

JURNAL BISNIS DAN MANAJEMEN (BISMA)

Jurnal Bisnis dan Manajemen (BISMA) adalah jurnal yang diterbitkan oleh Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Surabaya (Unesa) dan diterbitkan 2 (dua) kali dalam setahun. Jurnal ini diharapkan sebagai wahana komunikasi dan media bagi para akademisi dan praktisi dalam menuangkan ide-ide dalam bentuk kajian, pengamatan, pengalaman praktis, dan hasil penelitian empiris di bidang bisnis dan manajemen.

SUSUNAN REDAKSI

Pelindung	: Drs. H. Setijo Budiadi, MM (Dekan FE Unesa)
Penasehat	: Drs. Purwohandoko, MM Drs. Wikono, MM Drs. Kirwani, SE, MM
Pemimpin Umum	: Dra. Jun Surjanti, SE, M.Si
Sekretaris	: Sri Setyo Iriani, SE, M.Si
Pemimpin Redaksi	: Putu Herry Sunarya, SE, MM
Wakil Pemimpin Redaksi	: Dwiarko Nugrohoseno, S.Psi, MM
Bendahara	: Widyastuti, S.Si, M.Si
Redaktur Ahli	: Dr. Dewi Tri Wijayanti, M.Si Dr. Andre Dwijanto Witjaksono, ST, M.Si Dra. Anik Lestari Andjarwati, MM Nadia Asandimitra, SE, MM Musdholifah, SE, M.Si Rikasari, SE, Ak, M.Comm
Mitra Bestari	: Prof. Dr. Djumilah Zein (Unibraw) Prof. Dr. H. Retig Adnyana, M.Si (Unesa) Prof. Dr. Muslich Anshori (Unair) Dr. Rer. pol. Debby Ratna Daniel, Ak (Unair) Dr. Muafi, SE, M.Si (UPN Yogyakarta) Budiono, SE, M.Si (ISEI)
Marketing dan Tata Usaha	: Nindria Untarini, SE, M.Si Yessy Artanti, SE, M.Si

Alamat Redaksi :
JURUSAN MANAJEMEN FE UNESA
Kampus Unesa Ketintang Surabaya, 60231
Telp. (031) 8299945, 8280009 PS. 702 Fax. 8299946
Email : bisma_femanj@yahoo.com

B I S M A
Jurnal Bisnis dan Manajemen
Vol. I, No. 1, Agustus 2008

DAFTAR ISI

1. Pengaruh Etika Bisnis dan Perilaku Etis Manajer Terhadap Tanggung Jawab Perusahaan Pada Lingkungan Sosial
Hj. Anik Lestari Andjarwati & H. Setijo Budiadi **1-13**
2. Pengaruh Motivasi Berprestasi dan Komunikasi Antar Pribadi Terhadap Prestasi Kerja Karyawan di PT PG Rajawali
Dwiarko Nugrohosuno & Harun Charismaini **14-21**
3. Relevansi Nilai Devidend Yield dan Price Earning Ratio dalam Penilaian Harga Saham Bagi Perusahaan yang Mengalami Pertumbuhan (Studi Pada Perusahaan Manufaktur di BEJ Th 2001-2005)
I Ketut Jati & Ni Luh Supadmi **22-29**
4. Dimensi Kualitas Hubungan dalam Konteks Jasa Salon Rambut
Lerbin R. Aritonang **30-37**
5. Analisis Value Chain Guna Mencapai Strategi Cost Leadership dalam Meningkatkan Efisiensi Biaya (Studi Pada Perusahaan X di Sidoarjo)
Heri Widodo **38-49**
6. Penerapan Korelasi dalam Mengukur Hubungan Antar Costumer Relationship Management dengan Costumer Loyalty
I Putu Artaya & Gede Arimbawa **50-63**
7. Pengaruh Sikap dan Keyakinan Konsumen dalam Keputusan Pembelian Tepung Terigu Merek Gunung Bromo Produk PT. Bogasari Flour Mills Surabaya
I Putu Artaya **64-71**
8. Pengaruh Pengembangan Sumber Daya Manusia, Budaya Organisasi, dan Motivasi terhadap Kinerja Karyawan PT. Pertamina (Persero) Unit Pengolahan V Balikpapan-Kalimantan Timur
Fariansyah Hassan Basrie **72-83**

RELEVANSI NILAI *DIVIDEND YIELD* DAN *PRICE EARNINGS RATIO* (PER) DALAM PENILAIAN HARGA SAHAM BAGI PERUSAHAAN YANG MENGALAMI PERTUMBUHAN (Studi pada Perusahaan Manufaktur di BEJ Tahun 2001-2005)

I Ketut Jati
Ni Luh Supadmi

Absract

The aim of this research are developed and tested model of market appraiser with first prediction is a equities value. It was a function of book value, rented earning and deviden . This function broaded using proction IOS of company growth level to know value relevation of devidend yield value and price earning ratio (PER) in orther to appariser stock price. Further more , model which used in this research are devidend and rented earning already reflection of using devidend yield and price earning ratio by stock market agent

In addition, the main problem of this research was, How is a relevantion between company growth value, devidend yield, and PER in orther to appraiser stock price?. How is company growth has influnce toward relevantion of devidend yield value and PER in orther to appraiser stock price . The aim of this research is to know are there any influence of relevantion between company growth value , devidend yield and PER in orther to appraiser stock price and to know are there any influence of company growth toward relevantion value dividence yield and PER in orther to appraiser stock price .

