

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1. PENELITIAN TERDAHULU

1. Whitebeck dan Kisor (1963) dalam C.Puji Ambar H dan Suwanto (2003) meneliti penggunaan PER sebagai model penilaian harga saham dengan menggunakan tiga variabel yang diduga dapat mempengaruhi PER, yaitu tingkat pertumbuhan laba, *dividend payout ratio* dan *standar deviasi tingkat pertumbuhan laba*. Hasilnya bahwa Tingkat pertumbuhan laba dan *dividend payout ratio* mempunyai pengaruh positif terhadap PER dan *standar deviasi* tingkat pertumbuhan laba berpengaruh negative terhadap PER, persamaannya adalah:

$$\text{PER} = 8,2 + 1,50 (\text{tingkat pertumbuhan laba}) + 0,067 (\text{DPR}) - 0,200 (\text{SD pertumbuhan laba})$$

Apabila suatu saham diperkirakan mempunyai pertumbuhan laba sebesar 12%, DPR 50% dan *standar deviasi* 5, maka dengan memasukkan kedalam persamaan tersebut akan diperoleh PER sebesar 28,55 sehingga apabila saham tersebut mempunyai PER dibawah 28,55 maka saham tersebut merupakan kandidat untuk dibeli, sebaliknya apabila sudah diatas 28,55 merupakan kandidat untuk dilakukan *short selling*.

2. Penelitian berikutnya dilakukan C.Puji Ambar H dan Suwanto (2003) yang meneliti tiga faktor utama yang mempengaruhi PER yaitu: tingkat pertumbuhan laba, *dividen payout ratio*, dan *standar deviasi*. Selain itu juga penelitian tersebut melihat apakah PER dapat digunakan sebagai penilaian kewajaran harga saham pada sektor industri konsumsi di bursa efek Jakarta. Penelitian tersebut dilakukan selama dua tahun yaitu tahun 1997 dan tahun 1998. Penelitiannya menghasilkan persamaan sebagai berikut:

$$PER = 11,475 + 0,672 \text{ Growth} + 0,007778 \text{ DPR} - 0,005493 \text{ SD.Growth}$$

Penelitian tersebut menemukan bahwa hanya tingkat pertumbuhan laba yang mempunyai pengaruh positif dan secara statistik signifikan, sedangkan DPR dan *deviasi standar* tingkat pertumbuhan laba secara statistik tidak signifikan, yang berarti bahwa DPR dan *standar deviasi* pertumbuhan laba tidaklah penting ataupun tidak berpengaruh terhadap PER pada perusahaan – perusahaan sektor industri barang – barang konsumsi di BEJ. Selain itu juga penelitian tersebut menemukan bahwa PER dapat digunakan sebagai penilaian kewajaran harga saham pada sektor industri konsumsi meskipun secara individual masing – masing perusahaan menghasilkan kesimpulan yang berlainan.

3. Jones (2000) mengemukakan tiga faktor utama yang mempengaruhi estimasi terhadap PER yaitu: *dividend payout ratio*, *required rate of return* dan tingkat pertumbuhan dividen yang diharapkan. *Dividend payout ratio* dan tingkat pertumbuhan dividen yang diharapkan memiliki

hubungan yang positif dengan PER, sedangkan *required rate of return* memiliki hubungan yang negatif dengan PER.

2.2. LANDASAN TEORI

2.2.1. PASAR MODAL

Pasar modal dapat didefinisikan sebagai pasar untuk berbagai instrumen keuangan (atau sekuritas) jangka panjang yang bisa diperjual belikan, baik dalam bentuk hutang ataupun modal sendiri, baik yang diterbitkan oleh pemerintah, *public authorities*, maupun perusahaan swasta (Husnan: 2003). Di dalam sebuah perekonomian negara pasar modal dapat berperan sebagai:

