

**UJI KONSISTENSI PENENTUAN NILAI SAHAM-SAHAM
INDUSTRI PROPERTI DAN *REALESTATE* YANG TERDAFTAR
DI BURSA EFEK JAKARTA**

Dr. David Sukardi Kodrat, MM

Fakultas Ekonomi Universitas Ciputra, Surabaya

ABSTRACT

The purpose of this research is to know whether profit growth, dividend payout ratio and deviation standard are determining the fair of stock price among period. The population of the research is go public companies and samples taken are property and realstate industries already listed before January 1995 and the companies still listed on the Jakarta Stock Exchange still December 31th, 1999. The Data used in this research is secondary data i.e. Earning Per Share (EPS), Price Earning Ratio (PER) and standard deviation of each company from 1995 until 1997 as independent variables.

The result of this research shows that: (1) profit growth, dividend payout ratio and deviation standard are together have real impact on price earning ratio, (2) among variables believed to price earning ratio predictors, profit growth, dividend payout ratio and deviation standard i.e 15.3%, 17.2% and 15.4% and (3) this research shows that the dominant impact of variables are different among period. The differences were in the significance level and the weight of influence of independent variable to the corresponding dependent variable. On the 1995, the influence variable is standard deviation but on the 1996 and 1997 the influence variable is profit growth.

Keywords: price earning ratio, dividend payout ratio, standard deviation, profit growth.

PENDAHULUAN

Pada umumnya, investasi di bidang properti bersifat jangka panjang dan akan bertumbuh sejalan dengan pertumbuhan ekonomi dengan mengikuti suatu pola tertentu. Apabila tingkat suku bunga berada pada titik tertinggi dalam siklus maka angka penjualan rumah selalu berada di titik terendah. Demikian pula, penurunan tingkat suku bunga dari titik tertinggi selalu mendahului peningkatan angka penjualan rumah selama enam hingga dua belas bulan berikutnya (Simanungkalit, 2004).

Seiring dengan pesatnya pembangunan properti di mana tingkat penjualan rumah di tahun 1994 meningkat hampir 40 persen (Simanungkalit, 2004). Pada saat itu, tingkat suku bunga cenderung turun sehingga pembangunan kawasan pemukiman bertumbuh pesat dan pembangunan apartemen dalam jumlah ribuan unit makin gencar. Kondisi sektor properti dan *realestate* di pasar modal pun sangat bergairah. Harga saham di sektor properti dan *realestate* tahun 1994 mencapai Rp 3.173,61. Penjualan rumah di tahun 1995 dan 1996 hampir mencapai 2.500.000 unit dan di tahun 1997 sebanyak 2.000.000 unit, di tahun 1998 sebanyak 1.500.000 unit dan di tahun 1999 sebanyak 900.000 unit (Santoso, 2000). Data tersebut menunjukkan bahwa penjualan properti selama krisis moneter di semester II 1997 mengalami penurunan sampai di titik terendah pada tahun 1999.

Maraknya pembangunan properti mendorong terjadinya kelebihan pasokan. Kelebihan pasokan akan menyebabkan penurunan harga properti meskipun permintaan meningkat. Gejala ini direspons pasar modal dengan penurunan harga saham dari Rp 2.162,50 (1995) menjadi Rp 702,78 (1997). Perubahan harga saham merupakan respons dari kekuatan eksternal (Chen, Roll dan Ross, 1986) dan kekuatan internal (Weston dan Bringham, 1993). Kekuatan eksternal yang mempengaruhi harga saham adalah suku bunga, fluktuasi nilai tukar valuta asing (rupiah terhadap dollar) dan keadaan pasar modal. Kekuatan internal yang mempengaruhi harga saham adalah keputusan-keputusan perusahaan meliputi keputusan investasi (*investment decision*), keputusan pendanaan (*financing decision*) dan keputusan dividen (*dividen decision*) yang dapat dilihat dalam bentuk rasio keuangan.

Penurunan harga saham sektor properti dan *realestate* disebabkan oleh faktor fundamental *Book Value (BV)* yang mempengaruhi harga saham secara parsial, sedangkan faktor lainnya adalah *Return On Asset (ROA)*, *Return On Equity (ROE)*, *Debt to Equity Ratio (DER)* dan risiko sistematis tidak mempengaruhi harga saham (Anastasia, et. al., 2003).

Penelitian awal mengenai faktor-faktor fundamental yang mempengaruhi harga saham dilakukan oleh Whitbeck dan Kisor (1963). Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa harga saham dipengaruhi oleh pertumbuhan perusahaan, *dividend payout*, dan standar deviasi (risiko saham). Pada *Dividend Discount Model (DDM)* dengan pertumbuhan konstan, faktor-faktor yang mempengaruhi harga saham adalah *Return On Asset (ROA)*, *Return On Equity (ROE)*, *Book Value (BV)*, *Payout Ratio (b)*, *Debt to Equity Ratio (DER)*, *Required Rate of Return (R)*, dan risiko (beta) (Ross et. al., 2005).

RUMUSAN MASALAH

Dari berbagai hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa variabel-variabel yang mempengaruhi harga saham sangat bervariasi. Untuk itu, dalam penelitian ini akan dirumuskan masalah penelitian sebagai berikut: “Apakah variabel-variabel fundamental (tingkat pertumbuhan laba, *dividend payout ratio* dan standar deviasi tingkat pertumbuhan) akan menentukan harga saham yang wajar antar periode (dari tahun ke tahun) pada industri properti dan *realestate*?”

TUJUAN DAN MANFAAT PENELITIAN

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui apakah pertumbuhan laba, *dividend payout ratio* dan *deviation standard* menentukan harga saham yang wajar antar periode (dari tahun ke tahun). Manfaat penelitian ini adalah:

1. Bagi calon investor di pasar modal, diharapkan penelitian berguna untuk menentukan variabel-variabel yang mempengaruhi harga saham di sektor properti dan *realestate*.
2. Bagi investor di pasar modal, penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat untuk mengetahui kewajaran harga saham yang dimilikinya (terutama saham-saham sektor properti dan *realestate*) sehingga nantinya akan bermanfaat untuk menentukan strategi beli atau jual.