This research using propoitive sampling technique and respondance are manufacture company listed in Jakarta stock exchange during 2001 – 2005. Data analysis using multiple regretion technique with price and model return . To get just one value so this research using factor analysis because IOS as a proction company growth .

Base on price models, result analysis show company growth , devidend yield and PER , all together and partial have relation or relevantion with stock price. Relevantion of devidend yield value and PER in appraiser stock price has not influence of company growth level . In other hand, model return show that company growth, devidend yield and PER has not value relevantion in appraiser stock price . It has related with stale component and accounting recognition lag which as application in return model

In conclusion, using alpha 5%, company growth, devidend yield and PER has relevantion value in appraiser stock price . But, company growth has not a basic of relevantion devidend yield value and PER in orther to appraiser stock price for stock market agent . PER for appraiser stock price with stock agent in stock exchange market in Jakarta during 2001 – 2005. Disclosure of company growth with any eforts from emitance be desirable that being relevant information for any capital stock market i Indonesia.

Key word : *company growth value, devidend yield, and PER (price earning ratio),*

PENDAHULUAN

Dua model penilaian yang umumnya digunakan dalam studi relevansi nilai data akuntansi, yaitu model harga dan model *return*. Kedua model ini mempunyai fondasi teoretis yang sama, tetapi hasil yang diperoleh dengan menggunakan kedua model ini kadang-kadang tidak konsisten. Namun demikian, penggunaan kedua model ini dapat lebih berguna (Kothari dan Zimmerman, 1995). Penelitian Linda dan Syam (2005) tentang hubungan laba akuntansi dengan nilai buku dan total arus kas dengan nilai pasar menggunakan model pasar dan model *return*. Pengujian untuk

model harga secara simultan menunjukkan bahwa variabel laba akuntansi, nilai buku, dan total arus kas memiliki tingkat keeratan (R^2) yang sedang dengan harga saham signifikan pada $\alpha = 1\%$ selama masa pengamatan. Pada model *return*, nilai R^2 mengalami penurunan secara tidak signifikan. Model harga dan model *return* memiliki fondasi yang sama, namun kekuatan penjelasan (R^2) regresi model harga lebih besar dibandingkan model *return*.

Relevansi nilai *dividend yield* dan *price-earnings ratio* (PER) digunakan oleh para pelaku pasar modal di Indonesia dalam melakukan

¹ Dosen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Udayana

² Dosen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Udayana

penilaian terhadap harga saham. Hasil penelitian Jati (2003) dengan menggunakan model harga menunjukkan bahwa *dividend yield* dan *price-earnings ratio* (PER) memiliki relevansi nilai dalam penilaian harga saham dengan memasukan set kesempatan investasi sebagai variabel pemoderasi. Model *return* pada penelitian tersebut tidak dilakukan, sehingga memberi motivasi bagi peneliti untuk mengujinya dengan harapan memberikan hasil yang konsisten dengan model harga.

Hasil penelitian Smith dan Watts (1992) menyatakan bahwa perusahaan yang mengalami pertumbuhan cenderung membagikan dividen lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang tidak mengalami pertumbuhan. Hasil penelitian Gaver dan Gaver (1993) menunjukkan bahwa *dividend yield* signifikan berkorelasi negatif dengan pertumbuhan perusahaan.

Demikian pula halnya dengan beberapa penelitian di Indonesia yang berhubungan dengan pemakaian tingkat pertumbuhan perusahaan. Penelitian Subekti (2000), Fijrijanti (2000), dan Prasetyo (2000) mengenai perbedaan kebijakan dividen antara perusahaan yang mengalami pertumbuhan dengan perusahaan yang tidak mengalami pertumbuhan menunjukkan bahwa perusahaan yang mengalami pertumbuhan (bertumbuh) mempunyai kebijakan pembayaran dividen yang lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang tidak mengalami pertumbuhan.

Riahi-Belkaoui dan Picur (2001) membandingkan relevansi nilai *dividend yield* dan PER dengan menggunakan tingkat relatif pertumbuhan perusahaan. Perusahaan yang dipilih sebagai sampel dalam penelitian tersebut adalah perusahaan-perusahaan multinasional Amerika Serikat dari 1992 sampai 1998. Dengan melakukan analisis secara *cross-sectional* dan *pooled*, memberikan simpulan bahwa perusahaan-perusahaan yang mengalami pertumbuhan, PER memiliki relevansi nilai yang lebih besar dibandingkan dengan *dividend yield* dalam suatu model penilaian harga saham. Sebaliknya, perusahaan-perusahaan yang tidak mengalami pertumbuhan, relevansi nilai *dividend yield* lebih besar dibandingkan dengan relevansi nilai PER.

