

Variabel-Variabel yang Memengaruhi Rasio P/E dan Dampaknya terhadap Return Saham (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)

JAM

13, 4

Diterima, Mei 2015

Direvisi, Agustus 2015

Oktober 2015

Disetujui, Desember 2015

Echan Adam

Pascasarjana Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya

Djumahir

Andarwati

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya

Abstract: This research is aimed to understand and to analyze the influence of firm size (size), DER (Debt to Equity Ratio), ROE (Return on Equity), DY (Dividend Yield), and TSB (Interest Rate) on P/E Ratio (Price Earning Ratio), and also their influence on stock return. Sampling technique is census which results in 17 manufacture companies as the sample. Two-Stage Least Square is used to analyze data. Result of research has shown that: (1) Variables of Size and ROE are positively and significantly influencing P/E Ratio. Variables of DER and TSB are negatively but significantly influencing P/E Ratio; and DY is not significantly influencing P/E Ratio. (2) P/E Ratio is negatively and significantly influencing stock return. Any changes happening with fundamental variables of finance and macroeconomic will increase P/E Ratio in the next period, but the increase of P/E Ratio will force stock return in the next period to decline.

Keywords: firm size, debt to equity ratio, return on equity, interest rates, P/E ratio, stock return

Abstrak: Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan menganalisis pengaruh ukuran perusahaan (size), DER (Debt to Equity Ratio), ROE (Return On Equity), DY (Dividend Yield), dan TSB (Tingkat Suku Bunga) terhadap rasio P/E (Price Earning Ratio) dan dampaknya terhadap return saham. Dengan tehnik sensus sampling, diperoleh sampel sebanyak 17 perusahaan manufaktur. Analisis regresi dua tahap (*two stage least square*) digunakan untuk menganalisa data. Hasil penelitian menunjukkan bahwa: (1) Variabel size dan ROE berpengaruh positif dan signifikan terhadap rasio P/E. Variabel DER dan TSB berpengaruh negatif dan signifikan terhadap rasio P/E, sedangkan variabel DY berpengaruh tidak signifikan terhadap rasio P/E. (2) Rasio P/E berpengaruh negatif dan signifikan terhadap return saham. Perubahan yang terjadi pada variabel fundamental keuangan dan makroekonomi relatif dapat meningkatkan rasio P/E pada periode berikutnya, dan meningkatnya rasio P/E tersebut relatif dapat menyebabkan turunnya tingkat return saham pada periode berikutnya.

Kata Kunci: ukuran perusahaan, debt to equity ratio, return on equity, tingkat suku bunga, rasio P/E, return saham



Jurnal Aplikasi
Manajemen (JAM)
Vol 13 No 4, 2015
Terindeks dalam
Google Scholar

Alamat Korespondensi:
Echan Adam, Fakultas Eko-
nomi dan Bisnis Universitas
Brawijaya Malang, e-mail:
cero2309@gmail.com

Perkembangan zaman yang semakin modern, pilihan berinvestasi masyarakat telah banyak ditemukan dalam berbagai bentuk investasi. Dewasa ini, pilihan

investasi masyarakat cenderung mulai meningkat dalam bentuk investasi saham. Indeks harga saham gabungan (IHSG) yang terus tumbuh pasca krisis keuangan (tahun 2008) selama empat tahun terakhir (31 desember tahun 2009–2012) dari level Rp2534,36 hingga level Rp4.316,69 (finance.yahoo.com) dengan presentase pertumbuhan hingga mencapai 149,26% bahkan mengungguli indeks-indeks saham dunia, membuat pasar saham Indonesia menjadi alternatif investasi menarik bagi para investor dalam menghasilkan keuntungan.

Sebagaimana definisi investasi, kegiatan pengembangan atau penanaman harta mensyaratkan adanya komitmen untuk mengorbankan sejumlah dana tertentu saat ini pada satu atau lebih aset dengan harapan memperoleh sejumlah keuntungan di masa datang (Jones, 2009:3). Keuntungan yang diharapkan tersebut tentu tidak dapat dipastikan besarnya, bahkan dalam prakteknya karena faktor *trend* (ikut-ikutan) atau *feeling* (tebak-tebakan), investor dapat mengalami resiko kerugian atau kehilangan dananya.

Sektor manufaktur merupakan salah satu sektor industri yang paling berkembang dibandingkan sektor industri lainnya yang ada di Bursa Efek Indonesia. Jumlah perusahaan pada sektor manufaktur yang menjual saham di bursa terus bertambah dari tahun ke tahun pasca krisis tahun 2008, serta presentase pertumbuhan indeks harga saham sektoral (IHSS) yang terus meningkat dari tahun 2009 hingga tahun 2012 (Tabel 1) adalah bukti bahwa perusahaan-perusahaan pada sektor manufaktur akan terus bertahan dan sangat potensial dalam menghasilkan keuntungan.

Tabel 1. Presentase Pertumbuhan IHSS BEI

Sektor	2009	2010	2011	2012
Agri	90.81	121.11	115.06	216.21
Manufactur	123.65	179.25	199.82	215.48
Infrastruc	48.57	61.02	46.40	76.15
Mining	151.06	199.65	176.99	150.59
Property	41.85	80.20	93.08	135.52
Trade	85.91	157.83	180.63	207.90
Finance	70.94	125.76	131.14	152.97

Sumber: www.duniainvestasi.com, diolah, 2014

Tahun 2009 indeks harga saham sektor manufaktur tumbuh mencapai $\pm 123\%$ meningkat dari tahun

2008. Tahun 2010-2012 indeks harga sahamnya terus meningkat mencapai $\pm 215\%$ dan lebih tinggi jika dibandingkan dengan indeks harga saham sektor lainnya. Hal tersebut menggambarkan kondisi yang baik pada sektor manufaktur di Indonesia, dan baik bagi investor untuk melakukan investasi khususnya pada saham perusahaan.

Strategi pemilihan saham berbasis analisis fundamental keuangan, merupakan strategi yang paling banyak digunakan dan paling rasional (Tandelilin, 2010). Pendekatan fundamental keuangan didasarkan karena semua saham mempunyai nilai intrinsik. Nilai intrinsik (*intrinsic value*) atau nilai fundamental (*fundamental value*) merupakan nilai yang seharusnya dari suatu saham (Jogiyanto, 2013). Pendekatan yang dapat digunakan dalam penentuan nilai intrinsik saham diantaranya adalah pendekatan nilai sekarang (*present value approach*) atau dengan pendekatan *price earning ratio* (rasio P/E). Pendekatan nilai sekarang dilakukan dengan menghitung seluruh aliran kas yang akan diterima pemegang saham dari suatu saham di masa akan datang, didiskontokan dengan tingkat bunga diskonto. Lain halnya dari pendekatan rasio P/E, dimana menghitung berapa kali nilai earning yang tercermin dalam harga suatu saham. Pendekatan rasio P/E lebih populer digunakan di kalangan analis saham dan para praktisi (Tandelilin, 2010). Rasio P/E dipercaya dan memberikan manfaat bagi investor dalam merefleksikan kinerja saham perusahaan.

Analisis fundamental berbasis rasio P/E masih tetap populer ditemukan dalam berbagai literatur empiris dan dapat memberikan kontribusi positif terhadap investor sebagai strategi berinvestasi yang baik dan dapat menyediakan keuntungan yang tinggi. Temuan pertama kali oleh Basu (1977) dimana saham dengan nilai relatif rasio P/E yang rendah cenderung menghasilkan *return* yang lebih tinggi jika dibandingkan dengan nilai rasio P/E tingginya di NYSE. Penelitian yang dilakukan di beberapa negara berbeda juga menemukan hasil yang serupa diantaranya: Fama dan French (1992); Lakonishok, *et al.* (1994) di pasar modal Amerika; Brouwer, *et al.* (1996) di pasar modal Perancis, Jerman, Belanda, Inggris; Chan *et al.* (1991) di pasar modal Jepang; menunjukkan bahwa saham-saham rasio P/E rendah (*undervalued*) memiliki *return* lebih tinggi dari saham-saham rasio P/E tinggi (*overvalued*).

