

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

TESIS

**Untuk Memperoleh Gelar Magister Manajemen (MM)
Pada Program Pasca Sarjana
Program Studi Magister Manajemen
Universitas Jember**

Asal : <i>Elektronik</i>	S
Terima : <i>23/1/01</i>	Klass 332.6
No. Induk : <i>50042</i>	KOD U

Oleh :

DAVID SUKARDI KODRAT

NIM : 990820101174

**UNIVERSITAS JEMBER PROGRAM PASCASARJANA
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN**

2001

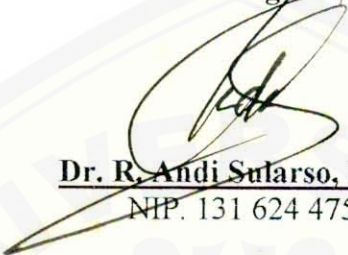


LEMBAR PENGESAHAN :

Tesis ini telah disetujui
Tanggal Januari 2001

Oleh :

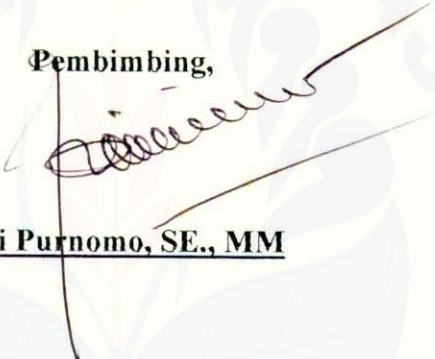
Pembimbing Ketua,



Dr. R. Andi Salarso, MSM

NIP. 131 624 475

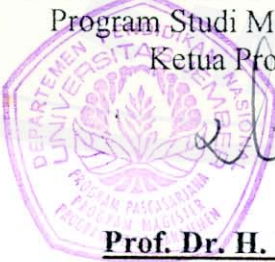

Pembimbing,



Edi Purnomo, SE., MM

Mengetahui :

Universitas Jember Program Pascasarjana
Program Studi Magister Manajemen
Ketua Program Studi



Prof. Dr. H. Harijono, SU.

NIP. 130 350 765



JUDUL TESIS

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

Yang dipersiapkan dan disusun oleh :

Nama : Drs. David Sukardi Kodrat
N I M : 990820101174
Program Studi : Magister Manajemen
Konsentrasi : Manajemen Keuangan

telah dipertahankan di depan Panitia Penguji pada tanggal :

04 Februari 2001

dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima sebagai kelengkapan guna memperoleh gelar Magister Manajemen pada Program Studi Magister Manajemen Program Pascasarjana Universitas Jember.

Susunan Panitia Penguji

Ketua,


Kamarul Imam, SE., MSc.
NIP : 130 935 418

Sekretaris,


Imam Suroso, SE., MSi.
NIP : 131 759-838

Anggota


Dr. R. Andi Sularso, MSM
NIP : 131 624 475



Mengetahui/Menyetujui

Universitas Jember Program Pascasarjana
Program Studi Magister Manajemen
Ketua Program Studi


Prof. Dr. H. Harijono, SU.Ec.
NIP : 130 350 765

UCAPAN TERIMAKASIH

Puji dan syukur dipanjatkan kehadirat Allah SWT, atas berkat dan rahmat-Nya akhirnya penelitian dan penulisan tesis ini, dapat diselesaikan tepat pada waktunya.

Penyelesaian penelitian dan penulisan tesis ini, banyak dibantu oleh berbagai pihak, oleh karena itu pada kesempatan ini penulis menyampaikan ucapan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada beliau di bawah ini.

Pembimbing Tesis, kepada beliau Dr. R. Andi Sularso, MSM sebagai pembimbing I dan Edi Purnomo, SE, MM sebagai pembimbing II yang telah berkenan meluangkan waktu untuk membimbing serta memotivasi penulis dalam menyelesaikan penyusunan tesis ini.

Rektor Universitas Jember, atas kesempatan dan fasilitas yang diberikan kepada penulis untuk mengikuti dan menyelesaikan pendidikan program magister.

Direktur Program Magister Manajemen Universitas Jember beserta Staf, yang telah membantu penulis selama mengikuti pendidikan program magister.

Seluruh Staf Pengajar pada Program Magister Manajemen Universitas Jember, yang ikhlas menuangkan segala ilmu pengetahuan yang mereka miliki kepada penulis sebagai bekal peningkatan pengetahuan kelak.

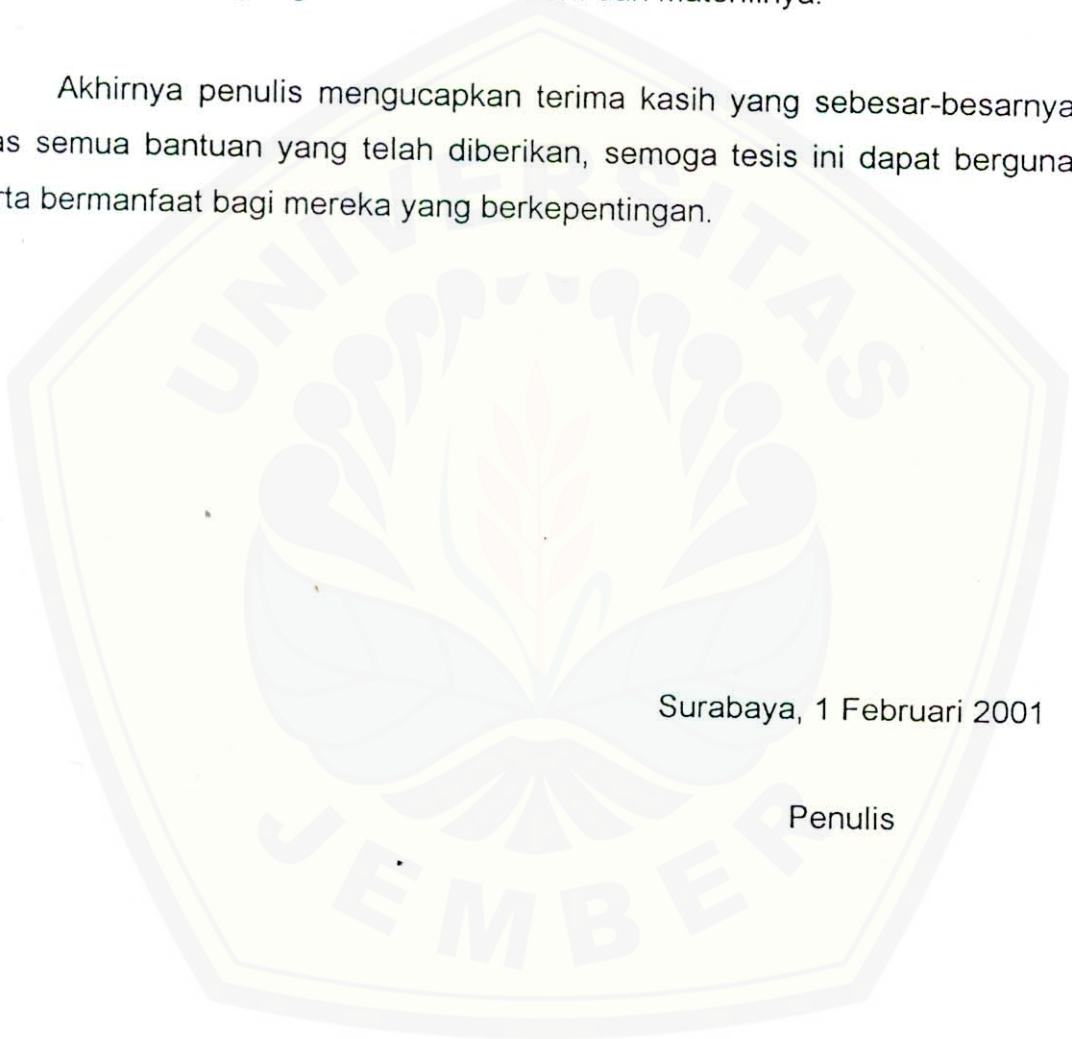
Istri dan anak-anak tercinta, yang telah merelakan sebagian waktunya sehingga penulis dapat menyelesaikan studinya. Perhatian dan kecintaannya menumbuhkan semangat dan motivasi.

Ayahanda dan Ibunda tercinta, atas do'a tak kenal lelah serta kakak dan adik-adik tersayang atas bantuan moril dan materiilnya.

Akhirnya penulis mengucapkan terima kasih yang sebesar-besarnya atas semua bantuan yang telah diberikan, semoga tesis ini dapat berguna serta bermanfaat bagi mereka yang berkepentingan.

Surabaya, 1 Februari 2001

Penulis



RINGKASAN

Salah satu model penilaian saham dalam menilai kewajaran harga saham adalah *price earning ratio* (PER), yang biasanya digunakan oleh para investor dan para analis. Alasan utama mengapa PER digunakan karena PER memudahkan dan membantu para investor dan para analis dalam mengarahkan pada variabel-variabel yang penting, sehingga menyebabkan model ini nampak sangat sempurna dibandingkan dengan model lainnya.

Populasi penelitian adalah perusahaan-perusahaan yang go public di Bursa Efek Jakarta dan sampel yang diambil adalah perusahaan pada industri properti dan real estat yang *listed* pada bulan Januari 1995 dan perusahaannya masih terdaftar di Bursa Efek Jakarta sampai dengan 31 Desember 1999. Data yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder dengan menggunakan variabel *Earning Per Share* (EPS), *Dividend Payout Ratio* (DPR) dan risiko pertumbuhan laba (σ) dari masing-masing perusahaan pada tahun 1995 sampai 1997 sebagai variabel independen.

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui kewajaran harga saham, hubungan PER dengan variabel-variabel independen dan mengevaluasi kemampuan model PER *cross-sectional* dalam menentukan harga saham properti dan real estat pada periode yang berbeda dengan mengembangkan tiga model regresi pada periode yang berbeda yaitu tahun 1995, 1996 dan 1997. Pengujian dilakukan dengan menggunakan model penelitian yang dilakukan oleh Whitbeck-Kisor.

Hasil penelitian ini menunjukkan hal-hal sebagai berikut.

1. Harga saham perusahaan industri properti dan real estat yang go public di Bursa Efek Jakarta hanya 16,7% saja menunjukkan harga saham yang wajar.

2. Pertumbuhan laba, *dividend payout ratio* dan standar deviasi secara bersama-sama mempunyai pengaruh terhadap PER yaitu rata-rata sebesar 53,92%.
3. Dari variabel yang diteliti sebagai prediktor *price earning ratio* (PER), faktor pertumbuhan laba, *dividend payout ratio* dan standar deviasi mempunyai pengaruh rata-rata sebesar 15,3% 17,2% dan 15,4%.
4. Variabel yang berpengaruh untuk masing-masing variabel, berbeda antar periode. Pada tahun 1995 variabel yang berpengaruh adalah risiko pertumbuhan laba, namun untuk tahun 1996 dan tahun 1997 variabel yang berpengaruh adalah pertumbuhan laba. Hal ini menunjukkan bahwa dalam jangka pendek model PER *cross-sectional* tidak konsisten dalam menentukan saham industri properti dan realestat yang akan dibeli atau dijual.

ABSTRACT

Price earning ratio (PER) is used to evaluate the fair value of stock. PER is more popular among investors and analysts. The reason is that price-earning ratio (PER) could help analysts and investors to make on important variables, so this model to seem to be the most perfect model among other valuation models.

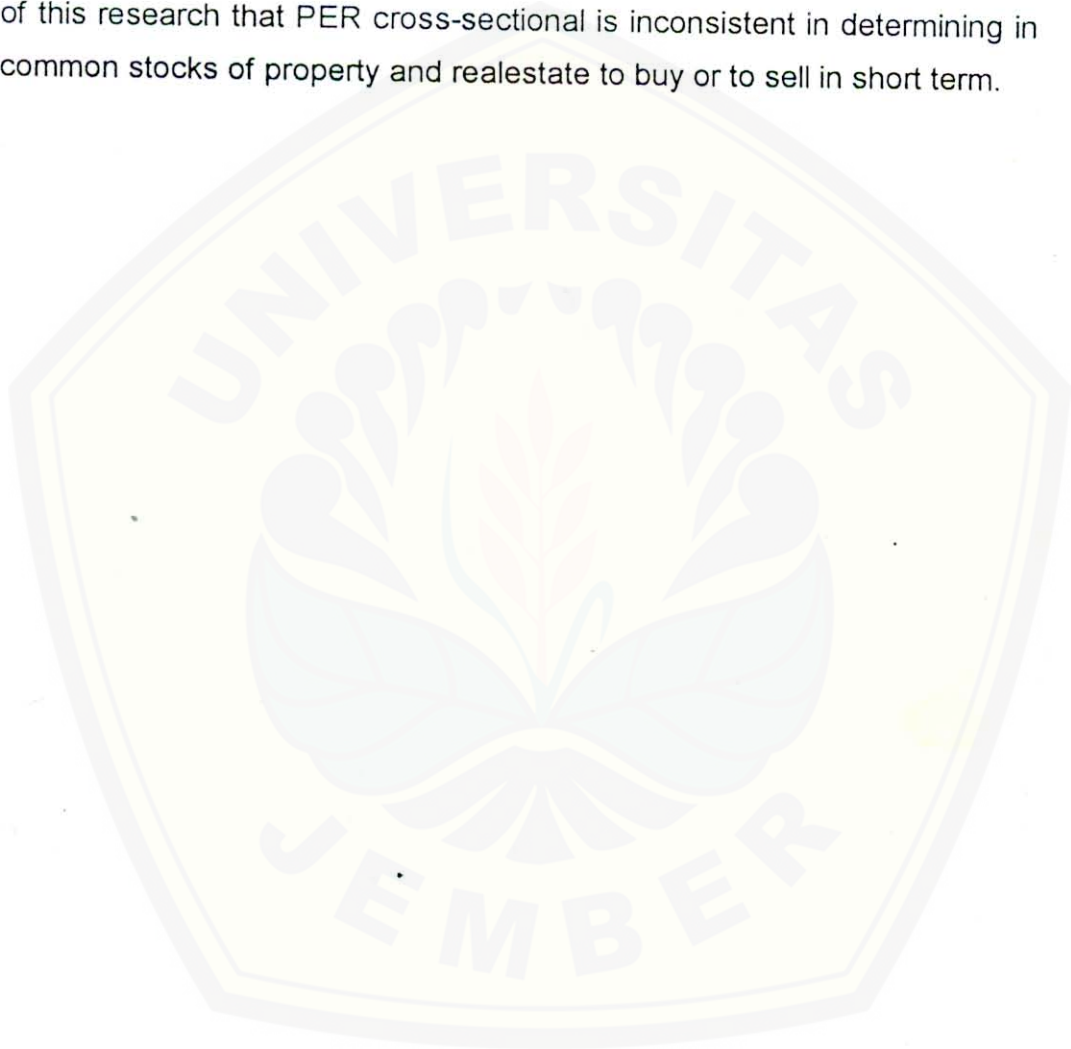
The population of the research is go public companies and samples taken are property and realestate industries already listed before January 1995 and the companies still listed on the Jakarta stock Exchange still December 31th, 1999. The Data used in this research is secondary data i.e. Earning Per Share (EPS), Price Earning Ratio (PER), and Standard Deviation of each company from 1995 until 1997 as independent variables.

The purpose of this research is to know whether the share price is fair, the correlation between PER and independent variables and evaluation of the capability of PER's cross-sectional model in determining the common stock price on the stocks of property and realestate firms listed on the Jakarta Stock Exchange (JSX) was conducted by developing three regression models from different time periods, namely the years of 1995, 1996, and 1997. The test used in this research was the one developed by Whitbeck-Kisor.

The result of this research shows that :

1. Among the shares of property and realestate industry listed, only 16,7% have fair price.
2. Profit growth, dividend payout ratio and standard deviation all together have real impact on PER as mean 53,92%.
3. Among variables believed to be Price Earning Ratio (PER) predictors, profit growth, dividend payout ratio and standard deviation i.e. 15,3%, 17,2% an 15,4%.

4. The differences were in the significance level and in 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. The conclusion of this research that PER cross-sectional is inconsistent in determining in common stocks of property and realestate to buy or to sell in short term.



DAFTAR ISI

	HAL
HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN LEMBAR PENGESAHAN	ii
HALAMAN PENETAPAN PANITIA PENGUJI	iii
UCAPAN TERIMAKASIH	iv
RINGKASAN	vi
ABSTRACT	viii
DAFTAR ISI	x
DAFTAR TABEL	xiii
DAFTAR GAMBAR	xv
BAB I PENDAHULUAN	
1.1. Latar Belakang masalah	1
1.2. Perumusan Masalah	15
1.3. Tujuan Penelitian	15
1.4. Manfaat Penelitian	16
BAB II TINJAUAN PUSTAKA	
2.1. Landasan Teori	17
2.1.1 Pengertian Investasi dan Jenis-jenis Investasi.....	17
2.1.1.1 Pengertian Investasi	17
2.1.1.2 Jenis-jenis Investasi	17
2.1.2 Mekanisme Perdagangan Saham	21
2.1.3 Tipe Investor	24
2.1.4 Pengertian Pasar Modal dan Macam-macam Pasar Keuangan	25
2.1.4.1 Pengertian Pasar Modal	25
2.1.4.2 Macam-macam Pasar Keuangan	27
2.1.4.3 Macam-macam Pasar Modal	28
2.1.4.4 Peranan Pasar Modal	32
2.1.5 Penilaian Harga Saham	33
2.1.5.1 Metode Penilaian Saham dengan Analisis Teknis	36
2.1.5.2 Metode Penilaian Saham dengan Analisis Fundamental	40
2.1.6 Strategi Investasi	58

2.2.	Hasil Penelitian Terdahulu	59
2.2.1	Penelitian Vocker S. Whitbeck dan Mannows Kisor, Jr. (1963)	59
2.2.2	Penelitian Richard L. Costand, Lewis P. Freitas dan Michael J. Sullivan (1990)	60
2.2.3	Penelitian Adler H. Manurung (1991)	61
2.2.4	Penelitian Sabar Warsini (1994)	61
2.2.5	Penelitian Yosep Chandra (1994)	61
2.2.6	Penelitian Hari Sukarno (1995).....	62
2.2.7	Penelitian Marmono Singgih (1998)	62
2.2.8	Penelitian Ign. Dadang Prijambodo (1999)	63
BAB III	KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS	
3.1.	Kerangka Konseptual	66
3.2.	Hipotesis	70
BAB IV	METODE PENELITIAN	
4.1.	Obyek Penelitian	71
4.2.	Populasi dan Sampel	72
4.3.	Identifikasi Variabel	72
4.4.	Definisi Operasional Variabel	73
4.5.	Prosedur Pengambilan atau Pengumpulan Data	74
4.6.	Teknis Analisis Data, Pengujian Statistik dan Uji Hipotesis	74
4.6.1	Teknik Analisis Data	74
4.6.2	Pengujian Statistik	76
4.6.3	Uji Hipotesis	82
4.6.3.1	Uji Hipotesis Pertama	82
4.6.3.2	Uji Hipotesis Kedua	82
4.6.3.3	Uji Hipotesis Ketiga	83
BAB V	HASIL PENELITIAN, ANALISIS DAN PEMBAHASAN	
5.1.	Hasil Penelitian	84
5.1.1	Gambaran Singkat Pasar Modal Indonesia	84
5.1.2	Struktur Organisasi Bursa Efek Jakarta	91
5.1.3	Gambaran Umum Perusahaan Sampel	91
5.1.3.1	Sejarah singkat	92
5.1.3.2	Bidang Usaha	95

5.1.3.3 Bidang Pemasaran	95
5.1.3.4 Sumber Daya Finansial Perusahaan Properti dan Realestat	112
5.1.3.5 Risiko Usaha	122
5.1.3.6 Tahun-tahun Krisis	124
5.1.3.7 Memasuki Milenium Baru	129
5.2. Analisis Hasil Penelitian	
5.2.1 Analisis Data Kinerja Saham Industri Properti dan Realestat	132
5.2.2 Analisis Data Variabel-variabel Yang Digunakan Dalam Penelitian Pada Perusahaan Properti dan Realestat	141
5.2.3 Uji Asumsi Terhadap Data Penelitian	145
5.3. Hasil Uji Hipotesis	147
5.3.1 Hipotesis Pertama	147
5.3.2 Hipotesis Kedua	148
5.3.3 Hipotesis Ketiga	149
5.4. Pembahasan	151
5.4.1 Konsistensi Model Penilaian PER Pada Perusahaan Properti dan Realestat	151
5.4.2 Implikasi Model Penilaian PER	154
5.4.2.1 Keterbatasan Penelitian	156
BAB VI SIMPULAN DAN SARAN	
6.1. Simpulan	157
6.2. Saran	159
DAFTAR PUSTAKA	161
LAMPIRAN	166



DAFTAR TABEL

TABEL	HAL
1.01 Pertumbuhan Kredit Properti (dalam triliun rupiah)	3
1.02 Perkembangan Industri Properti dan Realestat Yang Go Public Dan Tercatat Di Bursa Efek Indonesia	5
1.03 <i>Gain / Loss</i> Sektoral Di Bursa Efek Jakarta 30 Juni 1997 - 30 Desember 1997	9
1.04 Inflasi	9
1.05 Hasil Progran Pemerintah Dalam Pengadaan Perumahan dan Kebutuhan Di Daerah Perkotaan Pada Pelita II – Pelita IV	10
1.06 Release Percentage Distribution of Household Consumption According to Commodities Based in The Prevalling Prices 1993 – 1999	11
1.07 Rekapitulasi Penjualan dan Nilai Transaksi Pasar Perumahan 1997 – 2000 dan Prediksi Tahun 2001	12
2.01 Ikhtisar Hasil Penelitian Terdahulu	64
5.01 Peringkat Penampilan 38 Bursa Terbesar di Dunia	90
5.02 Posisi Baki Debet KPR 1994 – 1998 (dalam miliar rupiah)	114
5.03 Untung-Rugi Dua Sistem Bunga	116
5.04 Bank Bermasalah Yang Terkait Perusahaan Realestat	120
5.05 Perkembangan Harga Saham Perusahaan Properti dan Realestat Publik 1995 – 1997	133
5.06 Perkembangan Pembayaran Dividen Perusahaan Properti dan Realestat Publik 1995 – 1997	134
5.07 Perkembangan EPS Perusahaan Properti dan Realestat 1995 – 1997	136
5.08 PER rata-rata Perusahaan Properti dan Realestat Publik 1995 – 1997	137
5.09 Perkembangan Pertumbuhan Laba Perusahaan Properti dan Realestat Publik 1995 - 1997	138
5.10 DPR Rata-rata Perusahaan Properti dan Realestat Publik 1995 – 1997	139

5.11	Standar Deviasi Rata-rata Perusahaan Properti dan Realestat Publik 1995 – 1997	140
5.12	Deskriptif Statistik Setiap Variabel	141
5.13	Matrik Korelasi Antar Variabel Bebas Tahun 1995	146
5.14	Matrik Korelasi Antar Variabel Bebas Tahun 1996	146
5.15	Matrik Korelasi Antar Variabel Bebas Tahun 1997	146
5.16	Uji Autokorelasi	147
5.17	Hasil Analisis Saham <i>Underprice</i> , Saham <i>Fairprice</i> dan Saham <i>Overprice</i>	148
5.18	Hasil Uji F Terhadap Persamaan Regresi Berganda	149
5.19	Perbandingan Hasil Regresi Berganda	150



DAFTAR GAMBAR

GAMBAR	HAL
1.01 Kaitan Antara Prioritas Kebutuhan Hidup dan Perumahan Dengan Pendapatan	14
2.01 Investasi Langsung dan Investasi Tidak Langsung	17
2.02 Instrumen Pasar Modal	20
2.03 Proses Perdagangan Sekuritas dan Penyelesaian Transaksi Perdagangan di Bursa Efek Jakarta	23
2.04 Kesamaan dan Perbedaan Pasar Uang dan Pasar Modal	28
2.05 Macam-macam Financial Market	31
2.06 Faktor Internal dan Faktor Eksternal Yang Mempengaruhi Harga Saham	34
2.07 The Value Cycle	41
2.08 Arus Akuntansi dan Arus Kas	45
2.09 Hubungan Antara Harga Saham dan Variabel Operasi	56
3.01 Kerangka Konseptual Penelitian	69
5.01 Bauran Pemasaran dan Sasarannya	112

BAB I PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Pola umum pembangunan nasional yang dinyatakan dalam Garis-Garis Besar Haluan Negara (GBHN), merupakan rangkaian program yang dilaksanakan secara berkesinambungan. Tujuannya adalah mewujudkan masyarakat adil dan makmur yang merata materiil maupun spirituil berdasarkan Undang-Undang Dasar (UUD) 1945.

Pembangunan di Indonesia melalui beberapa tahap yang disesuaikan dengan kondisi, prioritas dan kemampuan yang ada. Proses pembangunan tersebut tertuang pada Repelita.

Dalam upaya meningkatkan pembangunan sektor industri, pemerintah telah mengeluarkan berbagai paket deregulasi dan kebijakan. Paket Deregulasi Januari 1990 (PAKJAN 1990), memberikan pengaruh yang besar terhadap perkembangan industri properti dan real estat. Perusahaan properti dan real estat melihat peluang ini sebagai suatu kesempatan untuk memperoleh keuntungan. Perkembangan industri properti dan real estat ditunjang pula dengan UU No. 4 / 1992 tentang perumahan dan pemukiman (UUPP) di Indonesia, yang berisi antara lain tentang kesempatan swasta bersama dengan perusahaan pemerintah untuk membangun perumahan dan tempat untuk usaha.

Secara eksplisit UUPP menerangkan bahwa pengadaan tanah untuk perumahan akan melalui konsep Kawasan Siap Bangun (KASIBA) dan Lingkungan Siap Bangun (LISIBA). Lokasi untuk pembangunan KASIBA dan LISIBA ditetapkan oleh Pemerintah Daerah berdasarkan rencana umum tata ruang. Dalam PP No. 80 / 1999 tertanggal 30 September 1999 diadakan perbaharuan mengenai penentuan jumlah KASIBA dan LISIBA.

Pasca Deregulasi Januari ini, mengakibatkan naiknya suku bunga yang cukup tinggi bersamaan dengan tekad pemerintah untuk menekan laju inflasi. Kondisi ini membuat industri properti dan real estat menjadi lesu. Industri properti dan real estat di Indonesia mulai bergairah, setelah pemerintah mengeluarkan Paket Deregulasi yang dikenal dengan Paket Mei 1993 (PAKMEI 1993), yang memberikan kelonggaran bagi pihak Perbankan untuk mendorong ekspansi kredit dengan menurunkan suku bunga pinjaman dibawah 20% per tahun (Properti, Februari 1996). Semenjak deregulasi yang digulirkan pemerintah tersebut, nilai kredit perbankan yang disalurkan untuk bidang properti meningkat dengan tajam. Pada tahun 1992, dari total kredit perbankan 16 triliun, untuk porsi perumahan sepertiganya. Ini menandakan bahwa industri properti bukan hanya berkisar soal perumahan saja. Alokasi pembiayaan apartemen dan pembangunan kota-kota baru terlihat sebagai bagian industri properti dan real estat yang semakin mendominasi.