TINJAUAN KEPUSTAKAAN

Penilaian Harga Saham (*Share Valuation Method*)

Terdapat dua pendekatan dalam penilaian harga saham yaitu (Francis, 1991):

- a. Analisis saham fundamental (*fundamental security analysis*) atau analisis perusahaan (*company analysis*) atau menurut Yanness Naibaho (1989) disebut *The Firm Foundation Theory*.
- b. Analisis teknis (*technical analysis*) atau menurut Yannes Naibaho (1989) disebut *The Castle in the Air Theory*,

Analisis fundamental menggunakan data fundamental yaitu data yang berasal dari keuangan perusahaan (misalnya laba, dividen yang dibayar, penjualan dan lain-lain). Analisis teknis menggunakan data pasar dari saham (misalnya perilaku pergerakan harga saham dan volume transaksi saham) untuk menentukan nilai dari saham.

Analisis teknis didasarkan pada penawaran dan permintaan sehingga para analis teknis mempelajari perubahan harga saham dengan menggunakan diagram-diagram dan model-model (Victor, 1986). Diagram dan model tersebut digunakan untuk mencari tren harga

saham, nilai batas bawah dan atas (*support & resistance*) pergerakan harga saham, pola-pola khusus lain seperti *head and shoulder* (pola berbentuk bahu dan kepala), *double bottom* (berbentuk huruf W) dan perilaku musiman. Berdasarkan data tersebut, analisis meramalkan naik turunnya harga saham di masa depan. Analisis teknikal biasanya digunakan untuk peramalan jangka pendek.

Analisis fundamental berorientasi secara general akademik, artinya banyak digunakan oleh akademisi (Philippatos, 1973). Sebaliknya, analisis teknis banyak digunakan oleh praktisi. Kedua pendekatan tersebut diteliti. Hasilnya menunjukkan tidak konklusif, tetapi penggunaan data yang sistematis dari para analis saham menghasilkan hasil yang lebih baik dari semata-mata atas dasar pemilihan secara sembarang (Elton dan Gruber, 1991).

Penganut analisis fundamental percaya bahwa pasar ditentukan oleh 90 persen faktor-faktor yang bersifat rasional dan hanya 10 persen dipengaruhi oleh faktor-faktor yang bersifat psikologis. Artinya analisis fundamental bertolak dari anggapan dasar bahwa setiap investor adalah makhluk rasional yang mengacu pada konsep *rational expectation*. Oleh karena itu, seorang fundamentalis mencoba mempelajari hubungan antara harga saham dengan kondisi perusahaan. Argumentasi dasarnya adalah nilai saham mewakili nilai perusahaan, tidak hanya nilai intrinsik bahkan harapan akan kemampuan perusahaan dalam meningkatkan nilai dikemudian hari.

Benjamin Graham mengemukakan bahwa pasar seringkali salah menghargai saham (Hagstrom, 1997). Kesalahan penetapan harga ini disebabkan oleh emosi manusia yang serba takut dan serakah. Pada tingkat optimis yang tinggi, keserakahan membuat saham melampaui nilai instrinsik sehingga menciptakan harga yang terlalu tinggi. Pada waktu yang lain, ketakutan menekan harga di bawah nilai instrinsik sehingga menciptakan harga yang terlalu rendah.

Hasil penelitian Kodrat (2006) menunjukkan bahwa pada kondisi *up stream*, indikator rasio keuangan bila ditambahkan indikator harga saham (respons pasar) akan memperlemah model. Namun pada kondisi *down stream*, indikator rasio keuangan bila ditambahkan indikator harga saham (respons pasar) akan memperkuat model. Pada kondisi *down stream*, investor menjadi sangat irrasional yang mencerminkan eror, bias, emosi dan panik sehingga mereka lebih memperhatikan nilai psikologi.

Philip Fisher menambahkan bahwa investor selain membeli saham *underpriced*, investor juga sebaiknya memperhatikan pula tipe bisnis yang dibeli, semua aspek perusahaan (termasuk manajemennya), para pesaing, bertanya sebanyak mungkin tentang perusahaan dari orang yang mengenal baik perusahaan yang bersangkutan dan jangan terlalu menekankan pada diversifikasi. Diversifikasi akan membuat investor mengalami kesulitan dalam mengamati semua saham yang dibeli dan investor menghadapi risiko menanam saham terlalu sedikit di perusahaan yang lebih mereka kenal dan terlalu banyak

menanam saham di perusahaan yang tidak mereka kenal. Yang perlu diingat oleh investor bahwa bermain saham lebih merupakan seni daripada ilmu.

Untuk melakukan perhitungan harga saham secara fundamental biasanya ada beberapa pendekatan yang digunakan. Halim dan Manurung (1997) membagi menjadi:

- a. Pendekatan Dividen, menunjukkan bahwa jumlah rupiah yang diterima investor dari pembayaran dividen risikonya lebih kecil daripada *capital gain* dan pembayaran dividen dapat diperkirakan sebelumnya.
- b. Pendekatan Aktiva (*Asset Based Approach*), merupakan cara umum untuk menentukan indikasi nilai dari suatu *business interest* dengan menggunakan satu atau lebih metode yang didasarkan pada nilai-nilai dari aktiva dan kewajiban yang dimiliki perusahaan (Ruky, 1999).
- c. Pendekatan Pendapatan (*Income Approach*), menunjukkan bahwa investor membeli aset perusahaan bukan karena investor tersebut sekedar ingin memiliki perusahaan atau saham tetapi karena mengharapkan suatu pemasukan pendapatan (*a stream of economic income*) yang dihasilkan oleh aset tersebut.
- d. Pendekatan Model Ekonometrika atau Model Regresi *Cross Sectional*.

Penelitian ini menggunakan pendekatan Model Ekonometrika atau Model Regresi *Cross Sectional*, sehingga pendekatan ini akan dibahas dengan lebih detail di sub bab berikutnya.