Studi pada dekade terakhir konsisten ditemukan bahwa saham yang dinilai dengan rasio P/E lebih baik dibandingkan metode penilaian yang lain seperti rasio P/BV (Athanasakos, 2009); saham dengan nilai relatif rasio P/E rendah yang disebut *value stocks* cenderung menghasilkan *return* tinggi, lebih unggul dari saham dengan nilai relatif rasio P/E tinggi yang disebut *growth stocks* bahkan mengungguli *return* pasar (O'Shaughnessy, 2007); (Truong, 2009); (Sareewiwhattana, 2011); (Mir dan Hatami, 2013). Beukes (2011) membuktikan adanya nilai premium baik di negara maju dan berkembang dengan menggunakan pendekatan rasio P/E; demikian juga sepanjang siklus bisnis baik ekspansi dan kontraksi diteliti oleh Kwag and Sang (2006).

Rasio P/E masih sangat penting untuk dapat mengidentifikasi saham-saham mana pada masa akan datang memberikan *return* superior. Hasil penelitian lainnya yang membuktikan adanya hubungan signifikan antara rasio P/E dengan *return* saham, diantaranya: Aydogan and Gursoy (2000); Guler and Mustafa (2008); Margaretha and Damayanti (2008); yang menemukan hubungan positif signifikan, sedangkan pada penelitian lain oleh; Lewellen (2004); Kheradyar, *et al.* (2011); Khan, *et al.* (2012) menemukan hubungan negatif signifikan. Di sisi lain Jauhari dan Wibowo (2004); Khan, *et al.* (2009); Carlo (2014); menemukan bahwa rasio P/E tidak memiliki hubungan dengan *return* saham.

Di samping itu, analisis terhadap variabel-variabel yang mempengaruhi rasio P/E memiliki arti penting bagi investor sebelum mengambil keputusan investasi. Dalam evaluasi kinerja investasi, Zubir (2013) mengemukakan bahwa perlu melakukan penilaian terhadap sumber *return*-nya. Investor yang jeli dalam membeli saham akan selalu berpijak pada informasi tentang perusahaan yang menjual saham. Variabel-variabel fundamental keuangan yang dapat mempengaruhi rasio P/E saham meliputi: ukuran perusahaan (*size*), *debt to equity ratio* (DER), *return on equity* (ROE), dan *dividend yield*, serta variabel tingkat suku bunga (*interest rates*) sebagai proxy dari indikator makro ekonomi. Penggunaan variabel-variabel fundamental ini disebabkan telah diketahui merupakan karakteristik internal perusahaan dan kondisi eksternal perusahaan yang dapat mempengaruhi rasio P/E.

Ukuran perusahaan dapat menggambarkan

besar kecilnya suatu perusahaan yang ditunjukkan oleh total pendapatan penjualan, total aset, nilai buku ekuitas atau nilai pasar ekuitas (Al-Khazali, *et al.*, 2005). Constand, *et al.* (1991) dalam Krisnadi (2005) menyatakan semakin besar ukuran perusahaan yang diukur dengan total aset maka semakin kecil resikonya. Ukuran perusahaan yang besar dianggap sebagai indikator bahwa perusahaan tersebut mampu memenuhi segala kewajiban, serta memberikan tingkat keuntungan memadai bagi investor. Hal ini akan berpengaruh pada meningkatnya nilai rasio P/E. Dengan kata lain, semakin besar ukuran suatu perusahaan, maka dapat dikatakan semakin tinggi rasio P/E-nya. Hubungan positif *size* dengan rasio P/E ditunjukkan pada penelitian Kotten (2004); Rusdiana (2008); yang terbukti signifikan. Sementara temuan lain dibuktikan oleh Sartono and Munir (1997); Krisnadi (2005) bahwa *size* mempunyai hubungan negatif signifikan dengan rasio P/E. Kumar and Warne (2009); menemukan hubungan yang tidak signifikan antara *size* dengan rasio P/E.

Debt to equity ratio (DER) dapat menunjukkan struktur modal yang dimiliki perusahaan (Ross, *et al.*, 2011). Ukuran resiko tidak tertagihnya hutang suatu perusahaan dapat diukur dengan rasio hutang terhadap ekuitas (*debt to equity ratio*) (Jones, 2009). Rasio DER menunjukkan besarnya hutang yang digunakan perusahaan dibanding dengan besarnya ekuitas. Besar kecilnya hutang suatu perusahaan akan mempengaruhi harapan investor terhadap kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba serta resiko keuangan yang mempengaruhi rasio P/E. Penelitian Rahma (2013) menemukan hubungan negatif antara *debt to equity ratio* dengan rasio P/E. Sementara Rusdiana (2008); Faezina, *et al.* (2012); menemukan hubungan positif *debt to equity ratio* dengan rasio P/E. Hasil studi lainnya oleh Kumar and Warne (2009); menemukan hubungan yang tidak signifikan antara rasio DER dengan rasio P/E.

Tandelilin (2010) menyatakan *Return on equity ratio* (ROE) merupakan indikator rasio profitabilitas sangat penting diperhatikan investor. ROE dapat dikatakan tingkat profitabilitas yang diperoleh dari penggunaan ekuitas perusahaan. Meningkatnya rasio ROE diharapkan adanya kenaikan laba atau *earning* yang lebih besar di mana hal tersebut dapat mempengaruhi rasio P/E. Adanya peningkatan laba

perusahaan mengindikasikan peningkatan nilai perusahaan yang tercermin pada harga sahamnya, sehingga nilai rasio P/E juga meningkat. Kotten (2004); Krisnadi (2005); Faezina, *et al.* (2012); membuktikan hubungan positif rasio ROE dengan rasio P/E. Pada penelitian lain, Rusdiana (2008); menemukan hubungan negatif antara rasio ROE dengan rasio P/E, namun, penelitian Sartono and Munir (1997); dan Premkanth (2013) menemukan adanya hubungan yang tidak signifikan dari kedua variabel tersebut.

Dividend yield (DY) merupakan rasio yang menunjukkan keuntungan dari dividen perlembar saham terhadap harga pasar perlembar saham yang di terima perusahaan (Guler and Mustafa, 2008). Besarnya nilai rasio tersebut mempengaruhi daya tarik bagi investor untuk melakukan investasi. *Dividend yield* yang tinggi merupakan ukuran bagi investor bahwa perusahaan tersebut memiliki prospek yang baik dan akan menghasilkan laba yang tinggi di masa datang. Hal ini menandakan bahwa tingginya *dividend yield* juga akan berdampak pada *earning yield* yang tinggi. Hal ini sesuai dengan teori signaling, bahwa dividen memiliki kandungan informasi yang dapat memberikan sinyal positif terhadap *earning* perusahaan. Dengan kata lain, *dividend yield* mempunyai hubungan negatif dengan rasio P/E. Murhadi (2008); Guler and Mustafa (2008); Faezina, *et al.* (2012); menemukan bahwa *dividend yield* memiliki hubungan negatif dengan rasio P/E.

Tingkat suku bunga (*interest rates*) merupakan variabel makro ekonomi yang menjadi perhatian utama investor diduga dapat mempengaruhi kinerja suatu perusahaan atau saham. Menurut Amoako and Smith (2002) tingkat bunga yang tinggi merupakan sinyal negatif terhadap rasio P/E. Meningkatnya tingkat suku bunga akan meningkatkan beban bunga emiten, sehingga dapat memotong laba perusahaan. Tingkat suku bunga yang tinggi juga menyebabkan biaya produksi meningkat dan harga produk lebih mahal. Hal ini dapat menekan pembelian terhadap barang oleh konsumen dan berakibat penjualan perusahaan menurun. Penurunan penjualan dapat menurunkan laba bersih perusahaan. Penurunan laba bersih akan mengakibatkan laba per saham juga menurun dan akhirnya akan berakibat turunnya harga saham di pasar. Hal ini tentunya akan berpengaruh pada rasio P/E saham. Di sisi lain, Samsul (2006) menyatakan

naiknya suku bunga deposito akan mendorong investor untuk menjual saham dan kemudian menabung hasil penjualan itu dalam deposito. Penjualan saham secara besar-besaran akan menjatuhkan harga saham di pasar. Oleh karena itu, kenaikan suku bunga pinjaman atau suku bunga deposito akan mengakibatkan turunnya harga saham. Sebaliknya, penurunan tingkat bunga pinjaman atau tingkat bunga deposito akan menaikkan harga saham di pasar dan laba bersih per saham, sehingga mendorong harga saham meningkat. Penurunan bunga deposito akan mendorong investor mengalihkan investasinya dari perbankan ke pasar modal. Investor akan mengapresiasi dengan membeli banyak saham sehingga harga saham terdorong naik akibat meningkatnya permintaan saham. Hubungan tingkat suku bunga terhadap rasio P/E diteliti Amoako and Smith (2002); Azam (2010); Faezina, *et al.* (2012); menemukan adanya hubungan negatif signifikan antara tingkat suku bunga dengan rasio P/E.

