikan mempengaruhi *return* saham di bidang perbankan.

Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Sing, Liow, dan Chan (2002) dengan judul “*Mean Reversion of Singapore Property Stock Prices Towards Their Fundamental Values*”, menyatakan bahwa nilai fundamental perusahaan yang dinyatakan oleh *Earning Per Share* (EPS) secara signifikan dapat menjelaskan perubahan harga saham.

Berdasarkan hasil-hasil penelitian mengenai analisis nilai normatif saham serta penelitian-penelitian mengenai hubungan antara kinerja keuangan perusahaan terhadap harga saham, sangat menarik untuk melakukan penelitian mengenai penilaian harga normatif suatu saham serta menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi harga saham di pasar khususnya bagi perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Jakarta (BEJ).

1.2. RUMUSAN MASALAH

Pada umumnya dalam berinvestasi disaham, investor yang rasional mengambil keputusan membeli atau menjual saham didasarkan pada hasil analisis kelayakan harga saham. Analisis yang dilakukan para investor sesuai dengan informasi yang mereka terima. Analisis surat berharga untuk mengetahui kewajaran suatu harga saham merupakan hal penting yang mendasar untuk diketahui investor. Tujuan analisis ini adalah memberi informasi kepada investor mengenai berapa nilai perusahaan yang dicerminkan dari harga saham (nilai normatif) yang harus dibayar dengan wajar. Dengan demikian investor menentukan kualitas, prospek, dan tingkat keuntungan saham (Hamid 1995).

Keputusan investor ataupun calon investor untuk berinvestasi disaham juga ditentukan oleh prestasi perusahaan yang dapat dikaji dari kinerja keuangan yang diolah dari laporan keuangan yang dikeluarkan secara periodik. Kinerja keuangan yang lebih fundamental dalam menjelaskan beberapa kekuatan dan kelemahan keuangan perusahaan adalah rasio keuangan. Melalui rasio keuangan dapat dinilai keunggulan dan kelemahan kinerja keuangan suatu perusahaan yang akan mempengaruhi kinerja harga saham di pasar. Dengan demikian, rasio keuangan merupakan faktor penting yang dapat mencerminkan kinerja variabel-variabel keuangan yang dianggap mendasar atau penting dalam ikut menentukan perubahan harga saham.

Berdasarkan penjelasan tersebut dapat ditarik intisari yang merupakan masalah utama dalam penelitian ini, yaitu perlunya dinyatakan harga saham teoritis sebagai *benchmark* para investor dalam berinvestasi disaham serta faktor-faktor apa yang paling mempengaruhi perubahan harga saham di pasar.

Populasi dan sampel dalam penelitian ini adalah saham-saham emiten yang termasuk sektor Saham Industri Barang Konsumsi. Kategori ini dipilih mengingat sektor tersebut merupakan barang kebutuhan sehari-hari yang dibutuhkan pada kondisi apapun juga, dengan demikian penjualan produk-produk dari sektor tersebut akan mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan karena banyak barang substitusi sejenis dengan sifat yang berbeda. Pemilihan sektor ini juga berkaitan dengan tidak mudah goyahnya produk-produk dari sektor ini akibat adanya peristiwa-peristiwa yang dapat mempengaruhi kondisi perekonomian.

Pertanyaan penelitian yang diajukan adalah:

- a. Apakah harga-harga saham yang termasuk dalam Sektor Industri Barang Konsumsi tersebut wajar, yaitu bila dibandingkan kesesuaiannya antara fakta di pasar dengan hasil analisis normatif dengan metode *Residual Earning Model* (REM)?
- b. Faktor-faktor fundamental apa yang paling mempengaruhi harga saham-saham yang termasuk dalam Sektor Industri Barang Konsumsi di pasar (harga pasar)?

1.3. TUJUAN PENELITIAN

Tujuan penelitian ini adalah:

- a. Menganalisis harga saham normatif dengan metode *Residual Earning Model* (REM) serta membandingkannya dengan harga pasar.
- b. Menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi harga saham pada Sektor Industri Barang Konsumsi.

1.4. MANFAAT PENELITIAN

1. Memberikan bahan pertimbangan kepada investor berdasarkan harga normatif dengan metode *Residual Earning Model* (REM) dalam pengambilan keputusan investasi di bursa.
2. Memberikan gambaran kepada investor mengenai pentingnya menganalisis suatu saham sebelum memutuskan untuk menginvestasikan dananya pada saham.
3. Memberikan tambahan wawasan dan pandangan lebih jauh kepada para akademisi tentang penilaian suatu perusahaan dilihat dari harga sahamnya.
4. Bagi para peneliti lain yang tertarik untuk meneliti kajian yang sama pada topik *valuation*, diharapkan penelitian ini dapat digunakan sebagai landasan pijak untuk penelitian selanjutnya.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL

2.1. TELAAH PUSTAKA

2.1.1. Analisis Saham

Analisis saham bertujuan untuk menaksir nilai instrinsik suatu saham. Nilai instrinsik adalah nilai sesungguhnya. Nilai instrinsik saham tersebut kemudian dibandingkan dengan harga saham yang bersangkutan pada saat ini (*current market price*). Nilai instrinsik itu sendiri menunjukkan *present value* arus kas yang diharapkan dari suatu saham. (Husnan, 1998).

Terdapat tiga pedoman yang digunakan dalam analisis harga saham. Pertama, bila harga saham melampaui nilai instrinsik saham maka saham tersebut dinilai *overvalued* (harganya terlalu mahal). Oleh karena itu saham tersebut sebaiknya dihindari atau dilakukan penjualan saham (Chalimah, 1997) karena kondisi seperti ini pada masa yang akan datang kemungkinan besar akan terjadi koreksi pasar (Hamid, 1995).

Kedua, apabila harga saham sama dengan nilai instrinsiknya, maka harga saham tersebut dinilai wajar dan berada dalam kondisi keseimbangan (Husnan, 1998). Pada kondisi demikian sebaiknya pelaku pasar tidak melakukan transaksi pembelian maupun penjualan saham yang bersangkutan (Hamid, 1995).

Ketiga, apabila harga saham lebih kecil dari nilai intrinsiknya maka saham tersebut dikatakan *undervalued* (harganya terlalu rendah). Bagi para pelaku pasar, saham yang *undervalued* ini sebaiknya dibeli atau dipertahankan apabila saham tersebut telah dimilikinya, karena kemungkinan besar akan terjadi lonjakan harga saham di masa yang akan datang (Hamid, 1995).

2.1.2. Model Penilaian Saham (*Stock Valuation Model*)

Ang (1997) menyatakan bahwa *stock valuation* (penilaian saham) merupakan suatu proses untuk menentukan nilai dasar dari suatu saham berdasarkan analisis atas kinerja resiko dan *return* sekuritas tersebut. Terdapat berbagai pendekatan digunakan untuk menghitung nilai dasar/intrinsik suatu saham, seperti yang diutarakan Penman (2001) yaitu *Dividend Discount Model (DDM)*, *Discounted Cash Flow Model (DCF)*, dan *Residual Earning Model (REM)*.

Tesis ini akan menggunakan analisis *Residual Earning Model (REM)*, karena model ini mampu mengestimasi nilai suatu ekuitas jauh lebih baik dibandingkan dengan model yang lain (*Dividend Discount Model* dan *Discounted Cash Flow Model*), dilihat dari tingkat kesalahan (*error*) yang jauh lebih kecil (Penman dan Sougiannis, 1998). Berikut ini akan disampaikan penjelasan mengenai metode *Residual Earning Model (REM)* yang akan digunakan dalam penelitian ini:

1). *Residual Earning Model (REM)*

Residual Earning Model (REM) merupakan metode analisis yang menggunakan ukuran akuntansi seperti nilai buku (*book value*) dan pendapatan (*earnings*) sebagai data masukan (*input*) dalam proses penilaian (Gore, Cooper, dan Allen; 2001). REM mengestimasi nilai perusahaan sebagai penjumlahan nilai buku perusahaan (*firm's book value*) dan *present value* dari *Residual Earning (RE)* yang diharapkan. *Residual Earning (RE)* merupakan *return* dari saham biasa, yang dinyatakan dengan kelebihan *return (excess return)* (Penman, 2001). Untuk setiap pendapatan (*earning*) pada periode t, *Residual Earning (RE)* dapat dinyatakan dengan (Penman, 2001):

$$RE = [ROCE - \text{Required Return on Equity}] \times \text{Book Value of Common Equity},$$

or:

$$RE = \text{Earn}_t - (\rho_E - 1)B_{t-1}$$

dengan:

$$RE = \text{Residual Earning}$$

$$ROCE = \text{Return On Common Equity}$$

$$(\rho_E - 1) = \text{Required Return on Equity}$$

$$B_{t-1} = \text{Book Value on Common Equity (dalam Rp)}$$

Persamaan metode *Residual Earning Model (REM)* yang digunakan untuk menilai ekuitas berdasarkan metode ini adalah (Penman, 2001):

Value = Book Value on Common Equity + Present Value of Expected RE, or:

$$V_0^E = B_0 + \frac{RE}{\rho_E} + \frac{RE_2}{\rho_E^2} + \frac{RE_3}{\rho_E^3} + \dots + \frac{RE_n}{\rho_E^n}$$

dengan:

V_0^E = Nilai dari suatu ekuitas (*value of equity*) pada awal tahun 2002

B_0 = Nilai buku saham biasa pada tahun 2002

RE = *Residual Earning* yang diharapkan sampai tahun ke-n

ρ_E = $(1 + r)$, dengan

r = *cost of equity capital*

n = Tahun

Persamaan tersebut mengandung unsur tingkat diskonto 'r' (*cost of equity capital*) yang menunjukkan resiko aliran kas masa yang akan datang (*future cash flows*) kepada pemegang saham (Lee dan Swaminathan, 1999). Penelitian mereka menggunakan pendekatan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) seperti yang dijelaskan oleh Fama dan French (1997) untuk mencari nilai *cost of equity capital*. Pendekatan ini menegaskan bahwa tingkat hasil-hasil pengembalian atas saham biasa yang diinginkan oleh para investor sama dengan tingkat bebas resiko ditambah dengan premi resiko (Weston dan Copeland, 1997). Premi resiko ini adalah premi resiko pasar (yang besarnya adalah hasil pengembalian pasar dikurangi tingkat bebas resiko) dikalikan dengan dengan beta yang dapat diterapkan pada perusahaan yang bersangkutan.

Persamaan *Security Market Line* yang digunakan untuk menghitung nilai *cost of equity capital* adalah:

$$k_s = R_F + (R_M - R_F)\beta_j$$

dengan:

k_s = Biaya saham biasa

R_F = Tingkat bebas resiko (*risk free rate*)

R_M = Hasil pengembalian pasar

β_j = Beta perusahaan

Namun demikian, menerapkan teori dan teknik perhitungan CAPM dihadapkan pada kelemahan dan kesulitan yang cukup fundamental (Ruky, 1997), yaitu: (1) tidak ada atau sulit mendapatkan data untuk menghitung komponen beta sebagai salah satu unsur CAPM model, (2) asumsi yang digunakan belum tentu cocok dengan perilaku investor pada pasar modal Indonesia.

Mengakomodasi pandangan ini serta untuk penyelarasan data, untuk menetapkan tingkat diskonto, dapat dilakukan dengan mempelajari *P/E ratio* dari perusahaan sepadan dalam industri yang sama pada pasar modal (Dev Strischek, 1983). Ruky (1997) dalam penelitiannya yang berjudul "Memperkirakan Nilai Ekuitas dan Korporat Melalui Pendapatan Mendatang" mencoba menggunakan pendekatan *P/E ratio* tersebut untuk menentukan

tingkat diskonto. Ia menyatakan bahwa *P/E ratio* menggambarkan secara langsung berapa balikan dari ekuitas, misal bila harga saham Rp. 3000 dan *earning* per tahun Rp. 750, maka *P/E ratio* adalah 4 dan dalam prosentase berarti *rate of return* terhadap ekuitas adalah 25%. Nilai *rate of return* inilah yang digunakan sebagai nilai *cost of equity capital* sebagai pengganti pendekatan CAPM model.

2.1.3. Faktor Fundamental dan Kinerja Keuangan Perusahaan

Investor dalam menanamkan dananya membutuhkan berbagai informasi yang berguna untuk memprediksi hasil investasinya dalam pasar modal. Informasi yang biasa digunakan oleh para investor dikelompokkan dalam dua hal pokok, yaitu informasi yang bersifat fundamental dan informasi yang bersifat teknikal (Claude, 1996).

Informasi fundamental adalah informasi yang berhubungan dengan kondisi perusahaan yang pada umumnya ditunjukkan dalam laporan keuangan yang merupakan salah satu ukuran kinerja perusahaan. Dari laporan keuangan dapat diketahui beberapa faktor fundamental, antara lain: (1) rasio-rasio keuangan, (2) arus kas, (3) serta ukuran-ukuran kinerja lainnya yang dihubungkan dengan *return* saham (Elton, 1995).

Informasi fundamental juga sering digunakan untuk memprediksi harga saham. Suatu analisis fundamental merupakan analisis yang digunakan untuk mencoba memprediksi harga saham diwaktu yang akan datang dengan

mengestimasi nilai dari faktor-faktor fundamental yang berpengaruh terhadap harga saham diwaktu yang akan datang dan menerapkan hubungan variabel tersebut sehingga diperoleh taksiran harga saham (Husnan, 1998). Francis (1983) menyatakan bahwa *fundamental approach* merupakan teknik analisis saham yang mempelajari tentang keuangan mendasar dan fakta ekonomi suatu perusahaan sebagai langkah penilaian nilai saham perusahaan. Pendapat lain mengenai analisis fundamental disampaikan oleh Jogiyanto (1998) yang menyatakan bahwa analisis fundamental mencoba menghitung nilai instrinsik suatu saham dengan menggunakan data keuangan perusahaan, sehingga disebut juga dengan analisis perusahaan.

Dengan analisis fundamental yang mendalam dan menyeluruh atas kondisi suatu perusahaan emiten, investor akan memilih mana saham dinilai terlalu rendah dan mana saham yang dinilai terlalu tinggi.

Faktor-faktor fundamental yang mencerminkan kinerja keuangan suatu perusahaan dapat dianalisis dari laporan keuangan yang dikeluarkan secara periodik. Kinerja keuangan yang lebih fundamental dalam menjelaskan beberapa kekuatan dan kelemahan keuangan perusahaan adalah rasio keuangan. Rasio keuangan adalah perbandingan antara dua elemen laporan keuangan yang menunjukkan suatu indikator kesehatan keuangan pada waktu tertentu (BEJ, 2001). Rasio keuangan menyederhanakan informasi yang menggambarkan hubungan antara pos tertentu dengan pos lainnya. Penilaian secara cepat hubungan antara pos tadi kemudian membandingkannya dengan rasio lain

sehingga diperoleh informasi untuk kemudian diberikan suatu penilaian, dapat dilakukan dengan penyederhanaan informasi ini.

Rasio keuangan yang diolah dari laporan keuangan sangat penting dan perlu untuk melakukan analisis terhadap kondisi keuangan perusahaan oleh berbagai pihak. Hal ini terungkap pada *Statement of Financial Accounting Concept (SFAC) No. 1*, yang mengatakan bahwa laporan keuangan harus dapat menyajikan informasi yang berguna bagi investor, calon investor, kreditur, dan pihak lain yang membutuhkannya dalam rangka mengambil keputusan yang rasional.

Rasio keuangan dapat menggambarkan kinerja keuangan dan dapat menjelaskan beberapa kekuatan dan kelemahan keuangan perusahaan. Terdapat perbandingan yang berarti dalam dua hal yang dapat dibuat melalui rasio keuangan (Purnomo, 1998). Pertama, dapat dibandingkan rasio keuangan suatu perusahaan dari waktu ke waktu untuk mengamati kecenderungan (*trend*) yang sedang terjadi. Kedua, dapat dibandingkan rasio keuangan sebuah perusahaan dengan perusahaan lain yang masih bergerak pada industri yang relatif sama pada periode tertentu. Penilaian keunggulan dan kelemahan pengelolaan keuangan antara satu perusahaan dengan perusahaan yang lain dalam industri tertentu atau antara perusahaan dengan rata-rata perusahaan dalam industri yang sama dapat diketahui dengan cara yang kedua ini.

Ang (1997) menyatakan bahwa, analisis faktor fundamental didasarkan pada analisis keuangan yang tercermin dalam rasio-rasio keuangan yang terdiri

dari lima rasio, yaitu Rasio Likuiditas, Rasio Rentabilitas (profitabilitas), Rasio Solvabilitas (*solvency*), Rasio Pasar, dan Rasio Aktivitas. Rasio Rentabilitas (profitabilitas) antara lain terdiri dari *Return On Assets* (ROA) dan *Net Profit Margin* (NPM), Rasio Solvabilitas diantaranya adalah *Debt to Equity Ratio* (DER), sedangkan Rasio Pasar diantaranya adalah *Price to Book Value* (PBV) dan *Earning Per Share* (EPS). Selanjutnya pengaruh masing-masing rasio tersebut terhadap harga saham di pasar dijelaskan pada bagian berikut:

2.1.3.1. Pengaruh ROA terhadap Harga Saham di Pasar

Return On Assets (ROA) adalah rasio laba setelah pajak atau *Net Income After Tax* (NIAT) terhadap total aset (Ang, 1997). ROA menunjukkan kinerja keuangan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih dari aktiva yang digunakan untuk operasional perusahaan. Kinerja keuangan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih dari aktiva yang digunakan akan berdampak pada pemegang saham perusahaan yang bersangkutan. ROA yang semakin bertambah menggambarkan kinerja perusahaan yang semakin baik dan para pemegang saham akan mendapatkan keuntungan dari semakin meningkatnya *dividend* yang diterima. Silalahi (1991), Sulistiono (1994), Sulaiman (1996), dan Natarsyah (2000) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa terdapat hubungan positif antara ROA dengan kenaikan dan penurunan harga saham, dengan demikian semakin tinggi ROA maka akan semakin tinggi pula harga saham. Saham-saham yang memiliki ROA yang tinggi akan membuat para

investor atau calon investor semakin tertarik untuk menanamkan dananya ke dalam perusahaan. Dengan adanya daya tarik tersebut akan berdampak pada semakin banyaknya calon investor dan atau investor untuk memiliki saham perusahaan dan pada akhirnya akan meningkatkan harganya di pasar modal. Berdasarkan penjelasan tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa ROA secara signifikan mempunyai pengaruh positif terhadap harga saham di pasar.

2.1.3.2. Pengaruh DER terhadap Harga Saham di Pasar

Debt to Equity Ratio (DER) merupakan rasio hutang yang digambarkan dengan perbandingan antara seluruh hutang, baik hutang jangka pendek maupun hutang jangka panjang dengan modal sendiri (Riyanto, 1993). Dengan demikian DER mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh berapa bagian dari modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang. DER akan mempengaruhi kinerja perusahaan serta menyebabkan apresiasi maupun depresiasi harga saham. Sulistiono (1994) dan Sulaiman (1995) dalam hasil penelitiannya menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif antara *financial leverage* yang ditanggung perusahaan dengan kenaikan atau penurunan harga saham. Hal ini berarti semakin tinggi *financial leverage* yang ditanggung perusahaan akan semakin menurunkan harga saham. Dengan demikian, semakin tingginya DER yang ditanggung perusahaan akan mengurangi minat investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan, karena investor yang rasional

akan mencari emiten yang memiliki beban DER yang kecil. Bila minat investor berkurang maka permintaan atas saham juga berkurang sehingga akan menurunkan harga saham. Berdasarkan penjelasan di atas, maka dapat disimpulkan bahwa DER secara signifikan mempunyai pengaruh negatif terhadap harga saham di pasar.

2.1.3.3. Pengaruh PBV terhadap Harga Saham di Pasar

Price to Book Value (PBV) merupakan rasio pasar (*market ratio*) yang digunakan untuk mengukur kinerja harga pasar saham terhadap nilai bukunya (Ang, 1997). Perusahaan yang berkinerja baik, biasanya memiliki rasio PBV diatas satu ($PBV > 1$). Hal ini menunjukkan bahwa nilai pasar saham lebih besar daripada nilai bukunya. Semakin besar rasio PBV, maka semakin tinggi nilai perusahaan. Natarsyah (2000) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa terdapat hubungan positif antara PBV dengan kenaikan dan penurunan harga saham. Claude (1996) juga menemukan bahwa PBV merupakan faktor fundamental yang berpengaruh positif terhadap *return* saham di pasar modal *developed and emerging market*. Hasil tersebut menginformasikan bahwa semakin tinggi PBV yang dimiliki perusahaan akan menyebabkan semakin tinggi pula harga saham. Hal ini akan semakin membuat para investor atau calon investor tertarik untuk menanamkan dananya ke dalam perusahaan, karena investor yang rasional akan memilih emiten yang mempunyai PBV yang tinggi. Dengan adanya daya tarik tersebut akan berdampak pada semakin

banyaknya calon investor dan atau investor untuk memiliki saham perusahaan dan pada akhirnya akan meningkatkan harganya di pasar modal. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa PBV secara signifikan mempunyai pengaruh positif terhadap harga saham di pasar.

