

**PENGARUH KATEGORI INDUSTRI TERHADAP PRICE-EARNING
(P/E) RATIO DAN FAKTOR-FAKTOR
PENENTUNYA**

Agus Sartono

Universitas Gadjah Mada

Misbahul Munir

Financial Consulting Group

ABSTRAKSI

Hasil penelitian yang mengambil sampel tujuh jenis industri selama jangka waktu tahun 1991 sampai dengan 1996 mengindikasikan beberapa hal, yaitu (1) nilai PER rata-rata masing-masing industri menunjukkan perbedaan yang nyata, (2) perilaku PER suatu perusahaan pada industri tertentu dapat dijelaskan oleh variabel-variabel dividend payout ratio, pertumbuhan laba, return on equity, ukuran perusahaan (dinyatakan dalam variabel total assets), penjualan (diukur dengan variabel P/S ratio) dan debt equity ratio, (3) arah hubungan dan tingkat pengaruh masing-masing variabel (baik besar maupun signifikansinya) dalam menjelaskan PER berbeda antara industri satu dengan industri lainnya, dan (4) kemampuan faktor-faktor yang menjadi penentu PER untuk menjelaskan perilaku PER secara bersama-sama juga berbeda antar industri. Penelitian ini sendiri, sampai tingkat tertentu, merupakan replikasi dari penelitian yang dilakukan oleh Mpaata and Sartono (1997) terhadap sampel tujuh industri di Amerika Serikat

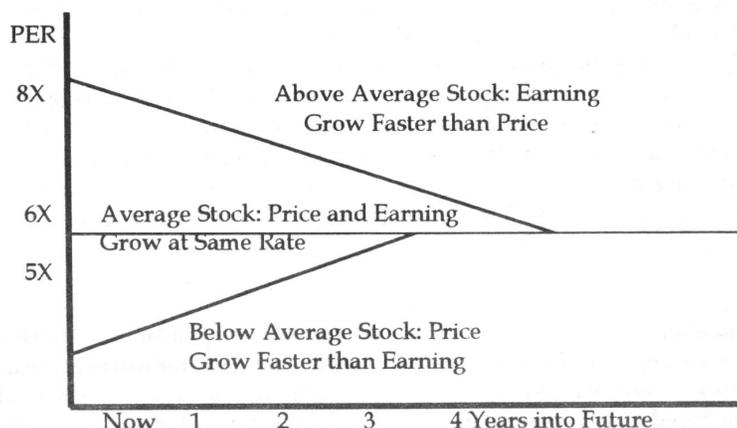
Latar Belakang Masalah

Sampai sekarang, terdapat banyak teknik untuk mengevaluasi nilai suatu saham yang beredar di bursa. Salah satu cara yang banyak dipakai adalah melalui price earning ratio (PER). Dibandingkan metoda berdasarkan arus kas, metoda ini mempunyai kelebihan, antara lain karena kemudahan dan kepraktisan dan adanya

standar yang memudahkan pemodal untuk melakukan perbandingan penilaian terhadap perusahaan lain pada industri yang sama.

Sampai sekarang belum ditemukan satu definisi industri yang umum dan diterima oleh semua pihak. Pendekatan alternatif untuk mendefinisikan industri meliputi fokus pada atribut-atribut kesamaan dalam penggunaan bahan mentah, proses produksi dan kesamaan produk akhir menurut persepsi konsumen. Informasi tentang suatu industri dapat diperoleh dari publikasi mengenai klasifikasi atau coding perusahaan, justifikasi para security analysisi dan berdasarkan empirical commonalities dari studi factor analysis dan cluster analysis. Suatu penelitian di Amerika Serikat menghasilkan kesimpulan bahwa antara industri satu dengan industri lainnya terdapat perbedaan signifikan pada 12 rasio keuangan termasuk price-to-earning ratio (Foster, 1986)

Berdasarkan hipotesis bahwa setiap jenis industri mempunyai seperangkat karakteristik tersendiri dalam hal resiko yang ditanggung, siklus produk, prospek dan atribut-atribut lainnya, maka pengujian perbedaan rata-rata PER masing-masing industri, identifikasi variabel-variabel yang diperkirakan mempengaruhi dan formulasi model terhadap saham-saham dipasar modal Indonesia (BEJ) menjadi sangat relevan.



Landasan Teori

Apabila pertumbuhan laba dan dividen serta expected rate of return dari suatu saham berubah-ubah nilainya, maka PER diharapkan juga akan berubah sepanjang waktu berjalan dan pada akhirnya menuju suatu tingkat nilai PER rata-rata dari saham-saham yang mempunyai tingkat resiko yang sama. Pada model dengan dua periode pertumbuhan, pola perubahan nilai PER dapat dilukiskan pada gambar dihalaman berikut (Haugen,1993).

Firth (1996) menemukan bukti bahwa informasi laba suatu perusahaan akan ditransfer ke perusahaan pesaing pada industri yang sama dan akan mempengaruhi harga saham pesaing itu sendiri. Gejala ini menandakan adanya keterkaitan mekanisme penilaian saham pada suatu industri.

Melalui studi empiris, Manakyan and Carroll (1990) menyatakan bahwa sinyal dividen diikuti dengan perubahan yang belum terantisipasi pada laba selama dua kuartal berturut-turut. Dalam usahanya untuk membentuk portofolio berkualitas tinggi, Lehman (1996) mengklaim bahwa dividend yield dan market-to-book ratio tidak lagi merupakan indikator yang valid. Mereka menemukan fenomena pada saat dividend yield rendah dan market-to-book ratio tinggi, akan tetapi pasar saham tetap menunjukkan kinerja yang baik.