1. Sarana tidak langsung pengukur kualitas manajemen.

Pasar modal merupakan sarana perusahaan untuk meningkatkan kebutuhan dana jangka panjang dengan menjual saham atau mengeluarkan obligasi. Untuk menarik pembeli dan penjual untuk berpartisipasi, pasar modal harus bersifat likuid dan efisien. Suatu pasar modal dikatakan likuid jika penjual dapat menjual dan pembeli dapat membeli surat – surat berharga dengan cepat, pasar modal dikatakan efisien jika harga dari surat – surat berharga mencerminkan nilai dari perusahaan secara akurat. Jika pasar modal sifatnya efisien, harga dari surat berharga juga mencerminkan penilaian dari investor terhadap prospek laba perusahaan di masa mendatang serta kualitas manajemennya. Jika calon investor meragukan kualitas dari

manajemen, maka keraguan ini dapat tercermin di harga surat berharga yang turun.

2. Sarana alokasi dana yang produktif untuk memindahkan dana dari pemberi pinjaman ke peminjam (sebagai intermediaries).

Peran ini menunjukkan peran penting pasar modal dalam menunjang perekonomian karena pasar modal dapat menghubungkan pihak yang membutuhkan dana dengan pihak yang mempunyai kelebihan dana. Disamping itu pasar modal dapat mendorong terciptanya alokasi dana yang efisien, maka dengan adanya pasar modal dapat mendorong terciptanya alokasi dana yang efisien, maka dengan adanya pasar modal maka pihak yang kelebihan dana (investor) dapat memilih alternatif investasi yang memberikan return yang paling optimal. Asumsinya, investasi yang memberikan return yang relatif besar adalah sektor – sektor yang paling produktif yang ada di pasar, dengan demikian dana yang berasal dari investor dapat digunakan secara produktif oleh perusahaan – perusahaan tersebut.

Menurut Rodoni Ahmad dan Indo Yama N. (2002), pasar modal merupakan lembaga yang saat ini semakin berkembang pesat dan sangat diminati oleh para investor. Selain itu juga merupakan salah satu alternatif investasi bagi investor untuk menanamkan modalnya dengan tujuan untuk mencari keuntungan dalam jangka pendek maupun jangka panjang,

sedangkan bagi pihak perusahaan yang melakukan penjualan saham di pasar modal akan memperoleh keuntungan dalam bentuk likuiditas perusahaan yang tinggi, publisitas, prestise, dan keuntungan bagi pemegang saham.

Menurut UU Pasar Modal no. 8 tahun 1995 menyebutkan bahwa pasar modal adalah “kegiatan bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan efek yang diterbitkannya, serta lembaga profesi yang berkaitan dengan efek”.

Dana yang didapatkan perusahaan melalui penjualan sekuritas (saham) merupakan hasil perdagangan saham – saham perusahaan yang dilakukan di pasar perdana. Dipasar perdana inilah perusahaan untuk pertama kalinya menjual sekuritasnya, dan proses tersebut disebut dengan istilah *initial public offering* (IPO) atau penawaran umum. Setelah sekuritas tersebut dijual perusahaan dipasar perdana, barulah kemudian sekuritas di perjual belikan oleh investor – investor di pasar sekunder atau dikenal juga dengan sebutan pasar reguler. Transaksi yang dilakukan investor di pasar sekunder tidak akan memberikan tambahan dana lagi bagi perusahaan yang menerbitkan sekuritas (emiten), karena transaksi terjadi antar investor, bukan dengan perusahaan. Dengan kata lain, perusahaan emiten tidak akan memperoleh tamabahan dana dari transaksi yang terjadi di pasar sekunder.