Whitbeck dan Kisor (1963) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa *projected growth rate*, *dividend payout*, dan *standard deviation (earning instability)* berpengaruh terhadap *theoretical* PER. Dengan menggunakan sampel penelitian sebanyak 135 perusahaan yang terdaftar di *New York Stock Exchange* diperoleh hasil bahwa pertumbuhan laba dan *dividend payout ratio* mempunyai hubungan positif terhadap PER. Penelitian Sartono dan Munir (1997) di BEJ dengan menggunakan sampel tahun 1991 sampai 1996

menunjukkan bahwa faktor-faktor yang mampu menjelaskan PER pada industri tertentu adalah *dividend payout ratio*, pertumbuhan laba, *return on equity*, ukuran perusahaan, penjualan, dan *debt to equity*. Warsini (1994) mereplikasi model Whitbeck dan Kisor dengan sampel 90 saham yang memiliki kapitalisasi terbesar. Disimpulkan bahwa rata-rata PER di BEJ sebesar 12,9609 kali, *growth* dan *dividend payout* mempunyai pengaruh positif terhadap PER, sedangkan \square mempunyai pengaruh yang negatif terhadap PER.

Singgih (1998) melakukan penelitian mengenai penilaian kewajaran harga saham berdasarkan PER. Sampel yang dipilih adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEJ tahun 1994 sampai 1995. Hasilnya menunjukkan bahwa pertumbuhan laba dan *beta* mampu menjelaskan perubahan PER sebesar 26,6%. Model penilaian yang digunakan sangat berhasil dalam menjelaskan perbedaan harga saham, akan tetapi kurang berhasil dalam menyeleksi saham yang dibeli atau dijual.

Dari beberapa hasil empiris tersebut di atas, terlihat bahwa PER berhubungan dengan pertumbuhan laba perusahaan. Selanjutnya pertumbuhan laba ini dapat memberikan indikasi bahwa konsep IOS yang bisa dijadikan sebagai proksi pertumbuhan telah diterapkan dalam perusahaan.

Berdasarkan uraian latar belakang di atas, maka masalah yang akan diteliti dapat dirumuskan sebagai berikut: (a) Apakah pertumbuhan perusahaan, *dividend yield*, dan *price earnings ratio* (PER) memiliki relevansi nilai dalam penilaian harga saham, khususnya untuk perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta tahun 2001-2005? (b) Bagaimanakah relevansi nilai *dividend yield* dan *price earnings ratio* (PER) dalam penilaian harga saham bagi perusahaan yang mengalami pertumbuhan, khususnya untuk perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta tahun 2001-2005?

Tujuan penelitian ini adalah: (a) Menguji dan memberikan bukti empiris mengenai relevansi nilai pertumbuhan perusahaan, *dividend yield*, dan *price-earnings ratio* (PER) pada suatu model penilaian harga saham, khususnya untuk perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta tahun 2001-2005 dan (b) Menguji dan memberikan bukti empiris mengenai relevansi nilai *dividend yield* dan *price earnings ratio* (PER) bagi perusahaan yang mengalami pertumbuhan dalam penilaian harga saham, khususnya bagi perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta tahun 2001-2005.

Adapun hipotesis yang dikembangkan dalam penelitian ini adalah:

- H_{A1}**: Pertumbuhan perusahaan, *dividen yield*, dan PER memiliki relevansi nilai dalam penilaian harga saham.
- H_{A2}**: Ada perbedaan relevansi nilai *dividend yield* antara perusahaan-perusahaan yang mengalami pertumbuhan dengan perusahaan-perusahaan yang tidak mengalami pertumbuhan.
- H_{A3}**: Ada perbedaan relevansi nilai PER antara perusahaan-perusahaan yang mengalami pertumbuhan dengan perusahaan-perusahaan yang tidak mengalami pertumbuhan.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan harga dan model *return* dalam mencari relevansi nilai *dividend yield* dan *price earnings ratio* (PER) dengan perluasan model Ohlson (1995) yang menyatakan bahwa harga saham merupakan fungsi dari nilai buku dan laba. Adapun variabel-variabel penelitian yang digunakan adalah harga saham, *return* saham, pertumbuhan perusahaan, *dividend yield*, dan *price earnings ratio* (PER).

Definisi Operasional Variabel

Sesuai dengan kerangka pemikiran dan hipotesis, variabel-variabel tersebut dapat diidentifikasi menjadi variabel dependen dan variabel independen.

1. Variabel dependen (*Y*). Pada penelitian ini, harga saham dan *return* saham sebagai variabel dependen.

- a. Model harga

P = Harga saham per lembar pada akhir tahun

- b. Model *return*

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

Keterangan:

R_{it} = *Return* realisasi untuk saham *i* pada akhir tahun ke *t*

P_{it} = Harga penutupan saham *i* pada akhir tahun ke *t*

P_{it-1} = Harga penutupan saham *i* pada akhir tahun ke *t-1*

2. Variabel independen (*X*), yaitu variabel yang menjelaskan atau memengaruhi variabel dependen (*Y*). Dalam penelitian ini variabel independennya adalah:

- a. Pertumbuhan perusahaan. Karena tidak ada ukuran tunggal dalam mengukur pertumbuhan perusahaan, maka dalam

penelitian ini pertumbuhan perusahaan diukur dengan menggunakan proksi IOS.