Di dalam dividend signaling model, John and Williams (1985), Merton and Rock (1985) dan Manakyan and Carol (1991) menyatakan bahwa perubahan dividen dilakukan oleh perusahaan untuk menyampaikan informasi pendapatan masa datang. Atas dasar analisis regresi time series Gonedes (1978) menemukan bahwa dividen hanya menyampaikan informasi yang sangat sedikit tentang laba perusahaan berikutnya. Informasi yang lebih dapat dipercaya dan relevan dengan laba yang mungkin diraih perusahaan adalah unexpected dividend. John and Williams (1985) mendefinisikan dividen signaling sebagai tingkat respon dari harga saham terhadap perubahan dividen yang tidak diharapkan.

Fairfield (1994) menyebutkan bahwa PER seharusnya berhubungan secara positif dengan pertumbuhan laba. Sementara itu Elsharkawy and Garrod (1996) menambahkan bahwa perubahan harga saham pada suatu periode tertentu adalah berhubungan dengan baik arah maupun besarnya unexpected earning. Cohen,

Zinbarg and Zeikel (1973) menemukan hubungan searah antara pertumbuhan laba terhadap PER melalui regresi cross sectional, baik pada masa bullish maupun bearish. Arti penting pertumbuhan laba terhadap PER berbeda secara cukup berarti menurut kondisi pasar. Pada bull market, pertumbuhan laba mempunyai koefisien -berarti juga pengaruh- yang lebih besar dari pada pada bear market. Elton and Gruber (1995) juga menemukan terjadinya pergeseran pada weighting factor yang tercermin pada koefisien regresi terhadap pertumbuhan laba, dividen dan tiga macam variable resiko (ketidakstabilan laba, financial leverage dan ukuran). Pergeseran ini secara statistik signifikan dan ternyata mempunyai pola tertentu, dengan pertumbuhan menjadi lebih penting pada saat pasar bergairah dan dividen menjadi kurang penting. Hasil yang sama diperoleh oleh Whitbeck-Kisor (1963) dalam Elton and Gruber (1995) dan Chandra (1994) yang meneliti pengaruh pertumbuhan laba, dividen payout ratio dan resiko terhadap PER.

Banz (1981) menemukan abnormal return yang besar untuk portofolio berukuran kecil, sementara portofolio berukuran besar mendapatkan abnormal return yang lebih kecil. Louiso (1993) secara jelas menunjukkan bahwa setelah masa resesi, perusahaan kecil cenderung akan kembali berkembang lebih cepat daripada perusahaan besar. Basu (1983), Aggarwal, Rao and Hiraki (1990), Bromberg (1990), Klein And Rosenfeld (1991) dan Peters (1991) membuktikan adanya pengaruh ukuran perusahaan dan P/E terhadap return saham. Wong and Lye (1990) menemukan hubungan yang positif antara PER dengan risk adjusted return saham, bahkan setelah pengaruh ukuran perusahaan dieliminasi. Badrinath and Kini (1994) justru menyebutkan bahwa return saham berhubungan positif dengan ukuran perusahaan, meskipun setelah di adjust menurut tingkat risiko. Pada sisi lain, terdapat hubungan antara return saham dengan PER. Akibatnya, diperkirakan ada hubungan terbalik antara PER dengan ukuran. Meskipun demikian, Kim (1995) hanya menemukan sedikit bukti untuk mendukung peran ukuran perusahaan didalam menjelaskan return yang diharapkan secara cross sectional.

Davis (1994) menyatakan bahwa ada hubungan yang kuat antara harga saham dengan portofolio yang diurutkan menurut E/P, cash flow/price,

pertumbuhan penjualan, ukuran perusahaan, book-to-equity ratio (B/MV) dan beta historis. Peningkatan penjualan akan membuat PER juga cenderung naik (lihat juga Fama and French, 1996). Suatu studi empiris oleh Barbee (1996) menunjukkan bahwa variabel sales-to-price ratio (S/P) dapat menjadi landasan yang berharga dalam pemilihan portofolio dan peramalan return saham. Penjualan tahunan perusahaan sering muncul sebagai indikator yang lebih bisa dipercaya dalam menggambarkan potensi laba jangka panjang dibandingkan laba yang dilaporkan itu sendiri. Laba merupakan variabel yang kurang stabil dan terpengaruh secara lebih nyata oleh kejadian-kejadian temporer, misalnya oleh pengeluaran yang besar untuk pengembangan produk, kondisi siklus yang terjadi pada industri, kebijakan pricing jangka pendek dan lain sebagainya. Variabel S/P juga merupakan indikator penilaian relatif perusahaan oleh pasar yang lebih meyakinkan dibandingkan book-to-market ratio karena tingkat penjualan lebih sedikit terpengaruh oleh faktor-faktor spesifik perusahaan. Variabel S/P ini juga tidak mempunyai nilai negatif yang sangat sulit untuk diinterpretasikan. Fisher (1984) menganggap bahwa S/P yang relatif tinggi mungkin menandakan bahwa saham tersebut tidak populer dikalangan investor, sehingga menyediakan peluang pembelian dan kemungkinan return yang besar.