Berdasarkan pada uraian di atas, penelitian ini dilakukan untuk mengkaji variabel yang memengaruhi rasio P/E dan bagaimana dampaknya terhadap return saham perusahaan pada sektor manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitian-penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa masih terdapat inkonsistensi hasil penelitian dan juga variabel-variabel yang digunakan masih dilakukan secara terpisah. Keterbaruan penelitian ini yaitu melihat secara langsung pada variabel return saham sebagai dampak dari strategi pemilihan saham dengan menggunakan pendekatan rasio P/E dengan periode pengamatan yang berbeda dihitung dari tahun 2008 sampai dengan tahun 2013.

Hipotesis Penelitian

Ukuran perusahaan (*size*) menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan yang ditunjukkan oleh total aset. Semakin besar ukuran perusahaan (*size*) yang diukur dengan total aset maka semakin kecil risikonya. Ukuran perusahaan yang besar dianggap sebagai indikator bahwa perusahaan tersebut mampu memenuhi segala kewajiban, serta memberikan tingkat keuntungan memadai bagi investor. Semakin besar ukuran suatu perusahaan maka investor akan merasa aman memiliki saham suatu perusahaan tersebut dan hal ini berdampak pada peningkatan rasio P/E saham. Maka hipotesis yang diajukan adalah:

H1 : Ukuran perusahaan (*size*) berpengaruh signifikan terhadap rasio P/E.

Debt to equity ratio (DER) menunjukkan struktur modal yang dimiliki perusahaan. DER dapat menggambarkan faktor resiko yang dapat mempengaruhi rasio P/E. DER menunjukkan seberapa besar hutang perusahaan dijamin modal sendiri. Brigham and Houston (2006) menyatakan bahwa semakin tinggi rasio DER, maka semakin besar laba perusahaan. Perusahaan memiliki hutang yang besar disertai dengan kemampuan perusahaan untuk mengelola modal tersebut dengan efektif, dapat menghasilkan profitabilitas yang besar. Hal ini dapat menurunkan nilai rasio P/E dari adanya kenaikan profitabilitas jika tidak disertai dengan peningkatan harga saham. Disisi lain, rasio DER yang tinggi menunjukkan adanya resiko yang tinggi menyebabkan investasi pada suatu saham akan kurang menarik terutama bagi investor yang *risk averse*, akibatnya harga saham akan turun sehingga berdampak pada penurunan nilai rasio P/E. Dengan demikian, rasio DER dapat memberikan pengaruh negatif terhadap rasio P/E. Maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut.

H2 : *Debt to equity ratio* (DER) berpengaruh signifikan terhadap rasio P/E.

Return on equity ratio (ROE) merupakan ukuran profitabilitas yang menggambarkan kemampuan atau efektifitas perusahaan dalam menghasilkan laba dengan memanfaatkan modal sendiri yang dimiliki. Tingginya rasio ROE menunjukkan tingginya tingkat keberhasilan yang dicapai pemilik perusahaan. Di lain hal, Haugen (2001) mengungkapkan bahwa faktor potensi pertumbuhan diharapkan dapat meningkatkan harga sahamnya. Hal ini dapat berdampak pada adanya hubungan positif antara rasio ROE dengan rasio P/E. Dengan demikian, hipotesis yang diajukan adalah:

H3 : *Return on equity ratio* (ROE) berpengaruh signifikan terhadap rasio P/E.

Dividen yield merupakan keuntungan *dividen* yang dapat diperoleh untuk setiap harga yang dibayar per lembar saham. *Dividen yield* diduga dapat mempengaruhi nilai rasio P/E. Hubungan ini diduga negatif. Hal ini sesuai teori *signaling* bahwa *dividen* memiliki kandungan informasi yang dapat digunakan untuk memprediksi *earning* yang akan datang. Black (1976) menyatakan bahwa *dividen* perusahaan merupakan signal bahwa pihak manajemen memiliki prediksi

earning yang tinggi dimasa yang akan datang. Sehingga perusahaan yang memiliki *dividen yield* tinggi juga dapat memiliki nilai *earning yield* yang tinggi (rasio P/E rendah). Dengan demikian, hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H4 : *Dividen yield* berpengaruh signifikan terhadap rasio P/E.

Tingkat suku bunga merupakan variabel makroekonomi yang menjadi perhatian investor diduga memiliki hubungan negatif dengan rasio P/E. Pada umumnya setiap pergerakan harga saham akan mengakibatkan perubahan pada rasio P/E suatu perusahaan. Di sisi lain, tingkat bunga yang tinggi merupakan sinyal negatif terhadap harga saham (Tandelilin, 2010). Meningkatnya tingkat suku bunga akan meningkatkan beban bunga emiten, sehingga dapat memotong laba perusahaan. Tingkat suku bunga yang tinggi juga menyebabkan biaya produksi meningkat dan harga produk lebih mahal. Tertekannya konsumsi barang oleh konsumen berakibat menurunkan penjualan perusahaan. Penurunan penjualan berdampak pada penurunan laba perusahaan. Beberapa studi empiris telah menemukan adanya hubungan negatif antara tingkat suku bunga dengan rasio P/E diantaranya: Amoako, *et al.* (2002); Azam (2010); Faezinia *et al.* (2012). Dengan demikian, hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H5 : Tingkat suku bunga berpengaruh signifikan terhadap rasio P/E.

Price earning ratio atau rasio P/E merupakan perbandingan harga saham terhadap nilai *earnings* perusahaan per lembar saham. Tandelilin (2010) mengemukakan rasio P/E merupakan pendekatan *multiplier*, dimana investor akan menghitung berapa kali (*multiplier*) nilai *earning* yang tercermin dalam harga suatu saham. Nilai rasio P/E yang rendah dikatakan bahwa saham tersebut *undervalued*, sehingga diekspektasikan dapat menghasilkan return yang tinggi. Hubungan antara rasio P/E dengan return saham ini dikatakan negatif karena saham-saham dengan rasio P/E rendah umumnya menghasilkan keuntungan yang besar. Wiagustini (2008) menyatakan saham yang dipandang *undervalued* oleh investor menyebabkan reaksi beli lebih banyak dibandingkan dengan reaksi jual, sehingga hal ini berdampak pada peningkatan harga saham. Peningkatan harga saham berdampak pula pada tingkat return saham yang tinggi. Dengan

demikian, hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H6 : *Price earning ratio* (rasio P/E) berpengaruh signifikan terhadap *return* saham.

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel Penelitian

Price Earning Ratio (Rasio P/E)

Rasio P/E menggambarkan perbandingan antara harga saham terhadap *earning* perusahaan yang tercermin pada laporan keuangan perusahaan sampel per tahun selama periode 2009–2012. Rasio P/E dapat ditentukan dengan cara membagi harga saham perusahaan saat ini dengan laba per saham atau *earning per share* (EPS). Perhitungan rasio P/E menggunakan rumus berikut ini.

$$\text{Rasio P/E} = \frac{\text{Harga saham}}{\text{Earning per lembar saham}}$$

Return Saham

Return saham merupakan hasil atau keuntungan yang diperoleh saat ini atas investasi saham yang dilakukan masa lalu. *Return* saham diukur dari selisih harga saham akhir tahun dengan harga saham awal tahun dibagi dengan harga saham pada awal tahun selama periode tahun penelitian 2010–2013. Perhitungan *return* saham menggunakan rumus berikut ini.

$$R_s = \frac{P_t - P_o}{P_o}$$

Di mana:

R_s = *Return* saham

P_t = *Price*, yaitu harga untuk akhir tahun ke-t (bulan desember setiap tahun)

P_o = *Price*, yaitu harga untuk awal tahun ke-t (bulan Januari setiap tahun)

Ukuran Perusahaan (*Size*)

Ukuran perusahaan (*size*) merupakan total aset perusahaan yang menggambarkan besarnya sumber daya dan kekayaan yang dimiliki oleh perusahaan yang tercermin pada laporan keuangan perusahaan sampel per tahun selama periode 2008–2011. Ukuran perusahaan (*size*) diukur dengan total aset di-logaritma natural.

$$\text{Size} = \ln(\text{Total Aset})$$

Debt to Equity Ratio (*DER*)