- b. Nilai buku per lembar (*book value per share*) yang menunjukkan aktiva bersih yang dimiliki pemegang saham dengan memiliki satu lembar saham, diperoleh dengan cara membagi total ekuitas dengan jumlah saham perusahaan yang beredar.
- c. Laba ditahan per lembar saham (*retained earning per share*) merupakan bagian laba yang diperoleh perusahaan untuk tiap lembar saham. Variabel ini menunjukkan preferensi pemakaian *price earnings ratio* (PER) oleh pemakai laporan keuangan dalam menilai harga saham.
- d. Dividen per lembar saham (*dividend per share*) merupakan porsi laba yang dibagikan per lembar saham kepada para pemegang saham. Variabel ini menunjukkan preferensi pemakaian *dividend yield* oleh pemakai laporan keuangan dalam menilai harga saham.

Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang dipakai dalam penelitian ini adalah data kuantitatif berupa data akuntansi yang termuat dalam laporan keuangan perusahaan yang dijadikan sampel. Adapun data kuantitatif yang diperlukan terdiri atas harga saham per lembar, nilai buku per lembar, dividen per saham, laba ditahan per saham, total aset, total ekuitas, jumlah saham beredar, dan aktiva tetap bersih.

Penelitian ini menggunakan data sekunder dalam laporan keuangan yang dijadikan sampel yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) tahun 2003-2005 serta situs www.idx.co.id.

Metode Penentuan Sampel

Metode pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *nonprobability sampling*, dalam bentuk metode *purposive sampling*, yaitu teknik pengambilan sampel berdasarkan kriteria:

1. Perusahaan yang terdaftar di BEJ selama tahun 2001-2005.
2. Perusahaan dikategorikan sebagai perusahaan manufaktur.
3. Perusahaan tersebut menerbitkan laporan keuangan auditan secara lengkap dan konsisten dengan periode berakhir 31 Desember.
4. Perusahaan tersebut membagikan dividen secara berturut-turut dari tahun 2001-2005.

Sesuai dengan model yang digunakan oleh Smith dan Watts (1992), Gaver dan Gaver (1993), Hartono (1999), Fijrijanti (2000), Subekti (2000) maka lima ukuran IOS sebagai proksi pertumbuhan

perusahaan digunakan dengan menggunakan analisis faktor, yaitu MVABVA, MVEBVE, VPPE, CAPBVA, dan CAPMVA. Perusahaan-perusahaan yang dijadikan sampel diklasifikasikan ke dalam kelompok perusahaan yang mengalami pertumbuhan dan kelompok perusahaan yang tidak mengalami pertumbuhan dengan menggunakan *common factor analysis* (Hair, 1998). Berdasarkan *factor score* IOS perusahaan dipilih dari 50% teratas skor distribusi sebagai kelompok perusahaan yang mengalami pertumbuhan dan perusahaan yang tidak mengalami pertumbuhan dipilih dari 50% terbawah distribusi *factor score* IOS.

Teknik Analisis Data

Data yang dikumpulkan diproses dengan teknik analisis regresi linear berganda. Semua pengujian hipotesis alternatif akan menggunakan model harga dan model *return* dengan persamaan:

1. Model harga

$$P_1 = a + b_1 \text{Growth} + b_2 \text{BV} + b_3 \text{RE} + b_4 \text{DV} + b_5 \text{GrowthDV} + e_{it} \dots\dots\dots (1)$$

$$P_2 = a + b_1 \text{Growth} + b_2 \text{BV} + b_3 \text{RE} + b_4 \text{DV} + b_5 \text{GrowthRE} + e_{it} \dots\dots\dots (2)$$

Keterangan:

- P = *price* (harga saham per lembar pada akhir tahun)
- A = koefisien konstanta
- Growth = pertumbuhan perusahaan menggunakan proksi IOS, nilai 1 bagi perusahaan yang mengalami pertumbuhan dan 0 bagi perusahaan yang tidak mengalami pertumbuhan
- BV = *book value* (nilai buku ekuitas per lembar saham)
- RE = *retained earnings* (laba ditahan per lembar saham)
- DV = *dividen* (nilai dividen per lembar saham)
- e_{it} = *error terms*

2. Model *return*

$$R_{it} = a_0 + b_1 \text{Growth}_{it}/P_{(t-1)} + b_2 \Delta \text{BV}_{it}/P_{(t-1)} + b_3 \Delta \text{RE}_{it}/P_{(t-1)} + b_4 \text{Growth} \Delta \text{RE}_{it}/P_{(t-1)} + b_5 \Delta \text{DV}_{it}/P_{(t-1)} + b_6 \text{Growth} \Delta \text{DV}_{it}/P_{(t-1)} + e_{it} \dots\dots\dots (3)$$

Keterangan:

- R_{it} = *Return* realisasi saham perusahaan i pada akhir periode pengamatan *t*, dihitung berdasarkan persamaan (1)
- a = koefisien konstanta
- Growth = pertumbuhan perusahaan menggunakan proksi IOS merupakan variabel *dummy* dengan nilai 1 bagi perusahaan yang mengalami pertumbuhan dan nilai 0 bagi perusahaan yang tidak mengalami pertumbuhan
- ΔBV_{it} = perubahan nilai buku perusahaan *i* pada periode *t*, ($\Delta \text{BV}_{it} = \text{BV}_{it} - \text{BV}_{it-1}$)
- ΔRE_{it} = perubahan laba ditahan perusahaan *i* pada periode *t*, ($\Delta \text{RE}_{it} = \text{RE}_{it} - \text{RE}_{it-1}$)
- ΔDV_{it} = perubahan dividen perusahaan *i* pada periode *t*, ($\Delta \text{DV}_{it} = \text{DV}_{it} - \text{DV}_{it-1}$)

HASIL DAN PEMBAHASAN

Relevansi Nilai *Dividend Yield* dan *Price Earnings Ratio* dalam Penilaian Harga Saham Bagi Perusahaan yang Mengalami Pertumbuhan

a. Model Harga

Untuk mengetahui relevansi nilai *dividend yield* dan *price earning ratio* bagi perusahaan yang mengalami pertumbuhan dalam suatu model penilaian harga saham dengan menggunakan model harga akan diuji dengan menggunakan persamaan regresi berganda sesuai dengan yang tercantum pada Tabel 1 dan Tabel 2 berikut ini:

Tabel 1
Ringkasan Hasil Analisis Regresi Berganda
Untuk Pengujian Hipotesis 1 dan 2 Model Harga

		Koefisien Regresi	Koefisien Beta	t Hitung	Signifikansi t
a	Konstanta	0,567		2,003	0,049
b1	Growth	0,545	0,279	2,408	0,019
b2	BV	0,389	0,339	2,991	0,004
b3	RE	0,304	0,347	3,179	0,002
b4	DV	0,279	0,270	2,488	0,015
b5	GrowthDV	0,005	0,006	0,049	0,961
F hitung		74,90			
Sig. F		0,000			

R ²	0,854
Adjusted R ²	0,843

Sumber: Data diolah.

Tabel 1 memperlihatkan nilai sig. F sebesar 0,000 yang jauh lebih kecil dari 0,050. Hal ini menunjukkan bahwa model yang digunakan dianggap layak uji, sehingga pembuktian dan pengujian hipotesis dapat dilanjutkan. Kuatnya hubungan variabel bebas terhadap variabel terikat dapat dilihat dari nilai R² sebesar 0,854 atau *adjusted* R² sebesar 0,843. Nilai R² memiliki kelemahan, yaitu dengan bertambahnya variabel bebas nilai R² akan meningkat walaupun variabel yang ditambahkan tersebut bukan bagian dari model. Nilai R² ini dapat menyesatkan dan tidak menunjukkan kekuatan penjelas yang sesungguhnya. Oleh karena itu, akan lebih baik bila menggunakan angka *adjusted* R² sebesar 0,843. Ini berarti bahwa varian dari variabel bebas memengaruhi varian variabel terikat sebesar 84%, sedangkan sisanya sebesar 16% dijelaskan oleh variabel yang tidak dimasukkan dalam model.

Uji hipotesis alternatif 1 pada model harga dilakukan dengan melihat dan menganalisis koefisien regresi b₁, b₃, dan b₄. Berdasarkan pada Tabel 1 terlihat koefisien regresi b₁, b₃, dan b₄ masing-masing sebesar 0,545; 0,304; dan 0,279 dengan angka signifikansi sebesar 0,019; 0,002; dan 0,015. Oleh karena koefisien regresi b₁, b₃, dan b₄ tidak sama dengan 0 (nol) dan memiliki tingkat signifikansi kurang dari 0,05 berarti hipotesis

alternatif 1 pada model harga diterima, atau dengan kata lain pertumbuhan perusahaan (*growth*), *dividend yield*, dan *price earnings ratio* memiliki relevansi nilai dalam penilaian harga saham.

Uji hipotesis alternatif 2 pada model harga dilakukan dengan melihat dan menganalisis koefisien regresi b₅. Berdasarkan Tabel 1 terlihat koefisien regresi b₅ adalah sebesar 0,005 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,961. Oleh karena tingkat signifikansi angka ini lebih dari 0,05 berarti hipotesis 2 pada model harga ditolak, atau dengan kata lain tidak ada perbedaan relevansi nilai *dividend yield* antara perusahaan yang mengalami pertumbuhan dengan perusahaan yang tidak mengalami pertumbuhan dalam penilaian harga saham. Para pelaku pasar modal yang menggunakan *dividend yield* di Bursa Efek Jakarta, terutama untuk perusahaan-perusahaan manufaktur tidak menggunakan sinyal pertumbuhan perusahaan sebagai basis untuk menilai harga saham.