Tema yang penting dalam struktur keuangan berfokus pada premis bahwa pihak insiders harus berusaha membentuk struktur keuangan perusahaan dengan tujuan untuk memaksimalkan kesejahteraan shareholders dengan cara mengoptimalkan the net gains from leverage (GFL). Charath, Chaudry, Ramchander and Sarma (1993) menemukan hubungan positif yang signifikan antara GFL dan leverage. Keputusan leverage suatu perusahaan menyampaikan informasi kepada pihak luar, sebagaimana kebijakan dividen. Ravid and Sariq (1991) menyatakan bahwa perusahaan yang baik ternyata membayar dividen lebih banyak dan mempunyai derajat leverage lebih tinggi daripada perusahaan yang berkualitas rendah. Bhandari (1988) mengamati bahwa derajat leverage perusahaan secara positif dan signifikan mempunyai pengaruh terhadap return saham, meskipun dengan mengontrol beta dan return perusahaan. DER merupakan natural proxy untuk variabel resiko dari suatu saham. Barbee (1996)

mendukung temuan Bhandari tersebut apabila return saham diregresikan terhadap variabel-variabel B/MV, DER, MVE (market value of equity). Akan tetapi, bila ke model dimasukkan variabel S/P, maka DER dan kedua variabel lain menjadi tidak signifikan lagi.

Pengaruh pengumuman saham baru terhadap harga saham telah diamati oleh Darm and Mikkelson (1984) dan secara lebih spesifik lagi diamati oleh John and Williams (1985) dan Pilotte (1992). Hamid, Prakash and Anderson (1994) menekankan bahwa meskipun hutang mungkin akan menimbulkan akan meningkatkan tingkat laba bersih, tetapi hutang menghalangi pertumbuhan laba antar waktu karena adanya kewajiban pembayaran beban tetap atas hutang.

Berdasarkan penemuan-penemuan di atas, penulis mempunyai hipotesis bahwa PER untuk masing-masing industri berbeda satu sama lain. Variabel-variabel total aset, variabel yang berhubungan dengan penjualan, dividend payout ratio, dan debt equity ratio mempunyai pengaruh yang mungkin positif atau negatif terhadap PER. Sementara itu pertumbuhan laba dan ROE berhubungan secara positif terhadap PER. Secara bersama-sama keenam variabel bebas di atas mempunyai PER, tetapi kemampuan dalam menjelaskan perilaku PER diperkirakan berbeda antar industri.

Sampel dan Metodologi

Periode waktu data yang dipakai adalah mulai tahun 1991 sampai dengan tahun 1996. Sampel yang digunakan terdiri dari beberapa subsektor industri setiap tahunnya. Semua data diperoleh dari Indonesia Capital Market Directory dan Jakarta Stock Exchange: Monthly Statistic yang keduanya diterbitkan oleh bursa efek Jakarta. Sebagai sampel, diambil data dari subsektor industri Banking, Real Estate and Property, Food and Beverages, Pharmeceticals, Textile, Apparel and Other Products, Animal Husbandry dan industri Electronic and Office equipments.

Model hubungan persamaan antara nilai perkiraan PER dan faktor-faktor yang mempengaruhinya adalah

$$PER = a + \beta_1(gEPS) + \beta_2(TA) + \beta_3(Sales) + \beta_4(DPR) + \beta_5(ROE) + \beta_6(DER)$$

PER : Price earning ratio

a : suatu konstanta

i : koefisien regresi variabel i

TA : Total assets

Sales : Penjualan (atau variabel sales- related lain)

DPR : Dividend payout ratio

ROE : Return on equity

DER : Debt equity ratio

Hasil Studi dan Pembahasan

Nilai dari PER rata-rata dan variance masing-masing industri yang diamati dan pengujian statistik dengan ANOVA memberikan hasil seperti yang tercantum pada Tabel 1 and Tabel 2 berikut:

Tabel 1. Rata-rata PER Beberapa Industri dan Variance Masing-masing

Groups	Count	Sum	Average PER	Variance
Banking	59	883.69	14.98	74.72
Textile & Other Product	55	830.18	15.09	187.45
Animal Husbandry	24	334.45	13.94	27.31
Real Estate & Property	34	748.22	22.01	233.86
Food & Beverages	35	570.44	16.30	100.57
Electronic & Office Eq.	19	246.69	12.98	85.93
Pharmaceuticals	18	304.57	16.92	88.06

Tabel 2. Pengujian Beda Rata-rata PER Industri dengan ANOVA

Source of Variation	SS	df	MS	F	P-value	F critical $\alpha = 5\%$
Between Groups	1626.12	6	271.02	2.1969	0.0441	2.1370
Within Groups	29238.1	237	123.3674			
Total	30864.2	243				

Hasil pengujian pada studi ini tampaknya sesuai dengan keyakinan banyak kalangan yang mencoba menilai harga saham suatu perusahaan berdasarkan PER perusahaan tersebut dan membandingkannya dengan PER rata-rata industri. Langkah para pelaku pasar modal dengan gaya manajemen aktif yang meyakini dan mencari saham-saham mispriced berdasarkan, antara lain, nilai PER mendapat alasan yang logis, sesuai dengan hasil penelitian ini.

Untuk menyusun persamaan hubungan antara PER dengan variabel yang diperkirakan mempengaruhi, terlebih dahulu ditentukan variabel sales related yang paling baik dalam menjelaskan PER. Ternyata P/S ratio menunjukkan korelasi, tingkat signifikansi dan kemampuan menjelaskan PER paling besar dibanding penjualan atau pertumbuhan penjualan.