2.1.3.4. Pengaruh EPS terhadap Harga Saham di Pasar

Earning Per Share (EPS) merupakan perbandingan antara laba bersih setelah pajak pada suatu tahun buku dengan (*outstanding shares*) jumlah saham yang diterbitkan (Ang, 1997). Laba bersih setelah pajak ini biasa disebut dengan NIAT (*Net Income After Tax*). Nilai EPS yang lebih besar menandakan kemampuan perusahaan yang lebih besar dalam menghasilkan keuntungan bersih dari setiap lembar saham. Sahetapy (1999) dalam penelitiannya menyatakan bahwa EPS yang semakin tinggi akan semakin menarik minat investor dalam menanamkan modalnya, karena EPS menunjukkan laba yang berhak didapatkan oleh pemegang saham atas satu lembar saham yang dimilikinya. Karena korelasi antara EPS dengan harga saham sangat kuat, sehingga jika nilai EPS diperkirakan akan naik, maka harga saham akan mengalami kenaikan juga karena tingginya permintaan investor dan atau calon investor yang berminat dengan saham tersebut. Dengan demikian, investor yang rasional akan memilih saham emiten yang memiliki nilai EPS yang tinggi. Berdasarkan penjelasan di atas, maka dapat disimpulkan bahwa EPS secara signifikan mempunyai pengaruh positif terhadap harga saham di pasar.

2.1.3.5. Pengaruh NPM terhadap Harga Saham di Pasar

Net Profit Margin (NPM) merupakan rasio antara laba bersih setelah pajak (NIAT) terhadap penjualan bersih (Ang, 1997). Nilai NPM berada diantara 0 (nol) dan 1 (satu). Nilai NPM semakin besar mendekati satu menunjukkan semakin efisien biaya yang dikeluarkan, yang berarti semakin besar tingkat kembalian keuntungan bersih (Ang, 1997). Jika kinerja keuangan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih atas penjualan bersihnya semakin meningkat, maka akan berpotensi untuk meningkatkan bagian laba yang akan diterima oleh pemegang saham yang dicerminkan dalam bentuk *dividend gain* maupun *capital gain*. Keadaan ini akan membuat permintaan saham perusahaan tersebut akan semakin meningkat, sehingga harganya akan mengalami kenaikan. Dengan demikian investor yang rasional akan menanamkan dananya ke dalam perusahaan yang memiliki nilai NPM yang tinggi. Ratnasari (2003) dalam penelitiannya pada bidang perbankan menemukan bahwa NPM merupakan variabel yang signifikan mempengaruhi *return* saham. Berdasarkan penjelasan diatas, maka dapat disimpulkan bahwa NPM secara signifikan mempunyai pengaruh positif terhadap harga saham di pasar.

2.2. PENELITIAN-PENELITIAN TERDAHULU

Penman dan Sougiannis (1998) dalam penelitiannya menyatakan bahwa dalam memilih saham, investor sebaiknya mengetahui nilai normatif dari saham yang akan dibelinya. Hal ini penting karena nilai normatif ini

menunjukkan nilai wajar dari suatu saham yang bersangkutan. Nilai normatif ini kemudian akan digunakan sebagai pembanding terhadap nilai saham di pasar, sehingga nantinya akan diketahui apakah saham yang akan dibeli tersebut *overvalued*, sama dengan nilai normatifnya, atau *undervalued*.

Penman (2001) dalam bukunya yang berjudul "*Financial Statement Analysis and Security Valuation*" menulis bahwa untuk mengetahui nilai normatif suatu saham, ada beberapa metode yang dapat digunakan, diantaranya adalah metode *Residual Income Model* (RIM). Metode ini menggunakan konsep nilai waktu dari uang dengan pendekatan *present value*. Terdapat beberapa penelitian terakhir yang telah mengimplementasikan *Residual Income Model* (RIM) untuk menjelaskan nilai normatif saham.

Penman dan Sougiannis (1998) dalam penelitiannya yang berjudul "*A Comparison of Dividend, Cash Flow, and Earning Approches to Equity Valuation*" menggunakan realisasi pendapatan *ex post* untuk memproksi *ex ante expectation*. Hasil penelitiannya mengungkapkan bahwa metode *Residual Income Model* (RIM) memiliki tingkat kesalahan yang lebih rendah dibandingkan dengan metode *Dividend Discount Model* (DDM) dan metode *Free Cash Flow Model* (FCFM).

Frankel dan Lee (1998) dalam penelitiannya yang berjudul "*Accounting Valuation, Market Expectation, and Cross-Sectional Stock Returns*" menggunakan analisa pendapatan peramalan I/B/E/S dalam mengimplementasikan model tersebut. Mereka menyatakan bahwa "*value*"

yang dihasilkan mendekati 70% pada harga saham *cross-sectional* di Amerika Serikat dan V/P (*value-to-price ratio*) merupakan prediktor tingkat pengembalian *cross-sectional* (*cross-sectional returns*) yang jauh lebih baik daripada B/P (*book-to-price ratio*). Bahkan dalam penelitian sebelumnya yang berjudul "*Accounting Diversity and International Valuation*", Frankel dan Lee (1997) menggunakan model ini (*Residual Income Model*) dalam konteks internasional dan menemukan hasil yang sama dalam *cross-border valuations*.

Lee dan Swaminathan (1999) dalam penelitiannya dengan judul "*Valuing The Dow: A Bottom-Up Approach*" membandingkan *valuation* yang menggunakan *valuation multiples* (P/E, P/B, dan *Dividend Yield*) dengan *Discounted Residual Income Model*. Penelitian ini menggunakan sampel saham-saham yang termasuk dalam kategori S&P 500 dan portofolio dengan saham-saham kecil. Hasil penelitiannya mengungkapkan bahwa penilaian (*valuation*) dengan menggunakan *Discounted Residual Income Model* secara statistik memiliki kekuatan prediksi yang dapat dipercaya, tidak hanya untuk *return* pada Dow tetapi juga *return* pada S&P 500 Index dan pada portofolio saham kecil. Mereka juga menyatakan bahwa penilaian secara tradisional yang menggunakan B/P, E/P, dan D/P memiliki tingkat prediksi yang kecil untuk keseluruhan return dari pasar U.S. pada periode 1979-1996. Bahkan Kaplan dan Ruback (1995) dalam penelitiannya dengan judul "*The Valuation of Cash Flow Forecast: An Empirical Analysis*" juga menyatakan bahwa analisis estimasi dengan menggunakan *Residual Income Model* ini jauh lebih baik daripada hasil

estimasi yang diperoleh dengan menggunakan *earnings*, *book value*, atau *dividends* itu sendiri.

Sementara itu, Lee, Myers, dan Swaminathan (1999) dalam penelitiannya yang berjudul "*What Is The Intrinsic Value of The Dow*" membandingkan *valuation* yang berdasarkan pada traditional market multiples (B/P, E/P, dan D/P) dengan Residual Income Model. Hasil penelitian tersebut mengungkapkan bahwa rasio V/P, dimana "V" didasarkan pada *Residual Income Model*, secara statistik memiliki tingkat prediksi yang lebih dapat dipercaya, dibandingkan *traditional market multiples* (rasio B/P, E/P, dan D/P) yang sering digunakan dari tahun 1963-1996. Bahkan lebih lanjut mereka juga menyatakan bahwa metode *traditional market multiples* memiliki tingkat prediksi yang rendah.

Untuk perencanaan investasinya dalam suatu saham perusahaan, investor sebaiknya juga perlu mengadakan analisis terhadap kinerja keuangan perusahaan. Analisis ini berguna sebagai dasar untuk menilai apakah saham suatu perusahaan emiten layak untuk kita jadikan alternatif investasi yang akan kita lakukan. Kinerja keuangan yang lebih fundamental dalam menjelaskan beberapa kekuatan dan kelemahan keuangan perusahaan adalah rasio keuangan.

Rasio keuangan sebagai salah satu faktor yang sering digunakan untuk perencanaan investasi, dapat menggambarkan kinerja keuangan dan dapat menjelaskan beberapa kekuatan dan kelemahan keuangan perusahaan. Melalui rasio keuangan kita dapat membuat perbandingan yang berarti dalam dua hal

(Pumomo, 1998). Pertama, dapat dibandingkan rasio keuangan suatu perusahaan dari waktu ke waktu untuk mengamati kecenderungan (*trend*) yang sedang terjadi. Kedua, dapat dibandingkan rasio keuangan sebuah perusahaan dengan perusahaan lain yang masih bergerak pada industri yang relatif sama pada periode tertentu.

Terdapat berbagai penelitian yang telah dilakukan untuk melihat hubungan antara informasi keuangan dengan *return* ataupun harga saham di pasar. Sulistiono (1994) meneliti tentang "Analisis Beberapa Faktor yang Berpengaruh terhadap Harga Saham pada Perusahaan Farmasi yang *Go Public* di Indonesia". Variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini adalah ROA, DER, *Financial Leverage*, Tingkat Penjualan, Tingkat Likuiditas, dan Suku Bunga Deposito. Sedangkan variabel terikatnya adalah harga saham. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa semua variabel bebas berpengaruh secara signifikan terhadap harga saham, serta secara parsial hanya variabel ROA yang berpengaruh secara nyata terhadap harga saham.

Penelitian yang dilakukan oleh Claude (et. al. 1996) meneliti pengaruh *Political Risk*, *Economic Risk*, and *Financial Risk* terhadap *return* saham. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 47 pasar modal di seluruh dunia yang dibagi dalam dua kelompok, yaitu *developed market* dan *emerging market*. Penelitian ini dilakukan menggunakan data semesteran (*semi annual*) periode Januari 1984 sampai dengan Juli 1995. Variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Political Risk*, *Economic Risk*, *Financial Risk*, PBV,

dan DPR, sedangkan variabel terikat yang digunakan adalah *return* saham yang diukur dari *capital gain*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa di dalam kelompok pasar modal (*developed and emerging market*) resiko politik, ekonomi, keuangan, dan PBV secara signifikan berpengaruh positif terhadap *return* saham. Sedangkan DPR tidak signifikan mempengaruhi *return* saham.

Prasetyo (2000) melakukan penelitian mengenai “Analisis Rasio Keuangan dan Nilai Kapitalisasi Pasar sebagai Prediksi Harga Saham di BEJ pada Periode *Bullish* dan *Bearish*”. Variabel bebas yang digunakan adalah RPP, BPP, DTA, ROE, NPM, OPM, dan Log-MCap. Sedangkan variabel terikat yang digunakan adalah harga saham. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa DTA berpengaruh terhadap harga saham, BPP dan ROE berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham, OPM secara signifikan berpengaruh positif terhadap harga saham, NPM tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap harga saham, dan EPP memiliki pengaruh negative terhadap harga saham. Pada periode *bullish* nilai kapitalisasi pasar berpengaruh negatif terhadap harga saham, sedangkan pada periode *bearish* nilai kapitalisasi pasar tidak signifikan mempengaruhi harga saham.

Natarsyah (2000) meneliti mengenai “Pengaruh Beberapa Faktor Fundamental dan Resiko Sistemik terhadap Saham; Kasus Industri Barang Konsumsi yang *Go Public* di Pasar Modal Indonesia”. Penelitian tersebut menggunakan teknik pengambilan sampel dengan metode *purposive sampling* dengan kriteria perusahaan industri barang konsumsi yang sahamnya selalu

terdaftar dan aktif diperdagangkan sejak tahun 1990 sampai dengan tahun 1997 dengan data tahunan. Variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini adalah ROA, ROE, DPR, DER, BV, dan indeks beta. Sedangkan variabel terikat yang digunakan adalah harga saham yang diukur dengan harga saham pada saat penutupan (*closing price*) pada setiap periode 31 Desember. Model analisis yang digunakan adalah regresi berganda dengan model log-linear. Hasil dari penelitian tersebut menunjukkan bahwa ROA, DER, BV mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap harga saham pada level kurang dari 1%, resiko sistematis (indeks β) signifikan pada level kurang dari 10%. Sedangkan variabel lainnya tidak berpengaruh terhadap harga saham.

Sementara itu, Hardiningsih, Suryanto, dan Chariri (2002) meneliti tentang “Pengaruh Faktor Fundamental dan Resiko Ekonomi terhadap *Return* Saham Perusahaan di BEJ”. Penelitian ini menggunakan teknik pengambilan sampel *purposive sampling* terutama pada saham-saham kelompok *basic industry* dan *chemical* yang terdaftar dan paling aktif diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta. Variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini adalah ROA, PBV, inflasi, dan nilai tukar Rupiah. Sedangkan variabel terikat yang digunakan adalah *return* saham. Hasil dari penelitian menunjukkan bahwa ROA, PBV, dan inflasi memiliki pengaruh yang positif terhadap *return* saham. Sedangkan nilai tukar Rupiah memiliki pengaruh negatif terhadap *return* saham.

Sing, Liow, dan Chan (2002) melakukan penelitian dengan judul “*Mean Reversion of Singapore Property Stock Prices Towards Their*

Fundamental Values". Variabel bebas yang digunakan dalam penelitian tersebut adalah *Earning Per Share (EPS)*, *Dividend Per Share (DPS)*, dan *Net Assets Value (NAV)*, sedangkan variabel terikat yang digunakan adalah harga saham. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa nilai fundamental perusahaan yang dinyatakan oleh *Earning Per Share (EPS)*, *Dividend Per Share (DPS)*, dan *Net Assets Value (NAV)* secara signifikan dapat menjelaskan perubahan harga saham.

Gani (2002) melakukan penelitian dengan judul "Analisis Pengaruh Kinerja Keuangan Perusahaan terhadap Harga Saham." Penelitian ini dilakukan pada empat puluh emiten yang termasuk kategori berkapitalisasi besar pada tahun 1996 dan 1998. Variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini adalah DER, ROA, ROE, NPM, OPM, PER, dan PBV. Variabel terikatnya adalah harga saham. Metode analisisnya menggunakan model analisis regresi berganda. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa rasio keuangan tersebut berpengaruh besar terhadap *stock return* sebelum krisis moneter terjadi. Setelah krisis moneter, pengaruh rasio keuangan jauh menurun.

Penelitian yang dilakukan Itan dan Syakhroza (2003) meneliti tentang "*The Influence of Financial Performance to The Price of LQ-45 Stocks at Jakarta Stock Exchange*". Populasi penelitian ini adalah empat puluh lima perusahaan yang listed di BEJ atau yang biasa disebut Saham LQ-45. Metode pemilihan sampelnya menggunakan *purposive sampling*, sedangkan metode analisisnya menggunakan model analisis regresi berganda. Variabel bebas yang

digunakan adalah DER, ROA, ROE, NPM, OPM, PER, dan PBV, sedangkan variabel terikatnya adalah harga saham. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa analisis dengan menggunakan data *pooling* menunjukkan bahwa variabel NPM berpengaruh negatif terhadap harga saham. Sedangkan hasil analisis secara simultan menunjukkan bahwa ketujuh variabel bebas tersebut secara signifikan mempengaruhi harga saham.

Penelitian yang dilakukan Ratnasari (2003) meneliti tentang “Analisis Pengaruh Faktor Fundamental, Volume Perdagangan, dan Nilai Kapitalisasi Pasar terhadap Return Saham di Bursa Efek Jakarta (Studi Kasus pada Perusahaan Manufaktur dan Perbankan)”. Populasi penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam Sektor Manufaktur dan Perbankan yang *listed* di BEJ. Metode pemilihan sampelnya menggunakan *purposive sampling*, sedangkan metode analisisnya menggunakan model analisis regresi berganda. Variabel bebas yang digunakan adalah DER, ROA, NPM, PBV, Volume Perdagangan, dan Nilai Kapitalisasi Pasar. Sedangkan variabel terikatnya adalah *return* saham. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel DER, ROA, NPM, dan PBV signifikan pada $\alpha = 5\%$, sedangkan variabel Volume Perdagangan dan Nilai Kapitalisasi Pasar tidak signifikan pada $\alpha = 5\%$. Penelitian tersebut juga menemukan hasil bahwa variabel ROA memiliki tanda negatif atau pengaruhnya berlawanan terhadap *return* saham.

Hasil-hasil penelitian sebelumnya mengenai analisis nilai normatif saham dengan menggunakan *Residual Earning Model* (REM) dapat disimak dalam tabel 2.1 berikut:

Tabel 2.1. Hasil Penelitian Analisis Nilai Normatif Saham

No.	Peneliti (th)	Judul Penelitian	Tujuan	Teknik Analisis	Hasil
1.	Penman dan Sougiannis (1998)	<i>A Comparison of Dividend, Cash Flow, and Earning Approches to Equity Valuation</i>	Membandingkan metode <i>valuation</i> antara DDM, RIM, dan FCF Model.	Analisis Kuantitatif	Metode <i>Residual Income Model</i> (RIM) memiliki tingkat kesalahan yang lebih rendah dibandingkan dengan metode <i>Dividend Discount Model</i> (DDM) dan metode <i>Free Cash Flow Model</i> (FCFM).
2.	Frankel dan Lee (1998)	<i>Accounting Valuation, Market Expectation, and Cross-Sectional Stock</i>	Menganalisis <i>value</i> dengan metode RIM dan membandingkannya dengan analisis yang menggunakan B/P	Analisis Kuantitatif	" <i>Value</i> " yang dihasilkan dari metode RIM mendekati 70% pada harga saham

		<i>Returns</i>	ratio pada harga-harga saham <i>cross-sectional</i> di Amerika Serikat		<i>cross-sectional</i> di Amerika Serikat dan V/P (<i>value-to-price ratio</i>) merupakan prediktor tingkat pengembalian <i>cross-sectional</i> (<i>cross-sectional returns</i>) yang jauh lebih baik daripada B/P (<i>book-to-price ratio</i>)
3.	Frankel dan Lee (1997)	<i>Accounting Diversity and International Valuation</i>	Menganalisis <i>value</i> dengan metode RIM dan membandingkannya dengan analisis yang menggunakan B/P ratio pada harga-harga saham <i>cross-border</i> di Amerika Serikat	Analisis Kuantitatif	Sama dengan hasil penelitian tahun 1998, tetapi pada <i>cross-border valuation</i> .
4.	Lee dan Swaminathan (1999)	<i>Valuing The Dow: A Bottom-Up Approach</i>	Membandingkan <i>valuation</i> yang menggunakan <i>valuation multiples</i>	Analisis Kuantitatif	Penilaian (<i>valuation</i>) dengan menggunakan

			<p>(P/E, P/B, dan Dividend Yield) dengan Discounted Residual Income Model.</p>		<p><i>Discounted Residual Income Model</i> secara statistik memiliki kekuatan prediksi yang dapat dipercaya, tidak hanya untuk <i>return</i> pada Dow tetapi juga <i>return</i> pada S&P 500 Index dan pada portofolio saham kecil. Penilaian secara tradisional yang menggunakan B/P, E/P, dan D/P memiliki tingkat prediksi yang kecil untuk keseluruhan <i>return</i> dari pasar U.S.</p>
--	--	--	--	--	--

					pada periode 1979-1996.
5.	Kaplan dan Ruback (1995)	<i>The Valuation of Cash Flow Forecast: An Empirical Analysis</i>	Membandingkan hasil estimasi nilai saham antara metode RIM dan estimasi yang menggunakan <i>earnings, book value, dan dividends</i> .	Analisis Kuantitatif	Analisis estimasi dengan menggunakan <i>Residual Income Model</i> ini jauh lebih baik daripada hasil estimasi yang diperoleh dengan menggunakan <i>earnings, book value, atau dividends</i> itu sendiri.
6.	Lee, Myers, dan Swaminathan (1999)	<i>What Is The Intrinsic Value of The Dow</i>	membandingkan <i>valuation</i> yang berdasarkan pada traditional market multiples (B/P, E/P, dan D/P) dengan Residual Income Model	Analisis Kuantitatif	Rasio V/P, dimana "V" didasarkan pada <i>Residual Income Model</i> , secara statistik memiliki tingkat prediksi yang lebih dapat dipercaya, dibandingkan <i>traditional</i>

					<i>market multiples</i> (rasio B/P, E/P, dan D/P) yang sering digunakan dari tahun 1963-1996. Metode <i>traditional market multiples</i> memiliki tingkat prediksi yang rendah.
--	--	--	--	--	--

Sumber: Dikembangkan untuk Penelitian ini

Hasil-hasil penelitian sebelumnya mengenai pengaruh faktor fundamental dan faktor pasar terhadap *return* saham maupun harga saham dapat disimak dalam tabel 2.2 berikut:

Tabel 2.2. Hasil Penelitian Faktor Fundamental dan Faktor Pasar terhadap *Return*

Saham dan Harga Saham

No.	Peneliti (th)	Judul Penelitian	Tujuan	Variabel	Teknik Analisis	Hasil
1.	Sugeng Sulistiono (1994)	Analisis Beberapa Faktor yang Berpengaruh	Menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi	ROA, DER, <i>Financial Leverage</i> ,	Regresi Linear Berganda	Semua variabel bebas berpengaruh secara

		terhadap Harga Saham pada Perusahaan Farmasi yang <i>Go Public</i> di Indonesia.	harga saham.	Tingkat Penjualan, Tingkat Likuiditas, Suku Bunga Deposito dan harga saham.		signifikan terhadap harga saham, serta secara parsial hanya variabel ROA yang berpengaruh secara nyata terhadap harga saham.
2.	B. Erb Claude, R. Harvey Campbell, dan E. Viskanta Tadas (1996)	<i>Political Risk, Economic Risk, and Financial Risk.</i>	Menganalisis pengaruh <i>Political risk, Economic Risk, Financial Risk, PBV, dan DPR</i> terhadap <i>return</i> saham.	<i>Political risk, Economic Risk, Financial Risk, PBV, DPR, dan return</i> saham	<i>Univariate dan Multivariate Analysis</i>	<i>Political risk, Economic Risk, Financial Risk, dan PBV</i> berpengaruh terhadap <i>return</i> saham. DPR tidak berpengaruh terhadap <i>return</i> saham.
3.	Teguh Prasetyo (2000)	Analisis Rasio Keuangan dan Nilai Kapitalisasi Pasar sebagai Prediksi Harga Saham di BEJ pada Periode	Menganalisis apakah Rasio Keuangan dan Nilai Kapitalisasi Pasar sebagai prediksi harga saham pada periode <i>bullish</i> dan <i>bearish</i> .	DTA, ROE, NPM, LogMCap, dan Harga Saham	Regresi Linear Berganda	DTA berpengaruh terhadap harga saham, BPP dan ROE berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga

		<i>Bullish</i> dan <i>Bearish</i>				<p>saham, OPM secara signifikan berpengaruh positif terhadap harga saham, NPM tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap harga saham, dan EPP memiliki pengaruh negatif terhadap harga saham. Pada periode <i>bullish</i> nilai kapitalisasi pasar berpengaruh negatif terhadap harga saham, sedangkan pada periode <i>bearish</i> nilai</p>
--	--	--------------------------------------	--	--	--	--

						kapitalisasi pasar tidak signifikan mempengaruhi harga saham.
4.	Syahib Natarsyah (2000)	Pengaruh Beberapa Faktor Fundamental dan Resiko Sistematis terhadap Saham; Kasus Industri Barang Konsumsi yang Go Public di Pasar Modal Indonesia.	Menganalisis apakah faktor fundamental dan resiko sistematis berpengaruh terhadap harga saham.	ROA, ROE, DPR, BV, Resiko Sistematis, Harga Saham	Regresi Linear Berganda	ROA & ROE terjadi multikolinearitas, ROA, DPR, DER, BV, dan indeks β berpengaruh terhadap harga saham.
5.	Pancawati Hardiningsih, L. Suryanto, dan Anis Chariri (2002)	Pengaruh Faktor Fundamental dan Resiko Ekonomi terhadap <i>Return</i> Saham pada Perusahaan	Menganalisis apakah faktor fundamental dan resiko ekonomi berpengaruh terhadap <i>return</i> saham di BEJ.	ROA, PBV, Inflasi, Nilai Tukar Rupiah, dan <i>Return</i> Saham	Regresi Linear Berganda	ROA, PBV, dan Inflasi berpengaruh positif terhadap <i>return</i> saham. Nilai Tukar Rupiah berpengaruh negatif terhadap

		di BEJ: Studi Kasus <i>Basic Industry</i> dan <i>Chemical</i> .				<i>return</i> saham.
6.	Tien Foo Sing, Kim Hiang Liow, dan Wei-Jin Chan (2002)	<i>Mean Reversion of Singapore Property Stock Prices towards Their Fundamental Values.</i>	Menganalisis faktor fundamental terhadap harga saham bidang property.	EPS, DPS, NAV, dan <i>Stock Price</i>	Johansen's Cointegration Test	EPS, DPS, dan NAV secara signifikan dapat menjelaskan perubahan harga saham.
7.	Engelwati Gani (2002)	Analisis Pengaruh Kinerja Keuangan Perusahaan terhadap Harga Saham.	Menganalisis pengaruh kinerja keuangan perusahaan terhadap harga saham sebelum dan sesudah krisis moneter	DER, ROA, ROE, NPM, OPM, PER, PBV dan Harga saham	Regresi Linear Berganda	Rasio keuangan tersebut berpengaruh besar terhadap <i>stock return</i> sebelum krisis moneter terjadi. Setelah krisis moneter, pengaruh rasio keuangan jauh menurun.
8.	Iskandar Itan dan Akhmad Syakhroza (2003)	<i>The Influence of Financial Performance to The Price of LQ-45 Stocks at</i>	Menganalisis pengaruh kinerja keuangan pada saham LQ-45 di BEJ.	DER, ROA, ROE, NPM, OPM, PER, PBV,	Regresi Linear Berganda	Ketujuh variabel bebas tersebut secara signifikan mempengaruhi harga saham.

		<i>Jakarta Stock Exchange.</i>		dan Harga saham		Analisis dengan menggunakan data <i>pooling</i> menunjukkan bahwa NPM berpengaruh negatif terhadap harga saham.
9.	Ratnasari, Eliza Wahyu (2003)	Analisis Pengaruh Faktor Fundamental, Volume Perdagangan, dan Nilai Kapitalisasi Pasar terhadap <i>Return Saham</i> di Bursa Efek Jakarta (Studi Kasus pada Perusahaan Manufaktur dan Perbankan)	Menganalisis pengaruh Faktor Fundamental, Volume Perdagangan, dan Nilai Kapitalisasi Pasar terhadap <i>Return Saham</i> .	ROA, NPM, DER, PBV, Volume Perdagangan, Nilai Kapitalisasi Pasar, dan <i>Return Saham</i>	Regresi Linear Berganda	ROA, NPM, DER, dan PBV berpengaruh secara signifikan terhadap <i>return</i> saham. Volume Perdagangan dan Nilai Kapitalisasi Pasar tidak signifikan mempengaruhi <i>return</i> saham. ROA memiliki pengaruh yang berlawanan terhadap <i>return</i> saham (bertanda negatif).

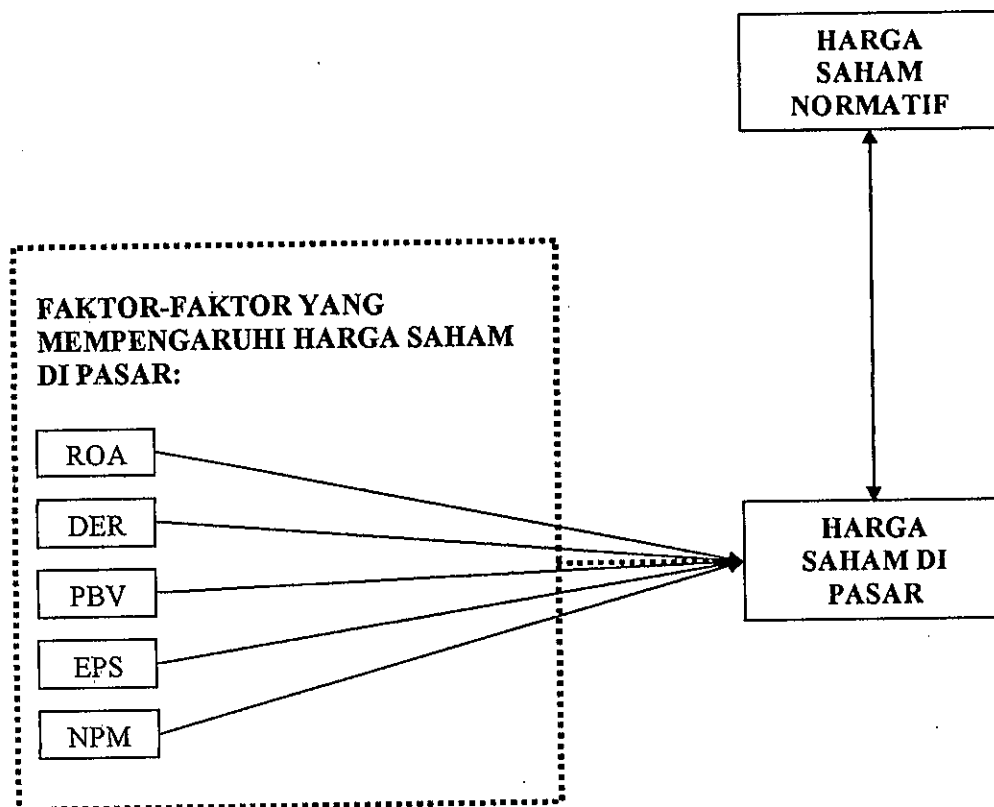
Sumber: Dikembangkan untuk Penelitian ini

2.3. KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS

Pemilihan suatu saham, selain menggunakan informasi harga pasar, juga memerlukan informasi mengenai nilai normatifnya. Nilai saham normatif dapat dianalisis melalui pendekatan *present value* dengan menggunakan metode *Residual Earning Model* (REM), untuk menentukan batas standar harga saham yang rasional serta mencerminkan nilai normatifnya. Nilai normatif dalam penelitian ini adalah nilai saham awal tahun 2002. Nilai normatif ini kemudian akan dibandingkan dengan nilai pasarnya, yaitu harga saham di pasar pada awal tahun 2002 untuk mengetahui apakah terjadi perbedaan di antara keduanya. Perbedaan harga yang terjadi ini dianalisis dengan menggunakan uji beda. Bila ternyata nilai normatif dari suatu saham (nilai berdasarkan metode REM) lebih kecil daripada nilai pasar, maka dapat disimpulkan bahwa harga saham tersebut mahal (*overvalued*).

Informasi mengenai harga saham saja tidak cukup untuk memutuskan melakukan suatu investasi, sebab investor memerlukan informasi lain yang dapat mencerminkan kinerja suatu emiten. Informasi tersebut dapat diperoleh melalui rasio keuangan yang dapat menggambarkan kinerja keuangan serta menjelaskan kekuatan dan kelemahan suatu perusahaan (Pumomo, 1998). Berdasarkan hal tersebut, maka perlu dianalisis lebih lanjut mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi harga saham di pasar, sehingga investor dapat bertindak rasional dalam berinvestasi. Berdasarkan teori dan hasil-hasil penelitian terdahulu, terdapat beberapa faktor fundamental perusahaan yang

diidentifikasi mempengaruhi harga saham, yaitu ROA, DER, PBV, EPS, dan NPM. Berdasarkan penjelasan tersebut, maka Kerangka Pemikiran Teoritis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagaimana yang ditunjukkan dalam gambar 2.1 berikut:



Gambar 2.1. Kerangka Pemikiran Teoritis Penelitian

2.4. HIPOTESIS PENELITIAN

Hipotesis (*hypo* = sebelum; *thesis* = pernyataan, pendapat) adalah suatu pernyataan yang pada waktu diungkapkan belum diketahui kebenarannya, tetapi memungkinkan untuk diuji dalam kenyataan empiris (Gulo, 2002). Hipotesis memungkinkan kita menghubungkan teori dengan pengamatan, atau pengamatan dengan teori. Hipotesis mengemukakan pernyataan tentang harapan peneliti mengenai hubungan-hubungan antara variabel-variabel di dalam persoalan (Donald, 1982).

Sedangkan hipotesis nol (*nully hypothesis*) merupakan hipotesis tentang tidak adanya perbedaan. Hipotesis ini pada umumnya diformulasikan untuk ditolak. Hipotesis pengganti (H_a) merupakan hipotesis penelitian yang berupa pernyataan sementara atau dugaan yang dinyatakan secara operasional. Hipotesis penelitian adalah prediksi yang diturunkan dari teori yang sedang diuji. Hipotesis penelitian yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

- H_1 = Diduga terdapat perbedaan antara harga saham normatif dengan harga di pasar.
- H_2 = Diduga variabel ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham di pasar.
- H_3 = Diduga variabel DER berpengaruh negatif dan signifikan terhadap harga saham di pasar.
- H_4 = Diduga variabel PBV berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham di pasar.

- H₅ = Diduga variabel EPS berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham di pasar.
- H₆ = Diduga variabel NPM berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham di pasar.
- H₇ = Diduga variabel-variabel ROA, DER, PBV, EPS, dan NPM secara keseluruhan berpengaruh signifikan terhadap harga saham di pasar.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. JENIS DAN SUMBER DATA

Data merupakan keterangan yang dapat memberikan gambaran sebagai suatu keadaan. Data yang diperoleh perlu diolah untuk dapat menjawab persoalan penelitian yang sedang dirumuskan. Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data-data sekunder. Data sekunder yang diperlukan dalam penelitian ini adalah data-data mengenai perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam Sektor Industri Barang Konsumsi yang telah *listing* di Bursa efek Jakarta (BEJ) dari tahun 2000 sampai dengan tahun 2002. Data-data historis yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

1. Laporan Keuangan perusahaan sampel yang berakhir tanggal 31 Desember 2000 sampai dengan 31 Desember 2002.
2. Laporan Keuangan perusahaan sampel tiga bulanan mulai tahun 2000 sampai dengan tahun 2002.
3. Harga saham penutupan akhir tahun (*end year closing price*) perusahaan sampel dari tahun 2000 sampai dengan tahun 2002.
4. Harga saham penutupan awal tahun 2002 (tanggal 2 Januari 2002)

Seluruh data tersebut dapat diperoleh dari *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD) dan *JSX Quarterly Report*.

3.2. POPULASI DAN TEKNIK PENGAMBILAN SAMPEL

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEJ selama tahun 2000 sampai dengan tahun 2002 yang termasuk dalam Sektor Industri Barang Konsumsi. Pemilihan sampel dalam penelitian ini dilakukan dengan *purposive sampling* dengan tujuan untuk mendapatkan sampel yang sesuai dengan tujuan penelitian. Adapun kriteria yang digunakan untuk memilih dan mendapatkan sampel adalah sebagai berikut:

1. Telah terdaftar di BEJ selama dari tahun 2000 sampai dengan tahun 2002 dan berupa perusahaan yang tergolong Sektor Industri Barang Konsumsi.
2. Perusahaan tersebut secara periodik mengeluarkan laporan keuangan setiap tiga bulan mulai dari tahun 2000 sampai dengan tahun 2002 dan memiliki kelengkapan data selama periode pengamatan. Pemilihan sampel ini didasarkan pada kelengkapan data yang dimiliki perusahaan, terutama informasi mengenai *Dividend*, *EPS (Earning Per Share)*, dan *Book Value* untuk analisis nilai normatif saham.
3. Perusahaan tersebut secara periodik mengeluarkan laporan keuangan setiap tahunnya dan memiliki kelengkapan data selama periode pengamatan. Pemilihan sampel ini didasarkan pada kelengkapan data yang dimiliki perusahaan, terutama informasi mengenai *ROA*, *DER*, *PBV*, *EPS*, dan *NPM* yang merupakan variabel-variabel yang akan digunakan dalam penelitian ini (untuk analisis regresi).

Populasi dalam penelitian ini berjumlah 40 perusahaan. Dari keseluruhan populasi tersebut kemudian dipilih sampel yang membagikan *dividend*, memiliki nilai EPS yang positif mulai dari tahun 2000 sampai dengan tahun 2002, serta nilai *book value* tahun 2002 yang positif sehingga didapat 14 sampel perusahaan.

Kriteria ini diambil sesuai dengan apa yang disyaratkan oleh Penman (2001) dalam bukunya yang berjudul "*Financial Statement Analysis and Security Valuation*". Hal ini dimaksudkan agar analisis nilai intrinsik suatu saham dapat memperoleh hasil yang lebih baik, sebab analisis ini memerlukan adanya *forecast* terhadap *dividend* dan EPS. Bila perusahaan yang tidak membagikan *dividend* atau perusahaan yang memiliki EPS yang negatif dimasukkan ke dalam obyek penelitian, maka hal tersebut akan menyebabkan gangguan pada analisis nilai normatif saham.

3.3. DEFINISI OPERASIONAL VARIABEL

3.3.1. Harga Saham Normatif

Harga saham normatif dalam penelitian ini dianalisis dengan metode *Residual Earning Model* (REM) mengestimasi nilai perusahaan sebagai penjumlahan nilai buku perusahaan (*firm's book value*) dan *present value* dari *Residual Earning* (RE) yang diharapkan. *Residual Earning* (RE) merupakan *return* dari saham biasa, yang dinyatakan dengan kelebihan *return* (*excess return*) (Penman, 2001). Untuk setiap

pendapatan (*earning*) pada periode t, *Residual Earning* (RE) dapat dinyatakan dengan:

$$RE = [ROCE - \text{Required Return on Equity}] \times \text{Book Value of Common Equity, or:}$$

$$RE = \text{Earn}_t - (\rho_E - 1)B_{t-1}$$

dengan:

$$RE = \text{Residual Earning}$$

$$ROCE = \text{Return On Common Equity}$$

$$(\rho_E - 1) = \text{Required Return on Equity}$$

$$B_{t-1} = \text{Book Value on Common Equity (dalam Rp)}$$

Persamaan yang digunakan untuk menilai ekuitas berdasarkan metode ini adalah:

$$\text{Value} = \text{Book Value on Common Equity} + \text{Present Value of Expected}$$

RE, or:

$$V_0^E = B_0 + \frac{RE}{\rho_E} + \frac{RE_2}{\rho_E^2} + \frac{RE_3}{\rho_E^3} + \dots + \frac{RE_n}{\rho_E^n}$$

dengan:

$$V_0^E = \text{Nilai dari suatu ekuitas (value of equity) pada awal tahun 2002}$$

$$B_0 = \text{Nilai buku saham biasa tahun 2002}$$

$$RE = \text{Residual Earning yang diharapkan sampai tahun ke-n}$$

$$\rho_E = (1 + r)$$

$$r = \text{cost of equity capital}$$

$$n = \text{Tahun}$$

3.3.2. Return On Assets (ROA)

Return On Assets (ROA) adalah rasio laba setelah pajak atau *Net Income After Tax (NIAT)* terhadap total aset. ROA menunjukkan kinerja keuangan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih dari aktiva yang digunakan untuk operasional perusahaan. Secara umum, persamaan yang digunakan untuk menilai ROA suatu perusahaan dapat dituliskan sebagai berikut (Ang, 1997):

$$ROA = \frac{NIAT}{\text{Total Assets}}$$

dengan:

ROA = *Return On Assets*

NIAT = *Net Income After Tax* (pendapatan bersih setelah pajak)

3.3.3. Debt to Equity Ratio (DER)

Debt to Equity Ratio (DER) mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh berapa bagian dari modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang.

Secara umum, persamaan yang digunakan untuk menilai DER suatu perusahaan dapat dituliskan sebagai berikut (Ang, 1997):

$$DER = \frac{\text{Total Debts}}{\text{Total Shareholders' Equity}}$$

dengan:

DER = *Debt to Equity Ratio*

Total Debts = Total jumlah hutang

Total Shareholders' Equity = Total modal sendiri yang dimiliki perusahaan

3.3.4. *Price to Book Value (PBV)*

Price to Book Value (PBV) merupakan rasio antara harga saham terhadap nilai bukunya. Bila suatu perusahaan memiliki nilai PBV di atas satu ($PBV > 1$), maka harga saham perusahaan tersebut dinilai lebih tinggi daripada nilai bukunya yang menggambarkan kinerja perusahaan tersebut semakin baik di mata investor. Secara umum, persamaan yang digunakan untuk menilai PBV suatu saham dapat dituliskan sebagai berikut (Ang, 1997):

$$PBV_n = \frac{P_n}{BV_n}$$

dengan:

PBV_n = *Price to Book Value*

P_n = Harga per lembar saham pada tahun ke-n

BV_n = Nilai *book value* per lembar saham pada tahun ke-n

3.3.5. *Earning Per Share (EPS)*

Earning Per Share (EPS) merupakan perbandingan antara laba bersih setelah pajak pada suatu tahun buku dengan (*outstanding shares*) jumlah saham yang diterbitkan (Ang, 1997). Nilai EPS yang lebih besar menandakan kemampuan perusahaan yang lebih besar dalam menghasilkan keuntungan bersih dari setiap lembar saham. Secara umum, persamaan yang digunakan untuk menilai EPS suatu saham dapat dituliskan sebagai berikut (Ang, 1997):

$$EPS = \frac{NIAT}{S_s}$$

dengan:

EPS = *Earning Per Share* (pendapatan bersih per lembar saham)

NIAT = *Net Income After Tax* (pendapatan bersih setelah pajak)

S_s = *Total outstanding shares* (total semua saham yang diterbitkan)

3.3.6. *Net Profit Margin (NPM)*

Net Profit Margin (NPM) menunjukkan rasio antara laba bersih setelah pajak atau NIAT (*Net Income After Tax*) terhadap total

penjualannya. Rasio ini mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan pendapatan bersihnya terhadap total penjualan yang dicapai oleh perusahaan. Secara umum, persamaan yang digunakan untuk menilai NPM suatu perusahaan dapat dituliskan sebagai berikut (Ang, 1997):

$$\text{NPM} = \frac{\text{NIAT}}{\text{Net Sales}}$$

dengan:

NPM = *Net Profit Margin*

NIAT = *Net Income After Tax* (pendapatan bersih setelah pajak)

Net Sales = Penjualan bersih

3.3.7. Harga Saham di Pasar/Harga Pasar

Harga pasar merupakan harga suatu saham pada pasar yang sedang berlangsung (Ang, 1997). Harga pasar yang digunakan dalam penelitian ini adalah harga penutupan pada akhir tahun (*end year closing price*) per 31 Desember 2000. Harga pasar ini diperoleh dari data sekunder yang bersumber dari *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD).