Pendekatan Model Ekonometrika atau Model Regresi *Cross Sectional*

Salah satu model yang menghubungkan *price earning ratio* (PER) dengan tingkat keuntungan yang diperkirakan dicantumkan dalam Elton dan Gruber (1991). Pembuatan model dengan beberapa faktor menggunakan teknik regresi berganda.

Pendekatan ini pertama kali dikembangkan oleh Whitbeck – Kisor (1963) dengan menggunakan tiga variabel, yaitu:

- a. Tingkat pertumbuhan laba
- b. *Dividend payout ratio* atau proporsi laba yang dibagikan sebagai dividen
- c. Standar deviasi tingkat pertumbuhan

Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa variabel tingkat pertumbuhan laba dan *dividen payout ratio* berhubungan positif dengan PER, artinya semakin tinggi variabel tersebut semakin tinggi PER. Sebaliknya variabel standar deviasi berhubungan negatif dengan PER, artinya semakin tinggi variabel ini, semakin rendah PER. Model persamaan tersebut dapat disusun menjadi:

$$P/E_j = a_0 + a_1g_j + a_2 DPO_j + a_3\sigma_j + e$$

di mana:

P/E_j = rasio harga saham terhadap laba bersih per saham perusahaan j

- $a_0 - a_3$ = koefisien regresi (konstanta)
 g_j = pertumbuhan pendapatan untuk perusahaan j
 DPO_j = *dividend payout ratio* perusahaan j
 σ_j = simpangan baku dari pertumbuhan pendapatan untuk perusahaan j
 e = kesalahan acak

Pertumbuhan laba mempengaruhi harga saham karena laba merupakan arus kas yang diperoleh perusahaan selama beroperasi. Semakin tinggi laba suatu perusahaan akan semakin baik pendapatan yang dinikmati pemegang saham perusahaan tersebut. Pertumbuhan laba biasanya tercermin dari laba per saham (*Earning Per Share/EPS*). EPS adalah bagian laba yang menjadi hak pemegang saham setelah pajak dan merupakan dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham. Oleh karenanya pertumbuhan laba yang tercermin dari perkembangan EPS perlu mendapat perhatian dalam analisis penilaian harga saham.

Dividen merupakan faktor yang menjadi perhatian investor ketika akan membeli saham. Perhitungan harga saham didasarkan kepada dividen karena investor akan memperkirakan dividen yang akan dibagikan oleh perusahaan kepada pemegang saham. Dalam hal ini akan dilihat berapa persentase dividen yang akan dibayarkan kepada investor atau sering disebut *dividen payout ratio* (DPR). DPR akan dibandingkan dengan alternatif investasi lain, untuk mengetahui apakah DPR dapat bersaing (misalnya dengan deposito).

Pada saat menjalankan perusahaan tidak satupun perusahaan pernah terlepas dari risiko karenanya dalam menghitung penilaian saham, faktor risiko perlu diperhitungkan. Dalam hal ini faktor risiko yang dimaksud adalah risiko pertumbuhan. Berbagai variasi *cross sectional* telah muncul sejak diperkenalkan model ini, misalnya model Weels-Fargo. Para peneliti dapat membuat sendiri dengan mengidentifikasi variabel-variabel yang mempengaruhi PER.

Pengembangan Hipotesis

Berdasarkan landasan teori di atas maka dapat disusun hipotesis sebagai berikut:

- H1 : Tingkat pertumbuhan laba, *dividen payout ratio* dan standar deviasi tingkat pertumbuhan akan mempengaruhi harga saham baik secara simultan ataupun partial.**
H2 : Variabel yang mempengaruhi harga saham akan berbeda antar periode (tahun ke tahun).

METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian

Sesuai dengan tujuan penelitian ini yaitu untuk mengetahui apakah pertumbuhan laba, *dividend payout ratio* dan *deviation standard* menentukan harga saham yang wajar antar periode (dari tahun ke tahun) pada industri properti dan real estat maka jenis penelitian yang digunakan adalah jenis penelitian eksplanatoris.

Penelitian eksplanatoris ini sesuai dengan pengertian yang dijelaskan oleh Singarimbun dan Effendi (1995) yaitu penelitian yang dilakukan dengan maksud penjelasan (*explanatory* atau *confirmatory*) yang memberikan penjelasan atau hubungan antar variabel melalui pengujian hipotesis.

Data dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah laba per lembar saham, pendapatan, dividen tunai, dan harga saham yang dideklarasikan oleh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Data yang dikumpulkan adalah data tahun 1995 sampai dengan 1997.

Data diperoleh dari laporan keuangan perusahaan di Bursa Efek Jakarta, *Indonesian Capital Market Directory*, laporan keuangan perusahaan, majalah dan referensi lain yang memberikan informasi tentang kondisi industri properti. Pengumpulan data menggunakan teknik dokumentasi dengan tipe *pooled data* (Gujarati, 1990).

Sampel dan Teknik Pemilihan Sampel

Pengambilan sampel dilakukan dengan *purposive random sampling* yaitu sampel yang diambil berdasarkan kriteria-kriteria:

- a. *Go public* terakhir bulan Januari 1995 dan masih terdaftar di Bursa Efek Jakarta sampai dengan 31 Desember 1997. Hal ini dilakukan untuk menghindari adanya bias yang disebabkan oleh adanya perbedaan umur perusahaan selama menjadi perusahaan publik.
- b. Kecukupan data, yaitu laporan keuangan yang dijadikan sampel haruslah mempunyai data yang cukup untuk keperluan analisis. Hal ini dilakukan untuk menghindari adanya pengaruh waktu parsial dalam pengukuran variabel.
- c. Periode pengambilan data tahun 1995 sampai dengan 1997 untuk menghindari adanya efek krisis ekonomi.
- d. Perusahaan harus perusahaan di sektor properti dan *real estate*. Hal ini dilakukan dengan tujuan untuk menghindari adanya bias yang disebabkan oleh perbedaan industri (*industry bias*).

Dari 31 perusahaan properti dan *realestate* yang *listed* di Bursa Efek Jakarta, perusahaan yang sesuai dengan kriteria hanya 19 perusahaan.