DER atau rasio hutang terhadap ekuitas menunjukkan struktur modal yang dimiliki perusahaan dimana menggambarkan besarnya hutang yang digunakan perusahaan dibanding dengan besarnya ekuitas yang tercermin pada laporan keuangan perusahaan sampel per tahun pada akhir tahun periode penelitian 2008–2011. Perhitungan *DER* menggunakan rumus berikut ini.

$$\text{DER} = \frac{\text{Hutang Jangka Panjang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Return on Equity (*ROE*)

Return on Equity (*ROE*) merupakan keberhasilan investasi perusahaan dengan menggunakan dana yang berasal dari modal sendiri yang ditunjukkan pada laporan keuangan perusahaan sampel per tahun pada akhir tahun periode penelitian 2008–2011. Rasio *ROE* diukur dengan laba bersih dibagi dengan modal sendiri.

$$\text{ROE} = \frac{\text{Laba setelah pajak}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Dividend Yield (*DY*)

Dividend Yield (*DY*) merupakan rasio keuntungan dari *dividend* perlembar saham terhadap harga pasar perlembar saham yang diterima perusahaan yang tercermin dari laporan keuangan perusahaan sampel per tahun pada akhir tahun periode penelitian 2008–2011. *Dividend yield* diukur dengan *dividen* per lembar saham dengan harga pasar per lembar saham.

$$\text{DY} = \frac{\text{Dividend per saham}}{\text{Harga pasar per saham}}$$

Tingkat Suku Bunga (*Interest Rates*)

Tingkat suku bunga (*interest rates*) menggunakan tingkat suku bunga Bank Indonesia (*BI-rate*) selama periode 2008–2011. Variabel tingkat suku bunga yang digunakan, ditentukan dengan pendekatan sensitivitas, yaitu dengan *me-regres* nilai tingkat suku bunga dengan harga saham masing-masing perusahaan selama periode 2008–2011. Nilai sensitivitas tingkat suku bunga yang berlaku untuk masing-masing perusahaan diambil dari besarnya nilai koefisien beta (β).

$$Y_{it} = \alpha + \beta_{it} \text{Tingkat suku bunga} + e$$

Di mana:

Y_{it} = Harga saham perusahaan i pada periode ke- t

α = Konstanta nilai

β_{it} = Sensitivitas tingkat suku bunga perusahaan i pada periode t

e = error

Metode Penelitian

Penelitian ini adalah penelitian eksplanatori, untuk mendapatkan penjelasan mengenai hubungan (kausalitas) antar satu variabel dengan variabel lainnya. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif. Populasi dalam penelitian ini adalah sebanyak 134 perusahaan (emiten) yang termasuk dalam sektor manufaktur di Bursa Efek Indonesia dan dipilih melalui kriteria populasi yakni perusahaan yang memiliki laba positif dan konsisten membagikan deviden berturut-turut selama periode penelitian. Berdasarkan kriteria populasi tersebut, diperoleh populasi sebanyak 17 perusahaan (emiten). Dikarenakan populasi yang relatif kecil, maka keseluruhan populasi terpilih dijadikan sebagai sampel dalam penelitian ini.

Metode Analisis Data

Analisis data penelitian dilakukan dengan menggunakan analisa regresi dua tahap (*two stage least square*) untuk menguji pengaruh variabel ukuran perusahaan, DER, ROE, DY, dan tingkat suku bunga terhadap rasio P/E, serta pengaruh rasio P/E terhadap *return* saham. Penelitian ini menggunakan uji kelayakan data yaitu apakah data yang digunakan memenuhi asumsi normalitas, bebas multikolinieritas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi. Model regresi linier dalam penelitian ini dinyatakan dalam bentuk dua persamaan sebagai berikut:

$$Y_1 = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + e$$

$$Y_2 = \alpha + \beta Y_1 + e$$

Keterangan:

Untuk persamaan 1: Y_1 = Rasio P/E, α = intercept, β_{1-5} = koefisien regresi dari variabel independen, X_1 = Ukuran perusahaan, X_2 = DER, X_3 = ROE, X_4 = DY, X_5 = Tingkat suku bunga. e = error.
Untuk persamaan 2: Y_2 = Return saham.

Hasil Penelitian

Pengujian Kelayakan Data

Uji Normalitas

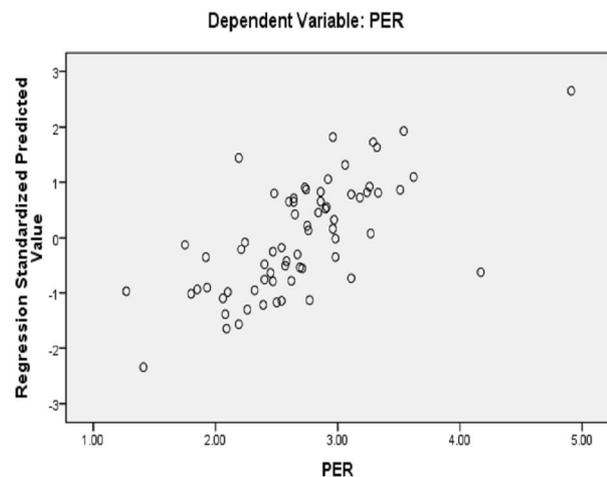
Hasil uji normalitas dari model 1 dan 2 diketahui nilai sig. Kolmogorov-Smirnov masing-masing sebesar 0,364 dan 0,183, dan lebih besar dari 0,05 (sig>5%). Maka dapat disimpulkan bahwa data memenuhi asumsi normal.

Uji Multikolinieritas

Hasil uji multikolinieritas menunjukkan nilai *variance inflation factor* (VIF) untuk variabel ukuran perusahaan sebesar 1,192, variabel DER sebesar 1,200, variabel ROE sebesar 1,072, variabel DY sebesar 1,352, variabel tingkat suku bunga sebesar 1,035. Nilai VIF dari variabel-variabel tersebut lebih kecil dari 10, sehingga dikatakan bebas dari masalah multikolinieritas.

Uji Heteroskedastisitas

Hasil uji heteroskedastisitas dapat dilihat pada Grafik scatterplot berikut ini.



Gambar 1. Grafik Scatterplot

Dari Gambar 1 di atas menunjukkan bahwa titik-titik menyebar secara acak dan tidak membentuk pola tertentu, baik di bagian atas angka 0 atau di bawah angka 0 dari sumbu Y. Dengan demikian data memenuhi asumsi tidak terdapat heteroskedastisitas.

Uji Autokorelasi

Hasil uji autokorelasi menunjukkan nilai hitung *durbin watson* (DW-hitung) sebesar 1,791. Nilai tersebut dapat mendekati angka 2 dan lebih tinggi dari nilai tabel *durbin watson* (DW-tabel) sebesar 1,767, sehingga disimpulkan tidak terjadi autokorelasi dalam model regresi.

Berdasarkan hasil analisis regresi linier pada model 1 yang dapat diketahui bahwa nilai R^2 pada model 1 (Tabel 3) sebesar 0,460 atau 46%, artinya model mampu menjelaskan rasio P/E sebesar 46% dan sisanya 54% dijelaskan oleh variabel lain yang belum masuk dalam model. Pada model kedua, nilai R^2 diketahui sebesar 0,161 atau 16,1%, artinya model

Statistik Deskriptif dan Pengujian Hipotesis

Tabel 2. Statistik Deskriptif Variabel

Variabel	Rata-Rata	Maximum	Minimum	Standar Deviasi
Ukuran perusahaan (<i>size</i>) (<i>x</i>)	15,67	18,48	13,46	1,485
<i>Debt to Equity Ratio (DER)</i> (<i>x</i>)	0,49	3,51	0,025	0,922
<i>Return on Equity (ROE)</i> (<i>x</i>)	0,28	0,89	0,061	0,213
<i>Dividend yield (DY)</i> (<i>x</i>)	0,048	0,11	0,006	0,039
Tingkat Suku Bunga (<i>interest rates</i>)	-0,62	14,31	-23,29	9,294
<i>Price Earning Rasio (Rasio P/E)</i> (<i>x</i>)	18	58,83	6,15	12,703
<i>Return Saham (%)</i>	34,75	137,92	-58,49	0,494