Ringkasan mengenai Definisi Operasional Variabel dapat disimak dalam tabel

3.1 berikut ini:

Tabel 3.1. Definisi Operasional Variabel

No.	Variabel	Definisi	Persamaan
1.	Harga Saham Normatif	Penjumlahan nilai buku perusahaan (<i>firm's book value</i>) dan <i>present value</i> dari <i>Residual Earning</i> (RE) yang diharapkan	$V_0^E = B_0 + \frac{RE}{\rho_E} + \frac{RE_2}{\rho_E^2} + \frac{RE_3}{\rho_E^3} + \dots + \frac{RE_n}{\rho_E^n}$
2.	ROA	Rasio laba setelah pajak atau <i>Net Income After Tax</i> (NIAT) terhadap total aset	$ROA = \frac{NIAT}{\text{Total Assets}}$
3.	DER	Perbandingan antara seluruh hutang, baik hutang jangka pendek maupun hutang jangka panjang dengan modal sendiri	$DER = \frac{\text{Total Debts}}{\text{Total Shareholders' Equity}}$
4.	PBV	Rasio antara harga saham terhadap nilai bukunya	$PBV_n = \frac{P_n}{BV_n}$
5.	EPS	Perbandingan antara laba bersih setelah pajak pada suatu tahun buku dengan (<i>outstanding shares</i>) jumlah saham yang diterbitkan	$EPS = \frac{NIAT}{S_s}$
6.	NPM	Rasio antara laba bersih setelah pajak atau NIAT (<i>Net Income After Tax</i>) terhadap total penjualannya (<i>Net Sales</i>)	$NPM = \frac{NIAT}{\text{Net Sales}}$
7.	Harga Pasar	Harga suatu saham pada pasar yang sedang berlangsung	

Sumber: Buku Pintar Pasar Modal Indonesia (1997)

3.4. METODE PENGUMPULAN DATA

Metode pengumpulan data dalam penelitian ini adalah metode dokumentasi, yaitu metode pengumpulan data dengan cara mengumpulkan dokumen-dokumen yang berhubungan dengan data sekunder berupa laporan keuangan yang telah dipublikasikan di Bursa Efek Jakarta (BEJ) serta dari *JSX Quarterly Report*.

3.5. TEKNIK ANALISIS DATA

Untuk menjawab permasalahan yang ada dan menguji hipotesis yang telah ditentukan, maka teknik analisis yang digunakan adalah analisis kuantitatif dengan metode *Residual Earning Model* (REM) dan teknik analisis regresi. Untuk hipotesis pertama, teknik analisis yang digunakan adalah analisis kuantitatif dengan metode *Residual Earning Model* (REM) dengan menggunakan konsep *present value of money*. Analisis ini menggunakan data *dividend*, EPS tahunan dari tahun 2000 sampai dengan tahun 2002, dan *Book Value* akhir tahun 2002. Hasil analisis ini adalah berupa harga saham normatif pada awal tahun 2002. Teknik analisis untuk metode *Residual Earning Model* ini adalah sebagai berikut:

- 1) Melakukan *forecast analysis* terhadap *dividend* serta EPS hingga beberapa tahun yang akan datang (dalam penelitian ini *dividend* dan EPS akan di-*forecast* hingga tahun 2015).

2) Menentukan nilai *Book Value* perusahaan sampel pada tahun 2002 yang didapat dari ICMD.

3) Melakukan *forecast* terhadap ROCE (*Return On Common Equity*) hingga nilainya mendekati *cost of equity capital* dengan persamaan

$$ROCE_t = \frac{EPS_t}{BV_{t-1}}$$
 dengan t adalah tahun.

4) Melakukan *forecast* terhadap RE (*Residual Earning*) hingga nilainya mendekati nol dengan persamaan $RE_t = EPS_t - (i_t * BV_{t-1})$ dengan t adalah tahun.

5) Mem-*present value*-kan keseluruhan RE dengan persamaan

$$PV \text{ of } RE_n = \frac{RE_t}{(1+i)^n}$$
 lalu menjumlahkannya sehingga didapat PV dari RE

total.

6) Menjumlahkan nilai *Book Value* tahun 2002 dengan total PV dari RE yang telah di-*present value*-kan untuk mendapatkan nilai saham normatif pada tahun 2002.

7) Bila langkah no (3) belum mendapatkan nilai ROCE yang mendekati nilai *cost of equity capital* hingga tahun 2015, maka dicari nilai *Continuing Value*

$$(CV) \text{ dengan persamaan } CV_{2015} = \frac{ROCE_{2015}}{i_{2015}}$$

8) Mem-*present value*-kan nilai CV tahun 2015 ke tahun 2002 dengan

$$\text{persamaan } PV \text{ of } CV_{2015} = \frac{CF_{2015}}{(1+i)^n}, \text{ dengan } n \text{ adalah tahun.}$$

9) Menjumlahkan nilai *Book Value* tahun 2002 dengan total PV dari RE yang telah di-*present value*-kan serta PV of CV tahun 2015 untuk mendapatkan nilai saham normatif pada tahun 2002.

Nilai saham normatif hasil perhitungan dengan metode REM ini akan dibandingkan dengan harga saham emiten di pasar pada awal tahun 2002. Hal ini bertujuan untuk mengetahui ada atau tidaknya beda nilai yang signifikan antara harga saham emiten di pasar dengan nilai atau harga saham normatifnya. Teknik analisis yang digunakan untuk membandingkan kedua nilai tersebut adalah uji *paired sample t-test*. Tes ini menganalisis perbandingan untuk dua sampel yang berpasangan. Dua sampel yang berpasangan diartikan sebagai sebuah sampel dengan subyek yang sama namun mengalami dua perlakuan atau pengukuran yang berbeda (Santoso, 2001). Sampel dalam penelitian ini dibedakan menjadi dua grup, yaitu grup harga saham emiten di pasar (pengukurannya dengan menggunakan data harga saham di pasar), serta grup harga saham normatif (pengukurannya dengan menggunakan metode REM). Analisis uji *paired sample t-test* ini dilakukan dengan melihat nilai t hitungnya. Bila nilai t hitung signifikan pada $\alpha = 5\%$, maka dapat dikatakan terdapat perbedaan antara nilai saham normatif dengan nilai pasarnya atau nilai riil-nya.

Teknik analisis regresi akan digunakan untuk menguji hipotesis kedua sampai dengan ketujuh. Dajan (1986) dan Supranto (1997) menyatakan bahwa untuk menguji model pengaruh dan hubungan variabel bebas yang terdiri lebih dari dua variabel terhadap variabel tergantung, digunakan persamaan regresi linear berganda dengan metode *Ordinary Least Square* (OLS). Inti metode OLS adalah mengestimasi suatu garis regresi dengan jalan meminimalkan jumlah dari kuadrat kesalahan setiap observasi terhadap garis tersebut.

Berdasarkan hal tersebut, maka analisis regresi yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi berganda (simultan) untuk menganalisis seluruh variabel terhadap harga saham dan regresi sederhana (parsial) untuk menganalisis masing-masing variabel kinerja keuangan terhadap harga saham perusahaan yang termasuk dalam Sektor Industri Barang Konsumsi. Data penelitian yang telah dikumpulkan akan diolah dengan program SPSS versi 12. Analisis ini akan menggunakan data sekunder dari tahun 2000 sampai dengan tahun 2002 untuk mengetahui faktor-faktor yang harga saham pada sektor tersebut.

3.6. MENILAI *GOODNESS OF FIT* SUATU MODEL

Ghozali (2000) menyatakan bahwa ketepatan fungsi regresi dalam mengestimasi nilai aktual dapat diukur dari *goodness of fit*-nya. Secara statistik dapat diukur dari nilai statistik t, nilai statistik F, dan koefisien determinasinya. Suatu perhitungan statistik disebut signifikan secara statistik apabila nilai uji

dikehendaki statistiknya berada dalam daerah kritis (daerah dimana H_0 ditolak). Sebaliknya, disebut tidak signifikan apabila nilai uji statistiknya berada di dalam daerah dimana H_0 diterima.

Koefisien determinasi (R^2) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model untuk menerangkan variasi variabel independen terhadap variabel dependen. Nilai koefisien determinasi berada diantara 0 sampai dengan 1. Nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen amat terbatas. Nilai R^2 yang mendekati 1 berarti variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variabel dependen.

Kelemahan mendasar penggunaan koefisien determinasi adalah bias terhadap jumlah variabel independen yang dimasukkan ke dalam model. Setiap penambahan satu variabel independen, nilai R^2 pasti akan meningkat tanpa mempedulikan apakah variabel tersebut berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen atau tidak. Oleh karena itu banyak peneliti menganjurkan untuk menggunakan nilai *adjusted* R^2 pada saat mengevaluasi model regresi terbaik. Tidak seperti nilai R^2 , nilai *adjusted* R^2 dapat naik atau turun apabila satu variabel independen ditambahkan ke dalam model.

3.7. PENGUJIAN PENYIMPANGAN ASUMSI KLASIK

Gujarati (1999) menyatakan bahwa dalam analisis regresi linear berganda perlu menghindari penyimpangan asumsi klasik agar tidak timbul

masalah dalam penggunaan analisis regresi linear berganda, oleh karena itu dalam penelitian ini perlu diuji asumsi-asumsi klasik seperti multikolinearitas, autokorelasi, dan heteroskedastisitas. Ghazali (2000) juga menyatakan bahwa pengujian ini dilakukan agar diperoleh model regresi yang tidak bias. Kriteria yang digunakan untuk uji asumsi klasik dalam penelitian ini adalah (Ghazali, 2000):

1. Normalitas Data

Uji Normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel independen dan variabel dependen kedua-duanya mempunyai distribusi normal atautidak. Model regresi yang baik adalah model yang memiliki distribusi data normal atau mendekati normal. Untuk menguji apakah distribusi data normal atau tidak dapat dilakukan dengan beberapa cara, yaitu:

a. Analisis Grafik

Salah satu cara termudah untuk melihat normalitas adalah melihat histogram yang membandingkan antara data observasi dengan distribusi yang mendekati distribusi normal. Namun demikian, dengan hanya melihat histogram, hal ini bisa menyesatkan khususnya untuk jumlah sampel yang kecil. Metode yang lebih handal adalah dengan melihat *normal probability plot* yang membandingkan distribusi kumulatif dari data sesungguhnya dengan distribusi kumulatif dari distribusi normal.

Distribusi normal akan membentuk satu garis lurus diagonal, dan *plotting* data akan dibandingkan dengan garis diagonal. Jika distribusi data adalah normal, maka garis yang menggambarkan data sesungguhnya akan mengikuti garis diagonalnya.

Pada prinsipnya, normalitas dapat dideteksi dengan melihat penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal dari grafik atau dengan melihat histogram dari residualnya. Dasar pengambilan keputusannya adalah:

- Jika data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogramnya menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas.
- Jika data menyebar jauh dari garis diagonal dan atau tidak mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogram tidak menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas.

b. Analisis Statistik

Mendeteksi normalitas dapat dilakukan juga dengan uji statistik. Tes statistik sederhana yang dapat dilakukan adalah berdasarkan nilai kurtosis atau *skewness*. Nilai z statistik untuk *skewness* dapat dihitung dengan persamaan sebagai berikut (Gujarati, 1995):

$$z_{\text{skewness}} = \frac{\text{skewness}}{\sqrt{6/N}}$$

sedangkan nilai z kurtosis dapat dihitung dengan persamaan:

$$z_{\text{kurtosis}} = \frac{\text{kurtosis}}{\sqrt{\frac{24}{N}}}$$

dengan N adalah jumlah sampel, jika nilai z hitung > z tabel, maka dapat dikatakan bahwa distribusi tidak normal.

2. Bebas dari Adanya Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi di antara variabel bebasnya. Jika variabel bebas saling berkorelasi, maka variabel-variabel ini tidak ortogonal. Variabel ortogonal adalah variabel bebas yang nilai korelasi antar sesama variabel bebas sama dengan nol.

Cara untuk mengetahui apakah suatu model regresi tersebut mempunyai multikolinearitas adalah dengan:

- a. Nilai R^2 yang dihasilkan oleh suatu estimasi model regresi empiris sangat tinggi, tetapi secara individual variabel-variabel bebas banyak yang tidak signifikan mempengaruhi variabel terikat.
- b. Menganalisis matriks korelasi variabel-variabel bebas. Jika antara variabel bebas ada korelasi yang cukup tinggi (umumnya diatas 90%), maka hal ini merupakan indikasi adanya multikolinearitas. Tidak adanya

korelasi yang tinggi antar variabel bebas tidak berarti bebas dari multikolinearitas. Multikolinearitas dapat juga disebabkan karena adanya efek kombinasi dua atau lebih variabel bebas.

c. Multikolinearitas dapat disebabkan karena adanya efek kombinasi dua atau lebih variabel bebas. Multikolinearitas dapat juga dilihat dari (1) nilai *tolerance* dan (2) *Variance Inflation Factor* (VIF) yang merupakan lawannya. Kedua ukuran ini menunjukkan setiap variabel bebas manakah yang dijelaskan oleh variabel bebas lainnya. Dalam pengertian sederhana setiap variabel bebas menjadi variabel terikat dan diregresikan dengan variabel bebas lainnya. *Tolerance* mengukur variabilitas variabel bebas yang dipilih yang tidak dapat dijelaskan oleh variabel bebas lainnya. Jadi nilai *tolerance* yang rendah sama dengan nilai VIF yang tinggi (karena $VIF = \frac{1}{Tolerance}$) dan menunjukkan adanya kolinearitas yang tinggi. Nilai *cut-off* yang umum digunakan adalah nilai *tolerance* 0,10 atau sampai dengan nilai VIF diatas 10.

d. Mengadakan uji F antara variabel penjelas. Misalnya ada tiga variabel penjelas, maka satu diantara variabel penjelas tersebut diregresikan dengan dua variabel penjelas lainnya, yang dapat dihitung koefisien ganda dari hasil regresi tersebut. Kemudian hitunglah nilai F hitungnya dan bandingkan dengan nilai F tabel. Apabila memang ternyata

signifikan, maka dapat dianggap bahwa ada multikolinearitas. Dengan melakukan regresi masing-masing antara:

- X_1 dengan X_2 dan X_3
- X_2 dengan X_1 dan X_3
- X_3 dengan X_1 dan X_2

Kemudian membandingkan uji F-nya masing-masing. Apabila ada yang menunjukkan bahwa uji F-nya tidak signifikan, maka variabel-variabel tersebut dipertahankan sebagai variabel penjelas.

- e. Cara lain untuk melihat ada tidaknya multikolinearitas diantara variabel bebas yaitu dengan melihat output SPSS. Jika *condition index* lebih besar dari 30, maka dikatakan bahwa terdapat multikolinearitas diantara variabel-variabel bebas tersebut.

3. Bebas dari Adanya Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode $t-1$ (sebelumnya). Jika terjadi korelasi, maka dinamakan ada problem autokorelasi. Autokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lainnya. Masalah ini timbul karena residual (kesalahan pengganggu) tidak bebas dari satu observasi ke observasi lainnya. Hal ini sering ditemukan pada data runtut waktu (*time series*) karena 'gangguan' pada seseorang individu/kelompok

cenderung mempengaruhi 'gangguan' pada individu/kelompok yang sama pada periode berikutnya.

Pada data *cross-section* (silang waktu), masalah autokorelasi relatif jarang terjadi karena 'gangguan' pada observasi yang berbeda berasal dari individu/kelompok yang berbeda. Model regresi yang baik adalah regresi yang bebas dari autokorelasi.

Untuk mengetahui adanya indikasi autokorelasi dapat digunakan uji Durbin-Watson, yang menyusun suatu deviasi standar untuk mendeteksi autokorelasi.

Persamaan yang digunakan adalah (Gujarati, 1995):

$$d = \frac{\sum_{t=1}^n (e_t - e_{t-1})^2}{\sum_{t=1}^n e_t^2}$$
$$e_t = Y_t - \hat{Y}_t$$

Cara pengujian autokorelasi adalah sebagai berikut:

a. Uji autokorelasi positif

Apabila angka statistik $d \leq 0$, maka terdapat autokorelasi positif, dengan demikian maka:

H_0 : tidak ada autokorelasi positif

H_a : ada autokorelasi positif

dimana:

$d < d_L$: berarti d adalah signifikan sehingga hipotesis alternatif diterima

$d > d_u$: berarti d adalah tidak signifikan sehingga menerima hipotesa nol

$d_L < d < d_u$: pengujian tidak dapat memberikan keputusan
(*inconclusive*)

b. Uji autokorealsi negatif

Prosedur pengujiannya adalah sebagai berikut:

$d > 4 - d_L$: ada autokorelasi yang negatif

$d < 4 - d_u$: ada autokorelasi yang positif

$4 - d_u < d < 4 - d_L$: *inconclusive*

c. Pengujian dua sisi

Prosedur pengujiannya adalah sebagai berikut:

$d < d_L$: d signifikan, ada autokorelasi

$d > 4 - d_L$: d signifikan, tidak ada autokorelasi

$d_u < d < 4 - d_L$: d tidak signifikan, tidak ada autokorelasi

Selain menggunakan teknik pengujian di atas, untuk mendiagnosis adanya autokorelasi dalam suatu model regresi dapat dilakukan melalui pengujian terhadap nilai uji Durbin-Watson dengan ketentuan dalam tabel 3.2 berikut (Algifari, 1997):

Tabel 3.2. Nilai Uji Durbin-Watson

Nilai Uji Durbin-Watson	Kesimpulan
< 1,10	Ada Autokorelasi
1,10 – 1,54	Tanpa Kesimpulan
1,54 – 2,46	Tidak Ada Autokorelasi
2,46 – 2,90	Tanpa Kesimpulan
> 2,90	Ada Autokorelasi

Sumber: Algifari (1997)

4. Bebas dari Adanya Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap, maka disebut homoskedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah model yang homoskedastisitas atau dengan kata lain tidak terjadi heteroskedastisitas. Kebanyakan data *cross-section* mengandung situasi heteroskedastisitas, karena data ini menghimpun data yang mewakili berbagai ukuran (kecil, sedang, dan besar).

Pada penelitian ini akan digunakan uji Glejser untuk menguji Heteroskedastisitas. Uji ini dilakukan dengan membuat variabel residual (*unstandardized residual*) dari variabel Harga Saham kemudian

membuatnya menjadi nilai absolut. Setelah itu *unstandardized residual* yang telah bernilai absolut tadi diregresikan dengan variabel independen. Pada intinya uji ini menilai tingkat signifikansi setiap variabel. Bila nilai signifikansinya diatas nilai yang disyaratkan ($\alpha = 5\%$), maka dapat disimpulkan model regresi tidak mengandung problem Heteroskedastisitas. Untuk melihat adanya heteroskedastisitas dapat juga digunakan metode grafik, yaitu dengan melihat *grafik plot* antara nilai prediksi variabel terikat (ZPRED) dengan residualnya (SRESID). Deteksi ada tidaknya heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik *scatterplot* antara SRESID dengan ZPRED dimana sumbu Y adalah Y yang telah diprediksi, dan sumbu X adalah residual ($Y_{\text{prediksi}} - Y_{\text{sesungguhnya}}$) yang telah di-*studentized*.

Dasar analisis:

Jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas.

Jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka nol (0) pada sumbu Y, maka mengindikasikan tidak terjadi heteroskedastitas.