Selanjutnya pengujian hipotesis alternatif 3 pada model harga akan menggunakan informasi yang tersaji pada Tabel 2 berikut ini:

Tabel 2
Ringkasan Hasil Analisis Regresi Berganda
Untuk Pengujian Hipotesis 3 Model Harga

		Koefisien Regresi	Koefisien Beta	t Hitung	Signifikansi t
a	Konstanta	0,607		2,143	0,036
b ₁	Growth	0,659	0,338	2,588	0,012
b ₂	BV2	0,378	0,334	2,705	0,009
b ₃	RE2	0,306	0,355	2,682	0,009
b ₄	DV2	0,285	0,278	3,045	0,003
b ₅	GrowthRE2	-0,027	-0,052	-0,374	0,710
F hitung		68,991			
Sig. F		0,000			
R ²		0,844			
Adjusted R ²		0,831			

Sumber: Data diolah.

Tabel 2 memperlihatkan nilai sig. F sebesar 0,000 yang jauh lebih kecil dari 0,050. Hal ini menunjukkan bahwa model yang digunakan

dianggap layak uji, sehingga pembuktian dan pengujian hipotesis dapat dilanjutkan. Kuatnya hubungan variabel bebas terhadap variabel terikat

dapat dilihat dari nilai R^2 sebesar 0,844 atau *adjusted* R^2 sebesar 0,831. Ini berarti bahwa varian dari variabel bebas memengaruhi varian variabel terikat sebesar 83%, sedangkan sisanya sebesar 17% dijelaskan oleh variabel yang tidak dimasukkan dalam model.

Seperti halnya tercantum pada Tabel 1, pada Tabel 2 juga memperlihatkan angka signifikansi pertumbuhan perusahaan (*growth*), *dividend yield*, dan *price earnings ratio* memiliki relevansi nilai dalam suatu model penilaian harga saham. Hal ini terlihat pada masing-masing angka signifikansi *growth* 0,012; RE 0,009; dan DV 0,003 di bawah angka 0,05.

Uji hipotesis alternatif 3 pada model harga dilakukan dengan melihat dan menganalisis koefisien regresi b_5 . Berdasarkan Tabel 2 terlihat koefisien regresi b_5 adalah $-0,027$ dengan tingkat signifikansi sebesar 0,710. Oleh karena tingkat signifikansi angka ini lebih dari 0,05 berarti

hipotesis 3 pada model harga ditolak, atau dengan kata lain tidak ada perbedaan relevansi nilai *price earnings ratio* (PER) antara perusahaan yang mengalami pertumbuhan dengan perusahaan yang tidak mengalami pertumbuhan dalam penilaian harga saham. Para pelaku pasar modal yang menggunakan *price earnings ratio* (PER) di Bursa Efek Jakarta, terutama untuk perusahaan-perusahaan manufaktur tidak menggunakan sinyal pertumbuhan sebagai dasar untuk menilai harga saham.

Model Return

Untuk mengetahui relevansi nilai *dividend yield* dan *price earnings ratio* bagi perusahaan yang mengalami pertumbuhan dalam suatu model penilaian harga saham dengan menggunakan model *return* akan diuji dengan menggunakan persamaan regresi berganda sesuai dengan yang tercantum pada Tabel 3 berikut ini:

Tabel 3
Ringkasan Hasil Analisis Regresi Berganda
Untuk Pengujian Hipotesis 1, 2, dan 3 Model Return

		Koefisien Regresi	Koefisien Beta	t Hitung	Signifikansi t
a	Konstanta	0,158		1,1131	0,263
b_1	Growth	-0,214	-0,233	-1,1131	0,263
b_2	BV	-0,078	-0,276	-1,771	0,092
b_3	RE	0,115	0,377	1,591	0,117
b_4	GrowthRE	-0,028	-0,099	-0,315	0,754
b_5	DV	2,151	0,127	0,879	0,383
b_6	GrowthDV	7,657	0,206	1,478	0,144
F hitung		2,257			
Sig. F		0,049			
R^2		0,179			
Adjusted R^2		0,100			

Sumber: Data diolah.

Tabel 3 memperlihatkan angka F hitung sebesar 2,257 dengan nilai sig. F sebesar 0,049. Nilai R^2 sebesar 0,179 atau *adjusted* R^2 sebesar 0,100. Ini berarti bahwa varian dari variabel bebas memengaruhi varian variabel terikat hanya sebesar 17%, sedangkan sisanya sebesar 83% dijelaskan oleh variabel yang tidak dimasukkan dalam model. Hal ini memberikan petunjuk bahwa varian variabel bebas tidak cukup kuat (lemah) untuk memengaruhi variabel terikat.

Pengujian hipotesis alternatif 1, 2, dan 3 menggunakan model *return* yang tercantum pada Tabel 3 memperlihatkan angka signifikansi variabel

pertumbuhan perusahaan (*growth*) sebesar 0,263; RE sebesar 0,117; GrowthRE sebesar 0,754; DV sebesar 0,383; dan GrowthDV sebesar 0,144. Angka ini di atas tingkat alpha yang ditetapkan, yaitu 0,05 yang bermakna bahwa ketiga hipotesis alternatif yang telah dikemukakan tidak ada yang didukung atau diterima. Temuan ini mengindikasikan bahwa pertumbuhan perusahaan (*growth*), *dividend yield*, dan PER tidak memiliki relevansi nilai dalam penilaian harga saham. Sinyal pertumbuhan perusahaan juga tidak ada relevansinya dengan *dividend yield* dan PER dalam penilaian harga saham.