Pasar modal mamiliki beberapa daya tarik (Husnan: 2003). Pertama, diharapkan pasar modal dapat menjadi alternatif penghimpunan

dana selain sistem perbankan. Perusahaan – perusahaan yang memerlukan dana untuk ekspansi usaha mereka hanya bisa memperoleh dana tersebut dalam bentuk kredit. Dalam teori keuangan dijelaskan bahwa bagaimanapun juga akan terdapat batasan menggunakan hutang, yang diindikasikan dari terlalu tingginya *debt to equity ratio* yang dimiliki perusahaan. Sesuai dengan *balancing theory of capital structure*, pada saat rasio hutang dengan ekuitas sudah terlalu tinggi maka biaya modal perusahaan tidak lagi minimum, tetapi akan meningkat dengan makin banyaknya hutang yang dipergunakan maka dalam keadaan tersebut perusahaan tidak bisa melakukan perluasan usaha. Pasar modal memungkinkan perusahaan menerbitkan sekuritas yang berupa surat tanda hutang (obligasi) ataupun surat tanda kepemilikan (saham). Dengan demikian perusahaan bisa menghindarkan diri dari kondisi *debt to equity ratio* yang terlalu tinggi sehingga justru membuat *cost of capital of the firm* tidak lagi minimal. Kedua, pasar modal memungkinkan para pemodal mempunyai berbagai pilihan investasi yang sesuai dengan preferensi resiko mereka. Dengan adanya pasar modal, para pemodal memungkinkan untuk melakukan diversifikasi investasi membentuk portofolio sesuai dengan resiko yang mereka bersedia tanggung dan tingkat keuntungan yang mereka harapkan.

2.2.2. ANALISIS FUNDAMENTAL

Dalam melakukan analisis dan pemilihan saham mana yang nantinya dapat memberikan keuntungan di masa yang akan datang, terdapat dua pendekatan dasar yaitu analisis fundamental dan analisis teknikal. Analisis fundamental di dasarkan pada premis – premis bahwa segala macam surat berharga mempunyai nilai intrinsik, atau nilai sebenarnya yang diperkirakan oleh investor. Nilai intrinsik merupakan fungsi dan variabel – variabel mendasar yang dimiliki perusahaan yang bersama – sama mencerminkan return yang diharapkan dan resiko yang menyertainya. Estimasi nilai intrinsik dapat ditentukan dengan cara – cara menilai faktor – faktor fundamental yang diperkirakan menjadi penentu nilai estimasi surat berharga.

Analisis fundamental menggunakan data fundamental yaitu data yang berasal dari keuangan perusahaan (misalnya laba, deviden yang dibayarkan, penjualan dan lain sebagainya). Untuk analisis fundamental, ada dua pendekatan untuk menghitung nilai intrinsik saham, yaitu dengan pendekatan nilai sekarang (*present value approach*) dan pendekatan *price earning ratio*. Pendekatan *present value* menyatakan bahwa nilai suatu saham saat ini adalah sama dengan *present value* arus kas yang diharapkan akan diterima oleh pemiliknya. Pendekatan *present value* memiliki beberapa kelemahan antara lain dikemukakan oleh Lesly dan Jones (1991) dalam C. Ambar Puji H dan Fx. Suwanto (2003) memberi catatan bahwa sepanjang investor lebih menyukai capital gains dari pada

dividen, maka tidak tepat jika kita hanya memusatkan perhatian hanya pada *dividen*. Selain itu banyak ahli yang menganggap pendekatan *present value* atas *dividen* tidak realistis. Sedangkan menurut Haugen (2000) dalam C. Ambar Puji H dan Fx. Suwanto menganggap *present value* dividen tidak realistis karena tidak ada orang yang dapat memperkirakan besarnya dividen yang akan diterima dalam jangka panjang. Pendekatan *price earning ratio* mengindikasikan mengenai jangka waktu yang diperlukan untuk mengembalikan dana pada tingkat harga saham dan keuntungan perusahaan pada suatu periode tertentu.

Analisis teknikal menggunakan data pasar dari saham (misalnya harga dan volume transaksi saham) untuk menentukan nilai dari saham. Analisis teknikal pada dasarnya merupakan upaya untuk menentukan kapan akan membeli (masuk kepasar) atau menjual saham (keluar dari pasar), dengan memanfaatkan indikator – indikator teknis ataupun menggunakan analisis grafis.