3.8. PENGUJIAN HIPOTESIS

3.8.1. Pengujian Hipotesis 1

Untuk mengetahui beda nilai atau harga saham emiten di pasar dengan nilai atau harga saham normatifnya digunakan *paired sample t-test*. Sampel dalam penelitian ini dibedakan menjadi dua grup, yaitu grup harga saham emiten di pasar dengan grup harga saham normatif dari emiten yang bersangkutan. Analisis uji *paired sample t-test* ini dilakukan dengan melihat nilai t hitungnya. Bila nilai t hitung signifikan pada $\alpha = 5\%$, maka dapat dikatakan terdapat perbedaan antara nilai saham normatif dengan nilai pasarnya atau nilai riil-nya.

Harga saham normatif yang dimaksud dalam penelitian ini merupakan harga saham awal tahun 2002 yang diperoleh dengan analisis dengan metode *Residual Earning Model* (REM). Analisis ini menggunakan data berupa *Devidend Per Share* (DPS), *Earning Per Share* (EPS), dan *Book Value* (BV) dari tahun 2000 sampai dengan 2002. Metode REM ini bertujuan untuk mengetahui nilai normal atau wajar saham-saham yang termasuk dalam Sektor Industri Barang Konsumsi, yang nantinya akan dibandingkan dengan nilai pasarnya. Persamaan yang digunakan untuk menilai harga saham normatif pada awal tahun 2002 adalah:

$$V_0^E = B_0 + \frac{RE_1}{\rho_E} + \frac{RE_2}{\rho_E^2} + \frac{RE_3}{\rho_E^3} + \dots + \frac{RE_n}{\rho_E^n}$$

dengan:

V_0^E = Nilai dari suatu ekuitas (*value of equity*) pada awal tahun 2002

B_0 = Nilai buku saham biasa pada tahun 2002

RE = *Residual Earning* yang diharapkan sampai tahun ke-n

ρ_E = $(1 + r)$, dengan

r = *Cost of equity capital*

n = Tahun

Harga pasar dalam penelitian ini merupakan harga saham pada awal tahun 2002 (*closing price*) yang akan dibandingkan dengan harga saham normatif awal tahun 2002 yang dihitung dengan metode REM. Dengan demikian akan diketahui apakah terdapat perbedaan antara harga saham emiten di pasar dengan harga saham normatifnya.

3.8.2. Pengujian Hipotesis 2 sampai dengan 6

Uji statistik t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel penjelas/independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen. Hipotesis nol (H_0) yang dikehendaki adalah apakah suatu parameter (β_i) kurang dari nol, atau $H_0 : \beta_1 < 0$. Artinya, apakah suatu variabel independen bukan merupakan penjelas yang signifikan terhadap variabel dependen.

Hipotesis alternatifnya (H_a) adalah parameter suatu variabel lebih besar daripada nol, atau $H_1 : \beta_1 > 0$. Artinya, variabel tersebut merupakan penjelas yang signifikan terhadap variabel dependen.

Tahap pengujian uji t adalah sebagai berikut:

a. Menentukan formula *null hypothesis* statistik yang akan diuji dalam bentuk:

$H_0 : \beta_1 < 0$, artinya tidak ada pengaruh yang signifikan dari variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial.

$H_a : \beta_1 > 0$, artinya terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial.

b. Menentukan nilai t hitung, dengan persamaan sebagai berikut:

$$t_{\text{hitung}} = \frac{\beta_i}{s_e(\beta_i)}$$

dengan tingkat signifikansi ($\alpha = 0,05$) dan *degree of freedom* ($df = N - k$), diperoleh nilai t tabel. Nilai t hitung yang diperoleh dari persamaan ini kemudian dibandingkan dengan nilai t tabel untuk menentukan pengaruh dari variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial. Dengan demikian ada dua kemungkinan dari t hitung, yaitu:

- bila $t_{\text{hitung}} > t_{\text{tabel}}$, maka H_0 dinyatakan ditolak dan menerima H_a
- bila $t_{\text{hitung}} < t_{\text{tabel}}$, maka H_0 dinyatakan diterima dan menolak H_a

3.8.3. Pengujian Hipotesis 7

Uji F pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel bebas yang dimasukkan ke dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel dependen. Hipotesis nol (H_0) yang hendak diuji adalah apakah semua parameter dalam model sama dengan nol, atau $H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_k = 0$. Artinya, apakah semua variabel independen bukan merupakan variabel penjelas yang signifikan terhadap suatu variabel dependen.

Hipotesis alternatifnya (H_a) adalah tidak semua parameter secara simultan lebih besar daripada nol, atau $H_a : \beta_1, \beta_2, \dots, \beta_k > 0$. Artinya, semua variabel independen secara simultan merupakan penjelas yang signifikan terhadap variabel dependen.

Persamaan regresi yang digunakan dalam hipotesis ini adalah sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta_1 * X_1 + \beta_2 * X_2 + \beta_3 * X_3 + \beta_4 * X_4 + \beta_5 * X_5 + \varepsilon$$

dengan:

Y = Harga saham

α = Konstanta

β = Koefisien variabel

X_1 = ROA

X_2 = DER

X_3 = PBV

X_4 = EPS

$X_5 = \text{NPM}$

$\varepsilon = \text{error}$

Tahap pengujian uji F adalah sebagai berikut:

- a. Menentukan formula *null hypothesis* statistik yang diuji dalam bentuk:

$H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = \beta_5 = 0$, artinya semua variabel independen bukan merupakan variabel penjelas yang signifikan terhadap suatu variabel dependen.

$H_a : \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5 > 0$, artinya semua variabel dependen secara simultan merupakan penjelas yang signifikan variabel dependen.

- b. Menentukan nilai F hitung, yaitu dengan persamaan (Gujarati, 1995):

$$F_{\text{hitung}} = \frac{R^2 / (k - 1)}{(1 - R^2) (N - k)}$$

dengan tingkat signifikansi ($\alpha = 0,05$) dan *degree of freedom* (df) = $N - k$, akan diperoleh nilai F tabel. Nilai F hitung yang diperoleh dari persamaan ini kemudian dibandingkan dengan nilai F tabel untuk menentukan pengaruh dari variabel independen terhadap variabel dependen secara bersamaan. Dengan demikian ada dua kemungkinan dari F hitung, yaitu:

- bila F hitung > F tabel, maka H_0 dinyatakan ditolak dan menerima H_a
- bila F hitung < F tabel, maka H_0 dinyatakan diterima dan menolak H_a

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1. GAMBARAN UMUM OBYEK PENELITIAN

Obyek yang dijadikan populasi dalam penelitian adalah perusahaan-perusahaan *go public* yang termasuk dalam Sektor Industri Barang Konsumsi antara tahun 2000 sampai dengan tahun 2002. Pengambilan sampel dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling* untuk mendapatkan sampel yang sesuai dengan kriteria yang dibutuhkan.

Perusahaan-perusahaan yang akan dijadikan sampel dalam penelitian ini terdiri dari 14 perusahaan, yaitu:

1. Aqua Golden Mississippi (AQUA)
2. BAT Indonesia (BATI)
3. Bayer Indonesia (BYSB)
4. Dankos Laboratories (DNKS)
5. Delta Djakarta (DLTA)
6. Gudang Garam (GGRM)
7. HM Sampoerna (HMSP)
8. Indofood Sukses Makmur (INDF)
9. Mandom Indonesia (TCID)
10. Merck (MERK)

11. Multi Bintang Indonesia (MLBI)

12. Mustika Ratu (MRAT)

13. Tempo Scan Pacific (TSPC)

14. Unilever Indonesia (UNVR)

Perusahaan-perusahaan yang terpilih sebagai sampel tersebut akan dianalisis nilai saham intrinsik sahamnya maupun rasio keuangan yang merupakan faktor fundamental perusahaan (ROA, DER, PBV, EPS, dan NPM) dalam mempengaruhi harga saham di pasar.

4.2. DATA DESKRIPTIF

Sebelum penjelasan mengenai hasil analisis data deskriptif, akan disampaikan terlebih dahulu bahwa pada pembahasan uji t statistik ternyata variabel NPM tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham di pasar (lihat pembahasan uji t). Oleh karena itu nantinya akan terdapat dua model regresi, model yang pertama adalah model regresi yang menggunakan seluruh variabel penelitian sedangkan model yang kedua tidak menyertakan variabel NPM. Walaupun dalam tesis ini akan digunakan model yang kedua dengan tujuan untuk memperoleh model prediksi yang lebih baik, namun analisis pada model yang pertama tetap akan disampaikan untuk mengetahui hasil analisis variabel NPM terhadap harga saham di pasar.

Berdasarkan hal tersebut maka pada bagian ini akan dibahas mengenai hasil analisis statistik deskriptif yang menggunakan seluruh variabel penelitian serta hasil analisis yang tidak menyertakan variabel NPM. Secara rata-rata, hasil analisis statistik deskriptif faktor-faktor fundamental dari tahun 2000 sampai dengan tahun 2002 dapat ditunjukkan dalam tabel 4.1 dan 4.2 berikut:

Tabel 4.1. Statistik Deskriptif Seluruh Variabel Penelitian

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
roa	125	0,0103	0,3807	0,1565984	0,0672291
der	125	0,15	2,43	0,8638	0,57113
pbv	125	0,16	4,97	1,9358	1,07994
eps	125	47,10	5402,76	1356,4788	1254,38908
npm	125	0,0106	0,2686	0,132320	0,0578804
harga	125	360	45000	9122,2400	9812,43865
Valid N (listwise)	125				

Sumber: Data yang diolah

Hasil analisis pada tabel 4.1 di atas merupakan hasil analisis dengan menggunakan seluruh variabel penelitian. Berdasarkan hasil perhitungan yang dirangkum dalam tabel 4.1 di atas, dapat diketahui bahwa jumlah pengamatan yang dilakukan (N) adalah sebanyak 125 pengamatan. Jumlah ini diperoleh dengan menghilangkan data yang bersifat *outlier*, dimana jumlah pengamatan sebenarnya sejumlah 154 pengamatan. Data *outlier* adalah data yang secara nyata berbeda dengan data-data yang lain (Santoso, 2003). Data yang bersifat *outlier* ini dapat diketahui dari analisis standardisasi data dengan batasan nilai z sebesar 1,96 atau dengan luas kurva normal 97,5% (Santoso, 2003). Kriteria yang digunakan adalah bahwa jika suatu data memiliki nilai z yang lebih besar

dari 1,96 maka data tersebut bersifat *outlier*. Pada penelitian ini data yang bersifat *outlier* dihilangkan guna mendapatkan hasil prediksi yang lebih baik. Hasil analisis terhadap data yang bersifat *outlier* dapat dilihat pada lampiran data penelitian, yaitu pada lampiran hasil analisis data yang di-*standardized*.

Hasil analisis dalam tabel 4.1 di atas menunjukkan bahwa variabel harga (dalam hal ini adalah harga saham di pasar) memiliki nilai minimum tertinggi yaitu sebesar 360,00 dan variabel ROA memiliki nilai minimum terendah yaitu sebesar 0,0103. Variabel harga memiliki nilai maksimum tertinggi yaitu sebesar 45000 dan variabel NPM memiliki nilai maksimum terendah yaitu sebesar 0,2686.

Tabel 4.1 tersebut juga memberikan informasi bahwa variabel harga memiliki nilai rata-rata tertinggi yaitu sebesar 9122,2400 dan variabel NPM memiliki nilai rata-rata terendah yaitu sebesar 0,132320. Sementara itu variabel harga memiliki deviasi standar tertinggi yaitu sebesar 9812,43865 dan variabel NPM memiliki deviasi standar terendah yaitu sebesar 0,0578804.

Berdasarkan hasil analisis dari tabel 4.1 dapat juga dicari besar rata-rata populasi yang diperkirakan dari sampel. Persamaan yang digunakan adalah (Santoso, 2001):

$$\text{rata - rata populasi } x = \text{mean} \pm (2 * \text{standard deviation})$$

Persamaan ini menggunakan angka '2' karena tingkat kepercayaan yang digunakan adalah 95%. Berdasarkan persamaan tersebut, maka rata-rata

populasi dari seluruh variabel penelitian faktor fundamental akan dibahas berikut ini. Rata-rata populasi dari ROA adalah 0,0221402 sampai dengan 0,2910566. Rata-rata populasi dari DER adalah -0,27864 sampai dengan 2,00606. Rata-rata populasi dari PBV adalah -0,22408 sampai dengan 4,09568. Rata-rata populasi dari EPS adalah -1152,31736 sampai dengan 3865,27496. Rata-rata populasi dari harga saham di pasar adalah -10502,6373 sampai dengan 28747,1173.

Tabel 4.2 berikut ini menampilkan statistik deskriptif faktor-faktor fundamental dengan tidak menyertakan variabel NPM:

Tabel 4.2. Statistik Deskriptif tanpa Variabel NPM

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
roa	117	0,0103	0,3807	0,1579	0,0688993
der	117	0,15	2,43	0,8397	0,5739480
pbv	117	0,163858	4,97042	1,8297	1,0643723
eps	117	47,1	5402,76	1174,3485	1091,9121843
harga	117	360	27500	6840,8547	5751,4950189
Valid N (listwise)	117				

Sumber: Hasil Olahan

Hasil analisis pada tabel 4.2 di atas merupakan hasil analisis akhir dengan tidak menyertakan variabel NPM (*Net Profit Margin*). Berdasarkan hasil perhitungan yang dirangkum dalam tabel 4.2 di atas, dapat diketahui bahwa jumlah pengamatan yang dilakukan (N) adalah sebanyak 117 pengamatan. Jumlah ini diperoleh setelah dilakukan beberapa kali analisis regresi dengan menghilangkan data-data yang bersifat *outlier*.

Hasil analisis menunjukkan bahwa variabel harga (dalam hal ini adalah harga saham di pasar) memiliki nilai minimum tertinggi yaitu sebesar 360,00 dan variabel ROA memiliki nilai minimum terendah yaitu sebesar 0,0103. Variabel harga memiliki nilai maksimum tertinggi yaitu sebesar 27500 dan variabel ROA memiliki nilai maksimum terendah yaitu sebesar 0,3807.

Tabel 4.2 tersebut juga memberikan informasi bahwa variabel harga memiliki nilai rata-rata tertinggi yaitu sebesar 6840,8547 dan variabel ROA memiliki nilai rata-rata terendah yaitu sebesar 0,1579. Sementara itu variabel harga memiliki deviasi standar tertinggi yaitu sebesar 5751,4950189 dan variabel ROA memiliki deviasi standar terendah yaitu sebesar 0,0688993.

Berdasarkan hasil analisis dari tabel 4.2 dapat juga dicari besar rata-rata populasi yang diperkirakan dari sampel. Rata-rata populasi dari faktor fundamental yang tidak menyertakan variabel NPM akan dibahas berikut ini. Rata-rata populasi dari ROA adalah 0,0201014 sampai dengan 0,2956986. Rata-rata populasi dari DER adalah -0,308196 sampai dengan 1,987596. Rata-rata populasi dari PBV adalah -0,2990446 sampai dengan 3,9584446. Rata-rata populasi dari EPS adalah -1009,475869 sampai dengan 3358,172869. Rata-rata populasi dari harga saham di pasar adalah -4662,135338 sampai dengan 18343,84474.

4.3. PENGUJIAN DAN ANALISIS DATA

4.3.1. Uji Beda *Paired Samples t-Test*

Uji ini bertujuan untuk membandingkan nilai normatif saham dengan nilai pasarnya. Pengujian ini membedakan sampel menjadi dua grup, yaitu grup sampel yang memiliki nilai saham di pasar dan grup sampel yang memiliki nilai saham normatif. Hasil analisis *paired samples statistics* dapat dilihat pada tabel 4.3 berikut ini:

Tabel 4.3. *Paired Samples Statistics*

		<i>Mean</i>	<i>N</i>
<i>Pair 1</i>	pasar	8506,429	14
	normatif	10815,21	14

Sumber: Data yang diolah

Jumlah pengamatan yang dilakukan adalah sebanyak 14 pengamatan atau 14 emiten yang termasuk dalam Sektor Industri Barang Konsumsi. Dari hasil pengujian tampak bahwa nilai rata-rata untuk harga saham di pasar adalah sebesar 8506,429 sedangkan nilai rata-rata untuk nilai saham normatif adalah sebesar 10815,21. Hal ini berarti bahwa harga saham emiten yang dijadikan obyek penelitian secara rata-rata berada dalam keadaan *undervalued* (lebih tinggi daripada nilai pasarnya) atau masih termasuk dalam kategori saham berharga murah.

Hasil analisis *paired samples correlations* dapat dilihat pada tabel 4.4 berikut ini:

Tabel 4.4. *Paired Samples Correlations*

		<i>N</i>	<i>Correlation</i>	<i>Sig.</i>
<i>Pair 1</i>	pasar & normatif	14	0,922	.000

Sumber: Data yang diolah

Dari hasil pengujian tampak bahwa hasil korelasi antara kedua variabel yang menghasilkan angka 0,922 dengan tingkat probabilitas jauh dibawah 0,05 menyatakan bahwa korelasi antara nilai pasar dan nilai normatif saham adalah sangat erat dan benar-benar berhubungan secara nyata.

Sedangkan hasil analisis *paired samples t test* dapat dilihat pada tabel 4.5 berikut ini:

Tabel 4.5. *Paired Samples t-Test*

		<i>Pair 1</i> pasar - normatif	
<i>Paired Differences</i>	<i>Mean</i>	-2308,78	
	<i>Std. Deviation</i>	3999,763	
	<i>Std. Error Mean</i>	1068,982	
	<i>95% Confidence Interval of the Difference</i>	<i>Lower</i>	-4618,17
		<i>Upper</i>	0,613984
<i>t</i>		-2,160	
<i>df</i>		13	
<i>Sig. (2-tailed)</i>		0,05	

Sumber: Data yang diolah

Dari hasil pengujian tampak pula bahwa nilai statistik t hitung sebesar -2,160 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,05 atau sama dengan 5%. Oleh karena probabilitas sama dengan 0,05 maka dapat dinyatakan bahwa hipotesis

satu (H_1) yang menyatakan bahwa: Diduga terdapat perbedaan antara harga saham normatif dengan harga di pasar terbukti dan diterima, sedangkan hipotesis nol (H_0) yang diuji dalam kasus ini menyatakan bahwa: Diduga tidak terdapat perbedaan antara harga saham normatif dengan harga di pasar ditolak.

Selain dengan uji *paired sample t test*, perbedaan antara harga saham di pasar dengan nilai normatifnya dapat diketahui dengan melakukan perbandingan langsung untuk mengetahui saham-saham apa saja yang memiliki nilai normatif diatas nilai pasarnya, dan sebaliknya. Hasil analisis mengenai perbandingan nilai saham di pasar terhadap nilai normatifnya dapat dilihat pada tabel 4.6 berikut ini:

Tabel 4.6. Perbandingan Nilai Saham di Pasar dan Normatif

Emiten	Nilai Pasar	Nilai Normatif	Keterangan
AQUA	35000	34668	<i>Overvalued</i>
BATI	6300	12465,73	<i>Undervalued</i>
BYSB	3400	8634,63	<i>Undervalued</i>
DNKS	465	651,31	<i>Undervalued</i>
DLTA	7600	18636,36	<i>Undervalued</i>
GGRM	8300	7853,23	<i>Overvalued</i>
HMSP	3350	10902,81	<i>Undervalued</i>
INDF	625	775,84	<i>Undervalued</i>
TCID	2100	1988,89	<i>Overvalued</i>
MERK	10000	6696,11	<i>Overvalued</i>
MLBI	21000	25621,36	<i>Undervalued</i>
MRAT	1250	562,5	<i>Overvalued</i>
TSPC	3200	3173,08	<i>Overvalued</i>
UNVR	16500	18783,08	<i>Undervalued</i>

Sumber: Data yang diolah

Berdasarkan tabel 4.6 di atas ternyata sebagian besar atau delapan emiten (BATI, BYSB, DNKS, DLTA, HMSP, INDF, MLBI, dan UNVR) memiliki nilai normatif yang lebih besar daripada nilai pasarnya (*undervalued*). Hal ini menandakan bahwa harga saham-saham yang bersangkutan masih dalam kategori murah. Hamid (1995) menyatakan bahwa untuk saham yang termasuk dalam kategori *undervalued* ini sebaiknya dibeli atau dipertahankan apabila saham tersebut telah dimilikinya, karena kemungkinan besar akan terjadi lonjakan harga saham di masa yang akan datang.

Hasil analisis yang ditunjukkan oleh tabel 4.6 di atas juga menunjukkan bahwa terdapat enam emiten (AQUA, GGRM, TCID, MERK, MRAT, dan TSPC) yang nilai saham normatifnya lebih rendah daripada harga pasarnya (*overvalued*). Hal ini menandakan bahwa saham emiten-emiten tersebut termasuk dalam kategori harga yang mahal. Chalimah (1997) dan Hamid (1995) menyatakan bahwa saham-saham yang termasuk kategori *overvalued* tersebut sebaiknya dihindari atau dilakukan penjualan saham, karena kondisi seperti ini pada masa yang akan datang kemungkinan besar akan terjadi koreksi pasar.