Dengan membuat berbagai model bentuk hubungan antara PER dengan variabel bebasnya -hubungan linier, semi logaritmis atau logaritmis- dihasilkan kesimpulan bahwa hubungan logaritmis mampu memunculkan persamaan yang secara statistik lebih baik. Korelasi antar variabel dengan data dari industri banking dalam kerangka hubungan logaritmis dapat dilihat pada tabel 3.

Dengan menggunakan teknik regresi antar nilai logaritma natural PER dengan nilai logaritma natural variabel-variabel bebas selain pertumbuhan EPS, didapatkan nilai koefisien regresi beserta t-statistik pada masing-masing industri seperti terlihat pada tabel 4..

Tabel 3. Korelasi Antar Variabel dalam Hubungan Logaritmis

	Ln(PER)	gEPS	Ln(TA)	Ln(DPR)	Ln(ROE)	Ln(DER)	Ln(P/S)
Ln(PER)	1.00						
gEPS	-0.33	1.00					
Ln(TA)	-0.09	0.14	1.00				
Ln(DPR)	0.08	-0.24	-0.06	1.00			
Ln(ROE)	-0.47	0.31	0.44	-0.32	1.00		
Ln(DER)	-0.21	0.13	0.65	-0.28	0.52	1.00	
Ln(P/S)	0.80	-0.17	-0.27	0.12	-0.29	-0.56	1.00

Tabel 4. Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis II

Variable	Banking		Real Estate		Food & Beverage	
	t Stat	Coeff.	t Stat	Coeff.	t Stat	Coeff.
Intercept	-1.1879	-0.5233	5.1413	5.1601	3.5190	2.8787
gEPS	-2.4162	-0.0940	0.7259	0.0091	1.6849	0.1188
Ln(TA)	0.4410	0.127	-3.3816*	-0.2315	2.4059*	0.1434
Ln(DPR)	-1.1948	-0.0495	3.0276*	0.3140	2.2718	0.1997
Ln(ROE)	-9.2229	-0.8404	-4.0972	-0.4848	-11.8679	-0.9961
Ln(DER)	8.3116*	0.6957	2.2845	0.2780	7.2248*	0.5672
Ln(P/S)	19.3331*	0.7768	7.3267*	0.5427	13.2644*	0.8543
F Stat	91.5330		20.8557		48.9731	

Variable	Pharmaceutical		Textile, Apparel	
	t Stat	Coeff.	t Stat	Coeff.
Intercept	5.9314	6.4886	8.4343	7.2553
gEPS	-0.9620	-0.1125	-0.8821	-0.0663
Ln(TA)	-5.2563*	-0.5486	-3.4841*	-0.1893
Ln(DPR)	-1.7185	-0.1396	-1.9296	-0.1509
Ln(ROE)	-2.0242	-0.1661	-11.7874	-0.8128
Ln(DER)	1.7585	0.1103	7.215*	0.5504
Ln(P/S)	10.4163	0.6091	11.564*	0.7158
F Stat	79.8251		63.4055	

Catatan : * signifikan pada taraf signifikansi 5%

Dengan demikian, persamaan hubungan antara Ln(PER) dengan Ln (variabel-variabel bebas kecuali pertumbuhan EPS) pada industri perbankan adalah:

$PER = -0.5233 - 0.0940(gEPS) + 0.0127(TA) - 0.0945(DPR) - 0.8404(ROE) + 0.6957(DER) + 0.7768(P/S)$					
SE	(-2.4)	(0.4)	(-1.2)	(-9.2)	(8.3*)
(19.3*)					

Dari persamaan diatas, sebanyak dua dari enam variabel bebas secara signifikan mempengaruhi perilaku PER, yaitu variabel DER dan P/S. Variabel P/S muncul sebagai salah satu penyumbang terbesar terhadap F-statistic dan adjusted R^2 sehingga regresi secara keseluruhan bernilai signifikan, ditandai dengan sangat besarnya F-statistic dibanding F-critical dan nilai signicance F yang praktis sama dengan nol. Hal ini menunjukkan bahwa mungkin investor lebih menghargai pencapaian penjualan dari pada pencapaian laba didalam menentukan harga saham dan menilai PER yang wajar bagi perusahaan tertentu.

Hubungan antara P/S terhadap PER yang positif menandakan bahwa kenaikan P/S akan diikuti dengan kenaikan PER, dengan setiap kenaikan 1 unit P/S membuat PER naik sebesar 0.7768.

Pada semua industri, ditemukan bukh bahwa P/S secara positif dan signifikan mempunyai pengaruh terhadap PER. Mekanisme yang mungkin terjadi dapat mengambil skenario sebagai berikut.

1. Kenaikan penjualan yang diikuti dengan peningkatan laba, menyebabkan investor mau membeli harga saham dengan penambahan harga yang besar daripada kenaikan penjualan, sehingga P/S meningkat. Peningkatan P/S ini membuat PER juga meningkat.
2. Kenaikan penjualan yang diikuti juga oleh peningkatan laba, tetapi investor hanya mau membeli harga saham dengan kenaikan harga yang lebih kecil daripada kenaikan penjualan, akibatnya P/S menurun. Penurunan P/S ini menyebabkan PER turun juga.
3. Kenaikan penjualan diikuti oleh penurunan laba, menyebabkan investor membeli harga saham lebih murah dengan penurunan harga lebih besar dari pada penurunan laba, sehingga P/S berkurang dan akibatnya PER turun.
4. Penurunan penjualan yang diikuti oleh peningkatan laba, membuat investor berani membeli harga saham dengan penambahan harga yang lebih besar daripada kenaikan laba, sehingga P/S meningkat, PER akan naik juga.
5. Penurunan penjualan diikuti dengan penurunan laba, akan menyebabkan investor membeli harga saham lebih murah dengan pengurangan harga lebih

besar dari pada penurunan penjualan dan laba sehingga P/S dan dengan demikian PER akan turun.