Penjelasan atas ketiadaan relevansi nilai dalam penilaian harga saham dengan menggunakan model *return* adalah informasi akuntansi yang disajikan perusahaan mengandung *accounting recognition lag* yang bisa memengaruhi estimasi dari model *return*. Informasi nilai buku, laba, dan dividen dalam model *return* berisi *stale component* (komponen basi) yang tidak relevan untuk menilai harga saham. Oleh karena itu, laba saat ini tidak mencerminkan kejadian ekonomi yang mendasar pada saat yang tepat dan karena itu tidak sinkron dengan pergerakan harga saham (Ota, 1999).

SIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan yang dilakukan tentang relevansi nilai *dividend yield* dan *price earnings ratio* (PER) bagi perusahaan yang mengalami pertumbuhan menggunakan model harga dan model *return*, maka diperoleh simpulan sebagai berikut:

1. Dengan menggunakan model harga, pertumbuhan perusahaan (*growth*) yang diproksikan dengan *investment opportunity set* (IOS), *dividend yield* (DY), dan *price earnings ratio* (PER) memiliki relevansi nilai. Ini berarti bahwa *growth*, DY, dan PER merupakan faktor yang relevan dalam menentukan dan mengevaluasi harga saham. Pada model *return*, pertumbuhan perusahaan (*growth*) yang diproksikan dengan *investment opportunity set* (IOS), *dividend yield* (DY), dan *price earnings ratio* (PER) tidak memiliki relevansi nilai.
2. Pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap relevansi nilai *dividend yield* (DY) dan *price earnings ratio* (PER) dalam penilaian harga saham, baik pada model harga maupun pada model *return*. Ini menunjukkan tidak adanya perbedaan relevansi nilai DY dan PER antara perusahaan yang mengalami pertumbuhan dengan perusahaan yang tidak mengalami pertumbuhan. Para pelaku pasar modal di Indonesia yang menggunakan DY dan PER untuk menilai harga saham belum membedakan sinyal pertumbuhan perusahaan sebagai dasar untuk mempertimbangkan dan pengambilan keputusan. Hal ini bisa terjadi karena tidak semua pelaku pasar modal menggunakan informasi laporan keuangan secara cermat dalam pengambilan keputusan.

Saran dan Keterbatasan

Dengan memerhatikan hasil penelitian ini, beberapa saran dan keterbatasan penelitian yang diajukan adalah sebagai berikut:

1. Para pelaku pasar modal di Indonesia sebaiknya mempertimbangkan pertumbuhan perusahaan sebagai dasar untuk pengambilan

keputusan dalam melakukan penilaian harga saham menggunakan *dividend yield* dan PER. Untuk mendukung kondisi ini, maka perusahaan sebagai emiten hendaknya memberikan informasi yang lebih informatif dengan cara mengungkapkan sinyal pertumbuhan perusahaan dalam laporan keuangan yang dipublikasikannya.

2. Pemilihan sampel bersifat *purposive sampling* dengan jumlah sampel sebanyak 14 perusahaan manufaktur dengan periode pengamatan tahun 2001-2005, di mana masih tergolong sedikit untuk mewakili seluruh perusahaan. Penelitian selanjutnya sebaiknya mempertimbangkan penggunaan sampel dari seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dan menggunakan periode yang lebih panjang.
3. Pengelompokan perusahaan ke dalam kategori perusahaan yang mengalami pertumbuhan dengan perusahaan yang tidak mengalami pertumbuhan hanya menggunakan lima proksi IOS yang didasarkan pada hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan di Indonesia. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan proksi IOS lainnya dengan jumlah proksi IOS yang lebih banyak, sehingga proksi umum IOS yang diperoleh semakin dapat menunjukkan tingkat pertumbuhan perusahaan yang sebenarnya.

DAFTAR ACUAN

- Adam, Tim and Vidham K. Goyal, 1999, The Investment Opportunity Set and its Proxy Variables: Theory and Evidence, Finance Workshop Hongkong University of Science and Technology, pp. 1-52.
- Agung Saputro, Julianto, 2002, Confirmatory Factor Analysis Gabungan Proksi Investment Opportunity Set dan Hubungannya Terhadap Realisasi Pertumbuhan, Thesis, Pasca Sarjana FE UGM.
- Anggono, Alexander dan Zaki Baridwan, 2003, Pengaruh Kebijakan Pembagian Dividen, Kualitas Akrua dan Ukuran Perusahaan pada Relevansi Nilai Dividen, Nilai Buku dan Laba, Simposium Nasional Akuntansi VII: 393-403.
- Ball, R. dan P. Brown, 1968, An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers, Journal of Accounting Research:159-178.
- Barker, R.G., 1999, Survey and Market-Based Evidence of Industri-Dependence in Analyst Preference Between the Dividend Yield and Price-Earnings Ratio Valuation Model, Journal of Business Finance and Accounting:393-418.
- Battacharya, O., Imperfect Information, Dividend Policy and the Bird in the Hand Fallacy, Bell Journal of Economics, pp.259-270.