2.2.3. Price Earning Ratio

Pendekatan PER merupakan salah satu pendekatan yang sering digunakan oleh analis sekuritas untuk menilai suatu harga saham. Pendekatan ini didasarkan atas rasio antara harga saham perlembar yang berlaku dipasar modal dengan tingkat keuntungan yang tersedia bagi pemegang saham (Jones: 2000). *Price earnings ratio* mengindikasikan mengenai jangka waktu yang diperlukan untuk mengembalikan dana pada

tingkat harga saham dan keuntungan perusahaan pada suatu periode tertentu.

Rasio ini juga menunjukkan berapa besar investor menilai harga dari saham terhadap kelipatan dari *earnings*, misalnya nilai PER adalah 5 kali *earnings* perusahaan. Misalnya *earnings* yang digunakan adalah *earnings* tahunan dan semua *earnings* dibagikan dalam bentuk deviden, maka nilai PER sebesar 5 juga menunjukkan lama investasi pembelian saham akan kembali selama 5 tahun (Jogiyanto; 2000). PER ini juga akan memberikan informasi berapa rupiah harga yang harus dibayar investor untuk memperoleh setiap satu rupiah *earning* perusahaan atau kebalikannya merupakan apa yang investor dapatkan dari sejumlah rupiah yang diinvestasikan.

Price earning ratio merupakan bagian dari rasio pasar, dimana sudut pandang rasio pasar ini lebih banyak berdasarkan pada sudut investor atau calon investor (Hanafi dan Halim; 1996 dalam Anugrah at all; 2001 dalam Kemal, Muatofa: 2004), selain itu PER juga merupakan ukuran untuk menentukan bagaimana pasar memberi nilai atau harga pada saham perusahaan. Keinginan investor melakukan analisis kesehatan suatu saham melalui rasio – rasio keuangan seperti PER, dikarenakan adanya keinginan investor atau calon investor akan hasil (return) yang layak dari suatu investasi saham.

Model penilaian dengan pendekatan PER ini dirasa lebih mudah, sederhana, dan praktis untuk digunakan para analis dan pelaku pasar

modal lainnya di bandingkan dengan pendekatan *present value*.

Keuntungan menggunakan model PER adalah:

1. Adanya standar yang memudahkan investor untuk melakukan perbandingan penilaian terhadap perusahaan lain.
2. Pada saat perusahaan tidak membagikan deviden pada jangka waktu tertentu, model PER lebih mudah dipakai dari pada model berdasar arus kas.
3. Lebih mudah memperkirakan input – input pada model PER dari pada model arus kas.

Nilai suatu saham dilihat sebagai petunjuk nilai perusahaan dengan memperhitungkan faktor – faktor fundamental perusahaan. Ada beberapa pendekatan yang dilakukan untuk mengetahui saham mana yang harganya wajar atautkah tidak wajar (*mispriced*) diantaranya adalah dengan menggunakan model ekonometrika. Model ini dikembangkan oleh Whitbeck dan Kisor (Suad husnan: 2003), dimana dalam memperkirakan PER yang mencerminkan nilai intrinsik digunakan persamaan:

$$PER = \beta_0 + \beta_1 GE + \beta_2 DPR + \beta_3 SD$$

Persamaan tersebut menunjukkan bahwa PER tergantung pada beberapa faktor fundamental yakni *dividend payout ratio* (DPR) yang mencerminkan kebijakan deviden, tingkat pertumbuhan (GE) yang mencerminkan prospek perusahaan dalam pertumbuhan EPSnya dan tingkat resiko (SD) dimana hal tersebut digambarkan oleh standar deviasi dari EPS.