Pada prakteknya, investor dapat memiliki pemikiran dan judgement mereka sendiri yang berbeda dengan skenario diatas. Yang menjadi jelas disini adalah bahwa variabel P/S benar-benar merupakan variabel bebas dengan penjualan tetap menjadi titik tolak awal dan harga saham menjadi akibatnya. Pemakaian variabel ini tidak akan menyebabkan terbentuknya persamaan identitas, sesuatu yang dihindari pada regresi.

Variabel DER juga menunjukkan hubungan positif terhadap PER pada semua industri, meskipun tidak terlalu signifikan. Hal ini menandakan bahwa peluang pertumbuhan perusahaan dianggap cukup tinggi, sehingga penambahan hutang dan proporsi hutang pada struktur dana akan memberikan gains from leverage dan meningkatkan pertumbuhan. Kepercayaan para pemodal mungkin lebih tinggi pada perusahaan dengan DER yang relatif besar, umumnya ada pada perusahaan besar dan bonafid, sehingga akan membuat naiknya PER perusahaan tersebut.

Untuk dapat mencermati pengaruh dari tiap-tiap variabel dalam menambah kemampuan menjelaskan perilaku PER dilakukan regresi stepwise. Dengan definisi variabel yang sama pada industri Real Estate and Property, sebagai contoh, didapatkan hasil sebagai berikut:

Tabel 5. Regresi Logaritmis secara Step-Wise pada

Industri Real Estate and Property									
Model	TA	DPR	DER	ROE	P/S	gEPS	Adj.R ²	F-Stat	Signif. F
1		0.5347 (2.95)*					0.18	8.72	0.0057
2						-0.0195 (-0.80)	-0.01	0.64	0.4296
3		0.5291 (2.78)*				-0.0026 (-0.11)	0.16	4.24	0.0230
4		0.3461 (2.50)*			0.5154 (5.81)*	-0.0071 (-0.43)	0.58	16.88	0.0000
5	-0.1288 (-1.67)	0.3145 (2.31)*			0.5194 (6.01)*	-0.0028 (-0.17)	0.60	14.05	0.0000
6	-0.2373 (-2.81)*	0.3534 (2.77)*	0.3600 (2.43)*		0.6128 (6.88)*	-0.0028 (-0.19)	0.65	14.20	0.0000
7	-0.2315 (-3.38)*	0.3140 (3.03)*	0.2780 (2.28)	-0.4848 (-4.1)*	0.5427 (7.33)*	0.0091 (0.73)	0.77	20.86	0.0000

Catatan: Sampel diambil dari industri real estate and property dengan jumlah observasi 36 buah.

Nilai t-stat dicetak dibawah koefisien masing-masing variabel

*Nilai t-stat yang signifikan pada $\alpha=5\%$

Nilai F yang signifikan pada $\alpha=5\%$ dicetak tebal.

Dari tabel diatas, beberapa poinl dapat dicatal sebagai berikut:

1. Variabel-variabel yang selalu signifikan pada semua model yang melibatkannya adalah variabel DPR dan P/S
2. Variabel pertumbuhan laba menunjukkan tingkat unsignificance yang tinggi. Pada model ketiga penambahan variabel gEPS justru menunjukkan adjusted R^2 dari model 1, dan bahkan pada model 7 landa koefisien berubah. Variabel seperti ini termasuk kalegori variabel superflous/detriinental dan bisa meskipun lidak selalu ditolak sebagai explanatory variabel.
3. Penambahan variabel-variabel baru mulai dari model keliga sampai model ketujuh secara konsislen menambah adjusted R^2 , berarti variabel-variabel tersebut bernilai useful bagi model
4. Diantara semua variabel yang signifikan pada model ke tujuh, variabel P/S merupakan variabel yang sangat menentukan

Secara umum model yang dibangun berdasar enam variabel bebas yang digunakan pada semua industri masih dapat diterima. Meskipun gEPS tidak memuaskan, tetapi tetap mempunyai nilai informasi, sehingga terus dipakai.

Dengan memanfaatkan model yang sama untuk semua industri, pengujian terhadap hipotesis ada tidaknya perbedaan yang nyata variabel-variabel yang secara bersama-sama menjadi penentu bagi PER pada masing-masing industri dapat dilakukan dengan melakukan perbandingan terhadap nilai f-statistik.

Terlihat pada tabel 4 diatas bahwa nilai f-statistik tertinggi didapatkan oleh model persamaan pada industri banking yaitu sebesar 91,5330 dan yang terendah pada industri real estate dan property yang hanya sebesar 20,8557. Melihat perbedaan f-statistik antara kedua industri tersebut dapat diduga bahwa kemampuan variabel bebas menjelaskan perilaku PER berbeda pada masing-masing industri. Pengujian terhadap ada atau tidaknya perbedaan signifikansi pengaruh dan arah hubungan antara masing-masing variabel terhadap PER ditiap-tiap industri dapat dilakukan dengan membandingkan tanda koefisien regresi atau t-statistic dan besarnya t-statistic. Dari tabel diatas juga terlihat bahwa arah hubungan masing-masing variabel pada tiap industri menunjukkan adanya perbedaan. Apabila tanda ditemukan tidak sama, maka informasi yang diberikan

oleh P-value tidak relevan lagi untuk perbandingan. Demikian juga pengujian dengan ANOVA untuk membandingkan rata-rata signifikansi masing-masing variabel tidak perlu dilakukan, karena sudah jelas menunjukkan perbedaan.