Kelesuan bisnis properti dan real estat mulai dirasakan kembali sejak tahun 1996. Bahkan waktu itu sudah diramalkan bahwa tahun 1997 kondisinya akan lebih parah lagi (Info Financial, 1996). Paling tidak gambaran kelesuan ini dapat dilihat dari (1) persentase pengisian apartemen dan *townhouse* di Jakarta yang menurun terus sampai 75 persen (1997) dari titik tertinggi 93 persen (1990 dan 1991) dan (2) volume kondominium di Jakarta yang tak terjual terus meningkat dari 44 (1993) menjadi 3.596 (1997).

Secara makro risiko pendanaan di bidang bisnis properti dan real estat juga meningkat. Hal ini nampak pada ketidakseimbangan antara pertumbuhan kredit di sektor properti dan real estat dengan rata-rata pertumbuhan kredit bank. Data menunjukkan bahwa kredit properti pada tahun 1993 meningkat hingga menjadi 54,9 persen, padahal laju ekspansi kredit perbankan hanya 3,25 persen (Info Financial, 27/11/1996). Hal serupa

terjadi pada tahun 1994 di mana kredit properti bertambah 43,6 persen, sementara total kredit perbankan hanya tumbuh 22,2 persen.

Tahun-tahun selanjutnya, porsi kredit untuk perumahan ternyata semakin mengecil. Pada tahun 1998, total kredit untuk real estat mencapai Rp. 6,5 triliun. Dari angka tersebut, 50% dialokasikan untuk perumahan, artinya bisnis properti masih identik dengan perumahan. Pada tahun 1999, total kredit untuk real estat relatif sama dengan tahun 1998, yaitu sekitar Rp 6,5 triliun. Ini berarti sepanjang tahun 1999 sektor properti tetap berjalan walaupun lambat.

Perkembangan pembangunan apartemen didukung dengan PP No. 41/1994 yang memberi kesempatan pada investor luar negeri untuk membeli atau memiliki tempat tinggal di Indonesia. Sampai akhir September 1997, jumlah kredit di sektor ini sudah mencapai Rp. 75,2 triliun atau 18% dari total kredit perbankan yang jumlahnya Rp. 419,5 triliun. Pemerintah sejak tanggal 14 Juli 1997 mengeluarkan kebijakan berupa penghentian kredit untuk pengadaan dan pengolahan tanah. Meski sementara pengamat menilai kebijakan ini sudah terlambat, namun kebijakan pemerintah ini cukup positif. Gambaran pertumbuhan kredit properti ditunjukkan pada tabel 1.01.

Tabel 1.01: Pertumbuhan Kredit Properti (dalam triliun rupiah).

No	Sub Sektor	1994		1995		1996	
		Rp	%	Rp	%	Rp	%
1	Konstruksi	13,4	34	15,6	16,4	21,8	32,9
2	Realestate	9,7	76,4	13,5	23,9	20,4	51,5
3	KPR	10,1	62,3	13,7	35,6	16,6	16,9

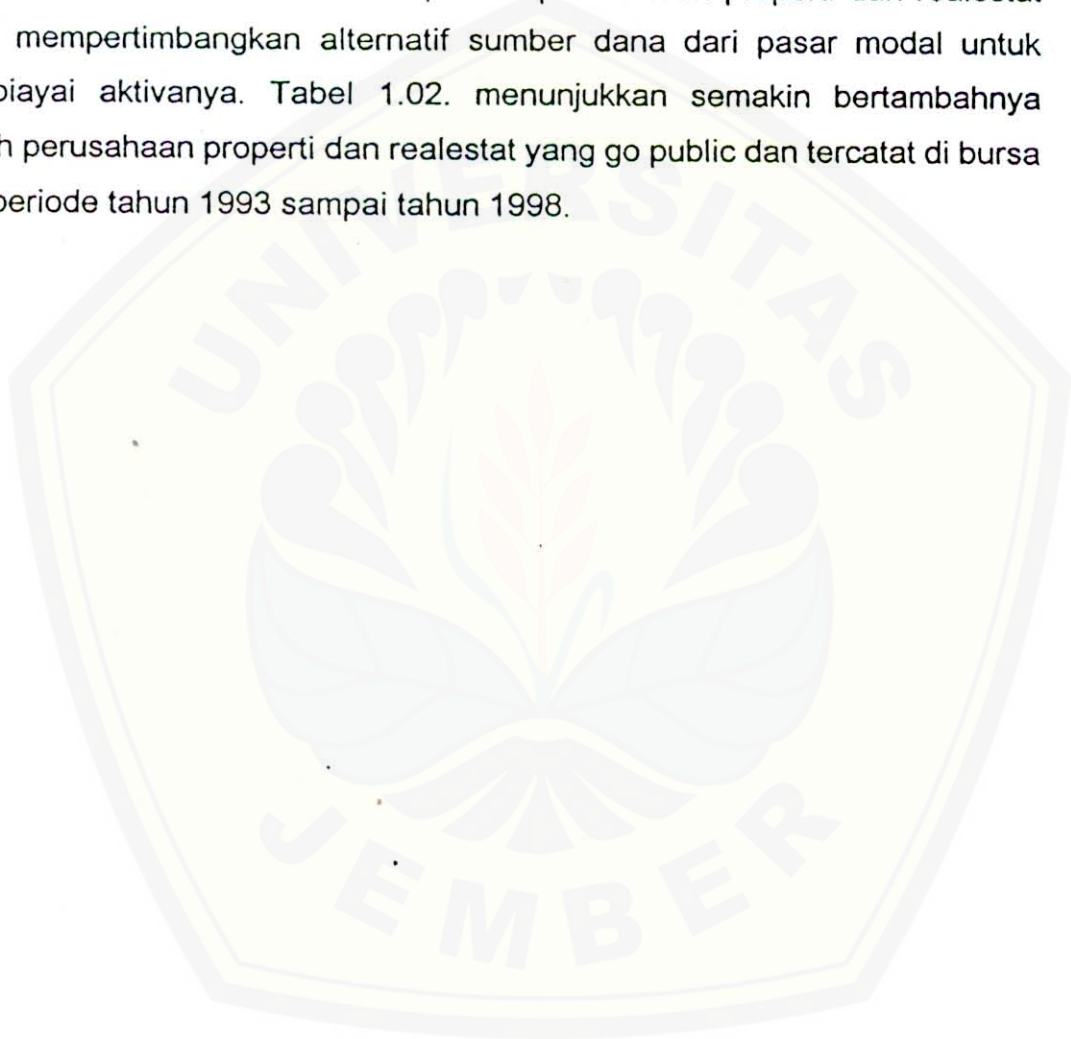
Catatan : KPR adalah Kredit Pemilikan Rumah

Sumber : Majalah Properti, Desember 1997

Industri properti dan real estat telah menjadi bagian mesin ekonomi yang perlu diwaspadai. Kalau tidak, akan menimbulkan permasalahan, yaitu pemenuhan kebutuhan masyarakat "terbanyak" akan perumahan dapat

terbengkalai. Jika kondisi seperti ini dibiarkan terus berlanjut, maka akan timbul konsekuensi : perumahan yang merupakan salah satu basis menuju pembangunan masyarakat adil dan makmur seperti yang tertulis dalam GBHN menjadi sulit terwujud.

Berdasarkan uraian di atas, maka perusahaan properti dan realestat mulai mempertimbangkan alternatif sumber dana dari pasar modal untuk membiayai aktivitya. Tabel 1.02. menunjukkan semakin bertambahnya jumlah perusahaan properti dan realestat yang go public dan tercatat di bursa efek periode tahun 1993 sampai tahun 1998.



Tabel 1.02. : Perkembangan industri properti dan realestat yang go-public dan tercatat di bursa efek Indonesia.

Nama Perusahaan	Jumlah Karyawan			Jumlah saham Ditawarkan	Harga Penawaran (Rp)
	Thn. 96	Thn. 98	%		
PT. Bakrieland Development	295	743	151,86	350.000.000	625
PT. Bhuwanatala Indah Permai	250	250	0	40.000.000	875
PT. Ciputra Development	700	2.000	185,71	250.000.000	5.200
PT. Dharmala Intiland	118	118	0	12.000.000	4.450
PT. Duta Anggada Realty	200	200	0	10.000.000	7.500
PT. Duta Pertiwi	794	2.088	162,97	250.000.000	5.200
PT. Ometraco Realty	110	108	-1,82	135.000.000	2.050
PT. Jaya Real Properti	1.098	1.098	0	235.000.000	5.200
PT. Kawasan Industri Jababeka	664	663	-0,15	313.640.000	4.950
PT. Lippo Karawaci	323	323	0	379.872.000	3.250
PT. Mas Murni Indonesia	506	506	0	55.000.000	2.700
PT. Metro Supermarket Realty	1.516	1.516	0	6.000.000	5.000
PT. Modernland Realty	273	443	62,27	74.800.000	4.650
PT. Mulialand	1.750	1.750	0	378.000.000	2.850
PT. Pakuwon Jati	493	1.275	158,62	20.000.000	7.300
PT. Panca Wiratama Sakti	150	150	0	33.000.000	5.600
PT. Pudjiadi & Sons Estate	520	520	0	16.260.000	6.800
PT. Pudjiadi Prestige Limited	205	205	0	100.000.000	2.500
PT. Putra Surya Perkasa	350	2.166	518,86	315.000.000	3.450
PT. Summarecon Agung	491	491	0	6.667.000	6.800
PT. Surya Semesta Internusa	2.687	2.687	0	135.000.000	975
PT. Suryamas Duta Makmur	815	815	0	524.000.000	850
PT. JIH & Development	1.750	1.100	-37,14	6.618.600	1.500
PT. Plaza Indonesia Realty	1.500	1.552	3,47	115.000.000	4.950
PT. Bukit Sentul	-	350	-	1.430.000.000	500
PT. Jakarta Setiabudi Property	-	772	-	536.000.000	900
PT. Lippo Cikarang	-	562	-	696.000.000	925
PT. Ristia Bintang Mahkotasejati	-	-	-	260.000.000	500
PT. Suryainti Permata	-	141	-	600.000.000	600
Total	17.558	24.592	40,06		

Sumber : data sekunder diolah

Tabel 1.02., menunjukkan bahwa meskipun mulai tahun 1997 perekonomian Indonesia sedang dilanda krisis moneter yang berdampak negatif terhadap industri properti dan real estat, namun jumlah tenaga kerja yang diserap di sektor ini tetap meningkat 40% pada tahun 1998. Pada tahun 1998 perusahaan yang mengalami penambahan karyawan sebanyak 7 perusahaan. Perusahaan yang mengurangi jumlah karyawannya sebanyak 3 perusahaan sedangkan sebanyak 14 perusahaan jumlah karyawannya tetap. Perusahaan yang mulai *listing* pada tahun 1997 sampai tahun 1998 bertambah sebanyak 5 perusahaan.

Panangian (1997) mengatakan bahwa, untuk mengurangi dan mengantisipasi agar kredit sektor properti dan real estat tidak menjadi lebih tinggi, pemerintah perlu mengambil kebijakan : memperbesar kucuran dana, semisal Kredit Likuiditas Bank Indonesia (KLBI) untuk pembiayaan KPR RS/RSS; membantu pembiayaan *developer* yang sedang melakukan pembangunan proyeknya; mengaudit proyek-proyek properti dan real estat yang sedang mengalami masalah, terutama untuk proyek-proyek yang tidak dapat dilanjutkan karena sulit mendapat kredit dan bunganya terlalu tinggi (Properti, Desember 1997).

Sejalan dengan perkembangan pasar modal maka peran informasi keuangan perusahaan-perusahaan yang go public semakin penting. Laporan keuangan merupakan salah satu informasi utama bagi para investor untuk mengambil keputusan dalam inventasi. Dengan mengetahui informasi ini para investor dapat melihat kinerja masa lalu perusahaan serta prospeknya di masa depan. Dengan demikian para investor dapat menggunakan informasi tersebut untuk menilai kewajaran harga saham yang akan dibelinya.

Pemahaman mengenai penilaian harga saham yang wajar (*fair market value*) serta faktor-faktor yang mempengaruhi perubahannya sangatlah penting bagi investor maupun calon investor karena investasi pada saham

dinilai mempunyai tingkat risiko yang lebih besar daripada investasi di obligasi, deposito, dan tabungan. Salah satu penyebabnya adalah karena saham dalam perkembangannya selalu mengalami fluktuasi harga. Hal ini antara lain disebabkan oleh beberapa faktor yang dapat dikelompokkan menjadi 2 bagian, yaitu :

1. **Faktor internal** atau sering disebut faktor yang rasional yaitu faktor-faktor yang sangat fundamental dalam perusahaan seperti kebijakan dividen, struktur permodalan, risiko dan pertumbuhan laba.
2. **Faktor eksternal** atau sering disebut faktor yang tidak rasional seperti sentimen pasar, resesi ekonomi, depresi dan kebijakan pemerintah.

Para investor yang rasional tentu akan mendasari keputusan investasi pada saham berdasarkan faktor-faktor fundamental yang ada di perusahaan.

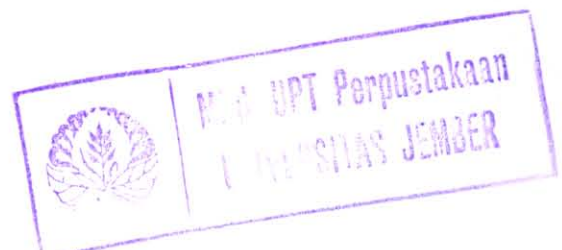
Standar Akuntansi Keuangan menyatakan penggunaan *Historical Cost* sebagai dasar pengukuran untuk laporan keuangan. Penggunaan prinsip ini berakibat bahwa laporan keuangan disusun dengan menggunakan harga-harga yang timbul dari transaksi. Transaksi-transaksi yang paling umum dan penting adalah penjualan dan pembelian. Dalam penjualan, harga jual historis digunakan untuk mengukur piutang dan penghasilan. Dalam transaksi pembelian, harga beli historis digunakan untuk mengukur persediaan dan aktiva-aktiva yang dibeli.

Tujuan disusunnya laporan keuangan adalah untuk menyajikan aktivitas dan posisi keuangan perusahaan saat ini. Pada saat terjadi inflasi secara umum, nilai nominal unit moneter mempunyai daya beli yang variabel, sehingga metode *Historical Cost* tidak dapat mengantisipasi perubahan tersebut. Hal ini juga berarti dalam kondisi tertentu laba atau rugi yang dihasilkan oleh akuntansi atas dasar *Historical Cost* tidak menggambarkan perubahan status ekonomik perusahaan yang sesungguhnya.

Menurut Vernom Kam, 1986, perubahan harga (turunnya daya beli uang) mengakibatkan laporan keuangan yang didasarkan pada prinsip *Historical Cost* tidak dapat menghasilkan informasi yang sesuai dengan daya beli yang ada. *Statement of Financial Accounting Concepts no. 1* menyebutkan tujuan laporan keuangan yaitu untuk memberi informasi yang berguna dalam pengambilan keputusan investasi dan pemberian kredit. Dalam hal ini berarti bahwa laporan keuangan harus dapat memberikan arti (Interpretatif). Interpretatif mempunyai arti bila laporan keuangan dapat diartikan oleh para pemakai laporan keuangan dalam suatu perusahaan antar periode (dapat dipahami perubahannya).

Perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta diklasifikasikan ke dalam 9 (sembilan) bagian berdasarkan jenis industri yaitu : pertanian; pertambangan; industri dasar dan kimia; aneka industri; industri barang, makanan dan minuman / konsumsi; properti dan realestat; infrastruktur, utilitas dan transportasi; keuangan; dan sektor perdagangan, jasa dan industri.

Krisis moneter yang hingga saat ini masih berlangsung membawa dampak pada hampir semua aktivitas perekonomian termasuk aktivitas di Bursa Efek Jakarta. Dampak yang ditimbulkan dapat dilihat dari menurunnya kinerja Bursa Efek Jakarta seperti terjadinya penurunan IHSG, nilai kapitalisasi pasar maupun jumlah perusahaan yang akan *listing* di bursa. Harga saham-saham di Bursa Efek Jakarta mengalami koreksi sepanjang semester kedua tahun 1997 akibat krisis moneter. Hal ini dapat dilihat pada *gain / loss* sektoral di Bursa Efek Jakarta pada tabel 1.03.



Tabel 1.03. Gain / loss sektoral di Bursa Efek Jakarta 30 Juni 1997 – 30 Desember 1997

No	Sektor	Gain / Loss (%)
1	Pertambangan	19,74
2	Pertanian	(10,30)
3	Infrastruktur	(19,36)
4	Aneka Industri	(32,57)
5	Industri dasar	(44,05)
6	Industri Makanan&Minuman	(44,34)
7	Perdagangan	(55,65)
8	Properti	(57,65)
9	Keuangan	(69,65)

Sumber : Bisnis Indonesia, 05 Januari 1998

Dari tabel 1.03 menunjukkan bahwa hampir semua sektor terkoreksi akibat krisis moneter, kecuali sektor pertambangan yang mencatat *gain* sebesar 19,74%. Secara fundamental kemerosotan nilai rupiah memang sangat memukul kebanyakan *emiten* di Indonesia. Selain kemerosotan nilai rupiah, pasar modal lebih banyak diwarnai dengan rumor-rumor negatif akibat kurangnya informasi yang transparan. Kemerosotan nilai rupiah disebabkan oleh laju inflasi pada tahun 1998 yang mencapai 77,63%. Pada tabel 1.04 menunjukkan bahwa tingginya laju inflasi ini disebabkan melonjaknya Indeks Harga Konsumen pada kelompok makanan sebesar 118,37%.

Tabel 1.04. Inflasi

No	Kelompok	1994	1995	1996	1997	1998
1	Umum	9,24	8,64	6,47	11,05	77,63
2	Makanan	13,93	13,32	6,32	18,45	118,37
3	Makanan,Minuman,Rokok&tembakau	-	-	-	-	94,32
4	Perumahan	9,09	5,67	4,72	6,08	47,47
5	Sandang	6,08	6,50	5,77	7,67	98,69
6	Kesehatan	4,89	7,00	9,69	8,11	86,14
7	Pendidikan, rekreasi & olahraga	-	-	-	-	38,01
8	Transportasi & Komunikasi	-	-	-	-	55,55

Sumber : BPS; Indonesia Dalam Angka 1998; 4

Namun demikian industri properti dan real estat tetap menarik untuk dikaji karena alasan sebagai berikut.

1. Adanya pertumbuhan dalam pembangunan rumah di Indonesia.

Kebutuhan akan perumahan, terutama untuk daerah perkotaan terus meningkat. Peningkatan ini disebabkan melonjaknya urbanisasi sebagai konsekuensi pesatnya pertumbuhan industri di daerah perkotaan. Menurut data Bappenas (Badan Perencanaan Pembangunan Nasional) penduduk perkotaan menjadi 80,3 juta jiwa dalam Pelita VI, atau meningkat 39,3% dari Pelita V yang berjumlah 64,35 juta jiwa. Dalam kurun waktu 15 tahun (1985 - 2000) untuk daerah perkotaan saja membutuhkan 9.000.000 unit rumah (Budi Santoso : 2000 : 22)

Pada tabel 1.05., menunjukkan bahwa dengan pertumbuhan penduduk dalam Pelita VI diperkirakan terdapat 7,86 juta keluarga yang membutuhkan rumah. Berarti, kebutuhan perumahan sebanyak 1.572.000 unit per tahun.

Tabel 1.05. Hasil Program Pemerintah dalam Pengadaan Perumahan dan Kebutuhan di Daerah Perkotaan pada Pelita II–Pelita VI

Kurun Waktu	Seluruh masyarakat		Masyarakat Berpenghasilan Rendah		Kekurangan Perumahan Secara Kumulatif	
	Kebutuhan (2)	Hasil (3)	Kebutuhan (4)	Hasil (5)	Total (6)	MBR (7)
Pelita II	728.271	53.354	400.549	21.228	674.917	379.231
Pelita III	1.532.498	296.158	766.249	133.122	1.911.257	1.012.448
Pelita IV	2.134.047	288438	960.321	129.533	3.756.866	1.843.236
Pelita V	2.771.198	356.336	1.165.915	159.590	6.171.728	2.859.461
Pelita VI	2.222.233	533.993	888.893	291.708	7.859.968	3.446.646
Total	9.388.247	1.528.279	4.181.827	735.181		
%	100%	16%	100%	17,5%		

Sumber : Bambang Panudji; Pengadaan Perumahan Kota Dengan Peran Serta Masyarakat Berpenghasilan Rendah; 1999; 5.

Pada tabel 1.06., menunjukkan bahwa pembelian untuk *non foods* yang terbesar untuk *Housing, Fuel* dan *Water*. Walaupun pada bulan Mei 1997 telah terjadi krisis moneter namun penurunan konsumsi pada *Housing, fuel* dan *Water* hanya sebesar 0,48%, sehingga hal ini membuat laju inflasi

Tabel 1.06. Release Percentage Distribution of Household Consumption According To Commodities Based in The Prevailing Prices, 1993 – 1999.

	Comodities	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
A	Foods							
1	Rice	15.77	15.39	15.08	12.78	10.12	8.39	15.70
2	Tubers	0.83	0.79	0.77	0.67	0.57	0.50	0.74
3	Fish	5.07	4.98	4.90	4.78	4.80	4.93	5.42
4	Meat	2.89	2.91	2.92	3.23	4.02	5.02	2.16
5	Egg & Milk	2.83	2.86	2.89	2.95	3.01	3.12	2.89
6	Vegetables	4.84	4.76	4.70	4.95	5.73	6.69	6.18
7	Nuts	2.18	2.13	2.10	1.94	1.78	1.69	2.28
8	Fruits	2.91	2.84	2.78	2.88	3.20	3.58	2.08
9	Other Consumption	8.24	8.13	8.04	8.08	8.64	9.38	9.08
10	Processed Foods	7.48	7.44	7.41	8.48	11.21	14.07	10.72
11	Alcoholic Drinks	0.11	0.10	0.09	0.08	0.06	0.05	0.06
12	Cigarettes, Tobacco & Betel	4.82	4.88	4.92	4.44	3.84	3.44	5.33
	Number of Foods	57.97	57.21	56.60	55.26	56.98	60.86	62.66
B	Non Food							
1	Housing, Fuel, Water	17.52	17.90	18.22	19.37	18.89	17.04	16.65
2	Various commodities & services	11.38	11.56	11.70	11.31	9.99	8.16	10.52
3	Clother, Foot covers	5.90	6.00	6.08	5.32	4.24	3.13	5.13
4	Long lasting commodities	3.54	3.60	3.68	5.30	6.96	8.46	2.77
5	Taxe, insurance precious	1.34	1.37	1.40	1.45	1.37	1.20	0.83
6	Feast and ceremony needs	2.39	2.34	2.30	1.98	1.57	1.15	1.45
	Number of non Foods	42.07	42.77	43.38	44.73	43.02	39.14	37.34

Sumber : Thomas Darmawan dalam seminar *Consumer Behaviour* pada tanggal 24-27 Oktober 2000 di Hotel Santika, Jakarta.

Untuk tahun 2001 diproyeksikan industri perumahan bertumbuh sebesar 32,8%. Pada tabel 1.07, menunjukkan bahwa segmen rumah besar mengalami pertumbuhan terbesar yaitu 45%. RSS-BTN bertumbuh sebesar 40%.

Tabel 1.07. Rekapitulasi Penjualan dan Nilai Transaksi Pasar Perumahan 1997 – 2000 dan Prediksi Tahun 2001.

Segmen	Unit Penjualan (000)					Nilai transaksi (Rp miliar)					% Perubahan			
											Unit Penjualan		Nilai Transaksi	
	1997	1998	1999	2000	2001	1997	1998	1999	2000	2001	1999	2000	1999	2000
RSS-BTN	84,3	42,2	13,3	26,6	37,2	524,4	267,7	85,9	207,1	289,9	-68,5	99,7	-67,9	141,1
RS-BTN	110,2	72,6	40,4	44,8	60,5	1256,8	789,2	511,1	698,7	945,4	-44,4	10,9	-35,2	38,3
Non RS-BTN	12,4	8,5	1,5	4,6	6,3	330,3	200,9	34,6	38,5	45,8	-82,4	67,4	-81,9	5,8
RS-Swasta	28,8	15,0	14,0	12,6	13,9	885,7	472,0	457,8	470,9	538,7	-6,7	-9,7	-3,0	2,9
R. Menengah	11,0	6,4	4,8	4,5	5,7	1.704,5	871,1	591,3	705,1	774,3	-25,0	-6,7	-32,1	19,2
R. Besar	3,3	1,4	1,3	1,1	1,6	884,6	431,9	310,5	404,6	577,7	-7,1	-13,7	-28,1	30,3
Total	250,0	146,1	75,3	94,2	125,1	5.586,4	3.023,7	1.992,9	2.522,9	3.171,9	-48,5	25,2	-34,3	26,6

Sumber : Dari berbagai sumber, diolah oleh Pusat Studi Properti Indonesia, Desember 2000

2. Adanya perkembangan yang pesat pada industri properti dan realestat.

Perkembangan yang pesat pada industri properti dan realestat dimulai dengan dikeluarkannya Keppres No. 53 / 89, yang mengizinkan sektor swasta untuk memasuki bisnis properti dan realestat. Antara tahun 1970 sampai 1989, keseluruhan lahan yang dibangun adalah 2.870 hektare yang ada di tujuh propinsi. Pada awalnya hanya pemerintah yang memiliki kawasan tersebut dan membangunnnya. Setelah Keppres No. 53 / 89, maka kawasan industri properti meningkat rata-rata 8.476 hektare setiap tahun.

Menyusul pulihnya kepercayaan pasar terhadap arah *recovery* perekonomian nasional Managing Director PT Burwood Construction Information (BCI) Asia Indonesia, E. Bineratno (Bisnis Indonesia, 25 November 1999) mengemukakan komitmen baru pendirian proyek konstruksi selama bulan November mencapai Rp. 1,3 trilyun. Jika kondisi perekonomian yang baik ini mampu bertahan maka komitmen proyek kontruksi dapat

mencapai Rp. 10 triliun. Angka Rp. 10 triliun baru sekitar 30% hingga 40% dari total nilai pasar konstruksi pada saat kondisi ekonomi belum dilanda krisis.

Diperkirakan konstruksi Industri tahun 2000 mencapai 100 proyek dengan nilai investasi US\$ 753,58 juta. Sedangkan konstruksi infrastruktur mencapai 128 proyek dengan nilai investasi US\$ 2.244,63 milyar dan konstruksi properti mencapai 279 proyek dengan nilai investasi US\$ 666,31 juta.

3. Industri properti dan real estat sensitif terhadap peraturan dan kebijakan pemerintah.

Kebijakan pemerintah berpengaruh terhadap pendapatan perusahaan, baik secara positif maupun negatif. Kebijakan uang ketat (*Tight Money Policy*) pada tahun 1990 – 1992, sebagai contoh, menyebabkan bunga pinjaman naik secara drastis termasuk bunga pinjaman kredit pemilikan rumah (KPR). Kenaikan suku bunga tersebut, merupakan salah satu faktor yang mengakibatkan turunnya permintaan atas properti. Oleh karena itu, pengusaha di bidang properti dan real estat dituntut lebih kreatif terutama memenuhi kebutuhan dananya untuk membiayai aktiva perusahaan.