Identifikasi Variabel dan Pengukuran

Variabel dependen adalah *price earning ratio*. Variabel independennya adalah tingkat pertumbuhan laba, *dividend payout ratio*, dan besarnya risiko dari pertumbuhan pendapatan.

Adapun definisi operasional variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

- a. *Price Earning Ratio* (PER) adalah jumlah yang dibayar investor untuk aliran pendapatan atau jumlah yang diperoleh investor dari suatu investasi. PER diukur dengan cara membagi harga pasar suatu saham dengan laba bersih per saham dan dinyatakan dalam bentuk perbandingan.
- b. Pertumbuhan laba adalah tingkat perkembangan pendapatan perusahaan di mana pendapatan para pemegang saham dinyatakan dalam laba per saham (*Earning Per Share/EPS*). Pertumbuhan laba dinyatakan dalam persentase dan diukur dengan cara mencari selisih EPS pada tahun berjalan dengan EPS tahun sebelumnya ($EPS_t - EPS_{t-1}$).
- c. *Dividend Payout Ratio* (DPR) adalah proporsi laba yang dibagikan sebagai dividen. Perhitungannya dilakukan dengan cara membagi jumlah dividen yang dibayarkan dalam bentuk tunai dengan laba bersih perusahaan dan dinyatakan dalam persentase.
- d. Deviasi standar tingkat pertumbuhan adalah ukuran besar kecilnya dispersi atau variasi dari tingkat pertumbuhan keuntungan yang disyaratkan oleh pemodal.

Prosedur Analisis

Keterbatasan analisis rasio yang pada dasarnya univariat, diatasi dengan menggabungkan rasio yang berbeda-beda dengan menggunakan metode *multivariate*. Metode *multivariate* yang digunakan dalam analisis ini adalah model ekonometrika dengan menggunakan teknik regresi berganda.

Persamaan yang digunakan adalah:

$$PER_j = \beta_0 + \beta_1 g_j + \beta_2 DPR_j + \beta_3 R_j + \epsilon$$

di mana:

PER_j = rasio harga saham terhadap laba bersih per saham perusahaan j

$\beta_0 - \beta_3$ = koefisien regresi (konstanta)

g_j = pertumbuhan pendapatan untuk perusahaan j

DPR_j = *dividend payout ratio* perusahaan j

R_j = simpangan baku dari pertumbuhan pendapatan untuk perusahaan j

ϵ = kesalahan acak

Analisis data dalam model ekonometrika dilakukan dengan cara berikut ini.

- Menghitung besarnya laba per saham pada setiap perusahaan dengan cara membagi laba setelah pajak dengan jumlah saham beredar.
- Menghitung pertumbuhan laba dengan cara mencari selisih antara laba bersih per lembar saham (EPS_t) dengan EPS_{t-1} dibagi dengan EPS_{t-1} .
- Menghitung besarnya standar deviasi tiap saham individu.
- Menghitung besarnya *Dividend Payout Ratio* (DPR)
- Mencari persamaan regresi berganda dari model ekonometrika secara gabungan maupun untuk setiap periode.
- Membandingkan rata-rata dan standar deviasi untuk setiap variabel.
- Membandingkan hasil regresi berganda untuk setiap periode untuk menentukan konsistensi PER antar periode.

PEMBAHASAN

Nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, maximum dan minimum masing-masing variabel perusahaan properti dan realestat yang digunakan dalam penelitian ini ditunjukkan pada Tabel 1.

Tabel 1
Deskriptif Statistik Setiap Variabel

Ket	Mean	Standar Deviasi	Max	Min	Outlier Top	Outlier Bottom
PER 95	15.75	9.99	37.60	5.18	25.74	5.76
<i>Growth</i> 95	-0.29	0.32	0.50	-0.71	0.03	-0.61
DPR 95	35.14	25.38	93.28	0	60.52	9.76
SD 95	0.11	0.08	0.24	0.01	0.19	0.03
PER 96	21.91	24.70	88.93	-15.86	46.61	-2.79
<i>Growth</i> 96	0.05	0.67	1.46	-1.26	0.72	-0.62
DPR 96	29.42	22.77	90.51	0	52.19	6.65
SD 96	0.22	0.22	0.92	0.01	0.44	0
PER 97	24.97	86.92	368.77	-14.17	111.89	-61.95
<i>Growth</i> 97	-0.97	0.03	-0.88	-1.05	-0.94	-1
DPR 97	5.69	13.77	45.19	0	19.46	-8.08
SD 97	0.23	0.11	0.35	0.01	0.34	0.12

Sumber: data penelitian diolah

Tabel 1 menunjukkan bahwa:

a. Price Earning Ratio (PER)

Besarnya *mean* PER adalah 15.75 pada tahun 1995, artinya harga saham merupakan kelipatan 15.75 kali *earning per share*. Pada tahun 1996 dan 1997, besarnya *mean* adalah 21.91 dan 24.97, artinya harga saham merupakan kelipatan 21.91 dan 24.97 kali *earning per share*. Peningkatan PER terjadi karena bisnis perumahan mulai bergairah kembali pada tahun 1993. Akibatnya penjualan rumah meningkat hampir 40 persen (Simanungkalit, 2004).

Pada saat itu, pembelian rumah bukan hanya untuk tempat tinggal tetapi sebagai sarana investasi, sehingga walaupun pembangunan terlambat dan hanya membeli gambar, hal ini tidak menjadi masalah. Yang penting ada *discount* yang menarik dan investor dapat memilih lokasi terbaik. Artinya terjadi pasar spekulasi karena pembeli mengharapkan *capital gain* dalam waktu singkat. Maraknya pembangunan properti mendorong terjadinya kelebihan pasokan. Kelebihan pasokan ini menyebabkan penurunan harga properti meskipun permintaan meningkat. Gejala ini direspons pasar modal dengan penurunan harga saham dari Rp 2.162,50 (1995) menjadi Rp 702.78 (1997). Meskipun PER industri properti dan real estat mengalami kenaikan dari 15.75 (1995) menjadi 24.97 (1997)

Suku bunga merupakan faktor yang mempengaruhi pertumbuhan sektor properti dan real estat (Simanungkalit, 2004 dan Shinta, 2003). Semakin rendah suku bunga akan menyebabkan beban suku bunga yang ditanggung konsumen untuk pembelian secara kredit menjadi rendah. Dengan demikian, akan berpengaruh terhadap permintaan properti.