- Burgstahler, D.C. and I.D. Dichev, 1977, Earnings, Adaption and Equity Value, *The Accounting Review*, pp. 187-216.
- Easton, P. dan T. Harris, 1991, Earnings as an Explanatory Variable for Returns, *Journal of Accounting Research*:19-36.
- ECFIN, Indonesian Capital Market Directory, 2003.
- _____, Indonesian Capital Market Directory, 2004.
- _____, Indonesian Capital Market Directory, 2005.
- Extel, 1994, Ranking of Investment Analyst, Extel Financial Ltd.
- Fijrijanti, Tettet, 2000, Investment Opportunity Set: Kontruksi Proksi dan Analisis Hubungannya dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen: Thesis, Pascasarjana FE UGM.
- Gaver, Jennifer J. dan Kenneth M. Gaver, 1993, Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies, *Journal of Accounting and Economics*:125-160.
- Gujarati, D.N., 1995, *Basic Econometrics*, McGraw-Hill, Inc., 3rd edition.
- Hair, Joseph F., R E Anderson, R L Tatham, dan William C Black, 1998, *Multivariate Data Analysis*, 5th edition, McMillan Publishing Company.
- Hartono, Jogyanto, 199a, An Agency-Cost Explanation for Dividend Payments, Working Paper, Universitas Gadjah Mada.
- Jati, I Ketut, 2005, Relevansi Nilai Dividend Yield dan Price Earning Ratio dengan Moderasi Investment Opportunity Set (IOS) dalam Penilaian Harga Saham, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*.
- Kothari, S.P. dan Zimmerman, Jerold, 1995, Price and Return Models, *Journal of Accounting Economics* 20: 155-192.
- Linda dan Syam, Fazli BZ, 2005, Hubungan Laba Akuntansi, Nilai Buku, dan Total Arus Kas dengan Market Value: Studi Akuntansi Relevansi Nilai, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* Vol.8 No. 3:286-309.
- Margani Pinasti, 2004, Faktor-Faktor Yang Menjelaskan Variasi Relevansi Nilai Informasi Akuntansi: Pengujian Hipotesis Alternatif, *Simposium Nasional Akuntansi VII Denpasar*: 738-753.
- Ohlson, J.A., 1995, Earnings, Book Values and Dividends in Security Valuation, *Contemporary Accounting Research*:648-647.
- Ota, Koji, 2001, The Impact of Valuation Models on Value-Relevance Studies in Accounting: Review of Theory an Evidence, www.ssrn.com: 1-36
- Prasetyo, Adi, 2000, Asosiasi antara Investment Opportunity Set (IOS) dengan Kebijakan Pendanaan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Kompensasi, Beta dan Perbedaan Reaksi Pasar: Bukti Empiris dari Bursa Efek Jakarta, *Simposium Nasional Akuntansi (SNA) III*. 878-905.
- Riahi-Belkaoui, Ahmed dan Ronald D. Picur, 2001, Investment Opportunity Set Dependence of Dividend Yield and Price Earnings Ratio, *Managerial Fianance*:65-71.
- Sartono, Agus dan Munir, Misbahul, 1997, Pengaruh Kategori Industri Terhadap Price-Earning (P/E) Ratio dan Faktor-Faktor Penentunya, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 12, No. 3, 83-98.
- Singgih, Marmo, 1998, Price Earnings Ratio Sebagai Dasar Penilaian Kewajaran Harga Saham Yang Listed di BEJ, Tesis, Pascasarjana FE UGM.
- Smith Jr., Clifford W. dan Ross L. Watts, 1992, The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies, *Journal of Financial Economics*:263-192.
- Subekti, Imam, 2000, Asosiasi antara Set Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan, serta Implikasinya pada Perubahan Harga Saham, Tesis, Pasca Sarjana FE UGM.
- Sugiyono, 2005, *Metode Penelitian Bisnis*, Cetakan Kedelapan, Bandung:CV Alfabeta.
- Swanson, Zane, dan Nancy Benada, 2001, Relevance of Financial Data According to PE Ratios, Working Paper.
- Warsini, Sabar, 1994, Analisis Penilaian Harga Pasar Saham Dengan Pendekatan PER Model Ekonometrika Pada Perusahaan Go Publik di Bursa Efek Jakarta, Tesis, UI Jakarta.
- Whitbeck, Volkert S. dan Kosor, Manown Jr., 1963, A New Tool in Investment Decisions Making, *Financial Analys Journal*, Vol. 19 No. 3 (May-June), dikutip oleh James Lorie dan Richard Breal, 1978, *Modern Developments in Investment Management: A Book Reading*, 2nd Edition, Hinsdale, Ill, Dryden Press.