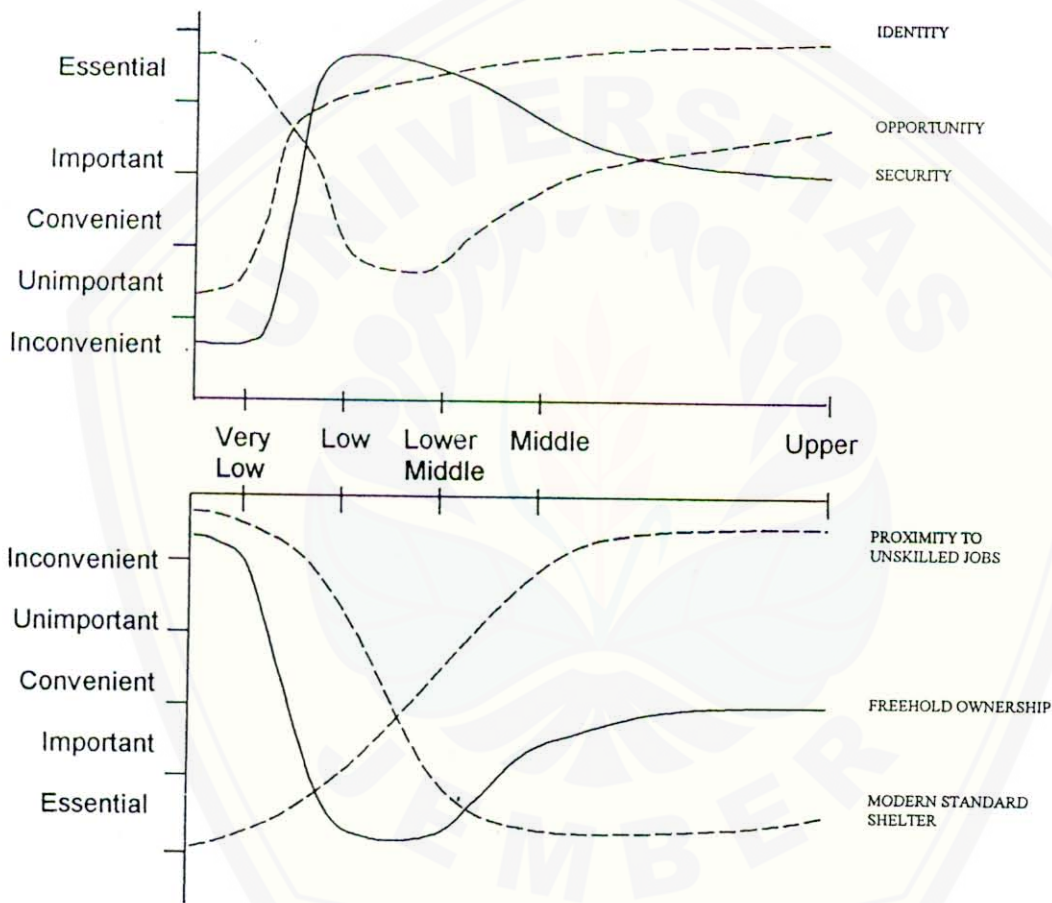
Untuk menjaga *cash flow* (agar perusahaan tetap hidup), maka banyak pengembang yang lebih suka menjual dalam bentuk kavling kepada konsumen. Kalaupun para pengembang akan membangun unit-unit perumahan baru, mereka akan terbentur masalah sulitnya pencairan kredit serta mahalanya harga bahan bangunan. Sampai tahun 2003, pertumbuhan di sektor perumahan hanya ditulangi oleh pembangunan rumah kategori RS dan RSS, karena pembangunan RS dan RSS mendapatkan suku bunga kredit lunak dari pemerintah.

Prospek investasi rumah tinggal, juga dipengaruhi oleh kebijakan pemerintah, seperti mulai 1 Juli 1998 pembelian tanah dan bangunan yang

nilainya lebih dari Rp. 30 juta dikenakan pajak sebesar 5% dari total transaksi (Tabloid Kontan 25 Mei 1998). Selain itu masih dikenakan PPN sebesar 10%.

4. Peningkatan pendapatan merubah prioritas kebutuhan perumahan.

Menurut Turner (Turner : 1972 : 167-169) yang merujuk pada Teori Maslow, terdapat kaitan antara kondisi ekonomi seseorang dengan skala prioritas kebutuhan hidup dan prioritas kebutuhan perumahan, seperti terlihat pada gambar 1.01.



Gambar 1.01. Kaitan antara Prioritas Kebutuhan Hidup dan Perumahan dengan Pendapatan.

Dalam menentukan prioritas tentang rumah, seseorang atau sebuah keluarga yang berpendapatan sangat rendah cenderung meletakkan prioritas

utama pada lokasi rumah yang berdekatan dengan tempat yang dapat memberikan kesempatan kerja. Selanjutnya seiring dengan meningkatnya pendapatan, prioritas kebutuhan perumahan akan berubah pula. Status kepemilikan rumah dan lahan menjadi prioritas utama.

Berdasarkan kenyataan di atas, penulis tertarik untuk melakukan penelitian mengenai :

“Uji konsistensi penentuan nilai saham atas saham-saham industri properti dan realestat yang terdaftar (*listed*) di Bursa Efek Jakarta”.

1.2. Perumusan masalah

Dengan latar belakang masalah yang telah diuraikan di atas maka pokok masalah yang akan dibahas sebagai berikut:

1. Apakah harga saham industri properti dan realestat yang telah go-public telah menunjukkan harga yang wajar ?
2. Faktor-faktor dominan apa saja yang dapat mempengaruhi PER dan bagaimanakah pengaruhnya pada industri properti dan realestat yang telah go public ?
3. Apakah model *PER cross sectional* yang digunakan dapat menentukan harga saham yang wajar antar periode.

1.3. Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah :

1. Untuk mengetahui apakah harga saham industri properti dan realestat yang telah go public menunjukkan harga yang wajar berdasarkan analisis PER.

2. Untuk mengetahui faktor–faktor dominan yang dapat mempengaruhi PER dan besarnya pengaruh faktor dominan tersebut pada industri properti dan realestat yang telah go public.
3. Untuk mengetahui apakah model *PER cross sectional* yang digunakan dapat menentukan harga saham yang wajar antar periode.

1.4. Manfaat penelitian

Manfaat dari dilakukannya penelitian ini adalah :

1. Bagi investor di pasar modal, diharapkan penelitian ini dapat berguna untuk menghindari kerugian investasi.
2. Bagi calon *emiten* dapat berguna untuk bahan pertimbangan penetapan harga saham.
3. Bagi peneliti lain, diharapkan hasil penelitian ini dapat memberikan tambahan informasi dan referensi guna penelitian lebih lanjut.

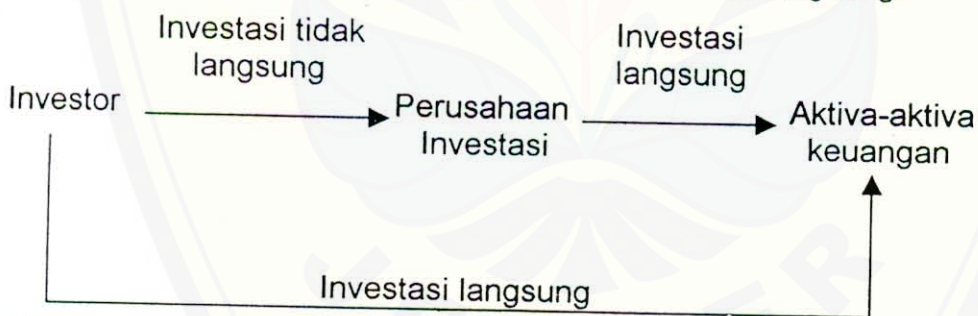
BAB II TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Landasan Teori.

2.1.1. Pengertian Investasi dan Jenis-jenis Investasi

2.1.1.1. Pengertian Investasi

Investasi adalah penanaman modal untuk satu atau lebih aktiva yang dimiliki dan biasanya berjangka waktu lama dengan harapan mendapatkan keuntungan di masa-masa yang akan datang (Sunariyah : 1997 : 2). Dalam arti luas pengertian investasi adalah kesempatan produksi yang efisien untuk mengubah satu unit konsumsi yang ditunda untuk menghasilkan lebih dari satu unit konsumsi mendatang (Jogiyanto : 1998 : 5). Dengan demikian investasi dapat dikatakan sebagai penundaan konsumsi sekarang untuk digunakan di dalam produksi yang efisien selama periode waktu tertentu. Dalam investasi selalu melekat hasil (*return*) dan risiko (*risk*). Gambar 2.01 menunjukkan investasi langsung dan investasi tidak langsung.



Gambar 2.01. Investasi langsung dan investasi tidak langsung.

Sumber : Jogiyanto; Teori Portofolio dan Analisis Investasi; 1998; 7

2.1.1.2. Jenis-jenis Investasi

Investasi dalam arti luas terdiri dari 2 bagian utama yaitu sebagai berikut.

1. Investasi dalam bentuk Aktiva riil (*real assets*)

Contoh : Emas, perak, intan, barang-barang seni dan real estat.

2. Investasi dalam bentuk Aktiva keuangan (*financial assets / marketable securities*)

Investasi ini dikelompokkan menjadi sebagai berikut.

a. **Investasi langsung (*direct investing*)** adalah suatu pemilikan surat-surat berharga secara langsung dalam suatu intitusi atau perusahaan yang secara resmi telah go public dengan harapan akan mendapat keuntungan berupa penghasilan dividen atau *capital gains* (Sunariyah: 1997 : 2). Investasi langsung dapat dibagi menjadi sebagai berikut.

1) Investasi langsung yang tidak dapat di perjual-belikan :

- a) Tabungan
- b) Deposito

2) Investasi langsung yang dapat diperjual-belikan terdiri dari :

a) Investasi langsung di pasar uang, berupa :

- (1) *T-bill*
- (2) Deposito yang dapat dinegosiasikan

b) Investasi langsung di pasar modal, berupa :

(1) Surat-surat berharga pendapatan tetap (*Fixed-income Securities*)

- *T-bond*
- *Federal agency securities*
- *Municipal bond*
- *Corporate bond*
- *Convertible bond*

(2) Saham-saham (*Equity securities*) :

- *Prefered stock*
- *Common stock*

(3) Investasi langsung di pasar turunan (*Derivative market*)

- a. Opsi
 - *Warrant*
 - *Put option*
 - *Call option*
- b. *Futures Contract*

b. Investasi tidak langsung (*Indirect Investing*)

Investasi tidak langsung adalah suatu pemilikan surat-surat berharga yang dilakukan dengan membeli surat-surat berharga dari perusahaan investasi (Sunariyah : 1997 : 2). Perusahaan investasi adalah perusahaan yang menyediakan jasa keuangan dengan cara menjual saham ke publik dan menggunakan dana yang diperoleh untuk diinvestasikan ke dalam portofolionya (Jogiyanto : 1998 : 9).

Perusahaan investasi (reksa-dana) dapat diklasifikasikan menjadi (Sri Handaru Yulianti, dkk : 1996 : 222-223) sebagai berikut.

1. *Unit Investment Trust*

Unit Investment trust merupakan unit yang menerbitkan portofolio yang dibentuk dari surat-surat berpenghasilan tetap dan ditangani oleh orang kepercayaan yang independen.

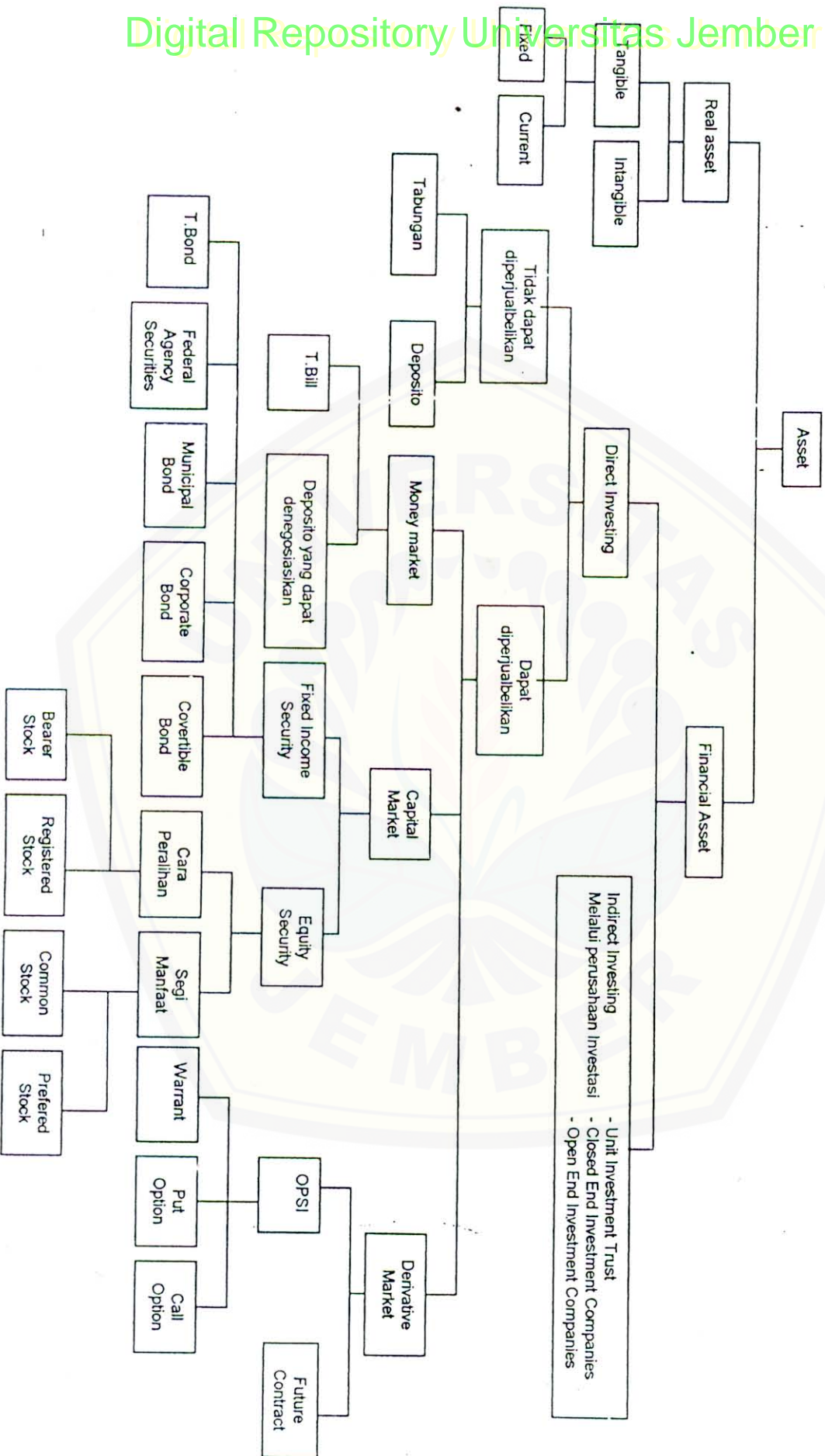
2. *Closed end Investment Companies*

Closed end Investment Companies, merupakan perusahaan investasi yang hanya menjual sahamnya pada saat penawaran perdana (*Initial Public Offering*) saja dan selanjutnya tidak menawarkan kembali tambahan lembar saham.

3. *Open end Investment Companies*

Open end Investment Companies dikenal dengan nama perusahaan reksa-dana (*Mutual Funds*). Perusahaan investasi ini masih menjual saham baru kepada investor setelah penjualan saham perdananya.

Berdasarkan uraian pada jenis-jenis investasi dapat ditunjukkan skema Instrumen Pasar Modal seperti pada gambar 2.02.



Gambar 2.02. Instrumen Pasar Modal.

2.1.2. Mekanisme Perdagangan Saham

Sebelum membahas proses penyelesaian transaksi akan dijelaskan cara pemesanan saham. Investor dapat memesan saham dengan menggunakan jasa *exchange member* (dapat berupa pialang, pedagang efek dan *security company*).

Dalam memberikan order investor akan mengisi formulir pesanan yang memuat identitas investor, nama saham yang dipesan, jumlah saham yang dipesan, harga yang dikehendaki dan batas waktu berlakunya pesanan. Ada beberapa jenis pemesanan saham yang dipilih oleh investor, yaitu sebagai berikut.

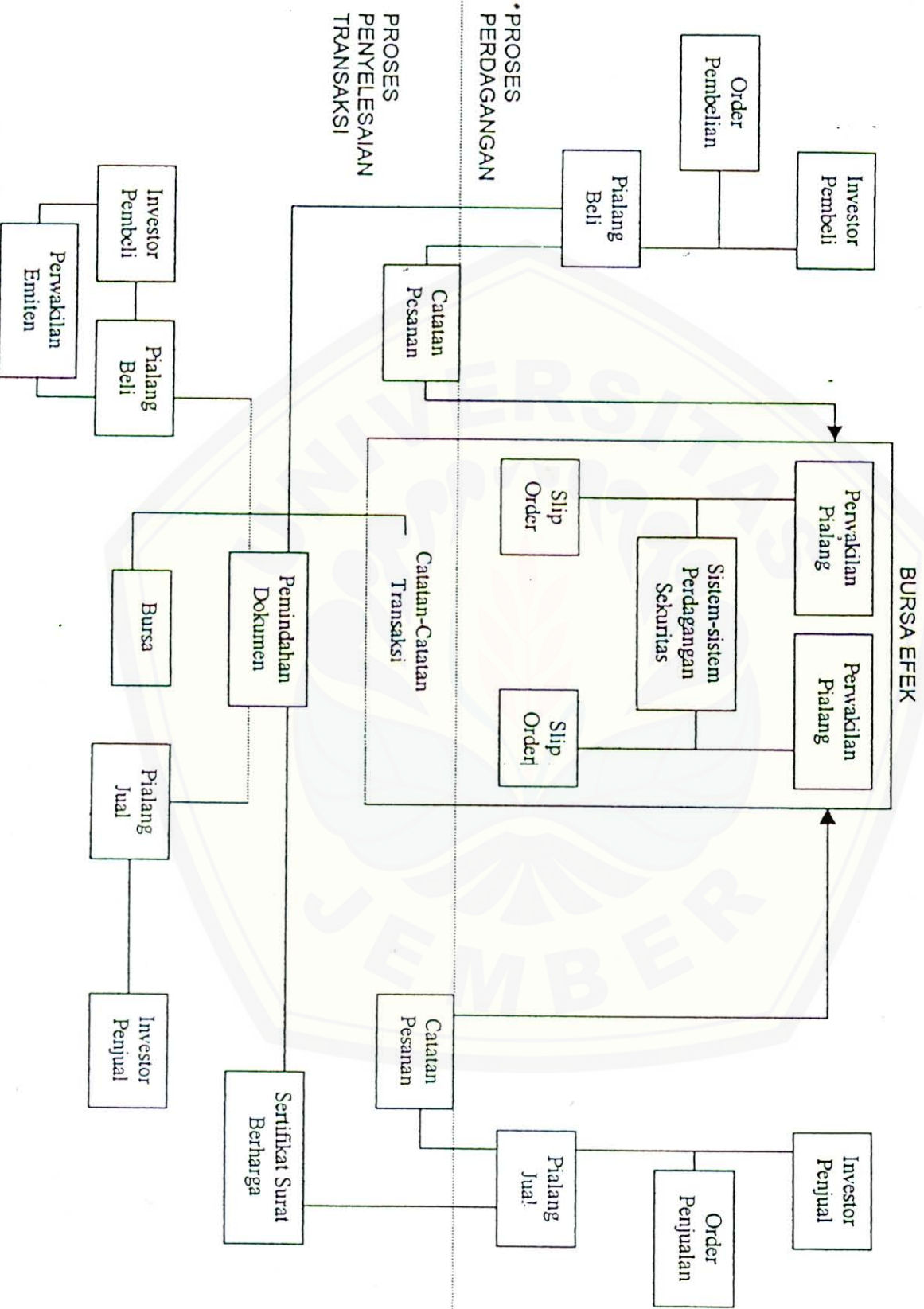
1. *Market Order*, berarti *exchange member* diminta untuk membeli atau menjual saham pada harga pasar.
2. *Limit Order*, berarti *exchange member* diminta untuk membeli atau menjual saham dengan harga tidak melampaui batas yang ditentukan investor.
3. *Discretionary Order*, berarti transaksi akan dilakukan pada harga terbaik menurut *exchange member*.

Masa berlakunya pesanan bervariasi ada yang hanya satu hari dan bahkan ada yang tetap berlaku sampai ada pemberitahuan dari investor bahwa order dibatalkan (*good-till-cancelled order*)

Transaksi dikatakan selesai apabila investor telah memperoleh saham yang diinginkan dan *exchange member* telah memperoleh *fee* atas jasa yang telah diberikan. Transaksi harus sudah selesai pada hari kelima, atau empat hari setelah hari transaksi (*transaction date*) atau t+4. Apabila sampai t+4, *exchange member* gagal memenuhi permintaan investor, maka ia akan melakukan *cash trading* (di *cash market*). Jika tidak, maka ia akan dilarang melaksanakan transaksi di pasar reguler (dan non-reguler). Penundaan penyelesaian transaksi sampai t+5 dan t+6 berarti BEJ berhak mendenda *exchange member* yang bersangkutan sebesar 0,25%, dihitung dari total nilai

transaksi. Persentase denda akan bertambah menjadi 0,5%, jika terjadi penundaan selama t+7 dan seterusnya. Mekanisme perdagangan saham di BEJ secara ringkas ditunjukkan pada gambar 2.03.





Gambar 2.03. Proses Perdagangan Sekuritas dan Penyelesaian Transaksi Perdagangan di Bursa Efek Jakarta

2.1.3. Tipe Investor

Naik turunnya IHSG (kondisi bursa) sangat dipengaruhi oleh tipe investor yang seperti apa yang sedang dominan bermain di bursa untuk kurun waktu tertentu. Tipe investor tersebut dapat membuat *bull market* atau bahkan membuat *bear market*.

Ada 2 tipe investor (Kwik Kian Gie : 1998 : 366-368) yaitu sebagai berikut.

1. Membeli saham untuk menikmati dividen secara teratur atau Tipe Pencari Kepastian (*Certainty Seeker*)

Tipe ini selalu mempelajari isi dan kondisi perusahaan melalui angka-angka fundamental perusahaan. Perilakunya sangat stabil dan sangat konsisten.

2. Membeli saham untuk spekulasi.

Tipe ini cenderung tidak melihat perusahaan sama sekali. Yang terpenting adalah prakiraannya sendiri, apakah harga saham akan naik atau tidak setelah dibelinya. Kalau tipe ini yang sedang dominan, maka prakiraannya sendiri yang sangat menentukan, walaupun landasannya sangat tidak masuk akal. Biasanya tidak ada landasannya kecuali gambar grafik dari naik turunnya harga saja.

Schott (Midpress Teamwork : 1998 : 7) membagi tipe ini menjadi : Tipe Pengkhawatir, Tipe Impulsif, Tipe Pemain Kekuasaan dan Tipe Penjudi. Tipe Pengkhawatir dan Tipe Impulsif sama dengan Tipe Pencari Kepastian. Tipe Pemain Kekuasaan dan Tipe Penjudi sama dengan Tipe Spekulasi.

Faktor investor asing di Indonesia memegang peranan penting dalam pembentukan harga, karena mereka mempunyai cukup dana. Bahkan di dalam pemberitaan selalu disebutkan pengaruh investor asing tersebut.

Investor asing sengaja memainkan harga dengan pola sebagai berikut: harga dinaikkan terus-menerus sambil membeli. Kalau mereka membeli terus-menerus dari IHSG 200 sampai 600, maka harga pokok rata-

ratanya adalah 400. Setelah mencapai 600, saham-saham dijual, dan berusaha supaya terjual habis kalau IHSG mencapai 400.

Dengan demikian mereka menikmati laba 200, dan ketika itu saham-sahamnya sudah terjual semua. Uangnya dipindahkan ke bursa efek di negara lain yang masih memungkinkan baginya untuk “diacak-acak”. Nanti kalau harga saham-saham di Bursa Efek Indonesia sudah mencapai titik terendah, mereka akan kembali lagi dan mengulang semua siklusnya.

2.1.4. Pengertian Pasar Modal, Macam-macam Pasar Keuangan, Macam-macam Pasar Modal dan Peranan Pasar Modal

2.1.4.1. Pengertian Pasar Modal.

Ada beberapa macam pengertian pasar modal, diantaranya adalah :

1. Berdasarkan keputusan menteri RI No. 1548/ KMK.013 / 1990, yaitu :

Pasar modal adalah suatu sistem keuangan yang terorganisasi, termasuk didalamnya adalah bank-bank komersial dan semua lembaga perantara di bidang keuangan, serta keseluruhan surat-surat berharga yang beredar.

2. Berdasarkan kamus pasar uang dan modal.

Pasar modal adalah pasar konkrit atau abstrak yang mempertemukan pihak yang menawarkan dan yang memerlukan dana jangka panjang, yaitu jangka satu tahun ke atas.

Dari kedua pengertian tersebut dapat disimpulkan bahwa pengertian Pasar Modal adalah suatu sistem keuangan yang terorganisasi, yang mempertemukan pihak yang menawarkan dan yang memerlukan dana jangka panjang. Di tempat inilah para pelaku pasar yaitu individu-individu atau badan usaha yang mempunyai kelebihan dana (*Surplus funds*) melakukan investasi dalam surat berharga yang ditawarkan oleh *emiten*.

Sebaliknya, di tempat ini perusahaan yang membutuhkan dana menawarkan surat berharga dengan cara *listing* terlebih dahulu pada badan otoritas di pasar modal sebagai *emiten*.

Transaksi investasi atau jual beli surat berharga di pasar modal dapat berbentuk sebagai berikut.

1. Utang berjangka (Jangka pendek / jangka panjang)

Utang berjangka merupakan salah satu bentuk pendanaan dalam perusahaan yang dilakukan dengan menerbitkan surat berharga dan dijual kepada para pemilik dana ataupun para investor. Dalam rangka pendanaan utang jangka panjang dikenal 2 macam, yaitu sebagai berikut.

- a. Surat Obligasi
- b. Sekuritas lainnya, terdiri dari berbagai jenis sekuritas yang biasanya disebut sekuritas kredit, misalnya : *right*, *warrant*, *opsi*, dan *future*.

2. Penyertaan (Saham)

Penyertaan merupakan salah satu bentuk penanaman modal pada perusahaan yang dilakukan dengan menyetorkan sejumlah dana tertentu dengan tujuan untuk menguasai sebagian hak pemilikan atas perusahaan tersebut. Saham tersebut dapat dibedakan menjadi saham biasa (*common stocks*) dan saham istimewa. Saham biasa dapat dibedakan dalam berbagai jenis (Dahlan Siamat : 1999 : 216-217) yaitu sebagai berikut.

- a. Saham Unggul (*blue chips*).

Saham yang dikeluarkan oleh perusahaan besar dan terkenal yang telah menunjukkan kemampuannya dalam perolehan laba dan pembayaran dividen.

- b. *Growth Stocks*.

Saham yang dikeluarkan oleh perusahaan yang memiliki pertumbuhan cepat dibanding rata-rata industri dalam hal penjualan, perolehan laba dan *market share*.



- c. *Emerging Growth Stocks*
Saham yang dikeluarkan oleh perusahaan yang relatif lebih kecil namun memiliki daya tahan yang kuat meskipun dalam kondisi ekonomi yang kurang mendukung.
- d. *Income Stocks*
Saham yang dikeluarkan oleh perusahaan yang membayar dividen melebihi jumlah rata-rata pendapatan.
- e. *Cyclical Stocks*
Saham perusahaan yang keuntungannya sangat berfluktuasi dan dipengaruhi oleh siklus usaha.
- f. *Defensive Stocks*
Saham perusahaan yang dapat bertahan dan tetap stabil dari suatu periode atau kondisi yang tidak menentu.
- g. *Speculative Stocks*
Pada prinsipnya semua saham biasa yang diperdagangkan di Bursa Efek dapat digolongkan sebagai *Speculative stocks*.