Meskipun konsep PER mempunyai validitas, namun penggunaan analisa ini tidak hanya dilakukan secara insidental. Sebaiknya, PER sekarang dibandingkan dengan level PER beberapa tahun sebelumnya. Ini untuk menghindari adanya perubahan harga saham yang tidak didukung oleh laba, atau ada perubahan laba per saham yang insidental seperti menjual aset.

Selain itu, PER perlu dibandingkan dengan rata-rata pasar dan terutama rata-rata perusahaan sejenis. Dari perbandingan tersebut investor dapat menentukan apakah PER saham tertentu lebih tinggi atau lebih rendah. Secara umum dapat dikatakan bahwa PER yang rendah mengidentifikasikan harga saham yang murah, sehingga layak untuk dibeli. Namun demikian, ada kalanya investor tetap membeli saham yang memiliki PER tinggi, namun jika investor tersebut percaya pada potensi perkembangan perusahaan beberapa tahun kemudian.

b. Growth (Pertumbuhan Laba)

Besarnya *mean* pertumbuhan laba adalah -0.29 pada tahun 1995 menunjukkan bahwa rasio pertumbuhan laba adalah -29 persen. Pada tahun 1996 dan 1997 besarnya *mean* pertumbuhan laba adalah 0.05 dan -0.97 menunjukkan bahwa rasio pertumbuhan laba adalah 5 persen dan -97 persen.

Penurunan laba pada tahun 1997, dipengaruhi oleh kebijakan pemerintah, seperti adanya *tight money policy* dan kebijakan RAPBN 96/97 di mana pemerintah mulai melakukan pengetatan terhadap pemberian kredit untuk industri properti dan real estat terutama disektor perumahan menengah ke atas (keputusan BI No.30/46/KEP/DIR yaitu tidak mengakui nilai tanah sebagai *self financing* dan pengetatan syarat administratif lainnya dengan sanksi 10% terhadap setiap pelanggaran dan regulasi yang dikeluarkan pada 7 Juli 1997 mengenai penyetopan pemberian kredit baru bagi pengadaan dan pengelolaan lahan non RS/RSS). Dengan membiarkan pertumbuhan sektor properti dan *real estate* akan menjadi sumber terjadinya inflasi tinggi dan *over heated* ekonomi. Selain itu, sebagian pengembang terlibat dalam praktek grup *lending* ke perusahaan terkait yang bergerak di sektor properti dan *real estate*, misalnya Bank BHS dengan BHS land-nya; Bank Modern dengan Kota Modern-nya dan Bank Pasifik dengan Lido Resort-nya.

Faktor lain yang menyebabkan penurunan laba bersih adalah penurunan penjualan dan kenaikan biaya. Permintaan properti dan *real estate* dipengaruhi oleh populasi, pendapatan, tenaga kerja, pajak, suku bunga dan uang muka harapan masa depan (Baret dan Blair, 1988). Penelitian tersebut menunjukkan bahwa populasi, tenaga kerja dan pendapatan mempunyai hubungan yang kuat terhadap permintaan rumah. Populasi, pendapatan dan tenaga kerja di setiap kota berbeda. Hal ini menyebabkan permintaan rumah mengalami berbeda antara satu kota dengan kota lainnya. Semakin luas lokasi suatu wilayah kota, maka pengaruh populasi, pendapatan dan tenaga kerja akan semakin berkurang terhadap permintaan rumah.

Hasil penelitian Soeharjoto (1998) menunjukkan bahwa permintaan rumah RS/RSS ditentukan pula oleh penjatahan kredit KPR/BTN. Sedangkan besarnya biaya dalam suatu proyek properti dan real estat disebabkan oleh besarnya biaya perijinan yang harus ditanggung pengembang mencapai 30-40 persen dari seluruh nilai proyek (Jurnal Pasar Modal Indonesia, 1997) serta naiknya harga bahan bangunan (Investor, 2002).

c. Dividend Payout Ratio (DPR)

Besarnya *mean* DPR pada tahun 1995, 1996 dan 1997 masing-masing adalah: 0,3514; 0,2942 dan 0,0569. Artinya dividen yang dibagikan ke pemegang saham dari laba bersih (EAT) yang diperoleh perusahaan adalah 35,14 persen; 29,42 persen dan 5.69 persen.

Ditinjau dari besarnya dividen yang dibayarkan dan frekuensi pembayarannya, terdapat indikasi bahwa perusahaan properti dan real estat menerapkan kebijakan pembayaran dividen yang relatif berfluktuasi dengan rata-rata pembayaran satu kali dalam setahun. Perusahaan properti dan real estat yang *go public* di bursa efek pada tahun 1997 sebagian besar tidak membagikan dividen ke pemegang saham. Hal ini karena karakteristik industri properti dan *realestate* yang padat modal dan bersifat jangka panjang sehingga rentan terhadap timbulnya risiko usaha sebagai konsekuensi dari penggunaan utang yang semakin besar.

Sementara itu, perusahaan properti dan *realestate* membutuhkan dana besar untuk pengembangan usahanya, namun *rate of return* investasinya bersifat jangka panjang, sehingga untuk mendapatkan sumber dana yang murah dilakukan dengan memperbesar laba ditahan.

d. Risiko Tingkat Pertumbuhan (Deviasi Standar)

Besarnya *mean* risiko tingkat pertumbuhan laba tahun 1995, 1996 dan 1997 masing-masing adalah 0,11; 0,22 dan 0,23, menunjukkan bahwa rasio SD sebesar 11 persen, 22 persen dan 23 persen. Artinya variasi dari tingkat pertumbuhan keuntungan yang disyaratkan pemodal pada tahun 1995, 1996 dan 1997 adalah 11 persen, 22 persen dan 23 persen.