Disimpulkan bahwa pengaruh tiap variabel terhadap PER tidak sama antara satu industri dengan industri yang lainya.

Perbandingan dengan Hasil Penelitian Sebelumnya

Penelitian yang dilakukan oleh Mpaata and Sartono (1997) menghasilkan suatu bentuk hubungan semi logaritmis antara PER dengan fixed assets, pertumbuhan laba, return on equity, debt equity ratio, total assets, devidend payout ratio dan price ta sales ratio (P/S ratio).

Penulis menemukan bahwa pemakaian variabel P/S ratio ternyata memberikan model yang lebih baik dibandingkan dengan varibel yang berhubungan dengan penjualan lainnya. Penulis tidak memakai variabel fixed assets karena menganggap variabel ini sudah tercakup pada variabel total assets, sehingga pemakaiannya bisa menimbulkan persamaan identitas.

Sebagaimana hasil penelitian Mpaata and Sartono (1997) dalam penelitian itu berhasil dibangun suatu model hubungan antara PER dengan variabel-variabel diatas yang secara teori dan statistik diterima. Akan tetapi, berbeda dengan hasil penelitian ini, Mpaata and Sartono (1997) tidak menemukan perbedaan yang nyata dalam hal kemampuan variabel-variabel bebas diatas di dalam menjelaskan perilaku PER antar industri.

Kesimpulan

Dari hasil penelitian dan pembahasan sebelumnya, pengujian terhadap beberapa hipotesis yang diajukan memberikan hasil sebagai berikut:

1. Rata-rata PER untuk tiap-tiap industri berbeda.
2. Pertumbuhan laba, total assets, return on equity, devidend payout ratio, debt equity ratio dan price to sales ratio secara bersama-sama mempunyai pengaruh yang nyata terhadap nilai price earning ratio (PER) setiap jenis industri.

3. Terdapat perbedaan yang signifikan dalam hal kemampuan variabel-variabel bebas yang dipakai pada model persamaan ini -baik secara individual maupun secara keseluruhan- didalam menjelaskan PER antar industri.

Hasil-hasil yang tidak sesuai dengan teori/hipotesis yang diajukan, terutama arah hubungan dari beberapa variabel, mungkin disebabkan oleh:

- Agregasi fenomena PER selama periode 1991-1996 dengan metode pengambilan sampel secara pooling mungkin tidak tepat, mengingat adanya kemungkinan firm effects yang tidak tertangkap oleh model dan terjadinya perubahan market tastes (Elton and Gruber, 1995)
- Kemampuan variabel-variabel historis dalam menjelaskan hubungan antar variabel yang menjadi perhatian pada studi ini memang tidak lebih baik bila dibandingkan dengan variabel ekspektasi.

Rekomendasi

Model yang dibangun pada studi ini secara umum dan keseluruhan cukup reliable bila dipakai untuk menjelaskan dan selanjutnya mengidentifikasi saham-saham yang mispriced. Meskipun demikian, model ini tidak otomatis bisa diterima dengan derajat keyakinan yang tinggi untuk dipakai pada rentang waktu yang berbeda dan dalam lingkungan ekonomi yang sudah berubah.

Hasil penelitian ini membenarkan praktek para pelaku pasar modal yang memakai PER rata-rata industri untuk menilai harga saham suatu perusahaan. Langkah ini mendapatkan alasan dan bukti yang logis dan relevan, oleh karena itu dapat diteruskan.

DAFTAR PUSTAKA DAN BIBLIOGRAFI

Aggarwal, R., Rao, R. P., and Hiraki, T., 1990, "Regularities in Tokyo Stock Exchange Security Returns: P/E, Size, and Seasonal Influences/"Journal of Financial Research, Vol. 13, No. 3, Fall, pp. 249-263

- Badrinath, S.G., and Kini, O., 1994, "The Relationship between Securities Yield, Firm Size, Earning/Price Ratios and Tobin's q," *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol.21, No.1, January, pp. 109-131.
- Baker, H.K., 1989, "Why Companies Pay No dividends," *Akron Business & Economic review*, Vol. 20, No. 2, Summer, pp.48-61.
- Banz, R.W., 1981, "The Relationship between Return and Market Value of Common Stocks," *Journal of Financial Economics*, Vol. 9, pp. 18-24.
- Basu, S., 1983, "The Relationship between Earnings' Yield, Market Value and Return for NYSE Common Stocks: Further Evidence," *Journal of Financial Economics*, June, pp. 129-156.
- Barbee, W.C., Jr., Mukherji, S., and Raines, G.A., 1996, "Do Sales-Price and Debt Equity Explain Stock Return Better than Book-Market and Firm Size," *Financial Analysts Journal*, March/April, pp. 56-60.
- Bhandari, L.C., 1988, "Debt/Equity Ratio and Expected Common Stock Returns," *Journal Of Finance*, Vol. 43, No. 2, June, pp. 507-528
- Bleiberg, S., 1989, "How Little We Know..... About P/Es, but Also Perhaps More Than we Think," *Journal of Portofolio Management*, Vol. 14, No. 4, Summer, pp. 26-31.
- Bose, M., 1989, "Bidding farewell to the P/E?" *Director*, No. 2, September, pp. 39-41
- Bromberg, M., 1990, "The Efficient Market Hypotesis: Some Second Thoughts," *Management Accounting-London*, Vol. 68, No. 5, May, pp. 36-38.
- Brooks, R.M., 1990, "Changes in Asymmetric Informations at Earning and Devidend Announcement," *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 23, No. 3, April, pp. 359-378.
- Chandra, J., 1994, *PER Sebagai Penilai Kewajaran Harga Saham di Bursa Efek Jakarta*
- Charath, A., Chaudry, M., Ramchandar, S., and Sharma, J. L., 1993, " Gains From Leverage," *Financial Management*, Vol. 22, No.4, Winter, pp.21-22
- Clemente, H.A., 1990, " What Wall Street Sees When It Looks At Your P/E Ratio," *Financial Executive*, Vol. 6, No.3, May/June, pp. 40-44.