2.1.4.2. Macam-macam Pasar Keuangan

Pasar keuangan merupakan titik temu antara penawaran dan permintaan aktiva keuangan (*Financial Market*). Ada dua cara untuk mengklasifikasikan pasar keuangan, yaitu sebagai berikut.

1. Berdasarkan tipe kewajiban :
 - a. Pasar Utang (*Debt Market*).
 - b. Pasar Surat Berharga (*Equity Market*)
2. Berdasarkan klasifikasi periode waktu jatuh tempo.
 - a. Pasar uang (*Money Market*) adalah titik pertemuan antara permintaan dana jangka pendek dengan penawaran dana jangka pendek
 - b. Pasar modal untuk investasi jangka panjang.

Gambar 2.04. menunjukkan persamaan dan perbedaan Pasar Uang dan Pasar Modal.

	Pasar Uang	Pasar Modal
Jangka waktu	Jangka pendek biasanya di bawah satu tahun	Jangka panjang biasanya di atas satu tahun
Tingkat bunga	Tingkat bunga relatif tinggi	Tingkat bunga relatif rendah
Pihak yang terlibat	Individu, bank-bank komersial dan institusi keuangan	Investor baik secara individu maupun organisasi, penjamin emisi, pemerintah dan perusahaan (emiten)
Pengawasan	Pasar uang diawasi oleh pemerintah melalui bank sentral secara langsung	Pasar modal diawasi oleh pemerintah melalui badan yang berwenang (di Indonesia Bapepam)
Transaksi Sirkulasi dana	Transaksi aktiva keuangan, merupakan transaksi kredit dari masyarakat	Transaksi aktiva keuangan, merupakan transaksi kredit dari masyarakat
Pelaku Pasar	Pertemuan antara pihak yang memerlukan dana dan pihak yang kelebihan dana	Pertemuan antara pihak yang memerlukan dana dan pihak yang kelebihan dana
Tingkat Risiko	Tingkat risiko pasar uang relatif tinggi oleh karena itu sebagai kompensasi pasar uang yaitu bunga yang relatif tinggi	Tingkat risiko pasar modal relatif rendah, sebagai kompensasi pasar modal yaitu dividen dan <i>capital gain</i>

Gambar 2.04. Kesamaan dan Perbedaan Pasar Uang dan Pasar Modal

Sumber : Sunariyah; Pengantar Pengetahuan Pasar Modal; 1997; 11.

2.1.4.3. Macam-macam Pasar Modal

Pasar modal dapat ditinjau dari beberapa macam (Sunariyah : 1997 : 11-15) yaitu sebagai berikut.

1. Pasar modal ditinjau dari tempat penjualan saham.

Penjualan saham pada masyarakat dapat dilakukan dengan beberapa cara. Umumnya penjualan dilakukan sesuai dengan jenis ataupun bentuk pasar modal di mana sekuritas tersebut diperdagangkan, yaitu sebagai berikut.

a. Pasar Perdana (*Primary Market*)

Pasar Perdana adalah penawaran saham dari perusahaan yang menerbitkan saham (*emiten*) kepada investor selama waktu yang ditetapkan oleh pihak yang menerbitkan sebelum saham tersebut diperdagangkan di pasar sekunder.

b. Pasar Sekunder (*Secondary Market*)

Pasar Sekunder adalah perdagangan saham setelah melewati masa penawaran pada pasar perdana.

c. Pasar Ketiga (*Third Market*)

Pasar Ketiga adalah tempat perdagangan saham atau sekuritas lain di luar bursa (*Over the Counter Market*). Dalam pasar ketiga ini tidak memiliki pusat lokasi perdagangan yang dinamakan *Floor Trading* (lantai bursa). Operasi yang ada berupa *Trading Information*.

d. Pasar Keempat (*Fourth Market*)

Pasar Keempat merupakan bentuk perdagangan efek antar investor atau dengan kata lain pengalihan saham dari satu pemegang saham ke pemegang saham lainnya tanpa melalui perantara pedagang efek, umumnya dengan menggunakan jaringan komunikasi.

2. Pasar modal ditinjau dari proses transaksi

Ditinjau dari proses penyelenggaraan transaksi, pasar modal terdiri dari :

a. Pasar *Spot*

Pasar *spot* adalah bentuk pasar keuangan yang memperdagangkan sekuritas atau jasa keuangan untuk diserahkan secara spontan. Artinya, kalau seseorang membeli suatu jasa-jasa finansial, maka pada saat itu juga akan menerima jasa yang dibeli tersebut.

b. Pasar *Future* atau *Forward*

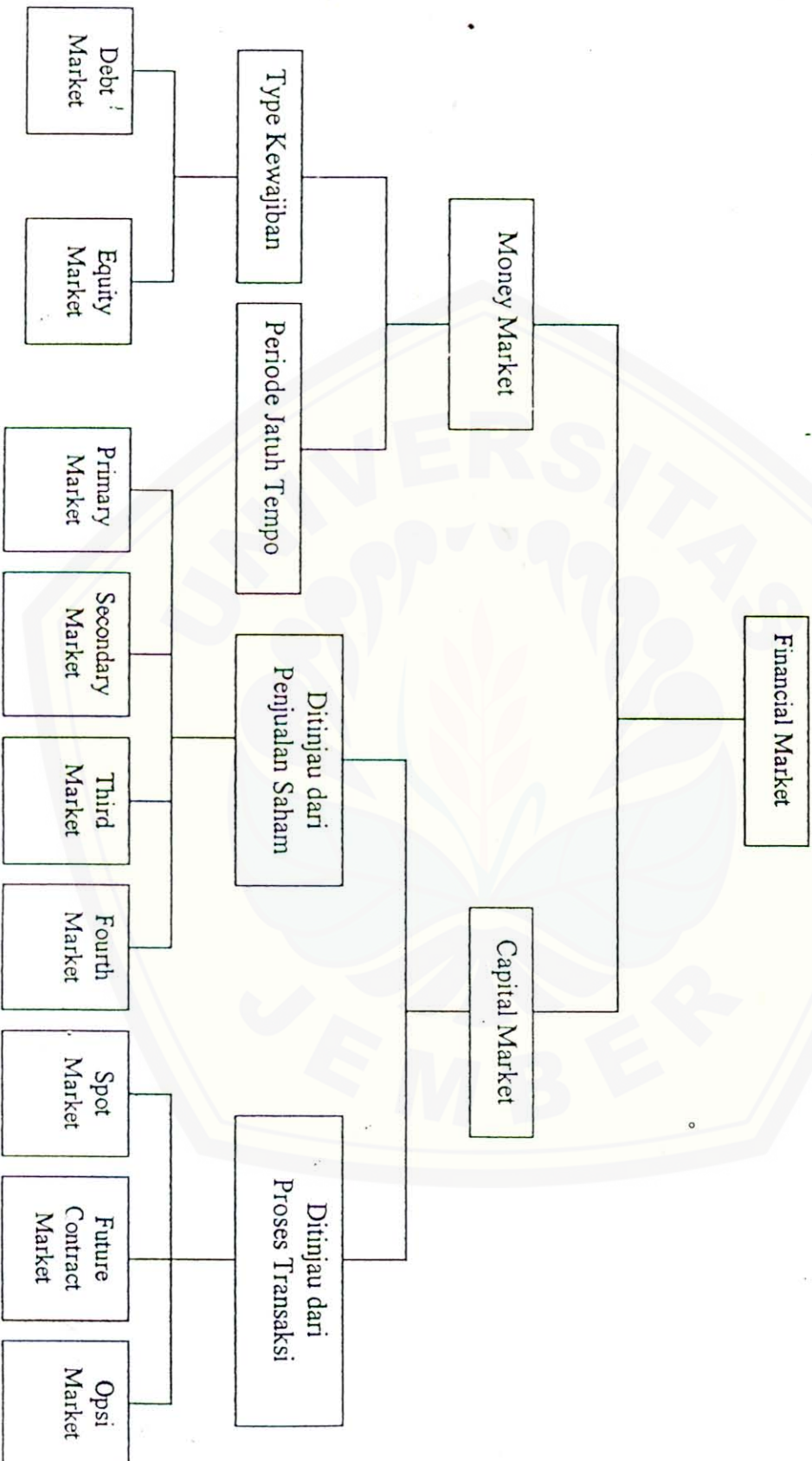
Pasar *Future* adalah pasar keuangan di mana sekuritas atau jasa keuangan akan diselesaikan pada kemudian hari atau beberapa waktu

sesuai dengan ketentuan. Proses transaksi tersebut memuat kesepakatan waktu terjadinya transaksi dan saat penyerahan kasus dilakukan. Di sini terlihat ada perbedaan waktu antara tanggal transaksi dan tanggal penyerahan, yang akan menimbulkan risiko kenaikan atau penurunan harga.

c. Pasar Opsi

Pasar opsi merupakan pasar keuangan yang memperdagangkan hak untuk menentukan pilihan terhadap saham atau obligasi. Pilihan tersebut adalah persetujuan atau kontrak hak pemegang saham untuk membeli atau menjual dalam waktu tertentu. Kontrak ini terjadi di antara entitas yang melakukan kontrak terhadap opsi yang diperjual-belikan. Hak opsi harus ditegaskan dalam kontrak, bahwa kesempatan hanya dapat digunakan dalam periode waktu tertentu. Dengan demikian apabila dalam periode tersebut tidak digunakan, kesempatan dalam kontrak tersebut dinyatakan batal demi hukum.

Berdasarkan uraian pada sub bab 2.1.4.2 tentang pengertian pasar keuangan, akan disajikan ringkasan mengenai *financial market*. Gambar 2.05 menunjukkan pembagian pasar pada *financial market*.



Gambar 2.05. Macam-macam Financial Market.

Sumber : diolah dari berbagai sumber.

2.1.4.4. Peranan Pasar Modal.

1. Tinjauan Secara Mikro.

Hampir semua negara di dunia mempunyai pasar modal, yang bertujuan menciptakan fasilitas bagi keperluan industri dan keseluruhan perusahaan dalam memiliki permintaan dan penawaran modal.

Peranan pasar modal ditinjau secara mikro dapat dilihat dari 5 aspek yaitu sebagai berikut.

- a. Sebagai fasilitas melakukan interaksi antara pembeli dengan penjual untuk menentukan harga saham atau surat berharga yang diperjualbelikan.
- b. Pasar modal memberi kesempatan pada investor untuk memperoleh hasil yang diharapkan.
- c. Pasar modal memberi kesempatan pada investor untuk menjual kembali saham yang dimilikinya atau surat berharga lainnya.
- d. Pasar modal menciptakan kesempatan kepada masyarakat untuk berpartisipasi dalam perkembangan suatu perekonomian.
- e. Pasar modal mengurangi biaya informasi dan transaksi surat berharga.

2. Tinjauan Secara Makro.

Peranan pasar modal ditinjau secara makro dapat dilihat dari 4 aspek yaitu sebagai berikut.

a. Fungsi Tabungan (*Savings Function*)

Dalam menabung, metode yang akan digunakan sangat dipengaruhi oleh kemungkinan rugi akibat penurunan nilai uang, inflasi dan risiko hilang. Untuk itu penabung perlu memikirkan alternatif lain, yaitu investasi. Dengan membeli surat berharga, masyarakat diharapkan bisa mengantisipasi standar hidup yang lebih baik.

b. Fungsi Kekayaan (*Wealth Function*)

Pasar modal adalah suatu cara untuk menyimpan kekayaan dalam jangka panjang atau jangka pendek sampai dengan kekayaan tersebut dapat dipergunakan kembali. Cara ini lebih baik karena kekayaan itu tidak mengalami depresiasi, seperti aktiva lain.

c. Fungsi Likuiditas (*Liquidity Function*)

Kekayaan yang disimpan dalam surat-surat berharga, dapat dilikuidasi melalui pasar modal dengan risiko lebih kecil dibandingkan dengan aktiva lain. Proses likuidasi surat berharga dengan biaya relatif murah dan lebih cepat. Pasar modal adalah *ready market* untuk melayani pemenuhan likuiditas para pemegang surat berharga.

d. Fungsi Pinjaman (*Credit Function*)

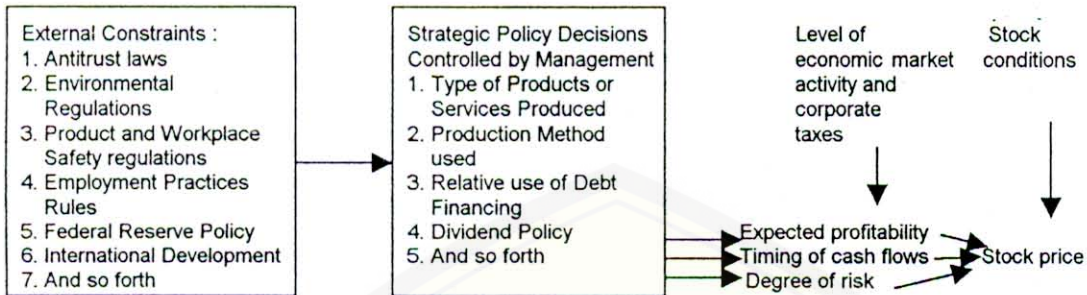
Pasar modal merupakan fungsi pinjaman untuk konsumsi atau investasi. Pasar modal bagi suatu perekonomian negara merupakan sumber pembiayaan pembangunan dari pinjaman yang dihimpun dari masyarakat

2.1.5. Penilaian Harga Saham.

Harga saham merupakan harga yang terbentuk di bursa saham dan umumnya harga saham itu diperoleh untuk menghitung nilai saham (Med press Team Work : 1998 : 58). Semakin jauh perbedaan antara harga saham dan nilai saham, mencerminkan terlalu sedikit informasi yang mengalir di bursa efek, karena setiap harga saham yang terbentuk di bursa efek dipengaruhi oleh faktor internal dan faktor eksternal.

Menurut Weston dan Brigham, faktor-faktor yang mempengaruhi harga saham dapat dibedakan menjadi faktor internal dan faktor eksternal seperti ditunjukkan pada gambar 2.06. Faktor internal tersebut adalah kebijakan dividen, struktur permodalan, risiko dan pertumbuhan laba. Faktor

eksternal tersebut adalah peraturan yang ada, resesi ekonomi, sentimen pasar, dll.



Gambar 2.06. Faktor internal dan Faktor eksternal yang mempengaruhi harga saham.

Sumber : Weston dan Brigham; *Essentials of Managerial Finance* ; 1993 ; 25.

Model penilaian (Marwan Asri S.W. dan Anton N. Heveadi : 1999 : 86) merupakan suatu mekanisme untuk merubah serangkaian variabel ekonomi atau variabel perusahaan yang diramalkan menjadi perkiraan tentang harga saham.

Francis (1991) mengemukakan bahwa terdapat dua pendekatan dalam penilaian sekuritas yaitu sebagai berikut.

1. Analisis Sekuritas Fundamental (*Fundamental Security Analysis*) atau Analisis Perusahaan (*Company Analysis*) atau menurut Yannes Naibaho (1989) disebut *The Firm Foundation Theory* .
2. 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. Victor L. Harper (1986) menyatakan bahwa analisis teknis didasarkan pada penawaran dan permintaan sehingga

para analis teknis mempelajari perubahan harga saham dengan menggunakan diagram-diagram dan model-model. 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, analis meramalkan naik turunnya harga saham di masa depan. Analisis teknikal biasanya digunakan untuk peramalan jangka pendek.

Menurut Phillipatos dan George (1973), analisis fundamental berorientasi secara general akademik, artinya banyak digunakan oleh akademisi. Sedang analisis teknis banyak digunakan oleh praktisi. Menurut suatu penelitian (Elton dan Gruber : 1991 : 472) menunjukkan bahwa hasilnya tidak konklusif, tetapi menunjukkan bahwa penggunaan data yang sistematis dari para analis sekuritas menghasilkan hasil yang lebih baik dari semata-mata atas dasar pemilihan secara sembarang.

Upaya untuk menentukan harga saham yang seharusnya ditentukan oleh konsep *Efficient Market Hypothesis* (EMH) yang dipelopori oleh Profesor Harry Robert dan dikembangkan oleh Profesor Eugene Fama dari Universitas Chicago. Profesor Fama dan para pengikutnya menyatakan bahwa pasar modal adalah sebuah mesin kompleks yang secara efisien memproses informasi untuk menetapkan harga saham.

Ada tiga jenis efisiensi dalam konsep EMH, yaitu sebagai berikut.

1. **Weak-Form Efficiency** (efisiensi lemah) adalah bahwa harga saham di pasar modal sudah mencerminkan semua informasi historis pergerakan harga saham. Jadi, menurut teori ini, analisis teknikal yang berusaha memprediksi harga saham berdasar informasi harga historis adalah suatu kesia-siaan.
2. **Semi-Strong Form Efficiency** (efisiensi setengah kuat) adalah bahwa harga saham sudah mencerminkan semua informasi yang tersedia untuk

publik. Tidak ada investor yang dapat untung dengan hanya mengandalkan informasi yang tersedia untuk umum. Jadi, analisis fundamental untuk memprediksi harga saham adalah kesia-siaan.

3. **Strong-Form Efficiency** (efisiensi kuat) adalah bahwa harga saham sudah mencerminkan semua informasi tentang perusahaan. Dengan demikian, percuma saja usaha seorang investor, yang mempunyai informasi umum maupun informasi dari orang dalam, untuk memprediksi harga saham.

2.1.5.1. Metode Penilaian Saham dengan Analisis Teknis.

Analisis teknis merupakan upaya untuk memperkirakan harga saham dengan mengamati perubahan harganya di waktu yang lalu. Analisis ini didasarkan pada beberapa asumsi dasar (Sri Handaru Yulianti, dkk. : 1996 : 136-137 dan Suad Husnan : 1996 : 287-289), yaitu sebagai berikut.

1. Harga sekuritas akan ditentukan oleh interaksi antara penawaran dan permintaan sekuritas. Pergeseran penawaran dan permintaan akan mempengaruhi arah perubahan harga. Penawaran dan permintaan sekuritas itu sendiri dipengaruhi oleh banyak faktor, baik rasional maupun yang irrasional.
2. Perubahan harga sekuritas cenderung bergerak pada satu arah tertentu (*trend*). Pola tertentu pada masa yang lampau akan terulang kembali pada masa yang akan datang. Banyak analis percaya bahwa gerakan harga saham akan mengikuti pola *head and shoulders* dan pola *triple tops*. Pola *head and shoulders* menunjukkan bahwa bila suatu saham berada pada titik *shoulders*, maka analis akan memutuskan untuk membeli saham tersebut dan menahannya untuk jangka pendek untuk memperoleh *Capital Gain*. Sebaliknya, kalau seorang analis percaya bahwa suatu saham berada pada titik *head*, maka saham tersebut akan dijual (melakukan *short selling*) karena diperkirakan harga akan turun.

Pola *triple tops* menunjukkan bahwa gerakan harga saham akan melalui tiga puncak harga, setelah itu harganya akan jatuh. Jadi apabila seorang analis menemukan bahwa suatu saham telah menempuh tiga kali harga tinggi, maka saham tersebut harus dijual (*short selling*).

3. Harga saham mencerminkan informasi yang relevan. Teori ini menekankan bahwa lebih penting menganalisa bagaimana tingkah laku investasi di masa yang akan datang dan mengantisipasi bagaimana investor membangun harapan atau ekspektasi ke dalam *Castle in The Air* khususnya di masa-masa optimisme. Beberapa metode penilaian dengan analisis teknis, adalah berikut ini.

a. Teori DOW (*Dow Theory*)

Teori ini berusaha menggambarkan trend yang terjadi di pasar *securities* atau pada *securitas individual*. Berdasarkan tingkat kepentingan dan jangka waktunya, pergerakan harga sekuritas dapat dibedakan menjadi pergerakan primer (*primary movement*), pergerakan sekunder (*secondary movement*) dan pergerakan tersier (*tertiary movement*) (Francis : 1991 : 524). Pergerakan primer menunjukkan *trend* jangka panjang pasar modal, pergerakan sekunder pada umumnya hanya berlangsung beberapa bulan. Pergerakan ini mengoreksi harga sekuritas, tetapi tidak mengubah arah dari pergerakan primer. Sementara itu pergerakan tersier menunjukkan fluktuasi harian dari harga-harga sekuritas. Pencatatan fluktuasi harian ini berguna untuk menentukan *trend* primer dan *trend* sekunder.

b. Analisis Grafik atau *Chart Pattern*

Dalam analisis teknikal, sangat dibutuhkan adanya penggambaran grafik yang menunjukkan pola perubahan harga sekuritas dan indeks pasar modal. Dengan memvisualisasikan perubahan harga historis, diharapkan akan dapat ditemukan pola-pola

tertentu yang berguna bagi penamalan harga sekuritas dan kondisi pasar modal.

Analisis Grafik atau *Chart Pattern* dibagi menjadi 3 (Marzuki Usman dan Sumardi Ismail : 1995 : 189) yaitu sebagai berikut.

1) Diagram garis (*line-charts*)

Diagram ini hanya mengikuti harga harian dari suatu saham pada suatu diagram.

2) Diagram batang (*bar-chart*)

Diagram batang seperti garis yang tidak terputus-putus, menggambarkan suatu harga. Garis vertikal menunjukkan tinggi rendahnya harga yang diperjualbelikan setiap hari, dan titik pada setiap batang menunjukkan harga penutupan pada hari tersebut.

3) Diagram titik dan bentuk (*point and figure charts*)

Diagram titik dan bentuk agak lebih sulit dibandingkan dengan diagram garis. Diagram ini digunakan untuk :

- melacak pengulangan-pengulangan dari suatu kecenderungan (*trend*).
- memperkirakan seperangkat harga yang terjadi pada kotak target harga.

c. **Analisa Keluasan Pasar (*Breath of Market Analysis*)**

Analisa ini dibagi menjadi 2 (Panji Anoraga dan Ninik Widiyanti : 1995 : 70), yaitu sebagai berikut.

1) ***The Filter System***

Sistem ini didasarkan atas pemikiran bahwa harga suatu saham yang sudah bergerak naik akan tetap bergerak naik dan harga suatu saham yang sudah bergerak turun akan tetap bergerak turun. Hal ini terjadi karena pada umumnya harga-harga sekuritas akan bergerak searah dengan pasar. Dalam menerapkan strategi ini, tidak dapat dilakukan jual beli dahulu baru melakukan

pembelian (*short-selling*), tetapi harus pembelian dahulu. Strategi ini pada awalnya digunakan untuk menguji apakah terjadi efisiensi pasar. Bila pasar efisien, investor tidak akan mendapatkan tingkat pengembalian abnormal.

2) **The Price Volume System atau Trading Strategy**

Sistem ini merupakan sistem yang memperlihatkan bekerjanya *price volume* sistem. Teorinya adalah ketika penjualan suatu saham bergerak naik dalam jumlah besar, maka terdapat akses berupa keinginan untuk membeli sehingga harga saham tersebut akan ikut bergerak naik. Demikian juga ketika penjualan saham turun dalam jumlah besar, maka terdapat akses berupa keinginan untuk menjual sehingga harga saham tersebut akan ikut bergerak turun. Dalam hal ini, investor harus memperhatikan pergerakan harga saham tersebut dari waktu ke waktu atau investor harus terus-menerus memperhatikan perkembangan kinerja saham.

d. **Analisis Kekuatan Relatif (*Relative Strength Analysis*)**

Analisis ini pada dasarnya berusaha mengidentifikasi sekuritas yang memiliki kekuatan relatif terhadap sekuritas lain. Harga sekuritas tersebut akan meningkat lebih cepat dari harga sekuritas lain pada keadaan *bullish*. Sebaliknya jika pasar modal dalam keadaan *bearish*, maka penurunan harga sekuritas yang memiliki kekuatan relatif akan berjalan lebih lambat dari sekuritas lain.

Analisis kekuatan relatif dapat dilakukan dengan membandingkan data harga sekuritas individual dengan harga rata-rata industri atau rata-rata pasar.

Kritik terhadap analisis teknikal (Suad Husnan : 1996 : 288) adalah kalau benar gerakan harga saham mempunyai pola tertentu dan berulang, bukankah pola tersebut akan dapat diprediksi? Bukankah informasinya hanyalah perubahan harga di waktu yang lalu,

yang dapat diperoleh oleh semua pemodal? Dengan demikian, para pemodal akan bereaksi sesuai dengan prediksi tersebut, sehingga akhirnya pola tersebut akan hilang, dan menjadi tidak berpola lagi.

2.1.5.2. Metode Penilaian Saham dengan Analisis Fundamental.

Analisis fundamental menyatakan bahwa setiap instrumen investasi mempunyai landasan yang kuat yaitu nilai intrinsik yang dapat ditentukan melalui suatu analisis yang sangat hati-hati terhadap kondisi pada saat sekarang dan prospeknya di masa yang akan datang. Ide dasar pendekatan ini adalah bahwa harga sekuritas dipengaruhi oleh kinerja perusahaan.

Analisis fundamental akan dimulai dengan memahami siklus usaha, analisis industri dan akhirnya mengevaluasi kinerja perusahaan (*emiten*).

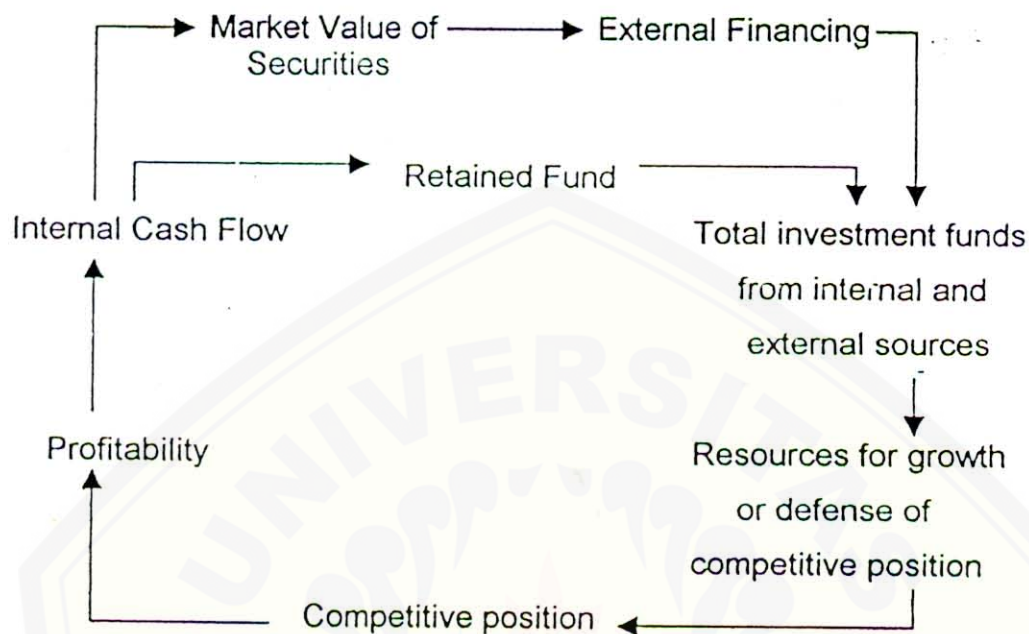
1. Analisis Siklus Usaha.

Ada beberapa teori yang mencoba menjelaskan tentang perilaku investor yaitu sebagai berikut.