Sumber: ICMD 2009-2014, diolah

Tabel 3. Pengujian Hipotesis Model 1

Variabel	Koefisien Regresi (β)	t-statistik	Sig. (p-value)	Keterangan
Ukuran perusahaan (<i>size</i>)	0,148	3,588	0,001	Signifikan
<i>Debt to Equity Ratio (DER)</i>	-0,155	-3,702	0,000	Signifikan
<i>Return on Equity (ROE)</i>	0,204	2,365	0,021	Signifikan
<i>Dividend yield (DY)</i>	-0,71	-0,932	0,355	Tidak Signifikan
Tingkat Suku Bunga (<i>interest rates</i>)	-0,111	-2,934	0,005	Signifikan
Dependent : Rasio P/E (Y1)				
R2 : 0,460				
F-statistic : 10,549				

Sumber: Data diolah

Tabel 4. Pengujian Hipotesis Model 2

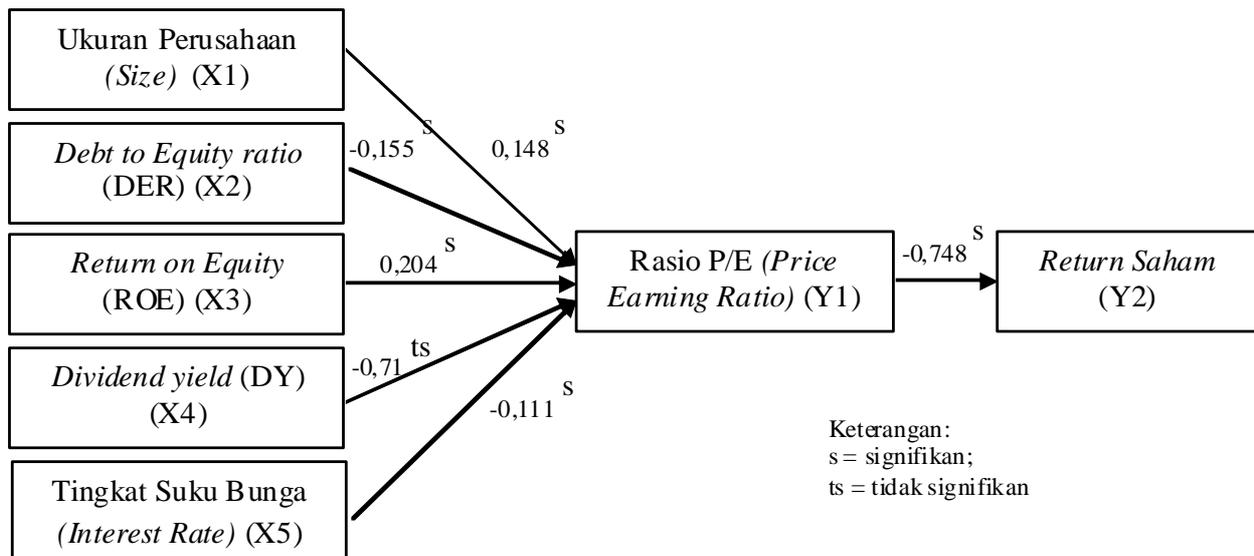
Variabel	Koefisien Regresi (β)	t- statistik	Sig. (p-value)	Keterangan
Rasio P/E (Y1)	-0,748	-3,563	0,001	Signifikan
Dependent : Return Saham (Y2)				
R2 : 0,161				
F-statistic : 12,691				

Sumber: Data diolah

Keterangan:

s = signifikan;

ts = tidak signifikan



Gambar 2. Diagram Hasil Pengujian Hipotesis

dapat menjelaskan *return* saham sebesar 16,1%, sedangkan sisanya 83,9% dijelaskan oleh variabel lain yang belum masuk dalam model penelitian.

Pembahasan

Pengaruh Ukuran Perusahaan (*size*) terhadap Rasio P/E

Dari hasil analisis telah terbukti ukuran perusahaan (*size*) berpengaruh signifikan terhadap rasio P/E sebagaimana ditunjukkan pada Tabel 3. Terdapat cukup bukti untuk menyatakan bahwa ukuran perusahaan (*size*) dapat berpengaruh nyata terhadap rasio P/E, semakin besar ukuran perusahaan (*size*), rasio P/E perusahaan semakin tinggi. *Size* yang semakin besar menunjukkan bahwa perusahaan terus bertumbuh yang mengindikasikan bahwa perusahaan mempunyai kemampuan dalam menghasilkan laba. Hal ini akan berdampak pada naiknya harga saham dan rasio P/E saham. Hasil penelitian ini sesuai dengan temuan Krisnadi (2005) yang menyatakan bahwa kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan aset dan mengelolanya dengan baik mendorong peningkatan laba per saham. Perusahaan dengan total aset yang lebih tinggi dari rata-rata, menjadikan perusahaan mampu meningkatkan produksinya dan nilai penjualannya, dan menghasilkan laba bersih yang lebih tinggi. Hasil penelitian Kotten (2004) juga membuktikan bahwa aset perusahaan yang dikelola

secara optimal dapat meningkatkan laba bersih perusahaan.

Nilai total aset (*ln*) yang menunjukkan ukuran perusahaan (*size*) dari perusahaan yang diteliti mengalami peningkatan rata-rata sebesar 0,74% dengan nilai rata-rata sebesar 15,67 kali setiap tahun selama periode 2008-2011 (Tabel 2). Sebagian besar perusahaan yang diteliti konsisten dalam usaha meningkatkan total aset, yang mengindikasikan perusahaan tersebut dapat meningkatkan kinerja dan mampu menghasilkan keuntungan di masa akan datang. Keadaan tersebut menjadikan investor percaya bahwa perusahaan yang semakin besar dapat diandalkan, sehingga menentukan keputusan berinvestasi pada perusahaan tersebut. Reaksi positif investor pada perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia membuat harga saham perusahaan meningkat dan juga rasio P/E-nya.

Pengaruh *Debt to Equity Ratio* (DER) terhadap Rasio P/E

Telah dibuktikan dari hasil analisis bahwa *debt to equity ratio* (DER) berpengaruh signifikan terhadap rasio P/E (Tabel 3). Artinya terdapat cukup bukti untuk menyatakan bahwa *debt to equity ratio* (DER) dapat berpengaruh nyata terhadap rasio P/E, bahwa semakin kecil *debt to equity ratio* (DER) menjadikan rasio P/E semakin tinggi. Perusahaan-

perusahaan pada sektor manufaktur mempunyai kemampuan dalam menghasilkan laba. Kondisi ini membuat perusahaan tidak bergantung pada hutang dalam struktur modalnya, sehingga kecenderungan perusahaan untuk mengurangi pendanaan yang bersumber dari hutang. Terbukti bahwa rasio DER terus turun dan rata-rata hanya sebesar 0,49 kali per tahun selama periode 2008–2011. Hasil penelitian sesuai dengan temuan Rusdiana (2008) dan Faezinia, *et al.* (2012) dan Rahma (2013) yang membuktikan bahwa *debt to equity ratio* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap rasio P/E. Bagi investor, hal ini dipandang baik dimana menunjukkan perusahaan dengan resiko rendah dan investasi pada suatu saham menjadi menarik, akibatnya harga saham naik dan berdampak pada nilai rasio P/E yang tinggi.

Pengaruh *Return on Equity* (ROE) terhadap Rasio P/E

Hasil analisis membuktikan bahwa *return on equity* (ROE) berpengaruh signifikan terhadap rasio P/E (Tabel 3). Terdapat cukup bukti untuk menyatakan bahwa *return on equity* (ROE) dapat berpengaruh nyata terhadap rasio P/E, di mana semakin besar *return on equity* (ROE) menjadikan rasio P/E semakin tinggi. Hasil penelitian ini konsisten dengan temuan Faezinia, *et al.* (2012) dan Krisnadi (2005); yang membuktikan ROE berpengaruh positif dan signifikan terhadap rasio P/E. Kemampuan perusahaan memanfaatkan modal sendiri yang dimiliki dalam menghasilkan laba yang tinggi dapat terbukti pada penelitian ini. Rata-rata tahunan dari nilai ekuitas selama periode 2008–2011 relatif tinggi sebesar 0,28 kali mengindikasikan kinerja perusahaan yang baik dalam memenuhi harapan investor. Artinya, apabila investor yang berinvestasi sebesar 100 rupiah pada perusahaan, dapat menghasilkan keuntungan bersih 28 rupiah. Perusahaan yang menghasilkan laba lebih besar menarik para investor untuk berinvestasi diperusahaan, akibatnya harga saham meningkat pada periode berikutnya. Tingginya keuntungan yang menjadi hak pemilik modal sendiri atas modal yang diinvestasikan, akan direspon positif oleh investor dengan menghargai saham itu lebih tinggi.