- Cohen, J., Zinbarg, E., and Zeikel, A., 1973, *Investment Analysis and Portofolio Management*, Richard D. Irvvin, Illinois.
- Cole, K., Helwege, J., and Laster, D., 1996, "Stock Market Indicator: Is this time Different?" *Financial Analysis! Journal*, Vol. 52, No. 3, May/June, pp.56-64.
- Dann, L., and Mikkelson, W., 1984, "Convertible Debt Issuance, Capital Structure Change and Financing Related Information," *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, June, pp. 157-186.
- Davis, J. L., 1994," The Cross-Section of Realized Stock Return: The Pre COMPUSTAT Evidence," *Journal Of Finance*, Vol. XLIX, No. 5, December, pp. 1579-1593
- Eaton, L., 1993,"Price Earning Ratios," *Barron's*, Vol. 73, No. 42, October 18, pp. M18-M-22
- _____, 1993,"Price Earning Ratios/'Barron's Vol. 73, No. 29, July 19, pp. M17
- Elsharkawy, A., and Garrod, N.,1996," The Impact of Investor Sophistication on Price Responses to Earning News," *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol 23, No.2, March, pp. 221-236.
- Elton, E. J., and Gruber, M, J., 1995, *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, 5th ed., John Willey & Sons, Inc., New York.
- Fairfield, P.M., 1994, " P/E, P/B and the Present Value of Future Deividends," *Financial Analysts Journal*, Vol. 50, No. 4, July/August, pp. 23-31.
- Fama, E. F., and French, K.R., 1996, "Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies," *Journal of Finance*, Vol. 51, No, 1, March, pp. 55-84.
- Fama, E. F., and French, K. R.,1992,"The Cross Section of Expected Stock Return," *Journal of Finance*, Vol. 47, No.2, pp.427-465.
- Firth, M., 1996,"Dividend Changes, Abnormal Returns, and Intra-industri Firm Valuation," *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, Vol. 31, No.2, June, pp. 189-211
- Fisher, K. L., 1984, *Super Stock*, Dow Jones-Irwin.
- Foster, G., 1986, *Financial Statement Analysis*,. 2nd ed., Prentice Hall, Inc., New Jersey

- Gonedes, N. J., 1976, "Corporate Signaling External Accounting, and Capital Market Equilibrium, Evidence on Dividends Income and Extraordinary Items"/*Journal of Accounting Research*, Vol. 16, Spring, pp. 26-79.
- Good, W. R., 1991, "When Are Price/Earning Ratios Too High -or Too Low?" *Financial Analysts Journal*, Vol. 47, No. 4, July/August, pp. 9-12,25.
- Hamid, S., Prakash, A. J., and Anderson, G. A., 1994, "A Note on the Relationship between Systematic Risk and Growth in Earning"/*Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 21, March, pp. 293-297.
- Haugen, R. A., 1993, *Modern Investment Theory*, Prentice-Hall, Inc., New York.
- Husnan, S., Hanafi, M. M., dan Wibowo, A., 1996, "Dampak Pengumuman Laporan Keuangan terhadap Kegiatan Perdagangan Saham dan Variabilitas tingkat Keuntungan," *Kelola*, Vol. V, No. 11, hal. 110-125.
- Husnan, S., 1990, "Penggunaan P/E ratio Penilaian Saham: Suatu Analisis Lebih Lanjut," *Manajemen dan Usahawan Indonesia*, No.2 Tahun XIX, Pebruari.
- Impson, C. M., and Karafiath, I., 1992, "A Note on the Stock Market Reaction to Dividend Announcements," *Financial Review*, Vol. 27, No.2, May, pp.259-271. Jakarta Stock Exchange, 1992-19%, *Indonesia Capital Market Directory*.
- John, K., and William, J., 1985, "Dividends, Dilutions and Taxes: A Signaling Equilibrium"/*Journal of Finance*, Vol. 40, September, pp. 1053-70.
- Kallapur, S. G., 1991, *Determinants of Stock Price Response to Earning*, Ph.D. Degree Dissertation in Harvard University.
- Kane, A., Markus, A. J., and Noh, J., 1996, "The P/E Multiple and Market Volatility," *Financial Analysts Journal*, Vol. 52, No. 4, July/August, pp. 16-24.
- Keley, A., 1982, "Stockholders-Bondholders Conflict and Dividend Constraint," *Journal of Economics*, Vol. 1, Summer, pp. 111-136.