- a. Perilaku investor dipengaruhi oleh pengharapan di masa yang akan datang. Jika mereka merasa bahwa akan terjadi resesi, maka mereka akan menjual sekuritas yang dimiliki pada saat itu.
- b. Perilaku investor dipengaruhi oleh keadaan saat ini. Hal ini dapat terjadi karena investor diasumsikan bersifat rasional.

Salah satu cara untuk mengikuti dan memperkirakan perubahan harga sekuritas adalah dengan memperhatikan Indeks Pasar Modal. Dengan melihat perubahan pada Indeks Pasar, investor secara tidak langsung telah mengikuti dinamika perekonomian secara umum.

Perusahaan harus memutuskan berapa besarnya dana yang akan diserahkan ke investor dan berapa besarnya dana yang akan diinvestasikan kembali ke dalam produk. Proses ini merupakan suatu siklus kelebihan dana, investasi dan mendistribusikan dana tersebut. Siklus ini disebut Siklus Nilai (*value cycle*) seperti yang ditunjukkan pada gambar 2.07.



Gambar 2.07. The Value Cycle

Sumber : Roger G. Clarke, Brent D. Wilson, Robert H. Daines, Stephen D. Nadauld; *Strategic Financial Management* ; 1990; 7.

Titik awal untuk analisa siklus nilai dimulai dari posisi persaingan. Analisa meliputi produk, harga, persepsi tentang kualitas, struktur biaya, kemampuan R & D, dll. Faktor-faktor tersebut semua nampak pada *Market Share* perusahaan.

Siklus Nilai menunjukkan posisi persaingan pada tingkat keuntungan tertentu. Laba setelah pajak digabung dengan depresiasi dan biaya bukan kas lainnya menunjukkan *Cash Flow* yang merupakan dasar dari nilai pasar suatu saham perusahaan. Penilaian pasar menentukan akses perusahaan untuk mendapatkan dana publik melalui pasar modal. Ini disebut *External Financing*.

2. Analisis Industri.

Siklus industri dapat dibagi dalam empat tahap, yaitu tahap pertumbuhan awal, ekspansi, kejenuhan dan tahap pertumbuhan akhir.

a. Tahap Pertumbuhan Awal (*Pioneering Stage*).

Ini merupakan tahap awal dari pengenalan dan pengembangan produk. Produk baru kemungkinan unik, sehingga hanya sedikit kompetitor. Untuk mendukung kelangsungan pengembangan produk dan peningkatan penjualan, perusahaan harus membuat investasi signifikan dalam industri, R & D dan *Marketing*. Tahap ini memerlukan banyak biaya sehingga mengalami *negatif cash flows* dan kerugian.

b. Tahap Ekspansi (*Expansion Stage*).

Pada tahap ini, produk telah cukup dikenal dan kompetitor mulai memperkenalkan produknya. Pasar akan terus berkembang tetapi karena meningkatnya persaingan, harga cenderung mulai turun. Walaupun demikian bagi perusahaan yang mampu bertahan tetap akan memperoleh laba sebagai akibat perusahaan tersebut telah mencapai skala produksi yang ekonomis. Terjadi pertumbuhan penjualan tetapi besarnya pertumbuhan penjualan menurun dibandingkan dengan tahap pertumbuhan awal. Biaya R & D menjadi berkembang, sehingga pendapatan bersih menjadi positif.

c. Tahap Kejenuhan atau Stabilisasi (*Stabilization Stage*).

Sebagai akibat dari kedewasaan pasar, produk memasuki tahap ketiga. Pertumbuhan penjualan mulai lambat dan persaingan menjadi sangat kompetitif. Persaingan harga meningkat dan menyebabkan pendapatan bersih menurun.

d. Tahap Pertumbuhan Akhir atau Tahap Penurunan (*Decline Stage*).

Pada tahap ini, penjualan menurun. Pendapatan bersih jauh menurun bahkan dapat menjadi negatif. Tingkat *cash flow* sangat rendah tetapi tidak dapat negatif karena perusahaan tidak perlu banyak investasi dalam produk. Untuk bertahan dalam tahap ini, perusahaan harus meningkatkan produktivitasnya.

3. Analisis Perusahaan Individual (*emiten*).

Analisis perusahaan individual dapat dilakukan dengan mengamati kinerja fungsi-fungsi perusahaan dan kepemimpinan para direksi. Dalam hal ini laporan keuangan memegang peranan penting. Analisis keuangan dapat dilakukan secara *Cross Sectional* dan runtut waktu (*time series*). Analisis dapat dihitung dengan rasio-rasio keuangan perusahaan baik yang berkaitan dengan likuiditas, rentabilitas, efisiensi maupun struktur modal.

Asumsi-asumsi yang dipakai dalam Analisis Fundamental adalah Investor yang rasional harus mau membayar harga saham yang lebih tinggi untuk (Panji Anoraga & Ninik Widiyanti : 1995 : 68) :

- a. Saham yang memiliki tingkat pertumbuhan dividen yang lebih besar dan untuk tingkat pertumbuhan yang lebih panjang.
- b. Saham yang memiliki kebijakan *Dividend Payout* yang lebih tinggi.
- c. Saham yang memiliki risiko yang lebih kecil.
- d. Saham bilamana suku bunga turun atau lebih rendah.

Penganut Analisis Fundamental percaya bahwa pasar saham ditentukan oleh 90% faktor-faktor yang bersifat rasional dan hanya 10% dipengaruhi oleh faktor yang bersifat psikologis.

Kelemahan Analisis Fundamental adalah sebagai berikut.

- a. Informasi dan analisa yang digunakan mempunyai kemungkinan tidak tepat.
- b. Estimasi nilai bisa salah karena harapan atau ekspektasi di masa yang akan datang tidak bisa dibuktikan pada saat sekarang, dengan kata lain angka-angka yang tidak tepat tidak akan dapat diperoleh dari data yang belum pasti.
- c. Pasar mempunyai kemungkinan tidak memperbaiki kesalahan dan akibatnya harga saham tidak mencapai nilai yang ditafsirkan.
- d. Pertumbuhan tidak memberikan arti yang sama setiap saat.

e. Jika harga saham dipengaruhi semata-mata oleh *performance* perusahaan, mengapa harga saham berubah setiap saat; padahal kondisi perusahaan dan prospeknya belum tentu berubah.

Analisis Fundamental bertolak dari anggapan dasar bahwa setiap investor adalah makhluk rasional. 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.

Untuk melakukan perhitungan harga saham biasa ada beberapa pendekatan yang dapat digunakan. Abdul Halim dan Manurung (1997) membaginya sebagai berikut.

a. Pendekatan Dividen

Salah satu minat untuk membeli saham yaitu dividen. Dividen merupakan sebagian dari laba yang dibagikan kepada pemegang saham. Bagi investor jumlah rupiah yang diterima dari pembayaran dividen, risikonya lebih kecil daripada *capital gain* dan dividen dapat diperkirakan sebelumnya. Sedangkan *capital gain* lebih sulit diperkirakan, sehingga dengan pembayaran dividen yang tinggi perusahaan dianggap mempunyai prospek tingkat keuntungan yang baik. Sebaliknya penurunan pembayaran dividen dianggap mempunyai prospek tingkat keuntungan yang kurang baik. Akhirnya harga saham cenderung mengikuti naik-turun besarnya dividen yang dibayarkan.

Secara konseptual, harga saham merupakan nilai sekarang (*present value*) arus kas yang diharapkan akan diterima oleh penilai saham. Arus kas yang diterimanya bersumber dari dividen-dividen yang dibayarkan perusahaan dari hasil penjualan kembali saham-saham tersebut. Jika investor dikemudian hari tidak menjual saham-saham yang dimilikinya, maka investor tersebut hanya menerima dividen atas kepemilikan saham. Proses

ini dikenal sebagai *The Valuation of Common Stock Investment* (Amling : 1989 : 522)

Untuk lebih memahami definisi tentang arus akuntansi dan arus kas, dapat dilihat di gambar 2.08.



Gambar 2.08. Arus Akuntansi dan Arus Kas

Sumber : Alan M. Cody, CFA, ADL Institute, October 1992.

Menurut Weston dan Copeland (1986 : 696) bahwa harga sekarang saham (P_0) tergantung seberapa besar tingkat keuntungan yang diharapkan investor bila membeli saham-saham dan seberapa besar tingkat risiko arus kas yang diharapkan. Keuntungan yang diharapkan terdiri dari 2 (dua) unsur, yaitu : dividen yang diharapkan setiap tahun (d_t) dan harga saham yang diharapkan akan diterima pemodal jika menjual saham pada akhir tahun ke- n (P_n). Dengan demikian harga saham merupakan hasil keuntungan atas investasi awal ditambah keuntungan modal (*capital gain*) atau dikurangi kerugian modal (*capital loss*) yang dirumuskan sebagai berikut :

$$P_0 = \frac{\text{Expected dividend} + \text{Expected Price (Both at end year)}}{1 + \text{required rate of return}} \dots\dots\dots (1)$$

Rumus di atas dapat disederhanakan menjadi :

$$P_0 = \frac{d_1 + P_1}{(1 + k)} \dots\dots\dots (1. a)$$

Untuk menghitung nilai sekarang arus kas bagi pemodal dipergunakan *required rate of return* (*k*) sebagai *discount rate* nya. Ukuran yang biasa digunakan adalah tingkat bunga bebas risiko (biasanya bunga deposito atau bunga tabungan)

Persamaan di atas menunjukkan bahwa pemodal hanya memegang saham selama satu tahun. Bila investor menyimpan saham yang dibelinya selama lebih dari 1 (satu) tahun maka persamaan berubah menjadi :

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{d_t}{(1+k)^t} = \frac{d_1}{(1+k)^1} + \frac{d_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{d_n + P_n}{(1+k)^n} \dots\dots\dots (1. b)$$

P_0 = harga saham pada periode 0 (harga sekarang)

d_1 = dividen yang diterima pada tahun pertama

d_2 = dividen yang diterima pada tahun kedua

d_n = dividen yang diterima pada tahun ke-*n*

P_n = harga saham jika dijual pada periode *n*

k = tingkat bunga bebas risiko (biasanya bunga deposito atau tabungan)

Rumus (1.b) tersebut menunjukkan bahwa harga saham akan dipengaruhi oleh dua unsur utama, yaitu *k* dan *d*. Apabila *k* meningkat tetapi *D* konstan, maka harga saham akan turun. Sebaliknya kalau *D* meningkat tetapi *k* konstan, harga saham akan naik. Oleh karena itu perlu diidentifikasi faktor-faktor yang mempengaruhi *k* dan *D*. Dengan metode CAPM dapat diketahui tinggi rendahnya *k* tersebut akan dipengaruhi oleh :

- 1) Risiko atau beta saham tersebut. Apabila risiko meningkat, maka *k* akan makin besar.

- 2) Tingkat keuntungan bebas risiko (R_f). Semakin tinggi R_f semakin besar tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh pemodal. R_f akan meningkat kalau diperkirakan akan terjadi kenaikan inflasi, atau terjadi kelangkaan dana (sehingga bank–bank menaikkan suku bunga deposito). R_f ini juga akan mempengaruhi besarnya R_m (tingkat keuntungan portofolio pasar). Kalau R_f meningkat maka para pemodal akan mengharapkan R_m juga meningkat. Perhatikan bahwa $\beta_m = 1$.

Yang mempengaruhi besarnya dividen adalah laba yang dihasilkan perusahaan. Semakin besar laba yang diperoleh, maka dividen yang dibagikan akan semakin besar tetapi bila laba yang diperoleh tetap maka perusahaan tidak dapat membagikan dividen yang makin besar karena ini berarti perusahaan akan membagikan modal sendiri. Dilihat dari peraturan, pembagian modal sendiri tidak diperkenankan. Dari sisi kreditor, mereka akan menolak kalau perusahaan membagikan modal sendiri. Hal ini disebabkan karena berarti jumlah modal sendiri makin berkurang dan proporsi utang menjadi makin besar. Kalau perusahaan berbentuk Perseroan Terbatas (yang berarti pemilik perusahaan hanya bertanggung jawab terbatas pada modal yang disetorkan), maka dengan semakin meningkatnya proporsi utang, berarti risiko mulai digeser ke pemberi kredit (kreditor).

Uraian ini menunjukkan bahwa semakin meningkat kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba, maka harga saham akan meningkat. Dengan kata lain, profitabilitas akan mempengaruhi harga saham. Sedangkan laba adalah selisih antara penjualan dikurangi dengan biaya–biaya. Karena itu kalau ingin mengidentifikasi faktor–faktor yang mempengaruhi laba, maka harus diidentifikasi faktor–faktor yang mempengaruhi penjualan dan biaya.

Berbagai perusahaan (termasuk para konsultan) mencoba membuat model yang menjelaskan faktor-faktor apa yang mempengaruhi penjualan, dan bagaimana faktor-faktor tersebut mempengaruhinya.

Meskipun demikian tidak semua perusahaan dapat menjelaskan mengapa faktor–faktor tertentu dipertimbangkan dalam model tersebut dan seberapa jauh pengaruh faktor–faktor tersebut pada penjualan (Foster, 1986).

b. Pendekatan Aktiva (Asset–Based Approach)

Pendekatan ini adalah suatu cara umum untuk menentukan indikasi nilai dari suatu *business interest* dengan menggunakan satu atau lebih metode yang didasarkan langsung pada nilai–nilai dari aktiva dan kewajiban yang dimiliki perusahaan (Saiful M. Ruky : 1999 : 113). Pendekatan ini disebut juga Pendekatan Neraca, karena untuk menentukan nilai dari *business interest* atau ekuitas, utang (liabilitas) juga perlu dinilai.

Pendekatan ini didasarkan pada premis sebagai berikut.

- 1) Hanya pada situasi yang amat jarang terjadi, nilai buku dapat mencerminkan suatu indikator yang tepat untuk nilai pasar.
- 2) Aktiva tak berwujud (*intangible assets*) yang sering tidak terdapat dalam neraca (*off balance sheet*) harus dapat diidentifikasi (dan dinilai).

Pada umumnya metode ini digunakan untuk menilai ekuitas. Nilai ekuitas, sama dengan konsep akuntansi, diperoleh dari mengurangi total nilai aktiva dengan nilai *liabilities* (tetapi berdasarkan nilai–nilai yang telah disesuaikan). Tetapi bila pendekatan neraca yang didasarkan pada akuntansi (nilai buku) diaplikasikan untuk menilai ekuitas, ia tidak *valid* sebagai metode penilaian usaha, karena yang dihasilkan adalah nilai buku, sedangkan yang dicari adalah nilai pasar (wajar). Indikasi nilai ekuitas yang diperoleh dari metode ini biasanya dianggap mencerminkan nilai *majority interest*, karena hanya pemegang saham mayoritas yang memiliki kewenangan terhadap aktiva, melikuidasi, mengganti atau merealokasi dalam konteks perusahaan yang bersifat *going concerns*. Untuk itu pendekatan aktiva atau neraca harus disertai dengan penilaian aktiva tak berwujud.

Ada 2 metode yang populer dalam pendekatan neraca atau asset yaitu berikut ini.

- 1) **Metode Penyesuaian atau Penilaian Kembali Secara Partial** (*Partial Revaluation of Assets and Liabilities*) atau *Adjusted Book Value Method* atau *The Net Asset Value Method* atau *The Adjusted Net Worth Method* atau *The Asset Accumulation Method*.
- 2) **Metode Penilaian Kembali** (*Collective Revaluation of Assets and Liabilities*) atau *Excess Earning Method*.

Metode yang kedua ini sebenarnya tidak murni berdasarkan asset atau neraca karena harus dikaji juga kemampuan perusahaan dalam menghasilkan pendapatan, sehingga ada yang mengelompokkan dalam pendekatan pendapatan. Namun pada umumnya para praktisi penilai usaha mengelompokkannya ke dalam pendekatan asset atau neraca (Pratt, 1996 & David M. Bishop, 1998).

1) **Adjusted Book Value Method.**

Metode penyesuaian Nilai Buku ini berusaha menyesuaikan nilai buku dari aktiva (aktiva berwujud maupun aktiva tidak berwujud) dan utang dalam neraca menjadi suatu perkiraan nilai pasar yang *reasonable*.

2) **Excess Earning Method.**

Metode Kelebihan Pendapatan ini hampir sama dengan Penyesuaian Nilai Buku, tetapi metode ini menilai aktiva tidak berwujud sebagai suatu kesatuan (*Collection of Assets*), sebagai *going concern value* atau *goodwill value* dan disebut *big pot theory of goodwill*. Semula metode ini dimaksudkan untuk menilai *Intangible asset* dan dengan perkembangan yang terjadi dalam *Book Value*, digunakan juga untuk menilai perusahaan dan *Equity* (*Enterprise value : value of tangibles* ditambah dengan *value of intangibles*, sedangkan *equity value : enterprise value* dikurangi *liabilities value*).

Digital Repository Universitas Jember

Asumsinya adalah bahwa laba yang diperoleh perusahaan adalah hasil dari aktiva berwujud dan aktiva tidak berwujud. *Excess Earning* adalah selisih antara laba normal yang representatif dengan balikan (*return*) dari nilai aktiva berwujud bersih (*Net tangible asset value*).

Net Tangible Assets digunakan untuk menentukan nilai intrinsik saham atau untuk mengetahui sampai berapa jauh setiap saham dijamin oleh aktiva berwujud bersih.

$$\text{NTA} = \text{Total Assets} - (\text{Intangible Assets} + \text{Total Debt})$$

Total Asset merupakan jumlah dari aktiva lancar, aktiva tetap dan aktiva lainnya. Aktiva tetap masih disesuaikan dengan mengaplikasikan metodologi penilaian untuk *Real Property*. Metode-metode pendapatan tidak diaplikasikan untuk aktiva tetap (*Property, plant and equipment*) karena yang dianggap sebagai *Income producing unit* adalah perusahaannya, bukan aktiva tetap yang dimiliki perusahaan.

Intangible Assets tidak hanya yang tercantum dalam neraca, misalnya: biaya pra operasi dan pengembangan, paten, tetapi juga yang tidak tercantum dalam neraca namun biasanya ada dalam suatu *Business entity* yang bersifat *Going concern*, misalnya : *Pool of employee* dan *poollist of customers*. Aktiva ini dinilai dan disesuaikan melalui pendekatan biaya atau pendekatan pendapatan.

Kekayaan bersih di dalam neraca terinci yaitu modal disetor, laba ditahan, agio saham, selisih penilaian kembali aktiva tetap dan selisih nilai ganti persediaan. Nilai per lembar saham dihitung dengan cara membagi kekayaan bersih ekonomis dengan lembar saham yang beredar.

Rumus yang digunakan :

$$\text{NTA per share} = \frac{\text{Total Assets} - (\text{Intangible Asset} + \text{Total Debt})}{\text{Number of Share}} \dots \dots \dots (2)$$

Hal ini mengakibatkan bahwa nilai saham bersifat dinamis, tergantung perubahan nilai kekayaan bersih pada suatu saat. Kendala pendekatan ini

adalah informasi kekayaan bersih ekonomis masih jarang diterbitkan. Kekayaan bersih menurut laporan keuangan dapat berbeda jauh dengan harga pasar, sehingga nilai saham tidak dapat tercermin dari laporan keuangan yang konservatif. Hal ini disebabkan karena kekayaan bersih harus dinilai secara ekonomis dan bukan berdasar harga historis (*Historical Cost Accounting*). Oleh karena itu semua aktiva perusahaan harus diberi nilai baru yang berlaku ada saat menghitung nilai kekayaan bersih.

Dalam menghitung *Net Tangible Assets* harus memperhitungkan *downside risk* dan *Assets growth* bilamana perusahaan dilikuidasi atau menghadapi *financial disaster*. Model ini sangat tepat digunakan untuk perusahaan yang bergerak pada industri properti dan real estat.

Nilai Pasar Aktiva Tetap (NPAT) dapat dihitung dengan pendekatan nilai buku aktiva tetap (NBAT) dikalikan dengan pertumbuhan indeks impor (atau indeks harga perdagangan besar) dan dikalikan lagi dengan rasio nilai appraisal aktiva tetap pada saat go public (rga). Secara matematis dihitung sebagai berikut :

$$\text{NPAT} = \text{NBAT} \times \text{indeks impor} \times \text{rga} \dots\dots\dots (3)$$

Di mana :

$$\text{Indeks Impor} = \frac{\text{indeks impor saat dinilai}}{\text{Indeks impor ketika go public}} \times 100\% - 100\% \dots\dots\dots (3 a)$$

$$\text{rga} = \frac{\text{Nilai appraisal ketika go public}}{\text{Nilai buku ketika go public}} \dots\dots\dots (3 b)$$

c. Pendekatan Pendapatan (*Income Approach*)

Penilaian saham yang didasarkan pada pendapatan merupakan inti dari teori penilaian (*theory of valuation*). Shanon P. Pratt, seorang pakar penilaian, fellowship dari ASA dan IBA, 2 lembaga assosiasi penilai bisnis terkemuka di AS, menyatakan pendekatan pendapatan sebagai jantung dari penilaian bisnis (Shanon P. Pratt, 1996). Penilaian yang didasarkan pada pendekatan pendapatan berlandaskan pada teori-teori ekonomi dan

keuangan yang merupakan landasan dan orientasi dari kepemilikan dan pengelolaan suatu bisnis.

Seorang investor membeli *asset* 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 *asset* tersebut. Yang dimaksudkan dengan pendapatan (*economic income*) dengan mengacu pada pengertian ilmu ekonomi adalah setiap aliran masuk (*inflow*) kepada suatu unit ekonomi dalam tukar menukar dengan barang, jasa dan kapital. Unit ekonomi dapat berupa perusahaan atau investor individual, dan dari segi bisnis, pendapatan tersebut dapat berupa *gross* atau *net* (hasil penjualan, laba kotor, laba sebelum bunga dan pajak, laba bersih).

Dalam teori nilai dari suatu bisnis atau kepemilikan dalam bisnis bergantung pada pendapatan mendatang (*future benefit*) yang melekat padanya, dan pendiskontoan pendapatan mendatang tersebut menjadi nilai sekarang. Semua pendapatan tersebut dikonversi menjadi "indikasi nilai" berdasarkan suatu tingkat diskonto atau kapitalisasi tingkat *return*, yang sesuai dengan jenis dan waktu diterimanya pendapatan.

... the value of an asset is the present value of the expected returns. Specifically, you expect an asset to provide a stream of returns during the period of time that you own it. To convert this stream of returns to a value for the security you must discount this stream at your required rate of return. This process of valuation requires estimates of (1) the stream of expected returns and (2) the required rate of return on the investment (Frank K. Reilly, 1994) yang dikutip oleh Saiful M. Ruky : 1999 : 90)

Dari pendapat di atas dapat dikemukakan bahwa konsep dasar pendekatan pendapatan adalah memproyeksikan pendapatan mendatang yang terkait dengan subyek perusahaan atau investasi yang dinilai dan mendiskon arus pendapatan yang diproyeksikan tersebut menjadi nilai

sekarang, pada tingkat diskonto tertentu yang merefleksikan waktu dan risiko yang melekat dengan arus pendapatan tersebut. Pendekatan ini berarti bahwa nilai dari subyek investasi (*the subject of business interest*) adalah nilai sekarang dari pendapatan yang dihasilkan investasi tersebut di masa mendatang.

Pendekatan pendapatan ini dapat dilakukan dengan dua cara, yaitu sebagai berikut.

1) Nilai Sekarang Pendapatan

Perusahaan memperoleh laba bersih atau operasionalnya setiap tahun dan laba bersih ini merupakan arus kas yang diperoleh selama perusahaan tersebut dioperasikan. Pendekatan pendapatan dengan pendekatan *earning* dikembangkan berdasar proporsi bahwa nilai dari saham (P_0) ditentukan berdasarkan nilai sekarang dari laba bersih per saham (E) dikurangi dengan nilai sekarang dari investasi per lembar saham (I) dan ditambah dengan nilai sekarang dari harga saham pada tahun t (P_t). Investasi per lembar saham (I) yang dimaksud adalah laba ditahan per lembar saham. Secara umum pendekatan ini dapat dirumuskan sesuai dengan jangka waktu keinginan memiliki saham dengan model sebagai berikut :

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{E_t - I_n}{(1+k)^n} \dots\dots\dots(4)$$

Di mana :

P_0 = harga saham pada periode 0

E_t = laba bersih per saham pada periode t

k = *opportunity cost* (biasanya digunakan tingkat bunga)

I = Investasi per lembar saham (laba ditahan per lembar saham)

Untuk menaksir tingkat bunga yang relevan (k) relatif agak mudah kalau dipergunakan CAPM. Menaksir berapa besarnya D_t sungguh bukan pekerjaan yang mudah. Hal ini disebabkan karena dapat terjadi $D_1 \neq D_2 \neq D_3$

$\neq D_n$. Untuk menaksir D_t , maka E_t harus ditaksir. Tentu saja harus digunakan serangkaian asumsi untuk penyederhanaan.

Salah satu model sederhana yang paling banyak digunakan adalah model dengan pertumbuhan konstan. Asumsi-asumsi yang dipergunakan adalah sebagai berikut.

- a) Perusahaan mempertahankan *Dividend Payout Ratio* (yaitu proporsi laba yang dibagikan sebagai dividen) yang konstan.
- b) Setiap laba yang diinvestasikan kembali memperoleh tingkat keuntungan yang sama setiap tahunnya.
- c) Sebagai akibatnya maka EPS dan DPS (*Dividend Per Share*) akan meningkat dengan persentase yang konstan setiap tahunnya.

Model ini sangat jarang dipergunakan karena sangat sulit menghitungnya. Model ini merupakan model yang baik untuk menghitung harga saham perusahaan yang mempunyai pertumbuhan.

2) Pendekatan PER atau *Earning Multiplier Approach*.

Pendekatan ini menggunakan nilai *earnings* untuk mengestimasi nilai intrinsik. PER menunjukkan rasio dari harga saham terhadap *earnings*. Rasio ini menunjukkan berapa besar investor menilai harga dari saham terhadap kelipatan dari *earnings*. Misalnya nilai PER adalah 5, maka ini menunjukkan bahwa harga saham merupakan kelipatan dari 5 kali *earnings per share* (EPS). Misalnya *earnings* yang digunakan adalah *earnings* tahunan atau semua *earnings* dibagikan dalam bentuk dividen, maka PER sebesar 5 juga menunjukkan lama investasi pembelian saham akan kembali selama 5 tahun.

Rumus yang digunakan adalah :

$$PER = \frac{P_0}{E_1} = \frac{D_1 / E_1}{k - g} \dots\dots\dots(5)$$

Di mana :

PER = *Price Earning Ratio*

P_0 = Harga Saham

E_1 = Laba Bersih per Saham

g = $(1-DPR) R$

= Laba Ditahan X Rentabilitas

Rumus 5 menunjukkan faktor–faktor yang menentukan besarnya PER, yaitu:

- PER berhubungan positif dengan rasio pembayaran dividen terhadap earnings (D_1 / E_1)
- PER berhubungan negatif dengan tingkat pengembalian yang diinginkan (k)
- PER berhubungan positif dengan tingkat pertumbuhan dividen (g).