perusahaan, barangkali karena perusahaan diharapkan untuk menghasilkan pertumbuhan *earnings* yang lebih tinggi. Sebaliknya jika para investor percaya bahwa prospek pertumbuhan *earnings* di masa mendatang terbatas, PER perusahaan akan relatif rendah. Tingginya harapan investor akan pertumbuhan EPS atau laba menyebabkan nilai PER tinggi, sehingga ekspektasi investor akan meningkatnya pertumbuhan laba berdampak positif terhadap peningkatan nilai PER (Jones: 2000).

b. Hubungan Deviden Payout Ratio Dengan Price Earning Ratio

Kebijakan dividen mempunyai pengaruh terhadap harga saham suatu perusahaan, kebijakan dividen yang diambil perusahaan untuk membagikan seluruh, sebagian pendapatan atau tidak membagikan sama sekali tergantung pada peluang investasi yang ada dan tersedianya dana untuk mendanai perusahaan dari sumber dana lain. Dana yang ditahan dalam perusahaan dan diinvestasikan kembali, diharapkan akan dapat meningkatkan *earning* untuk periode selanjutnya. Kebijakan besarnya dividen yang dibagi (*dividend payout ratio*) yang diambil perusahaan akan berpengaruh terhadap tinggi rendahnya *price earning ratio* perusahaan tersebut. Oleh karena itu kebijakan deviden yang optimal pada setiap perusahaan adalah

kebijakan yang menciptakan keseimbangan antara deviden saat ini dan pertumbuhan di masa yang akan datang, sehingga memaksimalkan harga saham.

Jika suatu perusahaan selalu dapat membagikan deviden tiap tahun, maka bisa dikatakan bahwa kinerja perusahaan itu baik, sehingga para investor akan tertarik untuk menanamkan modalnya pada perusahaan yang bersangkutan. Hal ini akan mempengaruhi PER secara positif sebab semakin tinggi deviden yang dibagikan maka semakin tinggi pula PERnya.

c. **Hubungan Earnings per Share dengan Price Earnings Ratio**

Earning per Share menunjukkan laba bersih yang berhasil di peroleh perusahaan untuk setiap unit saham selama satu periode tertentu yang dinyatakan dalam mata uang. Variabel EPS merupakan proxy bagi laba per saham perusahaan yang diharapkan dapat memberikan gambaran bagi investor mengenai bagian keuntungan yang dapat diperoleh dalam suatu periode tertentu dengan memiliki suatu saham, menurut Jones (2000)

perusahaan – perusahaan yang sudah mapan mempunyai pangsa pasar yang baik, pada umumnya mempunyai tingkat EPS yang tinggi dibandingkan perusahaan yang sedang tumbuh. Sedangkan saham – saham yang mempunyai pertumbuhan yang tinggi akan lebih diminati dibursa.

EPS dihitung berdasarkan pendapatan bersih untuk *common equity* dibagi dengan jumlah saham yang beredar. EPS yang diduga mempunyai hubungan dengan PER diderivasi dengan DPR untuk menilai hubungannya dengan PER, dimana EPS merupakan perbandingan *Dividen per Share* dengan *Dividen Payout Ratio*, dari perbandingan tersebut menunjukkan EPS mempunyai hubungan negatif dengan *Dividen Payout Ratio*. Sehingga semakin tinggi EPS menyebabkan semakin rendah DPR yang kemudian mempunyai pengaruh dengan penurunan nilai PER dan diduga hubungan antara EPS terhadap PER adalah negatif.

d. Price Earning Ratio dan Penilaian Kewajaran Harga Saham

Brigham dan Gompers (1996) dalam C. Ambar Puji dan Fx. Suwanto (2003) mengemukakan bahwa PER menunjukkan besarnya harga yang bersedia di bayar oleh investor untuk setiap dollar laba yang dilaporkan oleh perusahaan, kemudian dikemukakan juga bahwa apabila faktor – faktor lainnya konstan maka jika perusahaan yang memiliki PER yang lebih tinggi dan tingkat resiko yang lebih rendah akan memiliki prospek yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan lainnya.