- Kim, D., 1995, "The Errors in the Variables Problems in the Cross Section of Expected Stock Return"/*Journal of Finance*, Vol. 50, No. 5, December, pp. 1605-1634.
- Klein, A., and Rosenfeld, J., 1991/TE Ratios, Earning Expectations, and Abnormal Returns/*Journal of Financial Research*, Vol. 14, No. 1, Spring, pp. 51-64.
- Kumar, P., 1988, "Shareholder-Manager Conflict and Information Content of Dividends," *Review of Financial Studies*, Vol. 1, Summer, pp. 111-136.
- Lang, M., and Lundholm, R., 1993, "Cross-Sectional Determinants of Analysis Rating of Corporate Disclosures"/*Journal of Accounting Research*, Vol. 31, No. 2, Autumn, pp. 246-271.
- Lehman, S., 1996, "Bear Busters," *Barren's*, Vol. 76, No. 37, September 9, p. 19.
- Leibowitz, M. L., and Kogelman, S., 1992, "Franchise Value and the Growth Process"/*Financial Analysts Journal*, Vol. 48, No. 1, January/February, pp. 17-35
- _____, 1991, "The Franchise Factor for Leveraged Firms," *Financial Analysts Journal*, Vol. 47, No. 6, November/December, pp. 29-43.
- _____, 1990, "Inside the P/E Ratio: The Franchise Factor"/*Financial Analysts Journal*, Vol. 46, No. 6, November/December, pp. 17-35.
- Louiso, N., 1993, "One Third Off," in Mpaata, K. A., and Sartono, A., 1996, *Factors Determining Price-Earning Ratio*, Tesis S-2 Fakultas Pasca Sarjana, Universitas Gadjah ' Mada, Yogyakarta.
- Manakyan, H., and CaroU, C, 1991, "Dividend Change Announcements and Structural Change," *Quarterly Journal of Business & Economics*, Vol. 30, No. 1, Winter, pp. 62-86.
- _____, 1990, "An Empirical Examination of the Existence of a Signaling Value Function for Dividends," *Journal of Financial Research*, Vol. 13, No. 3, Fall, pp. 201-210.
- Markese, J., 1990, "How P/E Ratios Lead You to Best Buys," *Money*, Vol. 19, No. 3, March, pp. 119-160.

- Martin, L. J., and Henderson, G. V. Jr., 1984, "Industry Influence on Financial Structure: A Matter of Interpretation," *Review of Business & Economic Research*, Vol. 19, No. 1, Spring, pp. 57- 67.
- Merton, M., and Rock, K., 1985, "Dividends, Dilution and Taxes: a Signaling Equilibrium"/*Journal of Finance*, Vol. 40, September, pp. 1053-70.
- Molodovsky, N., 1995, "A Theory of Price Earning Ratios," *Financial Analysis! Journal*, Vol. 51, No. 1, January/February, pp. 29-43.
- Mpaata, K. A., and Sartono, A., 1997, "Factors Determining Price-Earning Ratio," *Kelola*, Vol. VI, No. 15, hal. 133-150.
- Myers, M., and Majluf, N., 1984, "Corporate Financing and Investment Decision when Firms have Informations That Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, June, pp. 187-222.
- Nirwana, 1995, Analisis Penentuan Harga Saham atas Dasar Price Earning Ratio (P/E Ratio), di Pasar Modal Indonesia, Tesis S-2>Fakultas Pasca Sarjana, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Peters, D. P., 1991, "Valuing a Growth Stock," *Journal of Portfolio Management*, Vol. 17, No. 3, Spring, pp. 49-51.
- Penman, S. H., 1990, "The Articulation of Price-Earning Ratios and Market-to-Book Ratios and the Evaluation of Growth," *Journal of Accounting Research*, Vol. 34, No. 3, Autumn, pp. 235-259.
- Philips, A. L., 1989, "An Empirical Study of Assets Size, Financial Leverage, and Stock Market Anomalies," *Akron Business and Economic Review*, Vol. 20, No. 3, Fall, pp. 40-54.
- Pillotte, E., 1992, "Growth Opportunities and the Stock Price Response to New Financing," *Journal of Business*, Vol. 65, No. 3, July, pp. 371-394.
- Ravid, S. A., Sarig, O. H., 1991, "Financial Signaling by Comitting to Cash Outflows," *Journal of Financial & Qualitative Analysis*, Vol. 26, No. 2, June, pp. 165-180.
- Reilly, F. K., 1989, *Investment Analysis and Portfolio Management*, 3rd ed., Dryden Press, Illinois.

- Sarjana, 1990, Pengaruh Earning per Share dan Dividen per Share terhadap Harga Saham Biasa: Studi Kasus Pasar Modal di Jakarta Periode 1984-1988, Skripsi S-1 Fakultas Ekonomi, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Smith, C. W. Jr., and Watts, R. L. 1992, "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies," *Journal of Financial Economics*, Vol. 32, No. 3, December, pp. 263-292.
- Tseng, K. C, 1988, "Low Price, Price-Earning Ratio, Market Value, and Abnormal Stock Returns," *Financial Review*, Vol. 23, No. 3, August, pp. 333-343.
- Van Horn, C, and Machowitz, . Jr., 1992, *Fundamental of Financial Management*, 8th ed., Prentice-Hall, Inc., New Jersey.
- Whitbeck, V., and Kissor, M., "A New Tool in Investment Decision Making," in Elton, E. and Gruber, M. ., 1995, *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, 5th ed., John Wiley & Sons, Inc., New York.
- Wong, K. A., and Lye, M. S., 1990, "Market Values Earnings Yield and Stock Return: Evidence from Singapore," *Journal of Banking and Finance*, Vol. 14, No. 2, 3, August, pp. 311-326.