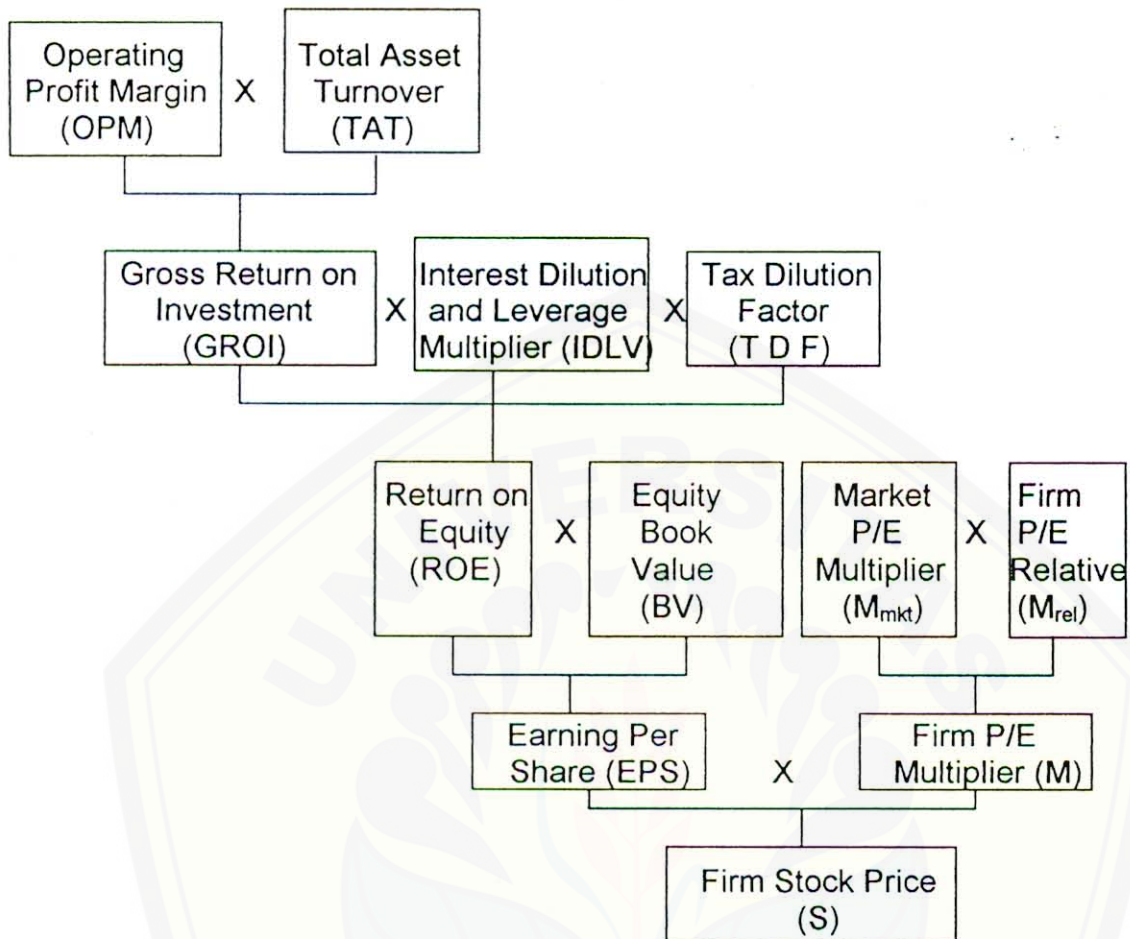
Model PER sering digunakan oleh penjamin emisi (*under writer*) guna menentukan harga saham di pasar perdana dengan cara mengalikan PER industri sejenis yang berlaku di pasar sekunder dengan proyeksi laba bersih per saham. Model yang digunakan :

Harga Saham = PER industri x Proyeksi laba bersih per saham(6)

Atau

$P_0 = \text{PER industri} \times \text{EPS}$ (6 a)

Hubungan antara harga saham dengan variabel operasinya ditunjukkan pada tabel 2.01.



Gambar 2. 09. Hubungan antara Harga Saham dan Variabel Operasi.

Sumber : Roger G. Clarke, Brent D. Wilson, Robert H. Daines dan Stephen D. Nadauld; *Strategic Financial Management*; 1990; 221.

d. Pendekatan Model Ekonometrika atau Model Regresi *Cross Sectional*.

Pendekatan PER yang dikemukakan sebelumnya memperhatikan berbagai faktor, misalnya pertumbuhan perusahaan, dividen yang dibayarkan, risiko dan faktor-faktor lain seraca bersamaan. Salah satu model yang menghubungkan 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 yang mempengaruhi PER, yaitu sebagai berikut.

- 1) Tingkat pertumbuhan laba
- 2) *Dividend Payout Ratio* atau proporsi laba yang dibagikan sebagai dividen
- 3) Standar deviasi tingkat pertumbuhan.

Variabel (1) dan (2) diharapkan mempunyai hubungan positif dengan PER, artinya semakin tinggi variabel tersebut semakin tinggi PER. Sedangkan variabel (3) diharapkan mempunyai hubungan negatif, artinya semakin tinggi variabel ini, semakin rendah PER.

Model persamaan yang mereka susun adalah :

$$P / E_i = a_0 + a_1 g_j + a_2 DPO_j + a_3 . j + e \dots\dots\dots(7)$$

Di mana :

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

$a_0 - a_3$ = koefisien regresi (konstanta)

g_j = pertumbuhan pendapatan untuk perusahaan k j

DPO = *Dividend Payout Ratio* perusahaan k j

j = simpangan baku dari pertumbuhan pendapatan untuk perusahaan k j

lj = kesalahan acak

Dari uraian sebelumnya kita mengetahui bahwa salah satu faktor yang mempengaruhi harga saham adalah pertumbuhan laba, karena laba merupakan arus kas yang diperoleh perusahaan selama beroperasi. Semakin tinggi laba suatu perusahaan akan semakin baik pendapatan yang dinikmati pemegang 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 dividen yang dibayarkan. 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 *Dividend Payout Ratio* (DPR). DPR akan dibandingkan dengan alternatif investasi lain, untuk mengetahui apakah DPR dapat bersaing (misal deposito).

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

2.1.6. Strategi Investasi

Strategi investasi di pasar modal menurut Adler Haymans Manurung (Warta Ekonomi No. 25 / Th. IX / 10) dapat dilakukan dengan cara sebagai berikut.

1. *Buy and Hold Strategy* (Strategi Beli dan Tahan)

Buy and Hold Strategy dilakukan dengan membeli saham dan memegangnya sampai akhir periode. Pada strategi itu, investor tidak menikmati keuntungan yang diperoleh bila pasar *booming* pada pertengahan periode di mana pasar turun mendekati akhir periode. Strategi ini biasanya digunakan oleh *fund manager* yang menilai portofolionya untuk jangka panjang.

2. *Trading Strategy* (Strategi Perdagangan)

Strategi *trading* yaitu strategi dengan melakukan pembelian pada saat harga rendah dan menjual pada saat harga tinggi. *Fund manager* dapat melakukan tindakan dalam satu hari perdagangan saham dengan memperhatikan pergerakan harga saham tersebut dari waktu ke waktu dan perkembangan kinerja saham. Investor dapat menggunakan jasa *real time information* untuk menentukan bahwa harga pasar saham tersebut pada level tertinggi atau level terendah. *Judgement* ini untuk mengambil keputusan “beli” atau “jual”.

3. *Filter Strategy* (Strategi Filter)

Filter Strategy yaitu strategi dengan melakukan pembelian pada saat harga saham naik x persen dan menjual pada saat harga saham tersebut turun x persen. Dalam menerapkan strategi ini, tidak dapat dilakukan jual lebih dahulu baru melakukan pembelian (*short-sale*), tetapi harus pembelian dahulu. Biasanya strategi filter sangat tepat untuk pasar yang belum atau tidak efisien.

2. 2. Hasil Penelitian Terdahulu.

Penelitian atas penentuan nilai saham telah dilakukan oleh beberapa peneliti. Beberapa hasil penelitian dipaparkan di bawah ini.

2.2.1. Penelitian Vocker S. Whitbeck dan Mannows Kisor, Jr (1963)

Vocker S. Whitbeck dan Mannows Kisor, Jr melakukan penelitian di New York Stock Exchange (NYSE) dengan menggunakan *Multiple Correlation Model*. Sampel yang diambil sebanyak 135 saham. Hasil penelitian yang mereka peroleh adalah :

$$P / E_i = 8,2 + 1,5 g_j + 6,7 DPO - 0,2 j$$



Model ini menggambarkan bahwa P/E rata-rata di NYSE sebesar 8,2x, bila perusahaan mempunyai pertumbuhan pendapatan dan *dividend payout ratio* sebesar nol.

Dari penelitian ini diketahui bahwa pertumbuhan perusahaan dan *dividend payout* mempunyai pengaruh positif terhadap PER. Sebaliknya standar deviasi mempunyai pengaruh negatif terhadap PER

Selanjutnya dengan melihat *price ratio*, yaitu rasio antara *Market PER* dan *Theoretical Price*, apakah nilainya > 1 atau < 1 , maka dapat ditentukan apakah saham dalam kondisi *overpriced* atau *underpriced*.

2.2.2. Penelitian Richard L. Costand, Lewis P. Freitas dan Michael J. Sullivan (1990)

Costand at all, melakukan penelitian mengenai PER dan nilai pasar perusahaan-perusahaan di Jepang. Sampel yang diambil sebanyak 475 perusahaan dengan menggunakan data tahun 1975 sampai dengan tahun 1989. Hasil penelitian yang mereka peroleh adalah :

$$\Delta EP = - 10,52 - 0,43LAND + 0,13CORP + 0,27FIN + 0,27INDV - 0,01FOR + 0,53SD + 112,55EG + 1,11DG - 0,98DPO - 3,65RES.$$

Dari penelitian ini diketahui bahwa *earning growth* (EG) dan *dividend growth* (DG) mempunyai hubungan positif terhadap PER dan nilai pasar perusahaan. Sebaliknya *dividend payout* (DPO) mempunyai nilai negatif terhadap PER dan nilai pasar perusahaan. Variabel independen lainnya CORP, FIN, INDV dan SD mempunyai hubungan positif terhadap PER dan nilai pasar perusahaan. Sebaliknya LAND, FOR dan RES mempunyai hubungan negatif terhadap PER dan nilai pasar perusahaan.

2.2.3. Penelitian Adler H. Manurung (1991)

Adler H. Manurung melakukan penelitian pada perusahaan tekstil yang go publik, dengan menggunakan model regresi berganda. Hasil penelitian yang diperoleh adalah :

$$PER = 11,87 + 0,005_{risk} - 0,082_{growth} + 0,475_{payout}$$

Model ini menggambarkan bahwa rata-rata PER perusahaan tekstil yang go public sebesar 11,87 x , bila perusahaan mempunyai pertumbuhan dan *dividend payout* sebesar nol.

Dari penelitian ini diketahui bahwa risiko / simpanan baku dan *dividend payout* mempunyai hubungan positif terhadap PER. Sebaliknya pertumbuhan perusahaan mempunyai hubungan negatif terhadap PER. Hubungan negatif ini diperkirakan karena pertumbuhan perusahaan tekstil justru akan memperburuk situasi industri tekstil yang amat mudah jenuh. Makin besar kapasitas usaha akan dapat memukul industri tekstil itu sendiri.

2.2.4. Penelitian Sabar Warsini (1994)

Sabar Warsini melakukan penelitian dengan mereplikasi Model Whitbeck dan Kisor atas perusahaan yang memiliki nilai kapitalisasi terbesar di Bursa Efek Jakarta. Sampel yang diambil sebanyak 90 perusahaan go public. Hasil penelitian yang diperoleh adalah :

$$PER = 12,9609 + 8,8503g + 6,7264DPO - 2,5581\alpha$$

Dari penelitian ini diketahui bahwa *growth* dan *dividend payout* mempunyai hubungan positif terhadap PER. Sebaliknya α mempunyai hubungan negatif terhadap PER.

2.2.5. Penelitian Yosep Chandra (1994)

Yosep Chandra melakukan penelitian sama dengan Sabar Warsini, yaitu dengan mengadopsi Model Whitbeck dan Kisor. Perbedaannya pada variabel α . Model Whitbeck dan Kisor menggunakan deviasi standar tingkat

pertumbuhan laba sedangkan penelitian Yosep Chandra menggunakan deviasi standar *return* saham. Sampel yang diambil sebanyak 30 saham yang likuid dan aktif dengan menggunakan data tahun 1991 sampai dengan tahun 1993.

Hasil penelitian yang diperoleh adalah :

$$PER = 18,47 + 0,156g + 0,05DPO - 0,002\sigma$$

Dari penelitian ini diketahui bahwa *growth* dan *dividend payout* mempunyai hubungan positif terhadap PER. Sebaliknya risiko mempunyai hubungan negatif terhadap PER.

2.2.6. Penelitian Hari Sukarno (1995)

Hari Sukarno melakukan penelitian dengan metode *pooling* data dan sekaligus menggunakan data *cross sectional* tahun 1989 sampai dengan tahun 1993 pada saham yang *listed* di Bursa Efek Jakarta. Hasil penelitian yang diperoleh adalah :

$$P / NE \text{ DPR}_{89-93} = 0,099 + 11,9592 gE / DPR - 27,4559 \text{ DPR}^{-1} + 0,7049 \text{LEV} / \text{DPR}$$

Dari penelitian ini diketahui bahwa pertumbuhan laba dan *Leverage* keuangan mempunyai hubungan positif terhadap PER. Sebaliknya *dividend payout ratio* mempunyai hubungan negatif terhadap PER.

2.2.7. Penelitian Marmono Singgih (1998)

Marmono Singgih melakukan penelitian dengan modifikasi penggunaan risiko α ke risiko β . Variabel independen kedua yaitu *growth rate of earning*. Sampel yang diambil sebanyak 30 saham yang aktif.

Hasil penelitian yang diperoleh adalah :

$$PER = 8,499 + 0,700 GE - 0,291 \beta$$

Dari penelitian ini diketahui bahwa *growth rate of earning* mempunyai hubungan positif dengan PER. Sebaliknya risiko sistematis (β) mempunyai hubungan negatif dengan PER.

2.2.8. Penelitian Ign. Danang Prijambodo (1999)

Ign. Danang Prijambodo melakukan penelitian pada perusahaan makanan dan minuman yang go public dengan menggunakan model regresi berganda. Sampel yang diambil sebanyak 8 perusahaan.

Hasil penelitian yang diperoleh adalah :

$$PER = 1,7031 + 1,5225 \text{ growth} + 31,8485 \text{ pay out} + 5,4333 \text{ risk} - 1,2134 \text{ crisis} + \epsilon$$

Model ini menggambarkan bahwa rata-rata PER perusahaan makanan dan minuman yang go public sebesar 1,7031 x , bila perusahaan mempunyai pertumbuhan dan *dividend payout* sebesar nol.

Dari penelitian ini diketahui bahwa pertumbuhan *dividend payout* dan risiko mempunyai pengaruh positif terhadap PER. Sebaliknya situasi krisis ekonomi mempunyai pengaruh negatif terhadap PER.

Dari kedelapan hasil penelitian di atas menunjukkan bahwa perhitungan PER untuk suatu industri dapat berbeda. Perbedaan ini terutama terletak pada arah dari variabel-variabel yang diperkirakan dapat mempengaruhi PER. Hasil penelitian kedelapan penulis tersebut akan diikhtisarkan pada tabel 2.01.

Penelitian dengan judul : *Uji Konsistensi penentuan nilai saham atas saham-saham industri properti dan realestat yang terdaftar (listed) di Bursa Efek Jakarta* secara konseptual tidak jauh berbeda dengan penelitian-penelitian sebelumnya. Penekanan pada penelitian ini bahwa model yang dihasilkan tersebut tidak dapat digunakan selamanya untuk analisa penentuan kewajaran harga saham. Dengan kata lain bahwa model penilaian tersebut hanya dapat digunakan pada suatu periode.

Tabel 2.01. Ikhtisar Hasil Penelitian Terdahulu

No	Nama Peneliti	Judul Penelitian	Metode	Hasil Penelitian	Keterangan
1	Yocker S. Whitbeck dan Mannows Kisor, Jr. (1963)	A new Tool in Investment Decision Making	Multiple Correlation Model	$P/E_j = 8,2 + 1,5g_j + 6,7DPO - 0,2j$ Model ini menggambarkan bahwa P/E rata-rata di NYSE sebesar $8,2x$, bila perusahaan mempunyai pertumbuhan dan <i>dividend payout ratio</i> sebesar nol.	Dari penelitian tersebut diketahui bahwa pertumbuhan pendapatan dan <i>dividend payout ratio</i> mempunyai pengaruh positif. Sebaliknya standar deviasi mempunyai pengaruh negatif.
2	Richard L. Costand, Lewis P. Freitas dan Michael J. Sullivan (1990)	Factors Affecting Price Earnings Ratios and Market Values of Japanese Firms	Multiple Correlation Model	$\Delta EP = -10,52 - 0,43LAND + 0,13CORP + 0,27FIN + 0,27INDV - 0,01FOR + 0,53SD + 112,55EG + 0,98DPO - 3,65RES - 1,11DG.$	Dari penelitian tersebut diketahui bahwa CORP, FIN, INDV, SD, EG dan DG mempunyai pengaruh positif. Sebaliknya LAND, FOR, DPO dan RES mempunyai pengaruh negatif
3	Adler H. Manurung (1991)	Penilaian Harga Saham	Model Regresi Berganda	$PER = 11,87 + 0,005_{risk} - 0,082_{growth} + 0,475_{payout}$ Model ini menggambarkan bahwa P/E rata-rata perusahaan tekstil yang go publik sebesar $11,87x$, bila perusahaan mempunyai risiko dan <i>dividend payout ratio</i> sebesar nol.	Dari penelitian tersebut diketahui bahwa risiko dan <i>dividend payout ratio</i> mempunyai pengaruh positif. Sebaliknya pertumbuhan pendapatan mempunyai pengaruh negatif.

4	Sabar Warsini (1994)	Analisis Penilaian Harga Pasar Saham dengan Pendekatan PER Model Ekonometrika pada Perusahaan Go Public di Bursa Efek Jakarta	Model Regresi Berganda	$\text{PER} = 12,9609 + 8,8503g + 6,7264\text{DPO} - 2,5581\alpha$ <p>Dari penelitian tersebut diketahui bahwa pertumbuhan, <i>dividend payout</i> mempunyai pengaruh positif. Sebaliknya risiko mempunyai pengaruh negatif.</p>
5	Yosep Chandra (1994)	Price Earnings Ratio sebagai Penilai Kewajaran Harga Saham di Bursa Efek Jakarta	Model Regresi Berganda	$\text{PER} = 18,47 + 0,156g + 0,05\text{DPO} - 0,002\sigma$ <p>Dari penelitian tersebut diketahui bahwa pertumbuhan dan <i>dividend payout</i> mempunyai pengaruh positif. Sebaliknya risiko mempunyai pengaruh negatif.</p>
6	Hari Sukarno (1995)	Relevansi Penentuan PER dalam Keputusan Investasi di Bursa Efek Jakarta	Model Regresi Berganda	$\text{P/NE DPR}^{89-93} = 0,099 + 11,9592gE / \text{DPR} - 27,4559\text{DPR}^{-1} + 0,7049\text{LEV} / \text{DPR}$ <p>Dari penelitian ini diketahui bahwa pertumbuhan laba dan <i>leverage</i> keuangan mempunyai pengaruh positif. Sebaliknya <i>dividend payout ratio</i> mempunyai pengaruh negatif.</p>
7	Marmono Singgih (1998)	Price Earnings Ratio sebagai Dasar Penilaian Kewajaran Harga Saham yang listed di Bursa Efek Jakarta	Model Regresi Berganda	$\text{PER} = 8,499 + 0,700GE - 0,291\beta$ <p>Dari penelitian ini diketahui bahwa <i>growth rate of earning</i> mempunyai pengaruh positif. Sebaliknya risiko sistematis mempunyai pengaruh negatif.</p>
8	Ign. Danang Prijambodo (1999)	Analisis Penentuan Nilai Saham pada Industri Makanan dan Minuman yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta	Model Regresi Berganda	$\text{PER} = 1,7031 + 1,5225g_{\text{growth}} + 31,8485p_{\text{payout}} + 5,4333r_{\text{risk}} - 1,2134r_{\text{crisis}} + \epsilon$ <p>Model ini menggambarkan bahwa P/E rata-rata industri makanan dan minuman yang go-publik sebesar 1,7031x, bila perusahaan mempunyai pertumbuhan pendapatan, dividend payout rasio dan risiko sebesar nol.</p>

BAB III

KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS

3.1. Kerangka Konseptual.

Pasar modal Indonesia tergolong sebagai *emerging market* (pasar yang sedang berkembang). Adapun ciri-ciri umum *emerging market* (Medpress Teamwork : 1998 : 47) adalah berikut ini.

1. Dominasi dana asing
2. Tergolong bursa yang belum efisien
3. Adanya *Moral Hazard* (ketidakpedulian moral para pelaku sehingga mendorong mereka melakukan transaksi yang tidak *fair*)
4. Peraturan dan pengawasan otoritas bursa yang lemah
5. Investor *retail* belum berperan secara optimal
6. Isu lebih dominan dibandingkan persuasi otoritas bursa atau penguasa moneter
7. Belum ada kontrol efektif terhadap penggunaan dana hasil penjualan saham
8. Risiko investor relatif lebih tinggi

Pemahaman mengenai penilaian harga saham akan membantu investor dalam mengalokasikan dananya. Menurut Warrant Buffet, investor yang sukses di *Wall Street* (Medpress Teamwork : 1998 : 41) untuk menjadi investor yang baik, investor harus mampu menahan emosi (ketakutan dan keserakahan), mampu melawan arus dan mengutamakan analisis fundamental perusahaan (bukannya analisis peramalan pasar).

Warrant Buffet sangat percaya bahwa harga pasar jangka pendek seringkali ditentukan oleh emosi para investor. Namun dalam jangka panjang pasar akan mengikuti fundamental perusahaan, karena itu para pemain dalam pasar modal harus menghindari *gambling*, menjauhi utang yang

berlebihan serta mengenal betul pasar tanpa mau didikte oleh *mood* yang sedang terjadi.

Praktek Warrant Buffet bermain di pasar modal sejalan dengan Benjamin Graham. Benjamin Graham terkenal dengan *Value Investing Strategy* (strategi investasi nilai), yang mengkombinasikan strategi pemilihan saham berdasarkan analisis fundamental terhadap posisi keuangan perusahaan dan strategi diversifikasi. Intinya Benjamin Graham lebih memperhatikan kriteria kuantitatif. Sementara itu, Philip Fisher lebih mengandalkan kriteria kualitatif tentang faktor kunci penentu kesuksesan perusahaan seperti tim manajemen. Visi jangka panjang Graham dan Fisher relatif sama, yaitu investor harus memiliki saham yang layak dipegang.

Buffet membedakan nilai saham dan harga saham. Harga saham adalah apa yang anda bayar. Nilai saham adalah apa yang anda peroleh. Karena itu, sebelum investor memutuskan untuk membeli atau menjual saham, nilai saham yang bersangkutan harus diperhatikan dan diperbandingkan dengan harga saham yang ditawarkan.

Harga saham merupakan harga yang terbentuk di bursa saham dan umumnya harga saham ini diperoleh untuk menghitung nilai saham. Semakin jauh perbedaan antara harga saham dan nilai saham, mencerminkan terlalu sedikit informasi yang mengalir di bursa efek, karena setiap harga saham yang terbentuk di bursa efek dipengaruhi oleh faktor internal maupun faktor eksternal.

Penelitian ini akan menganalisis faktor-faktor fundamental (internal) yang dapat mempengaruhi harga saham berdasarkan pendekatan *Price Earning Ratio* (PER) modal ekonometrika. Dengan menggunakan model ekonometrika dapat diperhatikan lebih dari satu faktor untuk menentukan nilai saham, dan model ini dapat digunakan untuk data silang antar perusahaan.

Model yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah model yang dikembangkan oleh Whitbeck–Kisor pada tahun 1963. Faktor–faktor yang akan diteliti meliputi :

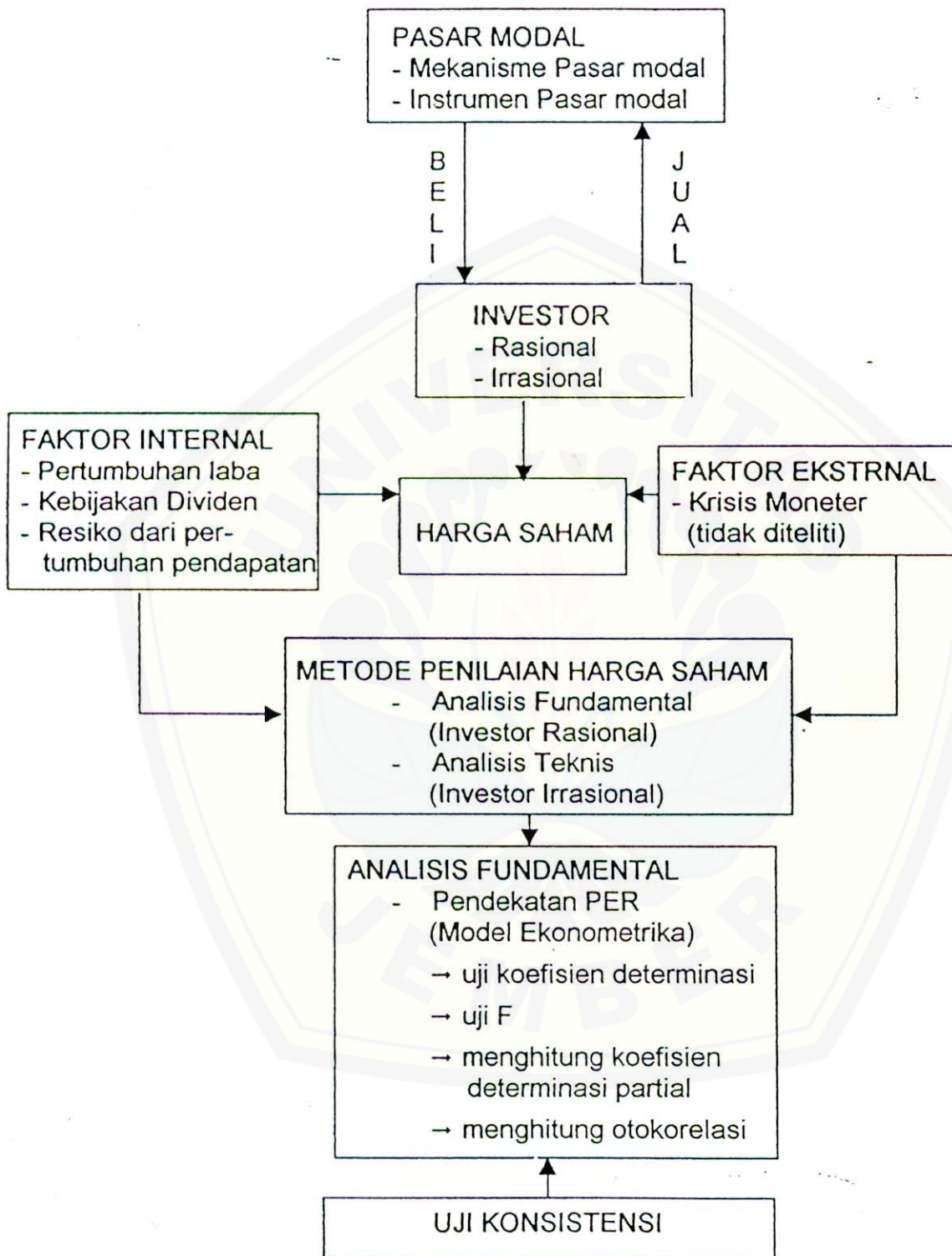
1. Tingkat pertumbuhan laba yang mencerminkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan.
2. *Dividend Payout Ratio*, yaitu proporsi laba yang dibagikan sebagai dividen.
3. Simpangan baku dari pertumbuhan pendapatan (risiko)

Variabel *Price Earning Ratio* (PER) dipakai sebagai variabel dependen sedangkan variabel independennya adalah pertumbuhan laba (g), *Dividend Payout Ratio* (DPR) dan simpangan baku pada laba (R). Adapun bentuk model untuk membahas harga saham adalah :

$$PER = \alpha_0 + \alpha_1 g + \alpha_2 DPR + \alpha_3 R + \varepsilon \quad \dots\dots\dots (8)$$

Dalam persamaan ini $\alpha_0 - \alpha_3$ dianggap sebagai nilai konstan.