Pengaruh *Dividend Yield* (DY) terhadap Rasio P/E

Hasil analisis menunjukkan bahwa *dividend yield* berpengaruh tidak signifikan terhadap rasio P/E (Tabel 3). Artinya tidak terdapat cukup bukti untuk menyatakan bahwa *dividend yield* dapat berpengaruh nyata terhadap rasio P/E, bahwa penurunan *dividend yield* tidak mampu menjelaskan variasi perubahan peningkatan rasio P/E pada sampel perusahaan yang diteliti di sektor manufaktur. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan temuan Guler and Mustafa (2008); Faezinia, *et al.* (2012); dan Murhadi (2008), bahwa *dividend yield* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap rasio P/E.

Efek *signalling* dari deviden yang dikemukakan Miller dan Rock (1985) bahwa perubahan yang mengarah kepada kenaikan deviden akan diinterpretasi oleh berbagai sinyal optimis dari manajemen perusahaan tentang tingkat keuntungan perusahaan dimasa mendatang. Rasio *dividend yield* diukur dari deviden terhadap harga per lembar saham menunjukkan hasil dari deviden yang terus turun. Rata-rata rasio *dividend yield* perusahaan yang diteliti selama periode 2008–2011 hanya sebesar 0,048 kali per tahun. Nilai rata-rata tersebut dapat dikatakan sangat rendah di mana lebih kecil dari 1, mengindikasikan saham perusahaan-perusahaan manufaktur tergolong sangat mahal (*overvalued*).

Secara teoritis, keadaan rasio *dividend yield* tersebut dapat mempengaruhi secara negatif reaksi investor terhadap saham perusahaan. Reaksi investor yang diinterpretasikan dengan nilai rasio P/E, menunjukkan peningkatan dari tahun ke tahun rata-rata sebesar 18,00 kali (Tabel 3). Fakta empiris tersebut membuktikan bahwa keadaan rasio *dividend yield* tidak cukup signifikan mempengaruhi rasio P/E di masa akan datang karena investor tetap bereaksi positif terhadap saham. Perkembangan *rate of return* dari deviden per saham yang dibayarkan menunjukkan volatilitas yang tinggi selama periode penelitian 2008–2011. Tingkat volatilitas deviden yang tinggi menunjukkan bahwa keadaan deviden yang akan dibayarkan sangat berfluktuatif, dan mengindikasikan sebagian besar perusahaan tidak menentu dalam membagikan devidennya. Fluktuasi yang tinggi dari deviden, bagi

investor sangat sulit menjadikan deviden sebagai faktor yang digunakan untuk memprediksi keuntungan dimasa akan datang, karena dipandang sangat beresiko. Keadaan tersebut menjadikan deviden tidak cukup untuk diandalkan untuk mengetahui perubahan harga saham dan laba dimasa akan datang, sehingga investor dalam menentukan keputusan investasinya kurang mempertimbangkan *dividend yield* atau hasil dari deviden.

Temuan ini tidak mendukung teori signal, dimana deviden tidak dapat digunakan sebagai signal bagi pihak luar dalam menentukan keputusan berinvestasi. Pengumuman atas kebijakan pembayaran deviden tersebut tidak mempengaruhi jumlah permintaan atau apresiasi investor terhadap saham perusahaan dimana hal ini dapat berakibat tetap menaikkan nilai saham dan rasio P/E saham. Fakta empiris membuktikan bahwa sampel perusahaan yang diteliti juga tidak secara regular membagikan devidennya selama periode penelitian, dan hanya beberapa perusahaan saja yang melakukannya.

Pengaruh Tingkat Suku Bunga (*Interest Rates*) terhadap Rasio P/E

Hasil analisis menunjukkan tingkat suku bunga berpengaruh signifikan terhadap rasio P/E (Tabel 3). Artinya terdapat cukup bukti bahwa sensitivitas tingkat suku bunga yang semakin kecil menjadikan rasio P/E saham semakin tinggi. Hasil penelitian sesuai dengan temuan Amoako-Adu and Smith (2002); Azam (2010); Faezina, *et al.* (2012). Tingkat suku bunga merupakan faktor makro yang dapat memberikan dampak terhadap perusahaan khususnya pada harga saham. Sensitivitas tingkat suku bunga menunjukkan besaran beta resiko dari faktor tingkat suku bunga terhadap perusahaan. Rendahnya nilai sensitivitas tingkat suku bunga menyebabkan investor akan lebih cenderung tertarik untuk berinvestasi pada saham. Ketertarikan investor untuk berinvestasi pada saham memberikan sinyal positif di mana harga saham perusahaan meningkat. Tingkat suku bunga yang rendah dapat berdampak pada biaya produksi perusahaan menurun dan harga produk akan lebih murah di pasaran. Kondisi tersebut dapat meningkatkan pembelian terhadap barang oleh konsumen dan berakibat pada peningkatan volume penjualan perusahaan dan laba bersih (per saham) yang diperoleh semakin besar.

Pengaruh Rasio P/E terhadap Return Saham

Temuan penelitian ini menunjukkan *price earning ratio* (rasio P/E) berpengaruh signifikan terhadap return saham. Artinya terdapat cukup bukti bahwa rasio P/E yang semakin tinggi menjadikan return saham atau tingkat pengembalian semakin rendah di periode berikutnya pada saham perusahaan di sektor manufaktur selama periode 2009–2012. Hasil penelitian ini sesuai dengan temuan Lewellen (2004); Kheradyar, *et al.* (2011) dan Khan, *et al.* (2012) yang membuktikan pengaruh negatif dan signifikan rasio P/E terhadap return saham.

Pada Tabel 5 menunjukkan tren presentase pertumbuhan rasio P/E dengan return saham yakni tidak searah. Terlihat bahwa tren pergerakan rasio P/E tahun 2009–2012 mengalami peningkatan (positif), sedangkan tren pergerakan return saham pada periode berikutnya (2010–2013) mengalami penurunan (negatif) kecuali tahun 2012. Fakta empiris yang menunjukkan tren positif pada variabel rasio P/E serta tren negatif pada variabel *return* saham mengakibatkan pengaruh yang tidak searah (negatif) signifikan dari rasio P/E terhadap *return* saham pada perusahaan di sektor manufaktur selama periode 2010–2013. Keadaan yang menunjukkan rasio P/E relatif tinggi bahwa saham tersebut dinilai *overvalued* atau mahal menyebabkan reaksi jual lebih banyak dibandingkan dengan reaksi beli, sehingga hal ini berdampak pada penurunan harga saham periode berikutnya. Akibatnya tingkat *return* saham dihasilkan juga rendah.

Tabel 5. Tren % Pergerakan Rasio P/E

Variabel	2009	2010	2011	2012	2013	Rata-rata
PER	3,2	30	11	76,6		30,1
RS		-38,8	-86,5	251,8	-95,7	7,7

Sumber: ICMD, diolah

Secara deskriptif bahwa temuan tersebut konsisten dengan penelitian yang dilakukan Basu (1977); Fama dan French (1992); Lakonishok, *et al.* (1994); Brouwer, *et al.* (1996); Chan, *et al.* (1991); Athanassakos (2009); O'Shaughnessy (2007); Truong (2009); Sareewiwhattana (2011); Mir dan Hatami (2013); Beukes (2011); dan Kwag and Sang (2006) di mana saham dengan rasio P/E tinggi dapat menghasilkan tingkat return saham rendah pada

periode berikutnya. Temuan ini dapat mendukung teori investasi Graham and D. Dodd (1934) yang menyatakan bahwa jika investor membeli saham pada harga di bawah nilai intrinsiknya, harga saham akan bergerak mendekati nilai intrinsiknya, dan begitu pula sebaliknya. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan temuan Aydoğan, *et al.* (2000); Guler and Mustafa (2008); dan Margaretha and Damayanti (2008) yang menyatakan bahwa terdapat hubungan positif antara rasio P/E dengan *return* saham, di mana semakin tinggi rasio P/E maka *return* saham semakin tinggi pula.