Berdasarkan hasil analisis di atas maka dapat disimpulkan bahwa bila investor ingin berinvestasi dengan membeli saham suatu emiten maka investor tersebut dapat memilih saham-saham yang *undervalued*, sedangkan bila investor ingin berinvestasi dengan menjual saham suatu emiten maka investor tersebut dapat menjual saham-saham yang telah dimilikinya dimana nilai saham tersebut adalah *overvalued*.

4.3.2. Pengujian Penyimpangan Asumsi Klasik

Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui kondisi data yang ada agar dapat menentukan model analisis yang paling tepat digunakan. Pengujian terhadap penyimpangan asumsi klasik dalam penelitian ini terdiri dari uji Multikolinearitas dengan menggunakan *tolerance value* dan *Variance Inflation Factor* (VIF), uji Autokorelasi dengan menggunakan uji Durbin-Watson (uji D-W), uji Heteroskedastisitas dengan menggunakan analisis *Glejser test*, dan uji normalitas data dengan melihat hasil analisis grafik histogram dan grafik *normal probability plot*.

Seperti pada bagian analisis Data Deskriptif, pada bagian ini juga akan diulas mengenai hasil pengujian penyimpangan asumsi klasik dengan menggunakan seluruh variabel penelitian serta hasil pengujian yang tidak menyertakan variabel NPM.

4.3.2.1. Uji Multikolinearitas

Pengujian ini bertujuan untuk mengetahui apakah pada model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (*correlation between independent variable*). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi di antara variabel bebas. Pada penelitian ini, uji Multikolinearitas dilakukan dengan menggunakan *tolerance value* dan *Variance Inflation Factor* (VIF). Batas *tolerance value* adalah 0,10 dan VIF adalah 10 (Hair, 1998). Jika nilai *tolerance value* di bawah 0,10 atau nilai VIF di atas 10 maka dikatakan telah

terjadi Multikolinearitas. Hasil pengujian Multikolinearitas pada persamaan regresi yang menggunakan seluruh variabel penelitian dapat dilihat pada tabel 4.7 berikut ini:

Tabel 4.7. *Tolerance Value* dan *Variance Inflation Factor* Seluruh Variabel Penelitian

Variabel	<i>Tolerance Value</i>	<i>Variance Inflation Factor</i>
ROA	0,349	2,862
DER	0,544	1,839
PBV	0,696	1,436
EPS	0,926	1,080
NPM	0,322	3,110

Sumber: Data yang diolah

Berdasarkan hasil analisis dari tabel 4.7 di atas dapat diketahui bahwa nilai *tolerance value* semua variabel bebas lebih besar dari 0,10 dan untuk nilai VIF kurang dari 10, sehingga dapat disimpulkan tidak terjadi Multikolinearitas yang serius pada persamaan regresi berganda yang digunakan dalam penelitian ini, dengan demikian model regresi layak digunakan. Namun demikian, model ini tidak akan digunakan karena variabel NPM tidak lulus uji statistik t yang menandakan bahwa variabel tersebut tidak berpengaruh secara signifikan dalam menerangkan harga saham di pasar.

Hasil analisis uji Multikolinearitas dengan tidak menyertakan variabel NPM dapat dilihat pada tabel 4.8 berikut ini:

Tabel 4.8. *Tolerance Value* dan *Variance Inflation Factor* (VIF) tanpa Variabel NPM

Variabel	<i>Tolerance Value</i>	<i>Variance Inflation Factor</i>
ROA	0,614	1,630
DER	0,603	1,659
PBV	0,651	1,536
EPS	0,871	1,148

Sumber: Data yang diolah

Berdasarkan hasil analisis dari tabel 4.8 di atas dapat diketahui bahwa nilai *tolerance value* semua variabel bebas lebih besar dari 0,10 dan untuk nilai VIF kurang dari 10, sehingga dapat disimpulkan tidak terjadi Multikolinearitas dalam persamaan regresi berganda yang digunakan dalam penelitian ini, dengan demikian model regresi layak digunakan untuk memprediksi harga saham di pasar sebagai akibat dari pengaruh faktor-faktor fundamental.

4.3.2.2. Uji Autokorelasi

Pengujian ini bertujuan untuk menunjukkan adanya korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode $t-1$ (sebelumnya). Konsekuensi dari adanya autokorelasi dalam suatu model regresi adalah *various sample* tidak dapat menggambarkan *various* populasinya. Lebih jauh lagi, model regresi yang dihasilkan tidak dapat digunakan untuk menaksir nilai variabel dependen pada variabel independen tersebut. Untuk mendiagnosis adanya autokorelasi dalam suatu model regresi, dilakukan pengujian Durbin-Watson dengan kriteria sebagaimana yang disyaratkan Algifari (1997). Berikut

ini disampaikan kembali tabel uji Durbin-Watson (tabel 3.2) seperti yang telah disampaikan pada Bab III untuk memudahkan pengecekan nilai uji D-W hasil penelitian:

Tabel 3.2. Nilai Uji Durbin-Watson

Nilai Uji Durbin-Watson	Kesimpulan
<1,10	Ada Autokorelasi
1,10 - 1,54	Tanpa Kesimpulan
1,54 - 2,46	Tidak Ada Autokorelasi
2,46 - 2,90	Tanpa Kesimpulan
>2,90	Ada Autokorelasi

Sumber: Algifari (1997)

Tabel 4.9 berikut ini akan memberikan hasil analisis uji D-W yang menggunakan seluruh variabel penelitian:

Tabel 4.9. *Model Summary* seluruh Variabel Penelitian

<i>Model</i>	<i>R</i>	<i>R Square</i>	<i>Adjusted R Square</i>	<i>Std. Error of the Estimate</i>	<i>Durbin-Watson</i>
1	0,916	0,838	0,831	4029,669	1,757

Sumber: Data yang Diolah

Hasil pengujian Autokorelasi dengan uji Durbin-Watson pada persamaan regresi yang menggunakan seluruh variabel penelitian menunjukkan nilai Durbin-Watson sebesar 1,757. Berdasarkan hasil tersebut, maka dapat diketahui bahwa besarnya nilai Durbin-Watson berada pada kisaran tidak adanya Autokorelasi atau pada kisaran antara 1,54 s.d 2,46. Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat autokorelasi pada persamaan regresi

dalam penelitian ini. Namun demikian, model regresi yang pertama tidak akan digunakan karena variabel NPM tidak lulus uji statistik t.

Hasil pengujian Autokorelasi yang tidak menyertakan variabel NPM dapat dilihat pada tabel 4.10 berikut ini:

Tabel 4.10. *Model Summary* tanpa Variabel NPM

<i>Model</i>	<i>R</i>	<i>R Square</i>	<i>Adjusted R Square</i>	<i>Std. Error of the Estimate</i>	<i>Durbin-Watson</i>
1	0,924	0,854	0,848	2238,974	1,831

Sumber: data yang Diolah

Hasil pengujian Autokorelasi dengan uji Durbin-Watson pada persamaan regresi yang tidak menyertakan variabel NPM menunjukkan nilai Durbin-Watson sebesar 1,831. Berdasarkan hasil tersebut, maka dapat diketahui bahwa besarnya nilai Durbin-Watson berada pada kisaran tidak adanya Autokorelasi atau pada kisaran antara 1,54 s.d 2,46. Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat autokorelasi pada persamaan regresi dalam penelitian ini, dan model regresi layak digunakan untuk memprediksi harga saham di pasar sebagai akibat dari pengaruh faktor-faktor fundamental.

4.3.2.3. Uji Heteroskedastisitas

Uji ini bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual dari satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap

atau sama, maka disebut Homoskedastisitas dan jika berbeda disebut Heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang Homoskedastisitas atau tidak terjadi Heteroskedastisitas.

Pada penelitian ini akan digunakan uji *Glejser* untuk menguji Heteroskedastisitas. Uji ini dilakukan dengan membuat variabel residual (*unstandardized residual*) dari variabel Harga Saham kemudian membuatnya menjadi nilai absolut. Setelah itu *unstandardized residual* yang telah bernilai absolut tadi diregresikan dengan variabel independen. Pada intinya uji ini menilai tingkat signifikansi setiap variabel. Bila nilai signifikansinya diatas nilai yang disyaratkan ($\alpha = 5\%$), maka dapat disimpulkan model regresi tidak mengandung problem Heteroskedastisitas.

Selain dengan uji *Glejser*, akan dilihat pula sebaran data pada grafik *scatter plot*. Bila titik-titik menyebar secara acak dan tidak membentuk suatu pola yang jelas serta tersebar baik di atas maupun di bawah angka nol pada sumbu Y, maka dapat disimpulkan tidak terjadi Heteroskedastisitas.

Hasil pengujian Heteroskedastisitas dengan uji *Glejser* pada persamaan regresi yang menggunakan seluruh variabel penelitian dapat dilihat pada tabel 4.11 berikut ini:

Tabel 4.11. Uji *Glejser* Seluruh Variabel Penelitian

	<i>Unstandardized Coefficients</i>		<i>Standardized Coefficients</i>	<i>t</i>	<i>Sig.</i>
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	345,003	919,373		0,375	0,708
roa	-7343,182	5459,615	-0,414	-1,345	0,110
der	462,553	515,092	0,089	0,898	0,371
pbv	465,647	240,769	0,345	1,934	0,124
eps	0,200	0,180	0,464	1,109	0,085
npm	3847,186	6610,148	0,204	0,582	0,146

Sumber: Data yang Diolah

Dari tabel 4.11 di atas tampak bahwa tidak ada satupun variabel bebas yang signifikan secara statistik mempengaruhi variabel terikat. Hal ini terlihat dari probabilitas signifikansinya di atas tingkat kepercayaan 5%. Jadi dapat disimpulkan model regresi tidak mengandung adanya Heteroskedastisitas.

Hasil tentang uji Heteroskedastisitas seluruh variabel penelitian dengan menggunakan grafik *scatter plot* ditunjukkan pada gambar 4.1 berikut ini:



Gambar 4.1. *Scatter Plot Zpred dan Sresid* Seluruh Variabel Penelitian

Setelah dilakukan uji Heteroskedastisitas, maka hasilnya menunjukkan bahwa hubungan antara *Regression Studentized Residual* dan *Regression Standardized Predicted Value* terlihat titik-titik menyebar secara acak dan tidak membentuk suatu pola yang jelas, serta tersebar baik di atas maupun di bawah angka nol pada sumbu Y. Hal ini dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi Heteroskedastisitas pada model regresi, sehingga model regresi layak digunakan untuk memprediksi harga saham di pasar berdasarkan masukan variabel bebas ROA, DER, PBV, EPS, dan NPM.

Sedangkan hasil pengujian Heteroskedastisitas dengan uji *Glejser* pada persamaan regresi yang tidak menyertakan variabel NPM dapat dilihat pada tabel 4.12 berikut ini:

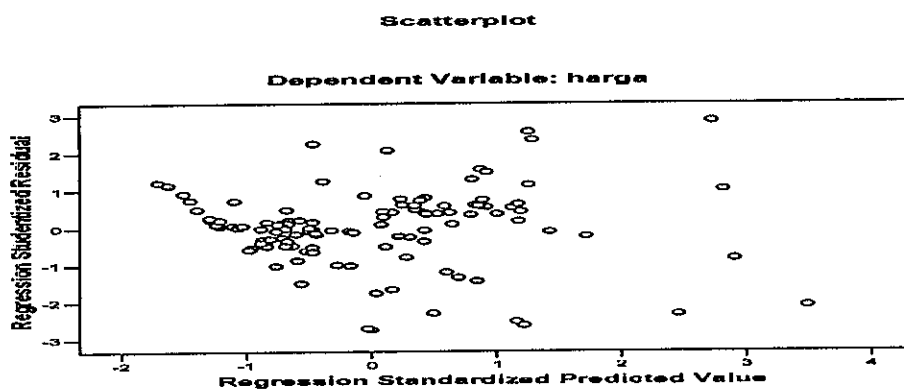
Tabel 4.12. Uji *Glejser* tanpa Variabel NPM

	<i>Unstandardized Coefficients</i>		<i>Standardized Coefficients</i>	<i>t</i>	<i>Sig.</i>
	<i>B</i>	<i>Std. Error</i>	<i>Beta</i>		
(Constant)	620,575	405,075		1,532	0,073
roa	-2810,839	2107,076	-0,591	-1,334	0,064
der	-221,505	255,190	-0,176	-0,868	0,094
pbv	132,557	132,425	0,544	1,001	0,068
eps	0,208	0,112	0,459	1,855	0,070

Sumber: Data yang diolah

Dari tabel 4.12 di atas tampak bahwa tidak ada satupun variabel bebas yang signifikan secara statistik mempengaruhi variabel terikat. Hal ini terlihat dari probabilitas signifikansinya di atas tingkat kepercayaan 5%. Jadi dapat disimpulkan model regresi tidak mengandung adanya Heteroskedastisitas.

Hasil tentang uji Heteroskedastisitas dengan menggunakan grafik *scatter plot* serta tidak menyertakan variabel NPM ditunjukkan pada gambar 4.2 berikut ini:



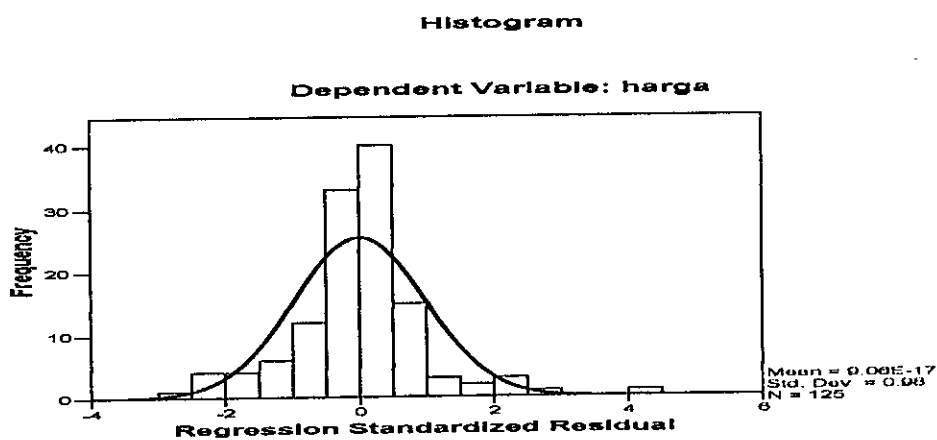
Gambar 4.2. *Scatter Plot Zpred dan Sresid* tanpa Variabel NPM

Setelah dilakukan uji Heteroskedastisitas, maka hasilnya menunjukkan bahwa hubungan antara *Regression Studentized Residual* dan *Regression Standardized Predicted Value* terlihat titik-titik menyebar secara acak dan tidak membentuk suatu pola yang jelas, serta tersebar baik di atas maupun di bawah angka nol pada sumbu Y. Hal ini dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi Heteroskedastisitas pada model regresi, sehingga model regresi layak digunakan untuk memprediksi harga saham di pasar berdasarkan masukan variabel bebas ROA, DER, PBV, dan EPS.

4.3.2.4. Uji Normalitas

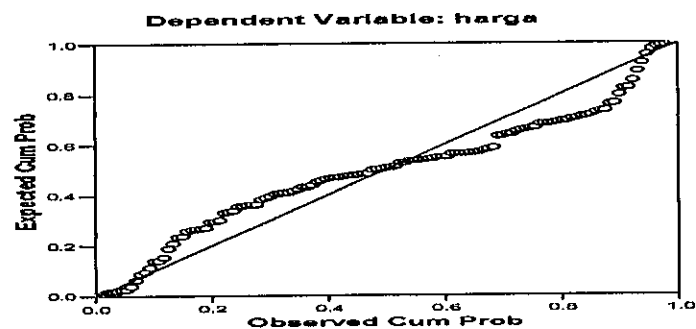
Penentuan suatu variabel terdistribusi normal atau tidak dapat dilihat melalui analisis grafik dengan histogram maupun dengan *normal probability plot*. Untuk histogram, jika variabel terdistribusi normal, maka pola data observasi akan memberikan pola distribusi yang mendekati normal. Metode yang lebih handal dalam uji normalitas adalah dengan melihat grafik *probability plot*. Pada uji Normalitas ini akan ditunjukkan pula mengenai tampilan grafik yang menggunakan seluruh variabel penelitian serta yang tidak menyertakan variabel NPM.

Gambar 4.3 dan 4.4 berikut ini menggambarkan hasil pengujian normalitas data dengan menggunakan grafik histogram dan grafik *normal probability plot* dengan menggunakan seluruh variabel penelitian:



Gambar 4.3. Grafik Histogram Seluruh Variabel Penelitian

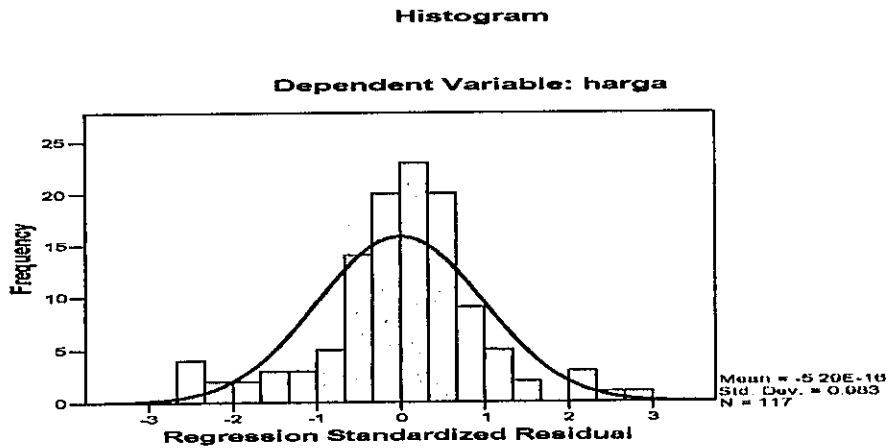
Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual



Gambar 4.4. Grafik *Normal Probability Plot* Seluruh Variabel Penelitian

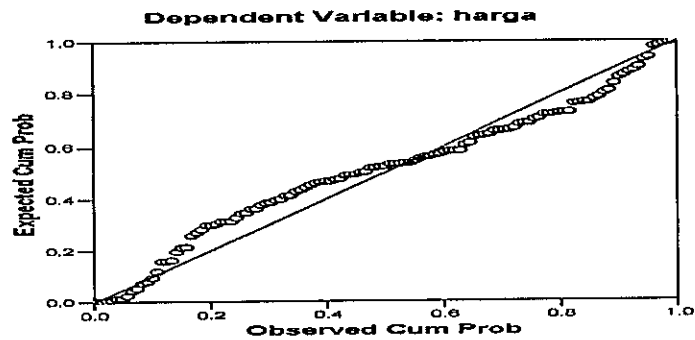
Dengan melihat tampilan histogram maupun *grafik probability plot* pada gambar 4.3 dan gambar 4.4 dapat disimpulkan bahwa grafik histogram memberikan pola data terdistribusi mendekati normal. Sedangkan pada grafik *normal probability plot* dapat dilihat bahwa penyebaran titik-titik berada di sepanjang dan di sekitar garis diagonal, sehingga dapat disimpulkan bahwa asumsi normalitas telah terpenuhi. Hal ini menunjukkan bahwa model regresi dengan variabel bebas (ROA, DER, PBV, EPS, dan NPM) layak digunakan karena memenuhi asumsi Normalitas.

Sedangkan hasil uji Normalitas dengan hasil pengujian normalitas data dengan menggunakan grafik histogram dan grafik *normal probability plot* serta tidak menyertakan variabel NPM dapat dilihat pada Gambar 4.5 dan 4.6 berikut ini:



Gambar 4.5. Grafik Histogram tanpa menyertakan Variabel NPM

Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual



Gambar 4.6. Grafik *Normal Probability Plot* tanpa menyertakan Variabel NPM

Dengan melihat tampilan histogram maupun *grafik probability plot* pada gambar 4.5 dan gambar 4.6 dapat disimpulkan bahwa grafik histogram memberikan pola data terdistribusi mendekati normal. Sedangkan pada grafik *normal probability plot* dapat dilihat bahwa penyebaran titik-titik berada di sepanjang dan di sekitar garis diagonal, sehingga dapat disimpulkan bahwa

asumsi normalitas telah terpenuhi. Hal ini menunjukkan bahwa model regresi dengan variabel bebas (ROA, DER, PBV, dan EPS) layak digunakan karena memenuhi asumsi Normalitas.