Untuk lebih memudahkan kerangka fikir penelitian di atas dapat dilihat kerangka gambar konseptual seperti pada gambar 3. 01.

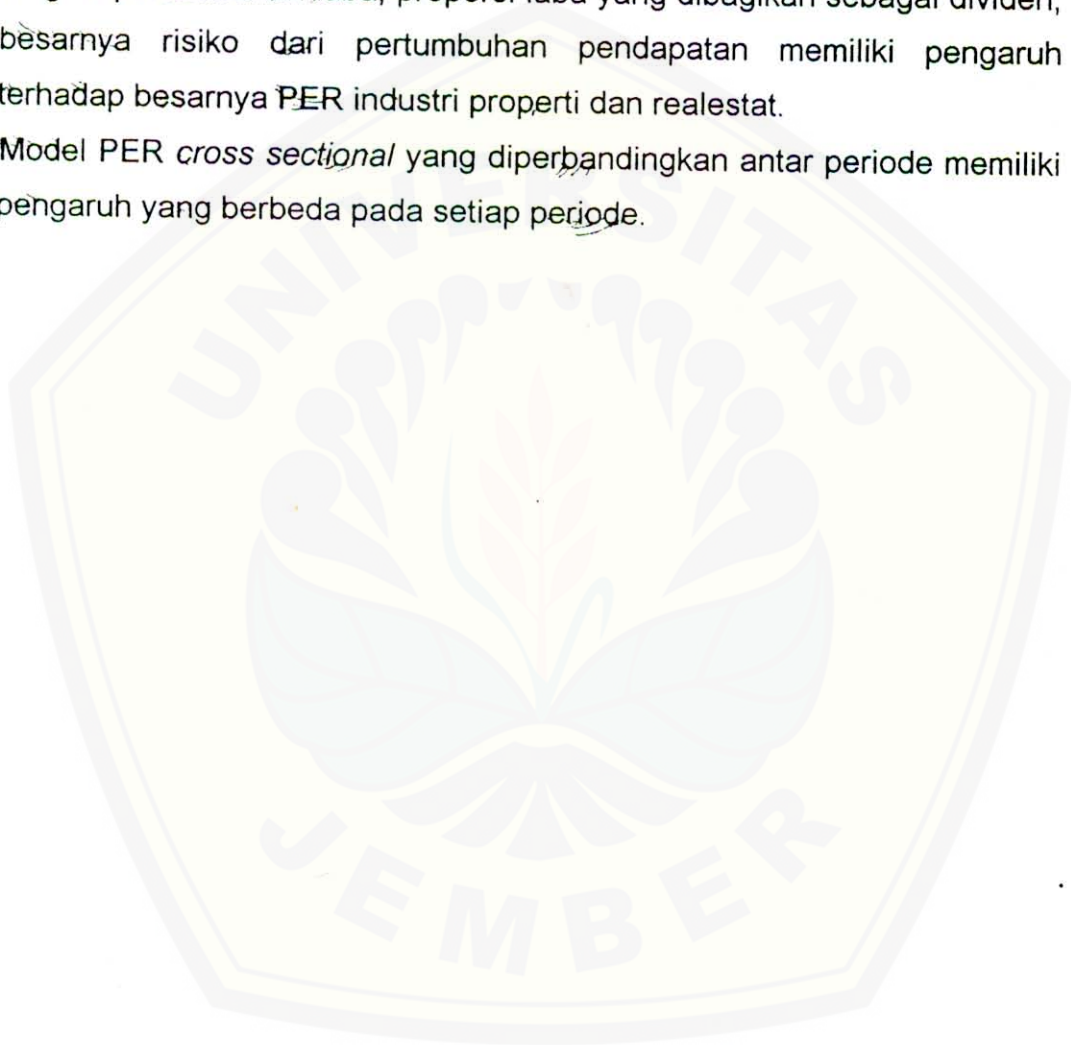


Gambar 3.01. Kerangka Konseptual Penelitian

3.2. Hipotesis.

Mengacu pada latar belakang, permasalahan, berbagai teori dan penelitian terdahulu, maka diajukan hipotesis, sebagai berikut :

1. Tidak semua saham dari industri properti dan real estat yang telah terdaftar di Bursa Efek Jakarta menunjukkan harga yang wajar.
2. Tingkat pertumbuhan laba, proporsi laba yang dibagikan sebagai dividen, besarnya risiko dari pertumbuhan pendapatan memiliki pengaruh terhadap besarnya PER industri properti dan real estat.
3. Model PER *cross sectional* yang diperbandingkan antar periode memiliki pengaruh yang berbeda pada setiap periode.



BAB IV
METODE PENELITIAN

4.1. Obyek Penelitian

Perusahaan yang akan digunakan sebagai obyek penelitian adalah perusahaan properti dan realestat yang go public dan tercatat di Bursa Efek Jakarta, yang go public terakhir bulan Januari 1995. Nama perusahaan properti dan realestat tersebut adalah :

1. Ciputra Development
2. Dharmala Intiland
3. Duta Anggada Realty
4. Duta Pertiwi
5. Indonesia Prima Properti
6. Jakarta International Hotel & Development
7. Jaya Real Property
8. Kawasan Industri Jababeka
9. Lippo Land Development
10. Mas Murni Indonesia
11. Metro Supermarket Realty
12. Modernland Realty
13. Mulialand
14. Pakuwon Jati
15. Panca Wiratama Sakti
16. Pudjiadi & Sons Estates
17. Pudjiadi Prestige Limited
18. Putra Surya Perkasa
19. Summarecon Agung

4.2. Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan properti dan real estat yang *listed* di Bursa Efek Jakarta untuk periode 3 tahun yaitu sejak tahun 1995 sampai tahun 1997. Pemilihan kurun waktu tersebut dengan pertimbangan bahwa sejak bulan Mei 1997 di Indonesia telah terjadi krisis ekonomi dan moneter dan bahkan sampai saat ini kondisi perekonomian masih belum pulih. Krisis ekonomi tersebut menyebabkan banyak perusahaan properti dan real estat yang rugi sehingga tidak dapat membagikan dividen.

Dari 31 perusahaan properti dan real estat yang *listed* di Bursa Efek Jakarta hanya akan diambil 19 perusahaan saja. Pengambilan sampel dilakukan dengan teknik *Purposive Random Sampling* yaitu sampel diambil berdasarkan kriteria-kriteria tertentu.

1. Go public terakhir bulan Januari 1995.
2. Perusahaan masih terdaftar di Bursa Efek Jakarta sampai dengan 31 Desember 1999.
3. Kecukupan data, yaitu laporan keuangan yang dijadikan sampel haruslah mempunyai data yang cukup untuk keperluan analisis.

4.3. Identifikasi Variabel

Mengacu pada permasalahan dan hipotesis yang diajukan pada bab-bab sebelumnya, maka analisis variabel-variabel yang akan diteliti dikelompokkan dalam dua variabel, yaitu sebagai berikut.

1. *Dependen Variabel*, adalah variabel yang besarnya dipengaruhi oleh variabel lain. Dependen variabel ini disebut PER (*Price Earning Ratio*)
2. *Independen Variabel* adalah variabel-variabel yang secara bebas berpengaruh terhadap variabel terikat PER perusahaan properti dan real estat yang diteliti. Variabel bebas terdiri dari :
 - a. Tingkat pertumbuhan laba (G)

- b. Proporsi laba yang dibagikan sebagai dividen atau disebut *Dividend Payout Ratio* (DPR)
- c. Besarnya risiko dari pertumbuhan pendapatan (R)

4.4. Definisi Operasional Variabel

Berdasarkan identifikasi variabel tersebut di atas, maka di bawah ini diberikan definisi operasional dengan maksud menjabarkan konsep masing-masing variabel sehingga dapat diukur (*measurable*) secara empiris. Adapun definisi operasional yang digunakan dalam penelitian ini sebagai berikut :

1. PER (*Price Earning Ratio*) 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. PER nyata adalah PER sesungguhnya dari perusahaan pada suatu saat. PER hitung adalah PER berdasarkan perhitungan statistik dengan mempergunakan variabel-variabel yang diperkirakan dapat mempengaruhinya.
2. Pertumbuhan laba adalah tingkat perkembangan pendapatan perusahaan, di mana pendapatan para pemegang saham dinyatakan dalam laba per saham (*Earning Per Share*). Pertumbuhan laba dinyatakan dalam persentase dan diukur dengan cara mencari selisih EPS pada tahun berjalan dengan EPS tahun sebelumnya.
3. *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.
4. Deviasi Standar tingkat pertumbuhan adalah ukuran besar kecilnya dispersi atau variasi dari tingkat pertumbuhan keuntungan yang disyaratkan oleh pemodal.

4.5. Prosedur Pengambilan atau Pengumpulan Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder diperoleh dari sumber–sumber yang diterbitkan oleh pemerintah, pihak swasta maupun oleh pihak luar negeri.

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data kuantitatif berupa *time series data* yang diperoleh dari laporan keuangan perusahaan di Bursa Efek Jakarta, *Indonesian Capital Market Directory*, laporan keuangan tahunan perusahaan, majalah dan referensi lain yang memberikan informasi tentang kondisi industri properti. Sedangkan pengumpulan data, digunakan teknik dokumentasi dengan tipe *pooled data* (Gujarati ; 1990 ; 92).

4.6. Teknis Analisis Data, Pengujian Statistik dan Uji Hipotesis.

4.6.1. Teknik Analisis Data

Model yang digunakan dalam analisis ini adalah model ekonometrika dengan menggunakan Teknik Regresi Berganda. Variabel yang dipergunakan dan diperkirakan mempengaruhi PER, adalah :

1. Tingkat pertumbuhan laba (g)
2. *Dividend Payout Ratio* (DPR)
3. Standar deviasi tingkat pertumbuhan (R)

Persamaan yang digunakan adalah :

$$PER = \alpha_0 + \alpha_1 g + \alpha_2 DPR + \alpha_3 R + \varepsilon \dots\dots\dots(8)$$

Analisis data dalam model ekonometrika dilakukan dengan cara berikut ini.

1. Menghitung besarnya laba per saham pada setiap perusahaan dengan cara membagi laba setelah pajak dengan jumlah saham beredar.
2. Menghitung pertumbuhan laba dengan cara mencari selisih antara laba bersih per lembar saham (EPS_t) dengan EPS_{t-1} dibagi dengan EPS_{t-1} .

Rumus yang dipergunakan adalah :

$$G = \frac{EPS_t - EPS_{t-1}}{EPS_{t-1}} \times 100\% \dots\dots\dots(9)$$

- Menghitung besarnya standar deviasi tiap saham individu dengan cara sebagai berikut :

$$\sigma = \sqrt{\sum_{t=1}^n \frac{(R_{it} - \bar{R}_{it})^2}{n-1}} \dots\dots\dots (10)$$

sedangkan

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1} + D_{it}}{P_{it-1}} \dots\dots\dots (10a)$$

$$\bar{R}_{it} = \sum_{t=1}^n \frac{R_{it}}{n} \dots\dots\dots (10b)$$

di mana :

- σ = Standar deviasi pendapatan saham
- \bar{R}_{it} = Pendapatan rata-rata saham i pada periode t
- R_{it} = Pendapatan saham i pada periode t
- P_{it} = Harga saham i pada periode t
- P_{it-1} = Harga saham pada periode t-1
- D_{it} = Dividen tunai saham i pada periode t
- n = Jumlah observasi

- Menghitung besarnya *Dividend Payout Ratio* (DPR)

$$DPR = \frac{\text{Jumlah dividen yang dibayarkan}}{\text{Laba bersih}} \times 100\% \dots\dots\dots(11)$$

- Mencari persamaan regresi berganda dari model ekonometrika secara gabungan maupun untuk setiap periode.
- Membandingkan *mean* (rata-rata) dan standar deviasi untuk setiap variabel.
- Membandingkan hasil regresi berganda untuk setiap periode untuk menentukan konsistensi PER antar periode.

4.6.2. Pengujian Statistik.

1. Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi ini menghitung seberapa besar variasi dari variabel dependen dapat dijelaskan oleh variasi dari variabel independen. Nilai R^2 memiliki range antara 0 sampai 1. Semakin R^2 (dengan kata lain semakin mendekati 1) menunjukkan bahwa semakin kuat model yang digunakan dalam menerangkan variabel dependennya. Rumus yang digunakan :

$$R^2 = \frac{SSR}{TSS} \dots\dots\dots (12)$$

Di mana :

SSR = Sum of Squared Resid

TSS = Total Sum of Squares

2. Uji F

Uji F merupakan pengujian variabel-variabel penjelas secara bersama-sama yang dilakukan untuk melihat pengaruh variabel-variabel independen secara keseluruhan terhadap variabel dependen. Adapun langkah pengujian F-test adalah :

a. Merumuskan hipotesa

$$H_0 : b_1 = b_2 = \dots = b_i = 0$$

$$H_a : b_1 \neq b_2 \neq \dots = b_i \neq 0$$

Hipotesa Nol (H_0) berarti variabel-variabel independen secara keseluruhan tidak berpengaruh terhadap variabel dependen. Sebaliknya Hipotesa Alternatif (H_a) bermakna variabel-variabel independen secara keseluruhan berpengaruh terhadap variabel dependen.

b. Menentukan F_{tabel}

$$\text{Nilai } F_{tabel} = F \alpha_{df(k-1), k(n-1)} \dots\dots\dots(13)$$

c. Menentukan F_{hitung}

$$F_{hitung} = \frac{SSE_{(k-1)}}{SSR_{(N-k)}} \dots\dots\dots(14)$$

d. Membuat keputusan

Jika F_{hitung} lebih besar dari F_{tabel} , maka pada tingkat keyakinan tertentu, H_0 ditolak. Menolak H_0 berarti variabel-variabel independen yang diuji secara nyata berpengaruh terhadap variabel dependen.

3. Uji t

Uji t digunakan untuk mengetahui apakah koefisien pada regresi sederhana berbeda secara signifikan, dengan menentukan nilai t secara statistik untuk dibandingkan dengan 2 koefisien.

Uji t yang digunakan ini merupakan uji t yang dikembangkan oleh Hartono dan Ratnaningsih (1997) untuk membandingkan dua koefisien dari dua model regresi.

Uji t ini dirumuskan :

$$t = \frac{\beta_k^{(1)} - \beta_k^{(2)}}{\sqrt{\frac{SSE^{(1)} + SSE^{(2)}}{df^{(1)}} \left[\frac{(\beta_k^{(1)})^2 \cdot (dt^{(1)})}{(t^{(1)})^2 \cdot (SSE^{(1)})} + \frac{(\beta_k^{(2)})^2 \cdot (dt^{(2)})}{(t^{(2)})^2 \cdot (SSE^{(2)})} \right]}} \dots(15)$$

Di mana :

$\beta_k^{(i)}$ = koefisien k – th dari persamaan i – th

$t^{(i)}$ = statistik t dari persamaan i – th

$df^{(i)}$ = df (*degree of freedom*) dari persamaan i – th

$SSE^{(i)}$ = *Sum Square Error* dari persamaan i - th

4. Menghitung Koefisien Determinasi Partial (r^2)

Perhitungan ini dilakukan untuk melihat dominasi masing-masing variabel. Semakin besar r^2 suatu variabel bebas semakin dominan variabel bebas tersebut terhadap variabel tidak bebasnya.

Rumus yang digunakan adalah sebagai berikut :

$$r_p^2 = \frac{t_b^2}{t_b^2 + n - k - 1} \dots\dots\dots(16)$$

Di mana :

t_b = statistik t koefisien X_b

k = banyak variabel bebas

n = ukuran sampel

5. Melakukan Penilaian Hasil PER

Penilaian dilakukan dengan membandingkan PER_{nyata} dengan PER_{hitung} . Apabila PER_{nyata} lebih besar dari PER_{hitung} maka saham tersebut dinilai terlalu mahal (*overpriced*). Sebaliknya bila PER_{nyata} lebih kecil dari PER_{hitung} maka saham tersebut cukup murah (*underpriced*)

6. Pengujian Otokorelasi

Pengertian Otokorelasi oleh Damodar N. Gujarati (1986) dapat dijelaskan sebagai "Correlation Between number of series of observations ordered in time (as time series data) or space (as cross-sectional data)". Asumsi non otokorelasi mengisyaratkan tidak terjadinya otokorelasi pada kesalahan pengganggu (*error term*), atau dengan kata lain :

$$E(\mu_i \mu_j) = 0, i \neq j$$

Apabila asumsi ini tidak terpenuhi maka estimator OLS yang diperoleh tidak lagi efisien karena selang keyakinan akan semakin melebar, sehingga uji-t dan uji-F menjadi tidak valid.

Untuk mengetahui ada tidaknya otokorelasi, dapat dilakukan dengan uji-d (Durbin-Watson).

Statistik d Durbin Watson dirumuskan dengan :

$$d = \frac{\sum_{t=2}^{t=n} (\hat{\mu}_t - \hat{\mu}_{t-1})^2}{\sum_{t=2}^{t=n} \hat{\mu}_t^2} \dots\dots\dots(17)$$

Perumusan di atas merupakan rasio dari jumlah kuadrat perbedaan dalam residual yang berurutan terhadap *Residual Sum Square* (RSS).

Nilai kritis dari d_L dan d_U dapat diperoleh dari tabel statistik *d* Durbin-Watson yang tergantung pada banyaknya observasi (N) dan banyaknya variabel independen.

Jika hipotesa awal (H_0) mengatakan tidak ada serial korelasi positif, maka bila :

- $d < d_L$: menolak H_0
- $d > d_U$: tidak menolak H_0
- $d_L < d < d_U$: pengujian tidak meyakinkan

Jika hipotesa awal H_0 mengatakan tidak ada serial korelasi negatif, maka bila :

- $d > 4 - d_L$: menolak H_0
- $d < 4 - d_U$: tidak menolak H_0
- $4 - d_U < d < 4 - d_L$: pengujian tidak meyakinkan

Jika H_0 adalah dua ujung, menyatakan tidak ada serial otokorelasi baik positif maupun negatif, maka bila :

- $d < d_L$: menolak H_0
- $d > 4 - d_L$: menolak H_0
- $d_U < d < 4 - d_U$: tidak menolak H_0
- $4 - d_U < d < 4 - d_L$: pengujian tidak meyakinkan

7. Pengujian Heteroskedastisitas

Variasi dari perbedaan antara nilai aktual dan nilai prediksi harus sama untuk semua nilai prediksi Y . Artinya nilai $(Y - Y')$ harus sama untuk semua nilai Y' . Nilai residual $(Y - Y')$ terdistribusi secara normal dengan rata-rata nol. Jika hal ini terjadi, perbedaan menunjukkan homoskedastisitas (Setia-Atmaja, Lukas Y.: 1997 : 349)

Pengujian Heteroskedastisitas dilakukan dengan Uji Korelasi *Rank Spearman* (Gunawan Sumodiningrat : 1999 : 268). Pengujian dilakukan dengan langkah-langkah sebagai berikut.

- a. Estimasi Y terhadap X (variabel bebas) untuk mendapatkan residu-residu (e) merupakan taksiran bagi faktor-faktor gangguan (U).
- b. Susun nilai-nilai e (dengan mengabaikan tandanya) dan nilai X, menurut susunan yang menaik (dari kecil ke besar) atau menurun (dari besar ke kecil), untuk menghitung koefisien korelasi yang berdasarkan rangking antara X dan e.

Koefisien korelasi rangking yang tinggi menandakan adanya heteroskedastisitas.

8. Pengujian Multikolinieritas.

Multikolinieritas (Gunawan Sumodiningrat : 1999 : 281) menunjukkan adanya hubungan linier di antara variabel-variabel bebas dalam model regresi. Jika terjadi multikolinieritas sempurna maka :

- a. Penaksir-penaksir kuadrat terkecil tidak bisa ditentukan (*indeterminate*).
- b. Varian dan kovarian dari penaksir-penaksir menjadi tidak terhingga besarnya (*infinitely large*).

Pengujian Multikolinieritas dilakukan dengan Uji Farrar-Glauber (Gunawan Sumodiningrat : 1999 : 288). Pengujian dilakukan dengan langkah-langkah sebagai berikut.

a. Menghitung x^2 untuk mengisi ortogonalitas.

Hipotesis yang akan diuji adalah:

H_0 : X adalah ortogonal

H_a : X adalah tidak ortogonal

$$*X^2 = -[n - 1 - 1/6 (2k + 5)]. \log e \text{ (nilai determinan baku) } \dots\dots\dots(18)$$

n = ukuran sampel

k = jumlah variabel bebas

Nilai empiris $s^2 x^2$ diuji dengan $\frac{1}{2}k(k-1)$ derajat bebas.

Jika $s^2 x^2 > x^2$ total, maka H_0 ditolak

Jika $s^2 x^2 < x^2$ total, maka H_0 diterima, yakni menerima bahwa tidak ada multikolinieritas secara nyata dalam data.

b. Menghitung Rasio - F

Rasio F dihitung untuk mendapatkan faktor-faktor yang berkorelasi linier atau yang berkolinier. Rasio ini dihitung untuk koefisien-koefisien determinasi yang berbeda-beda di antara variabel-variabel bebas.

$$F^* = \frac{(R^2_{x_i \cdot x_1 \cdot x_2 \cdot x_3}) / (k-1)}{(1 - R^2_{x_i \cdot x_1 \cdot x_2 \cdot x_3}) / (n-k)} \dots \dots \dots (19)$$

Hipotesis yang diuji adalah :

$$H_0 : R^2_{x_i \cdot x_1 \cdot x_2 \cdot x_3} = 0$$

$$H_a : R^2_{x_i \cdot x_1 \cdot x_2 \cdot x_3} \neq 0$$

Nilai F^* hitung dibandingkan dengan nilai F tabel pada tingkat signifikan tertentu dan derajat bebas $(k-1)$ dan $(n-k)$.

Pengujian F^* ini dilakukan dengan prosedur berikut :

Jika $F^* > F$ tabel, maka H_0 ditolak.

Jika $F^* < F$ tabel, maka H_0 diterima, yaitu menerima bahwa variabel x_i tidak multikolinier.

c. Menghitung rasio t

Uji t membantu mendeteksi variabel-variabel yang menyebabkan adanya multikolinieritas.

Hipotesis yang diuji adalah :

$$H_0 : r_{x_i \cdot x_j \cdot x_1 \cdot x_2 \cdot x_3} = 0$$

$$H_a : r_{x_i \cdot x_j \cdot x_1 \cdot x_2 \cdot x_3} \neq 0$$

Ratio t^* dihitung dengan :

$$t^* = \frac{(r_{x_i \cdot x_j \cdot x_1 \cdot x_2 \cdot x_3}) \sqrt{n-k}}{\sqrt{(1 - r_{x_i \cdot x_j \cdot x_1 \cdot x_2 \cdot x_3})}} \dots \dots \dots (20)$$

Jika $t^* > t$ total, maka H_0 ditolak.

Jika $t^* < t$ total, maka H_0 diterima, yaitu menerima bahwa x_i dan x_j bukanlah penyebab multikolinieritas (karena $rx_i x_j$ tidak signifikan).

4.6.3. Uji Hipotesis

4.6.3.1. Uji Hipotesis Pertama

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Whitbeck dan Kissor (1963) untuk menguji apakah harga suatu saham dinilai terlalu mahal (*overpriced*) atau terlalu murah (*underpriced*) dilakukan dengan cara menilai hasil PER_{hitung} dengan mengurangkannya dari PER_{nyata} untuk mendapatkan residual.

$$\text{Residual} = PER_{nyata} - PER_{hitung}$$

Bila residual $-1 < \text{residual} < +1$ maka harga saham wajar.

Bila residual $> +1$ maka harga saham *overpriced*.

Bila residual < -1 maka harga saham wajar *underpriced*.

Perumusan Hipotesanya adalah :

H_0 = Tidak semua saham pada perusahaan properti dan realestat yang telah go public di Bursa Efek Jakarta menunjukkan harga wajar.

H_a = Semua saham pada perusahaan properti dan realestat yang telah go public di Bursa Efek Jakarta menunjukkan harga wajar.

Hipotesa Nol (H_0) diterima apabila terdapat saham-saham harganya yang dinilai kurang wajar (*overpriced* atau *underpriced*).

4.6.3.2. Uji Hipotesis Kedua

Penilaian pengaruh variabel-variabel independen terhadap variabel dependen dilakukan dengan menggunakan uji F, dengan hipotesa sebagai berikut :

H_0 = Pertumbuhan laba, *Dividend Payout Ratio* dan standar deviasi tidak memiliki pengaruh terhadap besarnya PER

H_a = Pertumbuhan laba, *Dividend Payout Ratio* dan standar deviasi memiliki pengaruh terhadap besarnya PER

Kriteria penerimaan dan penolakan hipotesis sebagai berikut :

$$H_0 : b_1 = b_2 = \dots b_i = 0$$

$$H_a : b_1 \neq b_2 \neq \dots b_i \neq 0$$

Jika $F_{hitung} > F_{tabel}$, maka hipotesis tersebut diterima, atau dengan kata lain H_0 ditolak.

4.6.3.3. Uji Hipotesis Ketiga

Penilaian perbedaan antara dua koefisien dari dua model regresi dilakukan uji t, dengan hipotesa sebagai berikut :

H_0 : Dua koefisien dari dua model regresi tidak memiliki perbedaan.

H_a : Dua koefisien dari dua model regresi memiliki perbedaan.

Kriteria penerimaan dan penolakan hipotesis, sebagai berikut :

$$H_0 = b_1 = b_2$$

$$H_a = b_1 \neq b_2$$

Jika nilai statistik $t > t_{tabel}$ atau lebih rendah dari nilai negatif t_{tabel} berarti hipotesis tersebut diterima atau dengan kata lain H_0 ditolak.

BAB VI SIMPULAN DAN SARAN

6.1. Simpulan

Pada penelitian ini terungkap beberapa simpulan yang ditarik dari uraian dan pembahasan yang telah dikemukakan sebelumnya berikut ini.

1. Dengan menggunakan pengujian secara simultan dapat diungkapkan bahwa ketiga variabel yang diajukan dalam penelitian ini, yaitu pertumbuhan laba, dividen dan standar deviasi secara bersama-sama (simultan) mempunyai pengaruh yang nyata terhadap Model PER.
2. Dengan menggunakan uji koefisien korelasi parsial (r^2) masing-masing faktor yaitu pertumbuhan laba, dividen dan standar deviasi mempunyai koefisien korelasi parsial sebesar 15,3%, 17,2% dan 15,4%.
3. Dengan menggunakan uji t dapat diungkapkan bahwa variabel yang berpengaruh untuk masing-masing variabel berbeda antar periode.