Dalam rangka mengurangi risiko terhadap fluktuasi pertumbuhan usaha, maka perusahaan properti dan *realestate* banyak yang melakukan diversifikasi dengan mengembangkan bermacam-macam proyek usaha serta tidak terkonsentrasi pada satu wilayah saja. Adapun sumber dananya berasal dari pinjaman bank maupun dana hasil *go public* di bursa efek.

Pasar *realestate* memiliki karakteristik yang sangat berbeda dengan komoditi lainnya (Santoso, 2000). Perbedaannya terletak pada: (1) tidak ada pusat pasar, sehingga kebanyakan properti diiklankan di surat kabar dan majalah, yang dapat dianggap sebagai bagian dari pasar; (2) informasinya tidak efisien, sehingga diperlukan perantara untuk meningkatkan arus informasi pasar; (3) persaingan tidak sempurna sehingga pasar *realestate* bersifat *localized* dan unik; (4) tidak *likuid* karena memerlukan modal besar dan membutuhkan waktu lama untuk meneliti sebelum membeli; (5) permintaannya bersifat ikutan karena pasarnya sangat tergantung dari pertumbuhan kegiatan manusia dan (6) penawarannya bersifat tidak elastis karena sifat permintaannya yang ikutan dan adanya *lag time* antara tanggal transaksi dengan waktu untuk membangun. Pada keadaan *over demand* harga properti dapat naik berlipat dari sebelumnya dan pada keadaan *over supply* harga properti dapat turun dengan dratis (Simanungkalit, 2004).

Sebelum menganalisis data dengan teknik regresi berganda, perlu diuji terlebih dahulu datanya karena ini merupakan syarat teknik analisis sebagaimana dikemukakan oleh Berenson, Levine dan Goldstein (1986) yaitu distribusi data harus normal, variansnya harus homogen, hubungan variabel bebas dengan variabel terikat dalam bentuk linier serta masing-masing variabel bebasnya harus independen (tidak terjadi kolinearitas).

Uji heteroskedastisitas menunjukkan bahwa koefisien Z_{residu} (ZRESID) tidak ada yang lebih besar dari 3. Artinya bahwa variabel-variabel yang masuk ke dalam persamaan regresi adalah normal.

Uji multikolinearitas menunjukkan bahwa korelasi antar variabel bebas nilainya tidak ada yang melebihi 0,8 (kurang dari 0,8). Artinya tidak ada multikolinearitas antar variabel bebas (Norman H. Nic. et. al., 1993).

Uji autokorelasi menunjukkan bahwa uji Durbin-Watson menunjukkan nilai antara 2,2151 sampai 1,6551. Artinya pada semua data tidak terjadi autokorelasi.

Uji Hipotesis Pertama

Uji hipotesis pertama dilakukan dengan menggunakan uji F. Uji F bertujuan untuk menguji tingkat signifikansi persamaan regresi secara keseluruhan sebagai suatu totalitas. Hasil uji F terhadap persamaan regresi dapat dilihat pada Tabel 2.

Tabel 2
Hasil Uji F Terhadap Persamaan Regresi Berganda

Tahun	F Tabel	F Hitung	Kesimpulan
1995	3,29	7,586	Hipotesis terbukti karena $F_{hitung} > F_{tabel}$.
1996	3,29	4,537	Hipotesis terbukti karena $F_{hitung} > F_{tabel}$.
1997	3,29	0,093	Hipotesis tidak terbukti karena $F_{hitung} < F_{tabel}$.

Sumber: data penelitian diolah

Dari hasil uji F persamaan regresi berganda, hipotesis pertama terbukti bahwa pada tahun 1995 dan 1996 secara bersama-sama variabel pertumbuhan laba, *dividend payout ratio* dan standar deviasi mempunyai pengaruh nyata terhadap *price earning ratio* saham pada perusahaan properti dan realestat. Namun hasil uji F terhadap persamaan regresi berganda pada tahun 1997, hipotesis pertama tidak terbukti bahwa secara bersama-sama variabel pertumbuhan laba, *dividend payout ratio* dan standar deviasi tidak mempunyai pengaruh nyata terhadap *price earning ratio* saham pada perusahaan properti dan *realestate*. Tidak terbuktinya hipotesis pertama pada data tahun 1997 karena pada pertengahan tahun tersebut terjadi krisis moneter dan diikuti dengan tingginya tingkat suku bunga. Hal ini

membuat laporan keuangan perusahaan properti dan *realestate* merugi. Kondisi ini semakin dipersulit dengan tingginya beban bunga hutang.

Adapun kondisi sektor properti dan realestat pada tahun 1995 sampai dengan 1997 secara umum mengalami pertumbuhan. Momentum positif pertumbuhan sektor properti dan *realestate* selama tahun 1994 yang ditandai dengan tahun inovasi dan kreativitas di mana produk-produk properti yang diluncurkan unik, beragam dan menarik pembeli sehingga memasuki tahun 1995 sektor properti dan *realestate* menjadi sangat bergairah. Banyak pengembang yang mempunyai akses besar ke sektor perbankan sehingga mereka dengan mudah memperoleh dana untuk mendapatkan ijin lokasi dan membebaskan tanah. Hal ini disebabkan selain dari banyak pengusaha perbankan yang masuk dalam bisnis *realestate*, juga diakibatkan oleh banyaknya pengembang yang mendirikan bank (karena ada kemudahan segala perijinan baik di perbankan, pasar modal dan di sektor *realestate*) antara lain: Grup Ciputra, Grup Pembangunan Jaya, Grup Subentra (Sudwikatmono), Grup Dharmala Intiland dan Grup PSP.

Memasuki tahun 1995, pertumbuhan ekonomi meningkat menjadi 8,22% (1995) dari 7,54% (1994) dan laju inflasi turun dari 9,24% (1994) menjadi 8,64% (1995). Tingkat suku bunga SBI naik menjadi 16,72% (1995) dari 12,42% (1994). Industri *realestate* terus mengalami pertumbuhan di semua subsektor. Nilai kapitalisasi subsektor apartemen naik menjadi Rp 7,52 triliun (1995) dari Rp 3,9 triliun (1994). Nilai kapitalisasi subsektor perkantoran naik menjadi Rp 2 triliun (1995) dari Rp 1,7 triliun (1994). Nilai kapitalisasi subsektor perbelanjaan naik menjadi Rp 5,34 triliun (1995) dari Rp 2,2 triliun (1994) dan nilai kapitalisasi subsektor hotel naik menjadi Rp 5,3 triliun (1995) dari Rp 3 triliun (1994).