4.3.3. Analisis Regresi

Pengujian penyimpangan terhadap asumsi klasik yang dilakukan terhadap persamaan regresi menyimpulkan bahwa persamaan tersebut layak digunakan sebagai model persamaan matematis. Selanjutnya pengujian yang dilakukan adalah pengujian hipotesis penelitian yang meliputi uji F dan uji t.

Pengujian tersebut dilakukan untuk mengetahui ada tidaknya pengaruh faktor fundamental yang dicerminkan oleh ROA, DER, PBV, EPS, dan NPM terhadap harga saham di pasar.

4.3.3.1. Uji t Statistik

Uji t statistik bertujuan untuk menguji pengaruh antara variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial atau sendiri-sendiri, dengan asumsi bahwa variabel yang lain dianggap konstan. Uji ini dilakukan dengan membandingkan nilai t hitung dengan nilai t tabel. Apabila nilai t hitung lebih besar daripada nilai t tabel, maka variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen. Uji ini dapat juga diketahui dengan melihat hasil analisis nilai t hitung dan membandingkannya dengan tingkat signifikansinya. Bila nilai t hitung memiliki nilai signifikansi dibawah tingkat signifikansi yang

disyaratkan ($\alpha = 5\%$), maka nilai t hitung tersebut signifikan. Metode yang terakhir ini akan digunakan dalam tesis ini, yaitu dengan melihat nilai t hitung dari hasil analisis dengan program SPSS versi 12.

Dari hasil pengujian statistik serta dengan meniadakan data yang bersifat *outlier*, maka diperoleh persamaan regresi sebagai berikut:

$$Y = 3309,031 - 47617,7ROA - 4858,811DER + 4489,541PBV + 6,679EPS - 2144,160NPM$$

Hasil analisis uji t seluruh variabel penelitian dapat dilihat dalam tabel 4.11 berikut ini:

Tabel 4.13. Hasil uji t Seluruh Variabel Penelitian

	<i>Unstandardized Coefficients</i>	t	Sig.	<i>Adj. R Square</i>
(Constant)	3309,031	2,158	0,033	0,831
ROA	-47617,702	-5,229	0,000	
DER	-4858,811	-5,655	0,000	
PBV	4489,541	11,179	0,000	
EPS	6,679	22,276	0,000	
NPM	-2144,160	-0,194	0,846	

Sumber: Data yang diolah

Nilai β (koefisien masing-masing variabel) diambil dari *unstandardized coefficient*. Nilai *adjusted R²* sebesar 0,831 menunjukkan bahwa 83,1% variasi dari harga saham di pasar dapat dijelaskan oleh variasi kelima variabel independen (ROA, DER, PBV, EPS, dan NPM), sedangkan 16,9% dijelaskan oleh variabel lain atau sebab-sebab di luar model regresi ini.

Tabel 4.13 tersebut juga menunjukkan bahwa ROA dan NPM memiliki koefisien yang bertanda negatif yang berarti bertentangan dengan hipotesis yang diajukan. Reaksi negatif dari para investor terutama berkaitan dengan tingkat pencapaian laba bersih perusahaan terhadap total asset. Nilai ROA dan NPM yang bertanda negatif ini disebabkan karena perusahaan mengalami kerugian. Kerugian tersebut lebih besar dibandingkan dengan total asset yang dimiliki perusahaan. Hal lain yang menyebabkan ROA dan NPM bernilai negatif adalah pada periode tersebut harga saham di pasar tidak begitu mencerminkan fundamental perusahaan (lihat lampiran data penelitian). Dari data penelitian diketahui bahwa naik turunnya harga saham berlawanan dengan naik turunnya ROA dan NPM. Keadaan ini mencerminkan bahwa pada periode tersebut pergerakan harga saham dipengaruhi faktor mikro seperti kondisi ekonomi makro, kebijakan pemerintah, kondisi politik, ataupun fluktuasi kurs.

Berdasarkan hasil analisis dapat pula diketahui bahwa semua variabel signifikan pada $\alpha = 5\%$ kecuali variabel NPM dengan nilai signifikansi sebesar 0,846 atau jauh di atas 5% atau tidak signifikan untuk menerangkan harga saham di pasar. Hal ini menandakan bahwa variabel NPM tidak bisa dijadikan pertimbangan satu-satunya bagi pemodal untuk memproyeksikan harga saham dimasa depan tanpa mempertimbangkan kinerja keuangan yang lain. Sementara 4 rasio keuangan selain NPM, yakni ROA, DER, PBV, dan EPS, masing-masing dapat memberikan rekomendasi secara parsial bagi pemodal untuk memprediksi harga saham di pasar pada masa mendatang. Dengan kata lain

pemodal bisa memperkirakan secara kasar harga saham emiten hanya dengan mengamati proyeksi ROA saja atau dari proyeksi DER, PBV, dan EPS saja.

Untuk menambah keyakinan tentang tidak masuknya variabel NPM sebagai komponen kinerja keuangan dalam menentukan variasi harga saham secara parsial, akan dianalisis kembali model regresi hubungan kinerja keuangan terhadap harga saham di pasar tanpa menyertakan variabel NPM sebagai variabel bebas. Hal ini dilakukan untuk mendapatkan model regresi yang lebih baik.

Berdasarkan hasil pengujian statistik serta dengan meniadakan data yang bersifat *outlier*, akhirnya diperoleh persamaan regresi sebagai berikut, yang seterusnya akan digunakan dalam penelitian ini:

$$Y = 2876,665 - 27122,3ROA - 3343,941DER + 2868,933PBV + 4,943EPS$$

Hasil analisis uji t yang tidak menyertakan variabel NPM dapat dilihat pada tabel 4.14 berikut ini:

Tabel 4.14. Hasil uji t tanpa variabel NPM

	<i>Unstandardized Coefficients</i>	<i>t</i>	<i>Sig.</i>	<i>Adj. R Square</i>
(Constant)	2876,665	3,885	0,000	0,848
ROA	-27122,257	-7,041	0,000	
DER	-3343,941	-7,168	0,000	
PBV	2868,933	11,851	0,000	
EPS	4,943	24,228	0,000	

Sumber: Data yang diolah

Nilai β (koefisien masing-masing variabel) diambil dari *unstandardized coefficient*. Nilai *adjusted R²* sebesar 0,848 menunjukkan bahwa 84,8% variasi dari harga saham di pasar dapat dijelaskan oleh variasi keempat variabel independen (ROA, DER, PBV, dan EPS), sedangkan 15,2% dijelaskan oleh variabel lain atau sebab-sebab di luar model regresi ini. Berdasarkan hasil analisis dapat diketahui bahwa semua variabel signifikan pada $\alpha = 5\%$, hal ini menandakan bahwa faktor-faktor fundamental (ROA, DER, PBV, dan EPS) secara parsial terbukti berpengaruh terhadap perubahan harga saham di pasar.

Berdasarkan hasil analisis kedua uji t tersebut, dapat diambil kesimpulan bahwa model yang kedua (tidak menyertakan variabel NPM) lebih baik dari model yang pertama. Hal ini dapat dilihat dari nilai *adjusted R²* model yang kedua lebih besar dari *adjusted R²* model yang pertama serta tidak adanya lagi variabel bebas yang tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5%.

4.3.3.2. Uji F Statistik

Uji F statistik bertujuan untuk menguji pengaruh antara variabel independen terhadap variabel dependen secara simultan atau bersama-sama. Uji ini dilakukan dengan membandingkan nilai F hitung dengan nilai F tabel. Apabila nilai F hitung lebih besar daripada nilai tabel, maka variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen. Uji F pada penelitian ini dilakukan dengan membandingkan nilai F hitung dengan tingkat signifikansi

yang digunakan ($\alpha = 5\%$). Bila nilai F hitung tingkat signifikansinya kurang dari 5%, maka dapat dikatakan bahwa semua variabel independen secara simultan berpengaruh terhadap variabel dependen.

Penelitian ini tetap menganalisis model regresi yang menggunakan seluruh variabel penelitian dan yang tidak menyertakan variabel NPM, walaupun pada akhirnya akan tetap digunakan model yang tidak menyertakan variabel NPM. Hasil perhitungan dengan menggunakan SPSS versi 12 dapat dilihat pada tabel 4.15 sebagai berikut:

Tabel 4.15. Uji ANOVA Seluruh Variabel Penelitian

	<i>Sum of Squares</i>	<i>df</i>	<i>Mean Square</i>	<i>F</i>	<i>Sig.</i>
Regression	1,00E+10	5	2001372092	123,251	0,000 ^a
Residual	1,93E+9	119,000	16238232,05		
Total	1,19E+10	124,000			

Sumber: Data yang diolah

Berdasarkan hasil analisis dari tabel 4.15 di atas terlihat nilai F hitung pada model tersebut adalah 123,251 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,000 atau kurang dari 0,05. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa semua variabel independen secara simultan berpengaruh terhadap harga saham di pasar.

Sedangkan uji statistik F dengan tidak menyertakan variabel NPM dapat dilihat pada tabel 4.16 berikut ini:

Tabel 4.16. Uji ANOVA tanpa Menyertakan Variabel NPM

	<i>Sum of Squares</i>	<i>df</i>	<i>Mean Square</i>	<i>F</i>	<i>Sig.</i>
Regression	3,28E+09	4	818946965,3	163,364	0,000 ^a
Residual	5,61E+08	112	5013006,728		
Total	3,84E+09	116			

Sumber: Data yang Diolah

Dari tabel 4.16 di atas terlihat nilai F hitung pada model tersebut adalah 163,364 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,000 atau kurang dari 0,05. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa semua variabel independen secara simultan berpengaruh terhadap harga saham di pasar.

Berdasarkan hasil uji statistik F dapat diketahui pula bahwa model regresi yang tidak menyertakan variabel NPM memiliki nilai F yang lebih baik dibandingkan model yang pertama, hal ini menandakan bahwa pengaruh faktor fundamental (ROA, DER, PBV, dan EPS) pada model yang kedua secara simultan memiliki pengaruh yang lebih kuat daripada model yang pertama. Dengan demikian model ini seterusnya akan digunakan dalam penelitian ini.

4.4. PENGUJIAN HIPOTESIS

Pada bagian ini pertama-tama akan dibahas mengenai analisis nilai normatif. Sedangkan pada pembahasan pengujian hipotesis hanya akan dibahas mengenai model regresi yang kedua, karena model ini lulus dalam pengujian, baik uji t maupun uji F. Sedangkan model regresi yang pertama terdapat satu variabel yang tidak lulus uji t, yaitu variabel NPM. Namun demikian,

pembahasan mengenai variabel NPM dalam pengujian hipotesis ini tetap disampaikan dengan berdasarkan pada model regresi yang pertama.

4.4.1. Hipotesis 1

Hipotesis nol (H_{01}) yang diuji menyatakan bahwa: Diduga tidak terdapat perbedaan antara harga saham normatif dengan harga di pasar. Sedangkan hipotesis alternatifnya (H_1) adalah: Diduga terdapat perbedaan antara harga saham normatif dengan harga di pasar. Dari hasil pengujian (lihat tabel 4.4) tampak bahwa hasil korelasi antara kedua variabel yang menghasilkan angka 0,922 dengan tingkat probabilitas jauh dibawah 0,05, menyatakan bahwa korelasi antara nilai riil dan nilai normatif saham adalah sangat erat dan benar-benar berhubungan secara nyata.

Dari hasil pengujian (lihat tabel 4.5) tampak pula bahwa nilai statistik t hitung sebesar -2,160 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,05 atau sama dengan 5%. Oleh karena probabilitas sama dengan 0,05 maka dapat dinyatakan bahwa hipotesis satu (H_1) yang menyatakan bahwa: Diduga terdapat perbedaan antara harga saham normatif dengan harga di pasar terbukti.

Hasil analisis dengan membandingkan langsung antara nilai normatif dengan nilai riil-nya diketahui bahwa terdapat delapan saham emiten memiliki nilai normatif yang lebih besar dibandingkan dengan nilai riil-nya dan enam emiten yang nilai saham riil-nya diatas nilai normatifnya (tabel 4.6). Dengan

demikian dapat disimpulkan bahwa saham keenam emiten tersebut termasuk dalam kategori saham yang mahal dan sebaiknya dihindari untuk dibeli.

4.4.2. Hipotesis 2

Hipotesis nol (H_0) yang diuji menyatakan bahwa: Diduga variabel ROA berpengaruh negatif dan signifikan terhadap harga saham di pasar. Sedangkan hipotesis alternatifnya (H_2) adalah: Diduga variabel ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham di pasar. Nilai signifikansi variabel ROA adalah sebesar 0,000 atau dibawah tingkat signifikansi yang diisyaratkan ($\alpha = 5\%$) dengan koefisien regresi sebesar -27122,257 (lihat tabel 4.14). Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh antara variabel ROA terhadap harga saham di pasar adalah signifikan, namun memiliki hubungan yang berlawanan dengan harga saham di pasar. Hasil penelitian yang menyatakan bahwa variabel ROA berpengaruh signifikan terhadap perubahan harga saham dapat pula ditemukan pada penelitian yang dilakukan oleh Sulistiono (1994), Natarsyah (2000), Gani (2002), serta Itan dan Syakhroza (2003). Nilai ROA yang bertanda negatif juga ditemukan pada penelitian yang dilakukan oleh Ratnasari (2003). Reaksi negatif dari para investor terutama berkaitan dengan tingkat pencapaian laba bersih perusahaan terhadap total asset. Nilai ROA yang bertanda negatif ini disebabkan karena perusahaan mengalami kerugian. Kerugian tersebut lebih besar dibandingkan dengan total asset yang dimiliki perusahaan.

Hal lain yang menyebabkan ROA bernilai negatif adalah pada periode tersebut harga saham di pasar tidak begitu mencerminkan fundamental perusahaan (lihat lampiran data penelitian). Dari data penelitian diketahui bahwa naik turunnya harga saham berlawanan dengan naik turunnya ROA. Keadaan ini mencerminkan bahwa pada periode tersebut pergerakan harga saham dipengaruhi faktor mikro seperti kondisi ekonomi makro, kebijakan pemerintah, kondisi politik, ataupun fluktuasi kurs.

4.4.3. Hipotesis 3

Hipotesis nol (H_0) yang diuji menyatakan bahwa: Diduga variabel DER berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham di pasar. Sedangkan hipotesis alternatifnya (H_3) adalah: Diduga variabel DER berpengaruh negatif dan signifikan terhadap harga saham di pasar. Nilai signifikansi variabel DER adalah sebesar 0,000 atau dibawah tingkat signifikansi yang diisyaratkan ($\alpha = 5\%$) dengan koefisien regresi sebesar -3343,941 (lihat tabel 4.14). Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh antara variabel DER terhadap harga saham di pasar adalah signifikan. Hasil penelitian yang menyatakan bahwa variabel DER berpengaruh signifikan terhadap perubahan harga saham dapat pula ditemukan pada hasil penelitian yang dilakukan oleh Sulistiono (1994), Natarsyah (2000), Gani (2002), serta Itan dan Syakhroza (2003).

4.4.4. Hipotesis 4

Hipotesis nol (H_{04}) yang diuji menyatakan bahwa: Diduga variabel PBV berpengaruh negatif dan signifikan terhadap harga saham di pasar. Sedangkan hipotesis alternatifnya (H_4) adalah: Diduga variabel PBV berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham di pasar. Nilai signifikansi variabel PBV adalah sebesar 0,000 atau dibawah tingkat signifikansi yang diisyaratkan ($\alpha = 5\%$) dengan koefisien regresi sebesar 2868,933 (lihat tabel 4.14). Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh antara variabel PBV terhadap harga saham di pasar adalah signifikan. Hasil penelitian yang menyatakan bahwa variabel PBV secara signifikan mempengaruhi perubahan harga saham dapat pula ditemukan pada penelitian yang dilakukan oleh Gani (2002), serta Itan dan Syakhroza (2003).

4.4.5. Hipotesis 5

Hipotesis nol (H_{05}) yang diuji menyatakan bahwa: Diduga variabel EPS berpengaruh negatif dan signifikan terhadap harga saham di pasar. Sedangkan hipotesis alternatifnya (H_5) adalah: Diduga variabel EPS berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham di pasar. Nilai signifikansi variabel EPS adalah sebesar 0,000 atau dibawah tingkat signifikansi yang diisyaratkan ($\alpha = 5\%$) dengan koefisien regresi sebesar 4,943 (lihat tabel 4.14). Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh antara variabel EPS terhadap harga saham di pasar adalah signifikan. Hasil penelitian yang menyatakan bahwa

variabel EPS secara signifikan dapat menjelaskan perubahan harga saham dapat pula ditemukan pada penelitian yang dilakukan oleh Sing, Liow, dan Chan (2002).

4.4.6. Hipotesis 6

Hipotesis nol (H_0) yang diuji menyatakan bahwa: Diduga variabel NPM berpengaruh negatif dan signifikan terhadap harga saham di pasar. Sedangkan hipotesis alternatifnya (H_6) adalah: Diduga variabel NPM berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham di pasar. Dari model regresi awal yang menyertakan variabel NPM dapat diketahui bahwa nilai signifikansi variabel NPM adalah sebesar 0,846 atau diatas tingkat signifikansi yang diisyaratkan ($\alpha = 5\%$) dengan koefisien regresi sebesar -2144,160 (lihat tabel 4.13).

Hasil penelitian yang menyatakan bahwa variabel NPM tidak signifikan mempengaruhi perubahan harga saham dapat ditemukan pada penelitian yang dilakukan oleh Prasetyo (2000). Hanya saja pada penelitian ini ditemukan pengaruh negatif NPM terhadap harga saham di pasar. Dengan demikian variabel NPM memiliki hubungan yang berlawanan dengan harga saham di pasar.

Nilai NPM yang bertanda negatif ini dapat diakibatkan karena perusahaan mengalami kerugian dalam penjualannya. Hal lain yang menyebabkan NPM bernilai negatif adalah pada periode tersebut harga saham

di pasar tidak begitu mencerminkan fundamental perusahaan (lihat lampiran data penelitian). Dari data penelitian diketahui bahwa naik turunnya harga saham berlawanan dengan naik turunnya NPM. Keadaan ini mencerminkan bahwa pada periode tersebut pergerakan harga saham dipengaruhi faktor mikro seperti kondisi ekonomi makro, kebijakan pemerintah, kondisi politik, ataupun fluktuasi kurs. Hal ini juga sesuai dengan temuan hasil penelitian yang dilakukan Itan dan Syakhroza (2003) yang menunjukkan bahwa variabel NPM berpengaruh negatif terhadap harga saham. Karena variabel ini tidak signifikan dalam menerangkan perubahan harga saham di pasar (tidak lulus uji t), maka variabel ini tidak akan digunakan untuk memprediksi harga saham di pasar dan model regresi harus diregresikan kembali tanpa menyertakan variabel tersebut.

4.4.7. Hipotesis 7

Hipotesis nol (H_{07}) yang diuji menyatakan bahwa: Diduga variabel-variabel ROA, DER, PBV, EPS, dan NPM secara keseluruhan tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham di pasar. Sedangkan hipotesis alternatifnya (H_7) adalah: Diduga variabel-variabel ROA, DER, PBV, EPS, dan NPM secara keseluruhan berpengaruh signifikan terhadap harga saham di pasar. Pada uji nilai F (uji Anova) baik pada model yang menggunakan seluruh variabel penelitian maupun yang tidak menyertakan variabel NPM dapat diketahui bahwa nilai F hitung adalah signifikan dan dibawah tingkat signifikansi yang disyaratkan ($\alpha = 5\%$). Pada model yang menggunakan seluruh

variabel penelitian dapat diketahui bahwa nilai F hitung adalah sebesar 123,251 (lihat tabel 4.15). Sedangkan pada model yang tidak menyertakan variabel NPM memiliki nilai F hitung yang lebih baik lagi yaitu sebesar 163,364 (lihat tabel 4.16). Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh antara keseluruhan variabel terhadap harga saham di pasar adalah signifikan.

BAB V

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5.1. KESIMPULAN

Dari hasil analisis data dan pembahasan hasil penelitian yang telah dilakukan, maka dapat disimpulkan hal-hal sebagai berikut:

1. Berdasarkan hasil analisis normatif dengan metode *Residual Earning Model* dapat disimpulkan bahwa terdapat perbedaan antara nilai saham normatif dibandingkan dengan nilai pasarnya. Dari empat belas emiten yang dianalisis dengan metode ini, delapan emiten memiliki saham yang nilai normatifnya lebih tinggi daripada nilai pasarnya, dengan demikian emiten yang termasuk kategori ini merupakan emiten yang sahamnya *undervalued*. Emiten yang sahamnya termasuk kategori *undervalued* adalah BATI, BYSB, DNKS, DLTA, HMSP, INDF, MLBI, dan UNVR. Sedangkan enam emiten lainnya memiliki saham yang nilai normatifnya dibawah nilai pasarnya, dengan demikian emiten yang termasuk kategori ini merupakan emiten yang sahamnya *overvalued*. Emiten yang sahamnya termasuk kategori *overvalued* adalah AQUA, GGRM, TCID, MERK, MRAT, dan TSPC.
2. Berdasarkan hasil analisis regresi, didapatkan dua model persamaan. Model yang pertama menggunakan seluruh variabel penelitian sedangkan model

yang kedua tidak menyertakan variabel NPM karena variabel tersebut terbukti tidak signifikan terhadap harga saham di pasar. Dengan demikian penelitian ini menggunakan model yang kedua untuk mendapatkan hasil prediksi yang terbaik.