Implikasi Teoritis

Penelitian ini memberikan implikasi secara teoritis yakni bahwa teori signaling, teori preferensi pajak dan teori investasi terbukti dalam penelitian ini. Variabel-variabel ukuran perusahaan, DER, ROE, dan tingkat suku bunga sebagai proxy dari indikator makro ekonomi menjadi variabel yang mempengaruhi rasio P/E saham, terkecuali rasio *dividend yield* yang diperoleh hasil yang tidak signifikan dan berbeda dengan temuan dari penelitian terdahulu. Temuan penelitian menunjukkan bahwa *dividend* tidak berperan sebagai sinyal, melainkan investor lebih menyukai perusahaan untuk menahan laba untuk mengembangkan perusahaan. Rasio P/E terbukti juga dapat menentukan tingkat *return* saham. Temuan ini memberikan bukti adanya anomali nilai di pasar modal Indonesia.

Implikasi Praktis

Implikasi praktis bahwa hasil penelitian ini dapat berkontribusi terhadap perusahaan dan membantu investor dalam pengambilan keputusan investasi. Bagi perusahaan, temuan ini dapat dijadikan dasar dalam penentuan kebijakan manajemen, memperbaiki kinerja dengan memperhatikan komponen-komponen keuangan yang mempengaruhi rasio *earning* dan harga saham yang berdampak pada perilaku investor. Perusahaan kiranya memperhatikan total aset yang dimiliki dan kebijakan struktur modal yang mencerminkan prospek resiko dan pertumbuhan perusahaan.

Investor dapat memperhatikan kinerja keuangan perusahaan khususnya komponen-komponen dalam ikhtisar laporan keuangan perusahaan baik dalam komponen neraca, laporan laba rugi, maupun perubahan ekuitas, sebagai dasar strategi maupun

keputusan berinvestasi di perusahaan di sektor manufaktur, diantaranya: total aset, hutang jangka panjang sebagai fungsi pendanaan dari eksternal perusahaan, total ekuitas atau modal sendiri yang dimiliki, dividen yang dibagikan (per lembar sahamnya), laba bersihnya (per lembar saham) dan tingkat harga sahamnya serta faktor eksternal (*uncontrollable*) diantaranya tingkat suku bunga. Investor juga dapat memperhatikan tingkat rasio P/E saham, karena rasio P/E yang tinggi menyediakan *return* saham rendah pada periode tahun akan datang.

Keterbatasan Penelitian

Keterbatasan dalam penelitian ini yakni terdapat pada variabel yang diteliti. Variabel-variabel dalam penelitian ini hanya terbatas pada beberapa indikator dari variabel fundamental keuangan dan fundamental makroekonomi, sementara itu masih terdapat indikator atau variabel lain dari faktor fundamental keuangan dan fundamental makroekonomi yang diduga dapat mempengaruhi harga saham maupun laba perusahaan. Selanjutnya, data observasi terdiri dari perusahaan manufaktur dengan data lengkap dan telah tercatat di BEI selama periode tahun penelitian. Perusahaan yang baru IPO mulai tahun 2009 penelitian tidak diikuti dalam observasi.

Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan di atas, maka kesimpulan dari penelitian ini adalah:

Ukuran perusahaan (*size*) berpengaruh signifikan terhadap rasio P/E saham perusahaan manufaktur selama periode tahun 2009–2012. Ini membuktikan semakin besar ukuran perusahaan (total aset yang dimiliki perusahaan) akan meningkatkan rasio P/E. Besarnya ukuran suatu perusahaan mengundang reaksi positif investor untuk tertarik berinvestasi pada saham, dan membuat saham perusahaan dihargai tinggi sehingga dapat meningkatkan nilai saham dan rasio P/E saham.

Debt to equity ratio (DER) berpengaruh signifikan terhadap rasio P/E saham perusahaan manufaktur selama periode tahun 2009–2012. Ini membuktikan semakin kecil DER akan meningkatkan rasio P/E. Perusahaan yang tidak mengandalkan pendanaan dari hutang dipandang sebagai perusahaan yang memiliki

resiko keuangan kecil. Hal tersebut mengundang reaksi positif investor yang untuk tertarik berinvestasi pada saham, sehingga dapat meningkatkan nilai saham dan rasio P/E saham.

Return on equity (ROE) berpengaruh signifikan terhadap rasio P/E saham perusahaan manufaktur selama periode tahun 2009–2012. Ini membuktikan semakin besar rasio laba bersih terhadap ekuitas akan meningkatkan rasio P/E. Perusahaan dengan ROE yang terus meningkat, mengindikasikan perusahaan memiliki potensi untuk tumbuh di masa akan datang. ROE yang tinggi mencerminkan tinggi keuntungan yang disediakan bagi pemegang saham, sehingga saham-saham di harga tinggi oleh investor. Hal tersebut dapat meningkatkan nilai saham dan rasio P/E saham.

Dividend yield berpengaruh tidak signifikan terhadap rasio P/E saham perusahaan manufaktur selama periode tahun 2009–2012. Ini membuktikan perubahan pada *dividen yield* tidak akan mempengaruhi perubahan pada tingkat rasio P/E. Informasi atas deviden yang sangat fluktuatif atau tak menentu, menjadikan nilai deviden tidak dapat diandalkan oleh investor untuk memprediksi keuntungan (laba) dimasa akan datang, sehingga kepercayaan serta reaksi investor atas saham tidak bergantung pada keadaan deviden yang dibayarkan.

Tingkat suku bunga (*interest rates*) berpengaruh signifikan terhadap rasio P/E saham perusahaan manufaktur selama periode tahun 2009–2012. Ini membuktikan semakin kecil tingkat suku bunga akan meningkatkan rasio P/E. Sensitivitas tingkat suku bunga rendah memberikan sinyal positif terhadap peningkatan harga saham. Tingkat suku bunga rendah membuat investor lebih memilih berinvestasi di saham dibanding berinvestasi di pasar uang, sehingga nilai saham dapat meningkat. Kebijakan pemerintah (BI) dalam menetapkan tingkat suku bunga, dapat menjadi sinyal bagi perusahaan tetap berhati-hati dalam menentukan kebijakannya dan juga bagi investor dalam pengambilan keputusan berinvestasi saham.

Price earning ratio (rasio P/E) berpengaruh signifikan terhadap return saham perusahaan manufaktur selama periode tahun 2010–2013. Ini membuktikan semakin besar rasio P/E saham perusahaan akan menurunkan tingkat *return* saham pada periode berikutnya. Rasio P/E saham perusahaan tinggi mengindikasikan perusahaan dalam kondisi *overvalued* atau

harga saham mahal, sehingga menyebabkan investor bereaksi untuk lebih banyak menjual sahamnya, akibatnya berdampak pada penurunan nilai suatu saham dan tingkat return saham yang diperoleh pada periode berikutnya.

Nilai dari ukuran perusahaan (*size*), DER, ROE, tingkat suku bunga selama periode tahun 2008–2011 dapat meningkatkan nilai rasio P/E saham perusahaan manufaktur pada periode tahun 2009–2012. Selanjutnya, meningkatnya atau tingginya nilai rasio P/E saham selama periode tahun 2009–2012 dari periode tahun sebelumnya dapat menurunkan tingkat return saham periode tahun berikutnya, 2010–2013.

Saran

Berdasarkan hasil penelitian, maka saran-saran yang dapat dikemukakan adalah sebagai berikut:

Investor dapat memperhatikan dan mempertimbangkan variabel fundamental keuangan dan makroekonomi sebagai dasar dalam pengambilan keputusan berinvestasi saham di perusahaan-perusahaan sektor manufaktur. Untuk mendapatkan imbal hasil atau return saham, investor dapat memilih saham-saham dinilai murah (memiliki rasio P/E yang dinilai rendah), dengan tetap memperhatikan kinerja keuangannya.

Emiten atau manajemen perusahaan sebaiknya memperhatikan *return on equity* (ROE), karena investor sangat merespon positif tingkat pengembalian dari modal yang ditanamkan di perusahaan yang ini dapat menaikkan rasio P/E saham. Perusahaan juga memperhatikan nilai rasio P/E saham yang terlalu tinggi, karena dapat menyebabkan harga saham turun atau tingkat return saham yang rendah pada periode tahun berikutnya.

Peneliti selanjutnya dapat mengembangkan penelitian dengan variabel yang sama pada indikator ataupun item berbeda yang belum dimasukkan dalam penelitian, juga pada kurun waktu atau objek berbeda (misalnya: pada sektor non keuangan/perbankan lainnya), serta metode analisis lain yang belum digunakan dalam penelitian ini.