Memasuki tahun 1996, laju inflasi turun dari 8,64% (1995) menjadi 6,47% (1996) dan tingkat suku bunga SBI mengalami kenaikan sedikit dari 16,72% (1995) menjadi 16,92% (1996). Pertumbuhan ekonomi mengalami penurunan dari 8,22% (1995) menjadi 7,98% (1996). Industri *realestate* di tahun ini mengalami pertumbuhan di subsektor pusat perbelanjaan dan subsektor apartemen sedangkan di subsektor perkantoran dan perhotelan mengalami penurunan. Nilai kapitalisasi subsektor apartemen naik menjadi Rp 9,12 triliun (1996) dari Rp 7,52 triliun (1995). Nilai kapitalisasi subsektor perkantoran turun dari Rp 2 triliun (1995) menjadi Rp 1,7 triliun (1996). Nilai kapitalisasi subsektor pusat perbelanjaan naik menjadi Rp 6,34 triliun (1996) dari Rp 5,34 triliun (1995). Nilai kapitalisasi subsektor hotel turun dari Rp 5,3 triliun (1995) menjadi Rp 2,4 triliun (1996).

Memasuki tahun 1997, ekspansi kredit yang berlebihan di sektor properti dan realestat menyebabkan inflasi naik menjadi 11,05% (1997) dari 6,47% (1996). Ketika krisis moneter meledak di semester II tahun 1997, nilai tukar rupiah terhadap US\$ nilainya melemah dari Rp 2.700 hingga di atas Rp 10.000 sehingga hutang para pengembang pun mendadak meningkat beberapa kali lipat. Dapat dikatakan bahwa kondisi bisnis properti

dan *realestate* pada semester II tahun 1997 mati suri. Kondisi ini diperparah dengan naiknya tingkat suku bunga SBI dari 16,92% (1996) menjadi 23,01% (1997) dan pertumbuhan ekonomi turun dari 7,98% (1996) menjadi 4,7% (1997). Walaupun demikian, tingkat hunian hotel bintang lima di Jakarta masih 70% dan tingkat hunian apartemen sewa masih mencapai 75%. Tingkat hunian kantor mencapai 90% dan tingkat hunian pusat perbelanjaan mencapai 89%. Nilai kapitalisasi pasar subsektor apartemen turun dari Rp 9,12 trilin (1996) menjadi Rp 6,3 triliun (1997). Nilai kapitalisasi subsektor perkantoran turun dari Rp 1,7 triliun (1996) menjadi Rp 1 trilin (1997). Nilai kapitalisasi subsektor pusat perbelanjaan turun menjadi Rp 4,6 triliun (1997) dari Rp 6,34 trilin (1996). Nilai kapitalisasi subsektor hotel turun dari Rp 2,4 triliun (1996) menjadi Rp 1,2 trilin (1997).

Akibat krisis moneter mempunyai dampak terhadap sektor properti dan *realestate* dalam hal (Cahyono, 1998):

1. Meningkatnya ketidakpastian masyarakat dalam memegang rupiah sehingga mereka lebih tertarik memegang mata uang asing khususnya US\$. Akibatnya terhadap sektor realestat adalah menurunnya kemampuan masyarakat untuk membeli properti dan *realestate*.
2. Banyak bank yang dilikuidasi menyebabkan masyarakat mengalami kesulitan untuk mendapatkan KPR.
3. Harga tanah dan bahan bangunan menjadi sangat mahal, sehingga penjualan properti dan *realestate* mengalami penurunan yang tajam.

Uji Hipotesis Kedua

Hipotesis kedua diuji dengan menggunakan uji t. Uji t bertujuan untuk menguji tingkat signifikansi setiap variabel. Pada Tabel 3 dapat dilihat hasil uji t untuk setiap variabel.

Tabel 3
Perbandingan Hasil Regresi Berganda

		Model I (1995)	Model II (1996)	Model III (1997)
Intercept		20,6132	-3,3788	-119,67755
	t-stat	2,577	-3,52	-17,63
<i>Growth</i>		-18,1296	3,0539	-149,3542
	t-stat	-6,148	0,156	-6,803
DPR		-0,0434	0,7707	0,7202
	t-stat	-0,163	0,930	0,079
SD		-74,7830	11,3157	-19,6538
	t-stat	-15,986	1,172	-0,438
F-statistik		7,586	4,537	0,093
SSE		1799,6381	10070,9028	135981,7291
R ²		0,6027	0,4757	0,0182
Adj-R ²		0,5233	0,3709	-0,1781

Sumber: data penelitian diolah.

Apabila $t_{hitung} < t_{tabel}$ (2,898) maka dapat disimpulkan bahwa variabel tersebut signifikan. Tabel 3 menunjukkan bahwa pada tahun 1995 variabel yang sangat mempengaruhi PER adalah SD, tahun 1996 adalah SD dan tahun 1997 adalah growth. Dari hasil uji t, hipotesis kedua terbukti bahwa variabel yang berpengaruh terhadap PER akan berbeda antar periode.

Pengaruh perbedaan yang signifikan pada setiap variabel dari satu periode ke periode berikutnya sehingga membuat formulasi model pada satu periode tidak dapat digunakan untuk periode berikutnya. Sebagai contoh, model PER tahun 1995 tidak dapat digunakan untuk memprediksi nilai PER tahun 1996. Hasil penelitian ini konsisten dengan Elton dan Gruber (1991) yang menunjukkan pengaruh dari dividen, *growth*, pertumbuhan *earning*, *financial leverage* dan ukuran modal perusahaan (*size*) terhadap harga saham selalu berubah-ubah dari tahun ke tahun.