3. Berdasarkan hasil pengujian statistik dengan menggunakan uji t, menunjukkan bahwa faktor fundamental (ROA, DER, PBV, dan EPS) mempunyai tingkat signifikansi di bawah 5%, sehingga variabel-variabel tersebut mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap harga saham di pasar. Sedangkan variabel NPM mempunyai tingkat signifikansi jauh di atas 5%, sehingga variabel tersebut tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap harga saham di pasar. Ini menandakan bahwa variabel NPM tidak bisa dijadikan pertimbangan satu-satunya bagi pemodal untuk memproyeksikan harga saham dimasa depan tanpa mempertimbangkan kinerja keuangan yang lain. Sementara 4 rasio keuangan selain NPM, yakni ROA, DER, PBV, dan EPS, masing-masing dapat memberikan rekomendasi secara parsial bagi pemodal untuk memprediksi harga saham pada masa mendatang. Dengan kata lain pemodal bisa memperkirakan secara kasar harga saham emiten hanya dengan mengamati proyeksi ROA saja atau dari proyeksi DER, PBV, dan EPS saja.
4. Hasil uji tanda menunjukkan bahwa variabel ROA dan NPM memiliki pengaruh yang negatif terhadap harga saham di pasar, hal ini terjadi karena perusahaan mengalami kerugian. Kerugian tersebut lebih besar

dibandingkan dengan total asset yang dimiliki perusahaan. Hal lain yang menyebabkan pengaruh ROA dan NPM negatif terhadap harga saham adalah perilaku harga saham di pasar yang tidak dicerminkan oleh kinerja keuangan (lihat data penelitian). Dengan kata lain pada saat itu harga saham lebih merefleksikan perilaku determinan yang lain diluar kinerja keuangan; seperti kondisi ekonomi makro, suasana politik, pergerakan kurs, dan lainnya.

5. Berdasarkan hasil pengujian statistik pada model regresi yang kedua dengan menggunakan uji t, variabel EPS merupakan variabel yang paling signifikan mempengaruhi harga saham diikuti oleh PBV, DER, dan ROA.
6. Berdasarkan hasil pengujian statistik dengan menggunakan uji F pada model yang pertama (menggunakan seluruh variabel penelitian), dapat disimpulkan bahwa keseluruhan variabel independen (ROA, DER, PBV, EPS, dan NPM) secara simultan atau bersama-sama terbukti berpengaruh secara signifikan terhadap harga saham di pasar. Hal ini dapat diketahui dengan melihat nilai F hitung sebesar 123,251 dengan tingkat signifikansi dibawah 5%. Sedangkan hasil pengujian nilai F hitung dengan tidak menyertakan variabel NPM (model 2) setelah dinyatakan bahwa variabel tersebut ternyata tidak signifikan mempengaruhi harga saham di pasar, dapat diketahui bahwa nilai F hitung mempunyai nilai yang jauh lebih baik lagi yaitu sebesar 163,364 dengan tingkat signifikansi di bawah 5%.

7. Dari hasil analisis model regresi yang kedua, diperoleh nilai koefisien determinasi (*adjusted R²*) sebesar 0,848. Hal ini menandakan bahwa 84,8% variasi dari harga saham dapat dijelaskan oleh variasi dari variabel independen (ROA, DER, PBV, dan EPS), sedangkan 15,2% dijelaskan oleh variabel lain atau sebab-sebab diluar model regresi.

5.2. IMPLIKASI TEORITIS

Penelitian ini diajukan untuk memberikan justifikasi ilmiah apakah faktor fundamental (ROA, DER, PBV, EPS, dan NPM) berpengaruh terhadap harga saham. Hasil penelitian ini memiliki kesamaan dengan hasil penelitian-penelitian sebelumnya sebagai berikut:

1. Pengujian H_1 yang menyatakan bahwa: Diduga terdapat perbedaan antara harga saham normatif dengan harga saham di pasar, dengan menggunakan uji *paired samples t-test*, dapat ditarik kesimpulan bahwa terdapat perbedaan antara harga saham normatif dengan harga saham di pasar. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Penman dan Sougiannis (1998), Frankel dan Lee (1998), Lee dan Swaminathan (1999), serta hasil penelitian Lee, Myers, dan Swaminathan (1999) yang pada umumnya menyatakan bahwa metode *Residual Earning Model* memiliki kemampuan untuk menilai nilai normatif suatu saham.
2. Pengujian H_2 yang menyatakan bahwa: Diduga variabel ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham di pasar, dengan menggunakan

uji t, dapat ditarik kesimpulan bahwa ROA berpengaruh negatif terhadap harga saham di pasar. Hasil penelitian yang menyatakan bahwa variabel ROA berpengaruh signifikan terhadap harga saham di pasar dapat ditemukan pada penelitian yang dilakukan oleh Sulistiono (1994), Natarsyah (2000), Gani (2002), serta Itan dan Syakhroza (2003). Hanya saja pada penelitian ini ditemukan pengaruh ROA yang negatif terhadap harga saham di pasar. Nilai ROA yang bertanda negatif juga ditemukan pada penelitian yang dilakukan oleh Ratnasari (2003). Reaksi negatif dari para investor terutama berkaitan dengan tingkat pencapaian laba bersih perusahaan terhadap total asset. Nilai ROA yang negatif tersebut disebabkan karena perusahaan mengalami kerugian. Kerugian tersebut lebih besar dibandingkan dengan total asset yang dimiliki perusahaan.

3. Pengujian H_3 yang menyatakan bahwa: Diduga variabel DER berpengaruh negatif dan signifikan terhadap harga saham di pasar, dengan menggunakan uji t, dapat ditarik kesimpulan bahwa DER berpengaruh negatif terhadap harga saham di pasar. Hasil ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Sulistiono (1994), Natarsyah (2000), Gani (2002), serta Itan dan Syakhroza (2003) yang menyatakan bahwa variabel DER berpengaruh signifikan terhadap perubahan harga saham.
4. Pengujian H_4 yang menyatakan bahwa: Diduga variabel PBV berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham di pasar, dengan menggunakan uji t, dapat ditarik kesimpulan bahwa PBV berpengaruh positif terhadap

harga saham di pasar. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Gani (2002), serta Itan dan Syakhroza (2003) yang menyatakan bahwa variabel PBV secara signifikan mempengaruhi perubahan harga saham.

5. Pengujian H_5 yang menyatakan bahwa: Diduga variabel EPS berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham di pasar, dengan menggunakan uji t, dapat ditarik kesimpulan bahwa EPS berpengaruh positif terhadap harga saham di pasar. Hasil analisis ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Sing, Liow, dan Chan (2002) yang menyatakan bahwa variabel EPS secara signifikan dapat menjelaskan perubahan harga saham.
6. Pengujian H_6 yang menyatakan bahwa: Diduga variabel NPM berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham di pasar, dengan menggunakan uji t, dapat ditarik kesimpulan bahwa NPM tidak signifikan mempengaruhi harga saham di pasar. Hasil penelitian yang menyatakan bahwa variabel NPM tidak signifikan mempengaruhi perubahan harga saham dapat pula ditemukan pada penelitian yang dilakukan oleh Prasetyo (2000). Hanya saja penelitian ini menemukan pengaruh negatif NPM terhadap harga saham di pasar, dengan demikian variabel NPM memiliki hubungan yang berlawanan dengan harga saham. Nilai NPM yang bertanda negatif ini dikarenakan perusahaan mengalami kerugian dalam penjualannya. Hal ini juga sesuai dengan temuan hasil penelitian yang dilakukan Itan dan Syakhroza (2003) yang menunjukkan bahwa variabel NPM berpengaruh negatif terhadap harga saham.

7. Pengujian H_7 yang menyatakan bahwa: Diduga variabel-variabel ROA, DER, PBV, EPS, dan NPM secara keseluruhan berpengaruh signifikan terhadap harga saham di pasar. Pada uji nilai F (uji Anova) baik pada model yang menggunakan seluruh variabel penelitian maupun yang tidak menyertakan variabel NPM dapat diketahui bahwa nilai F hitung adalah signifikan dan dibawah tingkat signifikansi yang disyaratkan ($\alpha = 5\%$). Pada model yang menyertakan variabel NPM dapat diketahui bahwa nilai F hitung adalah sebesar 124,208. Sedangkan pada model yang tidak melibatkan variabel NPM memiliki nilai F hitung yang lebih baik lagi yaitu sebesar 163,364. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh antara keseluruhan variabel terhadap harga saham di pasar adalah signifikan.

5.3. IMPLIKASI KEBIJAKAN MANAJEMEN

Setelah mengetahui hasil-hasil penelitian, maka langkah selanjutnya adalah mengusulkan implikasi kebijakan yang dapat memberikan sumbangan bagi investor dalam menanamkan investasinya di pasar modal. Beberapa implikasi kebijakan dalam penelitian ini adalah:

1. Investor sebaiknya memperhatikan nilai normatif suatu saham yang akan dijadikan bidang investasinya, sebab harga di pasar belum tentu mencerminkan nilai yang sebenarnya. Bila ingin berinvestasi dengan membeli saham, sebaiknya investor membeli saham-saham yang nilainya *undervalued* atau nilai normatifnya lebih tinggi daripada nilai pasarnya.

Sebaliknya bila investor ingin berinvestasi dengan menjual saham, sebaiknya investor menjual saham-saham yang *overvalued* atau nilainya hampir mendekati nilai normatifnya atau bahkan telah melebihi nilai normatifnya.

2. Investor sebaiknya juga memperhatikan faktor-faktor fundamental keuangan yang mencerminkan kinerja keuangan perusahaan selain harga saham itu sendiri sebelum memutuskan untuk berinvestasi. Faktor-faktor fundamental tersebut diantaranya adalah ROA, DER, PBV, EPS, dan NPM. Saham-saham emiten yang memiliki kinerja keuangan yang baik dapat dijadikan pilihan untuk berinvestasi karena berpeluang memberikan keuntungan.
3. Selain memperhatikan pergerakan harga saham di pasar dan kinerja keuangan perusahaan, investor sebaiknya juga memperhatikan faktor lain yang bersifat makro. Adakalanya perubahan harga saham pada periode tertentu tidak mencerminkan fundamental perusahaan, termasuk kinerja keuangan. Dengan perkataan lain pada saat itu pergerakan harga saham lebih merefleksikan perilaku determinan yang lain di luar kinerja keuangan. Kondisi ekonomi makro, suasana politik, kebijakan pemerintah dalam industri dan dunia usaha atau faktor teknis yang melanda perusahaan merupakan variabel-variabel determinan di luar kinerja keuangan perusahaan yang dapat ikut memacu arah pergerakan kurs saham (Purnomo, 1998).

4. Berdasarkan hasil analisis, variabel EPS ternyata merupakan variabel yang paling besar pengaruhnya terhadap perubahan harga saham dibandingkan variabel-variabel lainnya. Dengan demikian variabel EPS merupakan variabel dominan dalam melakukan investasi di pasar modal sehingga investor perlu memperhatikan variabel ini dalam menentukan investasinya di saham.
5. Dari kelima variabel yang diteliti, ternyata variabel NPM tidak signifikan mempengaruhi harga saham di pasar. Dengan demikian investor tidak perlu terlalu memperhatikan variabel ini untuk menentukan investasinya di pasar modal.

5.4. KETERBATASAN PENELITIAN

Berikut ini akan disampaikan keterbatasan-keterbatasan yang terdapat dalam penelitian ini:

1. Penelitian ini memiliki sampel yang sedikit akibat adanya persyaratan sampel harus dipenuhi untuk mendapatkan hasil analisis yang lebih baik.
2. Penelitian ini tidak membedakan atau memisahkan emiten yang melakukan *corporate action*, sehingga masih banyak terdapat data yang bersifat *outlier* yang harus dihilangkan, sehingga periode pengamatan menjadi berkurang.
3. Periode penelitian yang pendek menyebabkan jumlah pengamatan yang dilakukan tidak terlalu banyak.

5.5. AGENDA PENELITIAN SELANJUTNYA

Berikut ini akan disampaikan agenda penelitian selanjutnya yang dapat dijadikan acuan bagi peneliti-peneliti yang akan datang:

1. Peneliti yang akan datang diharapkan dapat menggunakan teknik analisis yang lain dalam menganalisis nilai normatif saham. Peneliti dapat menggunakan metode *Dividend Discount Model* (DDM) ataupun metode *Discount Cash Flow* (DCF) serta membandingkannya dengan metode yang telah digunakan dalam penelitian ini, untuk mengetahui model mana yang memberikan hasil terbaik.
2. Peneliti berikutnya sebaiknya perlu melakukan analisis terhadap semua emiten yang *listed* di BEJ agar dapat memberikan pandangan yang lebih luas lagi bagi para investor yang ingin berinvestasi.
3. Perlunya dianalisis pengaruh faktor-faktor fundamental lainnya yang belum dianalisis dalam penelitian ini untuk mengetahui bagaimana pengaruhnya terhadap perubahan harga saham.
4. Periode pengamatan pada penelitian selanjutnya sebaiknya diperpanjang agar diperoleh hasil penelitian yang lebih baik lagi.
5. Peneliti yang akan datang perlu mencoba untuk memisahkan emiten yang melakukan *corporate action* (*stock split*, *right issue*, dan lainnya) untuk menghindari adanya data yang bersifat *outlier* atau mengalami penyimpangan.

DAFTAR PUSTAKA

- _____ (1991), *Penuntun Pelaku Pasar Modal Indonesia*, Yayasan Mitra Dana BAPEPAM Jakarta
- Algifari (1997), *Analisis Regresi Teori, Kasus, dan Solusi*, BPFE, Yogyakarta
- Anam, Saiful (2002), "Pengaruh Rasio Profitabilitas dan Leverage terhadap Return Saham Perusahaan (Studi Kasus Industri Manufaktur di BEJ)", Tesis Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro (tidak dipublikasikan)
- Ang, Robbert (1997), *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia*, Mediasoft Indonesia
- Bambang Riyanto (1995), *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*, Edisi 4, BPFE Yogyakarta
- Baridwan, Zaki (1992), *Intermediate Accounting*, Yogyakarta: BPFE-UGM
- Claude, B. Erb, Campbell, R. Harvey, and Tadas, E. Viskanta (1996), "Political Risk, Economic Risk, and Financial Risk", *Financial Analysis Journal*, Nov-Dec: pp. 29-45
- Donald, Ary (1982), *Pengantar Penelitian dalam Pendidikan*, Penerbit Usaha Nasional, Surabaya
- Elton J. Edwin, Gruber J. Martin and Blake R. Christopher (1995), "Fundamental Economic Variables, Expected Return, and Bond Fund Performance", *The Journal of Finance*, Vol. 1, no: 4, September: 1229-1256
- Elton J. Edwin, and Martin J. Gruber (1995), *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, 5th edition, John Wiley & Sons Inc., New York
- Francis, Jack Clark (1993), *Investment: Analysis and Management*, McGraw-Hill, Singapore
- Frankel, Richard, and Charles M.C. Lee. (1997), *Accounting Diversity and International Valuation*, Working Paper University of Michigan and Cornell University
- Frankel, Richard, and Charles M.C. Lee. (1998), "Accounting Valuation, Market Expectation, and Cross-Sectional Stock Returns", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 25, pp. 283-319
- Ghozali, Imam (2002), *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*, edisi ke-2, Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang
- Gore, Richard; Cooper, John R.; Allen, Mary (2001), "Residual Income Model", *Journal of Valuation Strategies (VLST)*, Vol. 5, pp. 20
- Gujarati, D.N. (1995), *Basic Econometric*, 3rd edition; McGraw-Hill, Inc.
- Gulo, W. (2002), *Metodologi Penelitian*, Grasindo
- Hair, J.R., Joseph F., Rolph E.A., Ronald L.T., and William C.B. (1998), *Multivariate Data Analysis*, 5th edition, Prentice Hall, Inc.
- Hamid, Mudassetia A. (1995), "Analisis Penentuan Saham yang Akan Dibeli, Suatu Tinjauan Umum", *Kajian Bisnis*, September, No.6

- Husnan, Suad (1998), *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, edisi ke-3, UPP YKPN, Yogyakarta
- Itan, Iskandar dan Achmad Syakhroza (2003), "The Influence of Financial Performance to The Price of LQ-45 Stocks at Jakarta Stock Exchange", *Simposium Nasional Akuntansi VI*, Oktober: 163-175
- Jogiyanto (1998), *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, BPFE UGM, Yogyakarta
- Jones, Charles P (1996), *Investment Analysis and Management*, Fifth Edition, Singapore, John Wiley and Son, Inc, 1996
- Kaplan, Steve, and Richard Ruback (1995), "The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis", *Journal of Finance*, vol. 50, no. 4 (September): 1059-1093
- Lee, Charles M.C., James Myers, and Bhaskaran Swaminathan (1999), "What Is The Intrinsic Value of The Dow?", *Journal of Finance*, Vol. 54, no. 5 (October): 1693-1741
- Lee, Charles M.C. and Bhaskaran Swaminathan (1999), "Valuing The Dow: A Bottom-Up Approach", *Financial Analysis Journal*, September-October:4-23
- Manurung, Adler Haymans (1997), "Penilaian Harga Saham", *Usahawan* No.04 TH XXVI April
- Natarsyah, Syahib (2000), "Analisis Beberapa Faktor Fundamental dan Resiko Sistemik terhadap Harga Saham (Kasus Industri Barang Konsumsi yang *Go Public* di Pasar Modal Indonesia)", *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 15, No. 3, pp. 294-312
- Pancawati Hardiningsih, L. Suryanto, dan Anis Chariri (2002), "Pengaruh Faktor Fundamental dan Resiko Ekonomi terhadap *Return* Saham pada Perusahaan di BEJ: Studi Kasus *Basic Industry* dan *Chemical*", *Jurnal Bisnis Strategi*, Vol. 8, Desember, pp. 83-97
- Penman, Stephen H., and Theodore Sougiannis (1998), "A Comparison of Dividend, Cash Flow and Earnings Approaches to Equity Valuation", *Contemporary Accounting Research*, vol. 15, no. 3 (Fall): 343-383
- Penman, Stephen H. (2001), *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, International Edition, McGraw-Hill
- Purnomo, Yogo (1998), "Keterkaitan Kinerja Keuangan dengan Harga Saham", *Usahawan* No.12 TH XXVII Desember
- Ratnasari, Eliza Wahyu (2003), "*Analisis Pengaruh Faktor Fundamental, Volume Perdagangan, dan Nilai Kapitalisasi Pasar terhadap Return Saham di Bursa Efek Jakarta (Studi Kasus pada Perusahaan Manufaktur dan Perbankan)*", Tesis Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro (tidak dipublikasikan)
- Ruky, Saiful M. (1997), "Memperkirakan Nilai Ekuitas dan Korporat Melalui Pendapatan Mendatang", *Usahawan* No. 04 TH XXVI April
- Santoso, Singgih (2001), *SPSS Versi 10: Mengolah Data Statistik secara Profesional*, PT. Elex Media Komputindo, Jakarta

- Santoso, Singgih (2003), *SPSS Statistik Multivariat: Buku Latihan*, PT. Elex Media Komputindo, Jakarta
- Sing, Tien Foo, Kim Hiang Liow, dan Wei-Jin Chan (2002), "Mean Reversion of Singapore Property Stock Prices towards Their Fundamental Values", *Journal of Property Investment and Finance*, Vol. 20, No. 4, pp. 374-387
- Silalahi, Donalson (1991), "*Beberapa Faktor yang Mempengaruhi Perubahan Harga Saham (Studi pada Pasar Modal Indonesia)*", Tesis Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Airlangga (tidak dipublikasikan)
- Strischeck, Dev (1983), "How to Determine The Value of a Firm", *Management Accounting*, January
- Sulaiman (1995), "*Analisis Faktor-Faktor yang Berpengaruh terhadap Harga Saham di BEJ, Studi Kasus pada Perusahaan Food and Beverage*", Tesis Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Airlangga (tidak dipublikasikan)
- Sulistiono, Sugeng (1994), "*Analisis Beberapa Faktor yang Berpengaruh terhadap Harga Saham pada Perusahaan Farmasi yang Go Public di Indonesia*", Tesis Program Pasca Sarjana Universitas Airlangga, Surabaya