DAFTAR RUJUKAN

- Al-Khazali, Osamah, M., and Zoubi, Taisier, A. 2005. Empirical Testing of Different Alternative Proxy Measures For Firm Size. *The Journal of Applied Business Research*. Vol. 21. No.3. pp. 79–90.

- Amoako-Adu, B., and Smith, B. 2002. Analysis of P/E ratios and interest rates. *Managerial Finance*. Vol. 28, No. 4, pp: 48–59. Proquest Database.
- Athanassakos, G. 2009. Value Vs Growth Stock Returns And The Value Premium: The Canadian Experience 1985-2005. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, Vol. 26, No. 2: Juni, pp. 109–121. Proquest Database.
- Aydogan, K., & Gursoy, G. 2000. P/E and Price to Book Ratios as Predictors of Stock Return in Emerging Equity Market. *Fakulty of Business Adinistration Bilkent University, Ankara, Turkey*.
- Azam, M. 2010. Factors Influencing the Price-earnings Multiples and Stock values in the Karachi stock exchange. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research In Business*. Vol 2, No 5, Hlm: 105–139.
- Basu, S. 1977. Investment Performance Of Common Stocks In Relation To Their Price Earnings Ratios: A Test of The Efficient Market Hypothesis, *Journal of Finance*, Vol. 32, No. 3, pp. 663–682.
- Black, F. 1976. The Dividend Puzzle, *Journal of Portfolio Management*, Winter, Vol. 2: 72–77.
- Beukes, A. 2011. Value Investing: International Comparison. *The International Business and Economics Research Journal*, Vol 10, No. 5: May pp. 1–9. (Proquest Database).
- Brigham and Houston, 2006. *Fundamental of Financial Management (Dasar-Dasar Manajemen Keuangan)*. Jakarta: Salemba Empat.
- Brouwer, I., Van, D.P., Jaroen, and Veld, C. 1996. Contrarian Investment Strategies In A European Context. *JEL classification: G12; G15*.
- Carlo, Michael A. 2014. Pengaruh Return on Equity, Dividend Payout Ratio, dan Price To Earnings Ratio pada Return Saham. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*. 7.1 Hlm: 150–164.
- Chan, K.C., Hamao, Y., and Lakonishok, J. 1991. Fundamental and Stock Return in Japan. *The Journal of Finance*. Vol. 46. pp. 1739–1764.
- Faezina, V., Ohadi, F., and Janani, M.H. 2012. The Quantitative Study of Effective Factors on Price-Earning Ratio in Capital Market of IRAN. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research In Business*. Vol. 3, No. 10, pp: 550–559.
- Fama, E.F., and French, K.R. 1992. The Cross Section of Expected Stock Return, *Journal of Finance*, Vol. XLVII, No. 2, 427–465.
- Graham, B., and D. Dodd. 1934. *Security Analysis*. New York: McGraw Hill.
- Guler, A., and Mustafa, K.Y. 2008. Price Earnings Ratio, Dividend Yield and Market to Book Ratio To Predict Return on Stock Market: Evidence from The Emerging Markets. *Journal of Global Bussines an Technology*, 4 (1), pp. 18–30.
- Haugen, R.A. 2001. *Modern Investment Theory*, Fifth Edition, Prentice Hall, New Jersey.
- Jauhari, B.R., dan Wibowo, B. 2004. Analisis Fundamental Terhadap Return Saham Pada Periode Bullish dan Bearish Indeks Harga Saham Gabungan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol. 9, No. 2, Hlm. 17–32.
- Jogiyanto. 2013. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Kedelapan. Yogyakarta: BPFE UGM.
- Jones, Charles P. 2009. *Investments Analysis and Management*. Canada: John Wiley & Sons, Inc.
- Khan, Muhammad, B., Rehman, Shafiq, U., Razaq, N., and Kamran, A. 2012. Financial Ratios and Stock Return Predictability (Evidence from Pakistan). *Research Journal of Finance and Accounting*. Vol 3, No.10. pp. 1–6.
- Kheradyar, S., Ibrahim, I., and Nor, F.M. 2011. Stock Return Predictability with Financial Ratios. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 2(5):391–396.
- Kotten, F.L. 2004. Analisis Beberapa Variabel Fundamental yang Mempengaruhi Price Earning Ratio Sebagai Dasar Penilaian Saham Perusahaan yang Listed di BEJ (tahun 1992-2002). *Tesis Program Pasca Sarjana FEB Universitas Brawijaya, Malang*. Tidak dipublikasikan
- Krisnadi, Kurnia N. 2005. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Price Earning Ratio Saham Perusahaan Non Finansial yang Terdaftar di BEJ (Tahun 2001-2003). *Tesis Program Pascasarjana Universitas Diponegoro, Semarang*.
- Kumar, S., and Warne, D.P. 2009. Parametric Determinants of Price-Earnings Ratio in Indian Capital Markets. *IUP Journal of Applied Finance*, Vol. 15, No. 9, pp: 63–82.
- Kwag, S.W., and Sang, W.L. 2006. Value Investing And The Business Cycle. *Journal of Financial Planning*, Vol 19, No. 1, Januari: pp. 64–71. Proquest Database.
- Lakonishok, J., Andrei, S., and Robert, W.V. 1994. Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk. *Journal of Finance*, Vol. 49, No. 5. pp. 1541–1578.
- Lewellen, J. 2004. Predicting Returns with Financial ratios. *Journal of Financial Economics*. 74, pp. 209–235.
- Margaretha, F., dan Damayanti, I. 2008. Pengaruh Price Earnings Ratio, Dividend Yield dan Market to Book Ratio terhadap Stock Return di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol. 10, No. 3. Hlm 149–160.
- Mir, F., and Hatami, E. 2013. Comparison of Return on Value Stocks with Growth Stocks in Tehran Stock Exchange.

- Journal of Applied Environmental and Biological Sciences*. 3 (9) pp.55–58.
- Murhadi, W.R. 2008. Studi Hubungan Deviden dan Earning Perusahaan. *Jurnal Universitas Surabaya, Surabaya*.
- O' Shaughnessy, James, P. 2007. Expected Rates of Return: Back to the Future? *CFA Institute Conference Proceedings Quarterly*. New York. Juni: pp. 13–24.
- Premkanth, P. 2013. Determinant Of Price Earning Multiple In Sir Lankan Listed Companies. *European Journal of Business and Innovation Research*. Vol.1, No. 2, pp. 44–56.
- Rahma, Erlin Y. 2013. Analisis Variabel Fundamental yang Berpengaruh terhadap Price Earning Ratio (PER) Sebagai Dasar Penilaian Saham pada Perusahaan Automotive And Allied Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Tesis Program Pascasarjana FEB Universitas Brawijaya, Malang*. Tidak Di Publikasikan.
- Ross, S.A., Westerfield, R.W., & Jordan, B.D. 2011. *Pengantar Keuangan Perusahaan*, Edisi 8. Yulianto, A.A., Yuniasih, R dan Christine. (Penerjemah). Jakarta: Salemba Empat.
- Rusdiana, N. 2008. Pengaruh Variabel Dividend Payout Ratio, Debt Ratio, Earning Growth, Return on Equity, dan Firm Size terhadap Price Earning Ratio sebagai Dasar Penilaian Saham. *Tesis Program Pascasarjana FEB Universitas Brawijaya, Malang*. Tidak dipublikasikan.
- Samsul, M. 2006. *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*. Erlangga.
- Sareewiwatthana, P. 2011. Value Investing in Thailand: The Test Of Basic Screening Rules. *International Review of Business Research Papers*, 7, 4. July: pp 1–13.
- Sartono, A., dan Munir, M. 1997, "Pengaruh Kategori Industri Terhadap Price Earning Ratio dan Faktor-Faktor Penentunya. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 12, No. 3, hal. 83–98.
- Tandelilin, E. 2010. *Portofolio dan Investasi: Teori dan Aplikasi*. Edisi Pertama. Yogyakarta: Kanisius.
- Truong, C. 2009. Value Investing Using Prive Earnings Ratio in New Zealand. *University of Aucklang Business review*, Vol 11, No. 1. pp. 1–9.
- Website data harga saham: www.finance.yahoo.com
- Website data IHSS: www.duniainvestasi.com
- Wiagustini, N.L.P. 2008. Profitabilitas Strategi Investasi Kontrarian di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, Vol.10, No. 2, 105–114.
- Zubir, Z. 2013. *Manajemen Portofolio: Penerapannya Dalam Investasi Saham*. Jakarta: Salemba Empat.