Kenyataan ini menunjukkan bahwa kondisi pasar dari ketiga model dalam penelitian ini berbeda. Dengan kata lain, dapat disimpulkan bahwa model yang diformulasikan berdasarkan pada kondisi pasar yang berbeda. Meskipun demikian tidak dapat diartikan bahwa model yang disusun dalam kondisi pasar sama akan menghasilkan model yang sama.

Adapun keterbatasan dalam penelitian ini adalah tidak memasukkan variabel perubahan selera pasar atau *mood* investor (bukan oleh kondisi pasar). Selera selalu mengalami perubahan sehingga walaupun kondisi pasar tidak berubah, mungkin saja selera pasar mengalami perubahan. Di samping itu, penelitian ini tidak membedakan kondisi pasar modal apakah sedang *bullish* ataupun *bearish*.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Pada penelitian ini dapat disimpulkan bahwa:

1. Variabel pertumbuhan laba, *dividend payout ratio* dan standar deviasi secara simultan mempunyai pengaruh yang nyata terhadap model PER.
2. Dengan menggunakan uji koefisien korelasi parsial masing-masing faktor yaitu pertumbuhan laba, dividen dan standar deviasi mempunyai koefisien parsial sebesar 15,3%; 17,2% dan 15,4%.
3. Penelitian ini menunjukkan bahwa variabel yang berpengaruh dominan terhadap PER berbeda-beda antar periode. Artinya penelitian ini menunjukkan perbedaan model regresi yang disebabkan oleh perbedaan situasi dan kondisi pasar. Namun penelitian ini tidak menemukan apakah pada situasi dan kondisi pasar yang sama akan menghasilkan model regresi yang sama.

Saran

Berdasarkan atas kesimpulan penelitian ini, peneliti mengemukakan saran-saran berikut ini:

1. Emiten diharapkan dapat lebih memberikan jaminan mengenai pembayaran dividen, terutama kepada investor yang mempunyai kepemilikan saham terbatas dan tidak aktif ikut memperdagangkan saham-saham perusahaan yang dimilikinya di Bursa Efek Jakarta.
2. Pendekatan model PER *cross sectional* sebaiknya digunakan jika asumsi mengenai situasi dan kondisi serta selera pasar sama dengan situasi dan selera pasar di mana model PER tersebut diformulasikan.

DAFTAR PUSTAKA

- Anastasi, Njo, et.al. 2003. *Analisis Faktor Fundamental Dan Risiko Sistemik Terhadap Harga Saham Properti Di BEJ*. Jurnal Akuntansi dan Keuangan Vol 5. No.2 (November, 2003): 123 – 132.
- Barret, G. Vincent and Jhon P. Blair. 1988. *How to Conduct and Analyze Real Estate Market and Feasibility Studies*, 2nd edition. N.J.
- Cahyono, Bambang Tri. 1998. *Ekonomi Makro dan Bisnis Realestat*. Bahan Pendidikan – CAUS.
- Chen, Roll dan Ross. 1986. Economic Forces and The Stock. *Jurnal of Finance* 59: 383 – 403.
- Elton, E., and Gruber, Martin. 1991. *Modern Portfolio Theory And Investment Analysis*, 4th edition. New York: John Wiley & Sons.
- Francis, Jack Clack. 1991. *Investment: Analysis and Management*. 5th edition. Singapore: McGrawHill International Edition.
- Gujarati. Damodar N. 1990. *Basic Econometric*. 2nd edition. New York: Mc GrawHill International Edition.
- Hagstrom, Robert G. 1997. *Cara Warrant Buffett: Strategi Investasi dari Investor Terbesar Dunia*. Terjemahan Agus Maulana dari *The Warrant Buffett Way* (1996). Jakarta: Penerbit Binarupa Aksara.
- Halim, Abdul. 1997. *Bagaimana Cara Sehat Investasi Pada Saham*. Manajemen & Usahawan, No 11, Tahun XXVI. November. 1997: 31 – 34.

Investor, 2002.

Kodrat, David Sukardi. 2006. *Pengaruh Indikator Rasio Keuangan Dan Respons Pasar Terhadap Harga Saham di Pasar Modal Indonesia pada Kondisi Up Stream dan Down stream (Studi pada Industri Properti yang Go Publik)*. Jurnal Ekonomi XI/02/2006: 130 – 149.

Naibaho, Yanes. 1989. *Bagaimana Mencari Untung di Bursa Efek*. Manajemen & Usahawan No. 5, Tahun XVIII, Mei.

Jurnal Pasar Modal Indonesia. 1997. *Tantangan Bisnis Sektor Properti: Aliran Kredit Dibatasi Pembangunan RS/RSS Diiutamakan*. Jurnal Pasar Modal No. 07/VIII/Juli 1997: 63 – 70.

Ross. Westerfield and Jaffe. 2005. *Corporate Finance*. 7th ed. New York: Mc GrawHill.

Ruky, Saiful M. 1999. *Menilai Penyertaan dalam Perusahaan*. Jakarta: PT. Gramedia Pustaka Utama.

Shinta, Shirley. 2003. *Saham Sektor Properti: Masihkah Tidak Menarik?* Kompas, 24 Maret 2003: 27.

Simanungkalit, Panangian. 2004. *Bisnis Properti Menuju Crash Lagi?* Jakarta: Pusat Studi Properti.

Singarimbun, Masri, dan Effendi, Sofiand (Editor)., 1995. *Metode Penelitian Survey*. Jakarta: LP3ES.

Soeharjoto. 1998. *Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Pembelian RS/RSS, 1976 – 1996 (Studi Kasus KPR – BTN)*, Media Ekonomi 5/1. 1998: 590 – 602.

Victor, L. Harper. 1986. *Handbook of Investment Product and Services*. New York: Institute of Finance.

Weston, J.F. and Bringham, EF. 1993. *Essential of Managerial Finance*. 4th ed. The Dryden Press.

Whitbeck, V. and M. Kisor. 1963. *A New Tool in Investment Decision Making*. Financial Analysis Journal (May – Jun). 1963: 55 – 62.