Untuk mendapatkan PER yang mencerminkan nilai saham sesungguhnya kita perlu mengestimasi nilai PER saham. Selanjutnya hasil PER estimasi ini dibandingkan dengan PER

actual. Jika PER estimasi lebih kecil dari PER *actual*, maka saham tersebut dalam kondisi *over priced* dan layak untuk dijual, hal ini untuk menghindari kerugian karena harganya terlalu mahal dimana diperkirakan harga saham tersebut akan turun. Sebaliknya jika PER estimasi lebih besar dari PER *actual*, maka saham tersebut dalam kondisi *under priced* dan saham tersebut layak dibeli atau ditahan apabila saham tersebut telah dimiliki untuk memperoleh *capital gain*, karena harganya terlalu rendah maka diperkirakan harga saham mempunyai potensi meningkat hingga PER estimasinya. Namun apabila PER estimasi sama dengan PER *actual*, maka saham tersebut dalam kondisi *correct priced (fairly priced)*, sehingga dalam keadaan tersebut *price earnings ratio* mampu mengindikasikan sebagai penilai kewajaran harga saham (C. Ambar Puji dan Fx. Suwanto: 2003).

Apabila rasio yang berlaku dari suatu saham ternyata tidak konsisten dengan model penilaian saham, maka hal tersebut menunjukkan kemungkinan ketidak wajaran harga saham dan membuka peluang bagi investor untuk menentukan strategi investasinya berdasarkan kondisi tersebut, sehingga menghasilkan imbal hasil saham (*stock return*) yang relatif tinggi (Utama dan santosa: 1998 dalam Anugrah, et al: 2001 dalam Kemal, Mustofa: 2004)

Menurut C. Ambar Puji H. dan Fx. Suwanto (2003) untuk menjawab permasalahan apakah PER dapat digunakan sebagai penilai kewajaran harga saham, maka langkah pertama di cari terlebih dahulu saham – saham mana yang termasuk *underpriced* dan *overpriced* dilakukan dengan jalan membandingkan PER *actual* yang didapat dari ICMD dengan PER hasil persamaan regresi. Untuk membentuk portofolio yang *under priced* dan *over priced* dimana portofolio *under priced* terdiri dari 25% saham yang selisih nilai PER *actual* dan PER estimasi rendah, sedangkan portofolio *over priced* terdiri dari 25% saham yang selisih nilai PER *actual* dan PER estimasi terbesar. Penentuan secara arbiter tersebut dilakukan karena tidak ada batasan (cut off) tertentu yang dapat digunakan untuk menentukan saham mana yang masuk dalam portofolio *under priced* dan *over priced* (Utama dan Santosa: 1998 dalam Anugrah, et al: 2001 dalam Kemal, Mustofa: 2004). Kemudian langkah kedua dengan melakukan uji beda rata – rata antara PER *actual* dengan PER hasil estimasi. Apabila dari hasil analisis menunjukkan bahwa PER *actual* sama dengan PER estimasi maka hal ini berarti bahwa PER adalah *correct price (fairly priced)* artinya mampu sebagai penilai kewajaran harga saham.

2.3. PERUMUSAN HIPOTESIS

Berdasarkan penjelasan diatas maka hipotesis yang muncul adalah:

- H1: tingkat pertumbuhan laba (GE), *earnings per share* (EPS), dan *dividen payout ratio* (DPR) mempengaruhi PER.
- H2: Tingkat pertumbuhan laba (GE) mempunyai pengaruh positif terhadap *price earnings ratio*.
- H3: *Dividen Payout Ratio* (DPR) mempunyai pengaruh positif terhadap *price earning ratio*.
- H4: *Earning per Share* (EPS) mempunyai pengaruh negatif terhadap *price earning ratio*.
- H5: *Price earnings ratio* memiliki kemampuan sebagai indikator penilaian harga saham.