Analisa regresi *cross-sectional* pada industri properti dan real estat yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dilakukan dengan menggunakan Model PER yang dikembangkan oleh Whitbeck-Kisor. Penggunaan model tersebut menunjukkan bahwa dari tahun ke tahun faktor-faktor yang mempengaruhi PER sangat bervariasi. Dari ketiga variabel yang digunakan oleh Whitbeck-Kisor tidak ada variabel yang secara konsisten sangat berpengaruh terhadap PER selama periode pengamatan.

Penilaian saham dengan menggunakan pendekatan PER mengasumsikan bahwa formulasi model regresi berdasarkan pada data historis yang merupakan cerminan dari model regresi. *Earnings Multiplier* digunakan untuk menentukan nilai intrinsik saham berdasarkan pada data EPS tahun sebelumnya yang diperoleh dari Model Regresi. Penelitian ini menggunakan sampel data tahun 1995,

1996 dan tahun 1997 yang menunjukkan bahwa Model Regresi pada ketiga model tersebut, pengaruh variabelnya terhadap PER berbeda-beda.

Meskipun asumsi yang digunakan tersebut tepat, namun Model PER yang dihasilkan dari Analisis Regresi *Cross-Sectional* tidak dapat secara otomatis digunakan untuk menentukan nilai harga saham yang wajar. Ada dua faktor yang membuat model tersebut tidak dapat digunakan untuk menentukan apakah saham tersebut *overvalue* atau saham tersebut *undervalue*, yaitu :

1. Variabel input yang digunakan selalu berubah.
2. Keadaan perusahaan tidak digambarkan secara keseluruhan dalam model.
4. Dalam periode penelitian ini yaitu dari tahun 1995 sampai tahun 1997, harga saham dari perusahaan properti dan real estat yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta ternyata kurang wajar. Dari sampel penelitian diketahui rata-rata 63,2% *underpriced*, 16,7% *fairpriced* dan 20,1% *overpriced*.

Penelitian ini menunjukkan bahwa Model PER tidak dapat digunakan untuk menentukan nilai intrinsik saham perusahaan properti dan real estat yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Model ini kurang baik bila digunakan untuk menentukan saham yang akan dijual ataupun saham yang akan dibeli. Walaupun demikian, model tersebut berhasil mengungkapkan faktor-faktor yang mempengaruhi PER suatu saham pada suatu periode.

Perubahan dari selera pasar menyebabkan model regresi dalam penelitian ini berbeda. Selama periode pengamatan situasi dan kondisi pasar mengalami perubahan sehingga Model Regresi yang dihasilkan juga berbeda. Kondisi Pasar Modal pada tahun 1995, 1996 dan 1997 adalah menggambarkan kondisi normal, *bullish* dan *bearish*.

5. Pertumbuhan laba, *dividend payout ratio* dan standar deviasi memiliki pengaruh terhadap *Price Earning Ratio* (PER) saham-saham industri properti dan realestat yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta.
Dari sampel penelitian ini diketahui rata-rata nilai koefisien determinasi (R^2) adalah sebesar 53,92%.
6. Hubungan variabel bebas terhadap *Price Earning Ratio* (PER) untuk setiap periode berbeda-beda (lihat tabel 5.19).

6.2. Saran

Berdasarkan atas simpulan penelitian ini, peneliti mengemukakan saran-saran berikut ini.

1. Perusahaan 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. Kesadaran emiten untuk lebih terbuka dalam informasi yang berhubungan dengan perkembangan perusahaan, sehingga Pasar Modal Indonesia dapat lebih sehat dan menguntungkan semua pihak.
3. Investor disarankan untuk menggunakan tiga ancangan investasi, yaitu ancangan representasi (*cross section*), ancangan antisipasi (*anticipation*) dan ancangan margin keamanan (*margin of safety*). Artinya dalam melakukan investasi, investor perlu memperhatikan indeks saat ini, prospek perusahaan dan perlu memperhatikan margin antara hasil (*earning*) dan nilai tetap (*fixed charges*) yang cukup besar, agar investor terlindung dari penurunan laba perusahaan yang tidak terduga.
4. Analisis disarankan untuk melakukan "analisis menyeluruh" sebagai fungsi tiga langkah yaitu deskriptif, kritis dan selektif. Pada tahap

Digital Repository Universitas Jember

deskriptif, analis mengumpulkan fakta yang ada. Pada tahap kritis, analis memikirkan manfaat dari standar yang digunakan untuk mengkomunikasikan informasi dan akhirnya pada tahap selektif analis menyajikan sekuritas mana yang menarik dan sekuritas mana yang tidak menarik.

5. Bagi investor dan analis yang menerapkan pendekatan PER sebaiknya mempertimbangkan pula situasi pasar dan selera pasar, karena bermain saham lebih merupakan seni daripada ilmu.
6. 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.
7. Pengetahuan tentang pasar modal perlu dimasyarakatkan dan disebarluaskan. Upaya tersebut diharapkan agar para pelaku pasar modal memiliki pandangan yang sama mengenai aktivitas dan teknik investasi di pasar modal.
8. Penelitian ini menggunakan data *cross-sectional* dalam memformulasikan Model Regresi. Hasilnya menunjukkan bahwa dari tahun ke tahun model yang dihasilkan berbeda. Hal ini disebabkan oleh perbedaan situasi dan kondisi pasar. Untuk memecahkan masalah ini maka untuk penelitian selanjutnya disarankan untuk menggunakan *pooled data* (kombinasi antara data *cross-sectional* dan data *time series*).
9. 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.

DAFTAR PUSTAKA

- Ahmad, Kamaruddin. 1996. *Dasar-Dasar Manajemen Investasi*, Jakarta : PT. Rineka Cipta.
- Amling, Frederick. 1989. *Investment : An Introduction To Analysis and Management*, 6th ed. New Jersey : Prentice Hall.
- Artikel dalam harian *Bisnis Indonesia*. 5 Januari 1998. Jakarta : Halaman 5.
- Arief, Sritua. 1993. *Metodologi Penelitian Ekonomi*. Jakarta : Universitas Indonesia Press.
- Bambang Panudji. 1999. *Pengadaan Perumahan Kota dengan Peran serta Masyarakat Berpenghasilan Rendah*. Bandung : Penerbit Alumni.
- Biro Pusat Statistik. 1998. *Indonesia Dalam Angka*. Jakarta.
- Bishop, David, M. 1998. *Valuation of The Closely Held Business, Course Materials*. New York : IBA.
- Budi Santoso. 2000. *Realestat : Sebuah Konsep Ilmu dan Problema Pengembang Indonesia*. Jakarta : CAUS – School of Real Estate dan IMARI.
- Clarke, Roger G.; Wilson, Brent D.; Daines, Robert H; and Nadauld, Stephen D. 1990. *Strategic Financial Management*. Illinois : Richard D. Irwin. Inc. Homewood.
- Cochran, W.G. 1991. *Teknik Penarikan Sampel*. Jakarta : UIP.
- Cody, Allan M. 1992. *CFA : Enterprise Valuation, Monograph of Financial Restructuring Course*. Boston : Arthur D. Little Inc.
- Dahlan Siamat. 1999. *Manajemen Lembaga Keuangan*. Jakarta : LP-FE UI.
- Elton, E., and Gruber, Martin. 1991. *Modern Portofolio Theory And Investment Analysis*, 4th ed. New York : John Wiley & Sons.
- Francis, Jack Clark. 1991. *Investments : Analysis and Management*, 5th ed. Singapore : Mc. Graw-Hill International Edition.

- Gudono. *Penilaian Pasar Modal Terhadap Fluktuasi Bisnis Realestat*. KELOLA Gajah Mada University Business Review, No. 20, MM-UGM Yogyakarta : Halaman 42 – 53.
- Gujarati, Damodar N. 1988. *Basic Econometrics*. 2nd ed. New York : Mc. Graw Hill 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*, dalam majalah Manajemen & Usahawan, No : 11, Tahun XXVI, November. Jakarta : Halaman 31 – 34.
- Hendriksen, Eldon, S. 1982. *Accounting Theory 4th* . Illinois : Richard D. Irwin. Inc. Homewood.
- Husein, Umar. 2000. *Research Methods in Finance and Banking*. Jakarta : PT. Gramedia Pustaka Utama.
- Husnan, Suad. 1996. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Securitas*. Yogyakarta : UPP – AMP – YKPN.
- Info Financial. 1996. *Bakal Banyak Pengembang Berguguran*. 27 November.
- Jogiyanto, H. M. 1998. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta : BPFE.
- Jogiyanto, H. M., and Dewi Ratnaningsih. *An Information Usefulness Reason in Reporting EPS Figures*. KELOLA Gajah Mada University Business Review, No. 15, MM – EGM Yogyakarta : Halaman 117 – 132.
- Kamus Pasar Uang dan Modal. Badan Pembina Pasar Uang. Keputusan Menteri Keuangan No. 1548/KMK. 013/1990 tanggal 4 Desember 1990.
- Kwik Kian Gie. 1998. *Praktek Bisnis dan Orientasi Ekonomi Indonesia*. Jakarta : PT. Gramedia Pustaka Utama & STIE – IBII.
- Manurung, Adler Haymans. 1997. *Penilaian Harga Saham*, dalam majalah Manajemen dan Usahawan, No. 4, Tahun XXVI, April. Jakarta : Halaman 28 – 32.

Marwan Asri S. W., and Anton N. Heveadi. *Price Earning Ratio (PER) Model Consistency : Evidence From Jakarta Stock Exchange*. KELOLA Gadjah Mada University Business Review, No. 2, MM – UGM Yogyakarta : Halaman 85 – 97.

Majalah Properti. 1997. Desember.

Med Press Teamwork. 1998. *Menyiasati Krisis Ekonomi, Kiat Investasi dan Penyelamatan Asset*. Jakarta : PT. Elex Media Komputindo.

Merill Lynch. 2000. *Kompas*, Desember. Jakarta.

Naibaho, Yanes. 1989. *Bagaimana Mencari Keuntungan di Bursa Efek*, dalam *Majalah Manajemen dan Usahawan*, No. 5, Tahun XVIII, Mei. Jakarta.

Nazir, Mohammad. 1988. *Metode Penelitian*. Jakarta : Graha Philipatos, George S. 1973. *Financial Management Theory And Technique* San Fransisco : Holden-Day.

Pratt, Shanon P. 1996. *Valuing a Business, The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*, 3th ed. Chicago : Richard D. Irwin Inc.

Prijambodo, Ign. Danang. 1999. *Analisis Penentuan Nilai Saham Pada Industri Makanan Dan Minuman Yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta* (Thesis – tidak dipublikasikan). Universitas Jenderal Sudirman.

Pring, Martin J. 1985. *Technical Analysis Explained*, 2th. United States of America : Mc. Graw – Hill.

Roy Sembel. 1999. *Berpikir Ekonomis Di Masa Krisis. Gagasan Akademis yang Perlu Diketahui Para Praktisi*. Jakarta : PT. Elex Media Komputindo.

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

Sawidji, Widoatmojo. 1996. *Cara Sehat Investasi di Pasar Modal : Pengetahuan Pasar*. Jakarta : Jurnalindo Aksara Grafika.

Setia Atmaja, Lukas Y. 1997. *Memahami Statistika Bisnis buku 2*, Yogyakarta : Penerbit Andi.

- Sharpe, William F; Alexander, Gordon J; and Bailey, Jeffery V. 1997. *Investasi*. Terjemahan Henry Njooliangtik dan Agustiono dari *Investment*, 5th. 1995. Jakarta : Prenhallindo.
- Singgih, Marmono. 1998. *Price Earnings Ratios Sebagai Dasar Penilaian Kewajaran Harga Saham Yang Listed Di Bursa Efek Jakarta* (Thesis - tidak dipublikasikan). Universitas Gadjah Mada.
- Sjahrir. 1995. *Analisis Bursa Efek*. Jakarta : Gramedia Pustaka Utama.
- Sri Handaru Yuliaty; Handoyo Prasetyo; dan Fandy Tjiptono. 1996. *Manajemen Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta : Penerbit Andi.
- Sudjana. 1996. *Teknik Analisis Regresi dan Korelasi bagi Para Peneliti*. Bandung : Penerbit Tarsito.
- Sumodiningrat, Gunawan. 1999. *Ekonometrika Pengantar*. Yogyakarta : BPFE.
- Sunariyah. 1992. *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. Yogyakarta : BPFE.
- Suwardjono. 1989. *Teori Akuntansi Perencanaan Akuntansi Keuangan*. Yogyakarta : BPFE.
- The Jakarta Stock Exchange. 1992, Fact Book.
- Thomas Darmawan. 2000. *Undang-Undang Perlindungan Konsumen*. Makalah (Belum Diterbitkan) pada Seminar Consumer Behaviour tanggal 24 – 27 Oktober.
- Turner, John F. C. and Fichtner, Robert, Dueller. 1972. *Control of the Housing Process, Freedom to Build*. London : The Macmillan. Company – New York and Collier – Macmillan Limited.
- Usman, Marzuki, dkk. 1995. *ABC Pasar Modal Indonesia*. Jakarta : Institute Bankir Indonesia kerjasama dengan ISEI Cabang Jakarta.
- Vernom Kam. 1986. *Accounting Theory*. New York : John Willy and Sons.
- Victor, L. Harper. 1986. *Handbook of Investment Product and Services*. New York : Institute of Finance.

Digital Repository Universitas Jember

Weston, J. F. and Brigham, E. F. 1993. *Essentials of Managerial Finance*, 4th.
The Dryden Press.

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



Lampiran 1. Perusahaan Sampel.

1. PT. Ciputra Development Tbk.

Total Asset (Rp juta)	:	4.576.668 (31-12-1998)
Tahun berdiri	:	1980
Status Perusahaan	:	PMDN
Bisnis	:	Realestate, Office properties, Shopping centers, Commercial centers, Golf courses, Industrial estate, dan Recreational estate.
Kantor Pusat	:	Jl. Prof Dr. Satrio Kav. 6 Jakarta 12940
Tanggal Listing	:	28 Maret 1994
Jumlah lembar saham 31-12-1998	:	750.000.000
Sifat Listing	:	First Issue 50.000.000 Company listing 200.000.000 Stock Split 250.000.000 Right Issue 250.000.000
Struktur Modal	:	PT. Sang Pelopor 51,00% Cooperative 0,67% Yayasan Ir. Ciputra 0,27% Public 48,06%



2. PT. Dharmala Intiland Tbk.

Total Asset (Rp juta)	:	2.440.299 (31-12-1998)	
Tahun berdiri	:	1983	
Status Perusahaan	:	PMA	
Bisnis	:	Property development dan management	
Kantor Pusat	:	Wisma Dharmala Sakti 4 th floor Jl. Jendral Sudirman Kav. 32 Jakarta 10220	
Tanggal Listing	:	4 September 1991	
Jumlah lembar saham 31-12-1998	:	925.782.600	
Sifat Listing	:	First Issue	12.000.000
		Company Listing	29.000.000
		Right Issue	121.418.000
		Right Issue	-
		Right Issue	81.209.000
		Bonus Shares	219.264.300
		Stock Split	462.891.300
Struktur Modal	:	PT. Dharmala Inti Utama	54,76%
		PT. Dharmala Realindo	4,72%
		DMT Development Limited, Hong Kong	0,59%
		Yamano Utama	0,58%
		Public	39,35%

3. PT. Duta Anggada Realty Tbk.

Total Asset (Rp juta)	:	3.149.218 (31-12-1998)														
Tahun berdiri	:	1983														
Status Perusahaan	:	PMDN														
Bisnis	:	Land Acquisition, Construction, office buildings, shopping centers dan housing.														
Kantor Pusat	:	Chase Plaza Tower, 21 st floor Jl. Jendral Sudirman Kav. 21 Jakarta 12910														
Tanggal Listing	:	8 Mei 1990														
Jumlah lembar saham 31-12-1998	:	550.000.000														
Sifat Listing	:	<table> <tr> <td>First Issue</td> <td>10.000.000</td> </tr> <tr> <td>Partial Listing</td> <td>6.250.000</td> </tr> <tr> <td>Company Listing</td> <td>49.750.000</td> </tr> <tr> <td>Bonus Shares</td> <td>66.000.000</td> </tr> <tr> <td>Right Issue</td> <td>33.000.000</td> </tr> <tr> <td>Bonus Shares</td> <td>110.000.000</td> </tr> <tr> <td>Stock Split</td> <td>275.000.000</td> </tr> </table>	First Issue	10.000.000	Partial Listing	6.250.000	Company Listing	49.750.000	Bonus Shares	66.000.000	Right Issue	33.000.000	Bonus Shares	110.000.000	Stock Split	275.000.000
First Issue	10.000.000															
Partial Listing	6.250.000															
Company Listing	49.750.000															
Bonus Shares	66.000.000															
Right Issue	33.000.000															
Bonus Shares	110.000.000															
Stock Split	275.000.000															
Struktur Modal	:	<table> <tr> <td>PT. Duta Anggada</td> <td>31,87%</td> </tr> <tr> <td>PT. Hayam Wuruk Sakti</td> <td>13,99%</td> </tr> <tr> <td>PT Gunung Sewu Kencana</td> <td>9,44%</td> </tr> <tr> <td>PT Wahana Mulya Karya Mandiri</td> <td>2,14%</td> </tr> <tr> <td>PT Gunung Sewu Pratama</td> <td>0,32%</td> </tr> <tr> <td>Cooperative</td> <td>0,80%</td> </tr> <tr> <td>Public</td> <td>41,44%</td> </tr> </table>	PT. Duta Anggada	31,87%	PT. Hayam Wuruk Sakti	13,99%	PT Gunung Sewu Kencana	9,44%	PT Wahana Mulya Karya Mandiri	2,14%	PT Gunung Sewu Pratama	0,32%	Cooperative	0,80%	Public	41,44%
PT. Duta Anggada	31,87%															
PT. Hayam Wuruk Sakti	13,99%															
PT Gunung Sewu Kencana	9,44%															
PT Wahana Mulya Karya Mandiri	2,14%															
PT Gunung Sewu Pratama	0,32%															
Cooperative	0,80%															
Public	41,44%															

4. PT. Duta Pertiwi Tbk.

Total Asset (Rp juta)	:	3.526.521 (31-12-1998)	
Tahun berdiri	:	1972	
Status Perusahaan	:	PMDN	
Bisnis	:	Housing, Shopping center, Apartement dan hotel development	
Kantor Pusat	:	Gedung International Trade Center (ITC) 7-8 th floor Jl. Mangga Dua Raya, Jakarta 14430	
Tanggal Listing	:	2 November 1994	
Jumlah lembar saham 31-12-1998	:	1.387.500.000	
Sifat Listing	:	First Issue	25.000.000
		Company Listing	200.000.000
		Convertible Conversation	52.500.000
		Bonus Shares	69.375.000
		Stock Split	346.875.000
		Right Issue	693.750.000
Struktur Modal	:	PT. Ekacentra Usahamaju	50,45%
		PT. Paraga Artamida	14,50%
		PT Sinar Mas Tunggal	0,34%
		Public	34,71%

5. PT. Indonesia Prima Property Tbk.

Total Asset (Rp juta)	:	2.057.463 (31-12-1998)
Tahun berdiri	:	1983
Status Perusahaan	:	PMDN
Bisnis	:	Apartements, office properties, hotels dan shopping centers.
Kantor Pusat	:	Gedung Ometraco Realty, 3 rd floor Jl. K.H. Fachrudin No. 6 Jakarta 10250
Tanggal Listing	:	22 Agustus 1994
Jumlah lembar saham 31-12-1998	:	495.000.000
Sifat Listing	:	First Issue 35.000.000 Company Listing 100.000.000 Right Issue 360.000.000
Struktur Modal	:	PT. Gajah Tunggal Mulia 69,10% PT. Ometraco 4,18% Public 26,72%

6. PT. Jakarta International Hotel Development Tbk.

Total Asset (Rp juta)	:	4.279.433 (31-12-1998)	
Tahun berdiri	:	1969	
Status Perusahaan	:	PMDN	
Bisnis	:	Perhotelan	
Kantor Pusat	:	Gedung Artha Graha, 15 th floor Sudirman Center Business District Jl. Jendral Sudirman Kav 52 – 53 Jakarta 12190	
Tanggal Listing	:	29 Februari 1984	
Jumlah lembar saham 31-12-1998	:	965.019.600	
Sifat Listing	:	First Issue	6.618.600
		Second Issue	6.633.700
		Company Listing	11.315.700
		Bonus Shares	432.000
		Private Placement	56.869.280
		Warrant Exchange	46.800.000
		Bonus Shares	257.338.560
		Right Issue	579.011.760
Struktur Modal	:	Tomy Winata	15,15%
		Sugianto Kusuma	13,37%
		Anawin Holding B.V.	12,67%
		Indonesian Government	1,33%
		Perusahaan Perkantoran Indonesia	1,11%
		I.H.C.	0,47%
		Public	55,90%

7. PT. Jaya Real Property Tbk.

Total Asset (Rp juta)	:	1.451.509 (31-12-1998)
Tahun berdiri	:	1979
Status Perusahaan	:	PMDN
Bisnis	:	Development of large scale landed residential di Jakarta
Kantor Pusat	:	Gedung Jaya 11, 15 th floor Jl. M.H. Thamrin Blok B1 No. 1 Kawasan Niaga Bintaro Jaya Sektor VII Bintaro Jaya
Tanggal Listing	:	29 Juni 1994
Jumlah lembar saham 31-12-1998	:	470.000.000
Sifat Listing	:	First Issue 35.000.000 Company Listing 200.000.000 Stock Split 235.000.000
Struktur Modal	:	PT. Pembangunan Jaya 69,95% Public 30,05%

8. PT. Kawasan Industri Jababeka Tbk.

Total Asset (Rp juta)	:	4.223.653 (31-12-1998)	
Tahun berdiri	:	1989	
Status Perusahaan	:	PMDN	
Bisnis	:	Industrial estate dan housing developer	
Kantor Pusat	:	Menara Batavia, 25 th floor Jl. K.H. Mansyur Kav. 126 Jakarta	
Tanggal Listing	:	10 Januari 1995	
Jumlah lembar saham 31-12-1998	:	627.280.000	
Sifat Listing	:	First Issue	47.000.000
		Company Listing	266.640.000
		Bonus Shares	156.820.000
		Right Issue	156.850.000
Struktur Modal	:	PT. Mekar Serta Jaya	37,18%
		PT. Dwi Investindo	3,27%
		PT. Brasali Corporation	3,27%
		PT. Penta Cosmopolitan Corporation	3,27%
		PT. Arman Investments Utama	1,91%
		Public	30,65%

9. PT. Lippo Land Development Tbk.

Total Asset (Rp juta)	:	736.032 (31-12-1998)	
Tahun berdiri	:	1983	
Status Perusahaan	:	PMDN	
Bisnis	:	A property company within the Lippo Group	
Kantor Pusat	:	Asia Tower 101	
		Jl. Diponegoro Boelevard	
		Lippo Village 1200, Karawaci	
		Tangerang	
Tanggal Listing	:	15 Juli 1991	
Jumlah lembar saham 31-12-1998	:	497.653.692	
Sifat Listing	:	First Issue	15.000.000
		Partial Listing	30.000.000
		Escrow Shares	272.783
		Convertible Bonds Conversions	8.577.536
		Convertible Bonds Conversions	75.773
		Convertible Bonds Conversions	166.701
		Bonus Shares	70.320.630
		Right Issue	124.413.423
		Stock Split	248.826.846
Struktur Modal	:	PT. Lippo Asia	37,75%
		Vihong Nominees Limited	5,31%
		Globalink Investment Limited	5,10%
		PT. Fourindustar Perdana	3,94%
		PT. Ningz & Associates	1,34%
		PT. Agustoha Corporation	0,56%
		Public	46,00%

10. PT. Mas Murni Indonesia Tbk.

Total Asset (Rp juta)	:	322.235 (31-12-1998)
Tahun berdiri	:	1971
Status Perusahaan	:	PMDN
Bisnis	:	Hotel, Apartement, dan Shopping Center Business
Kantor Pusat	:	Jl. Yos Sudarso No. 11 Surabaya 60271
Tanggal Listing	:	9 Februari 1994
Jumlah lembar saham 31-12-1998	:	170.637.073
Sifat Listing	:	First Issue 15.000.000 Company Listing 40.000.000 Stock Split 55.000.000 Bonus Shares 50.000.000 Bonus Shares 10.037.073
Struktur Modal	:	PT. Woluco Prima 46,80% Surya Atmadinata 2,40% PT. Dutatrade Intercon 0,50% Public 50,30%

11. PT. Metro Supermarket Realty Tbk.

Total Asset (Rp juta)	:	140.671 (31-12-1998)												
Tahun berdiri	:	1980												
Status Perusahaan	:	PMDN												
Bisnis	:	Office building dan Supermarkets.												
Kantor Pusat	:	Gedung Metro Lt. 9, Pasar Baru Jl. H. Samanhudi, Jakarta 10710												
Tanggal Listing	:	8 Januari 1992												
Jumlah lembar saham 31-12-1998	:	58.212.000												
Sifat Listing	:	<table> <tr> <td>First Issue</td> <td>1.500.000</td> </tr> <tr> <td>Partial Listing</td> <td>4.500.000</td> </tr> <tr> <td>Company Listing</td> <td>7.500.000</td> </tr> <tr> <td>Bonus Shares</td> <td>5.400.000</td> </tr> <tr> <td>Right Issue</td> <td>7.560.000</td> </tr> <tr> <td>Bonus Shares</td> <td>31.752.000</td> </tr> </table>	First Issue	1.500.000	Partial Listing	4.500.000	Company Listing	7.500.000	Bonus Shares	5.400.000	Right Issue	7.560.000	Bonus Shares	31.752.000
First Issue	1.500.000													
Partial Listing	4.500.000													
Company Listing	7.500.000													
Bonus Shares	5.400.000													
Right Issue	7.560.000													
Bonus Shares	31.752.000													
Struktur Modal	:	<table> <tr> <td>PT. Yakin Wiskon</td> <td>39,58%</td> </tr> <tr> <td>PT. Perkasa Makmur Amara</td> <td>18,04%</td> </tr> <tr> <td>PT. Rowil Lestari</td> <td>8,14%</td> </tr> <tr> <td>PT. Surya Sakti Budimarkati</td> <td>6,56%</td> </tr> <tr> <td>Public</td> <td>27,68%</td> </tr> </table>	PT. Yakin Wiskon	39,58%	PT. Perkasa Makmur Amara	18,04%	PT. Rowil Lestari	8,14%	PT. Surya Sakti Budimarkati	6,56%	Public	27,68%		
PT. Yakin Wiskon	39,58%													
PT. Perkasa Makmur Amara	18,04%													
PT. Rowil Lestari	8,14%													
PT. Surya Sakti Budimarkati	6,56%													
Public	27,68%													

12. PT. Modernland Realty Tbk.

Total Asset (Rp juta) : 1.372.180 (31-12-1998)

Tahun berdiri : 1989

◦ Status Perusahaan : PMDN

Bisnis : Land Acquisition, Site Development dan Sale and Management in housing estate, building and offices

Kantor Pusat : Jl. Matraman Raya 12, Jakarta 13150

Tanggal Listing : 18 Januari 1993

Jumlah lembar : 824.793.522

saham 31-12-1998

Sifat Listing : First Issue 22.800.000

Company Listing 52.000.000

Convertible Bond Conversions 1.722.300

Convertible Bond Conversions 2.500.000

Convertible Bond Conversions 39.678.000

Bonus Shares 59.350.400

Convertible Bond Conversions 120.135

Stock Split 178.171.335

Convertible Bond Conversions 2.280.750

Bonus Shares 308.389.452

Bonus Shares 157.780.650

Struktur Modal : PT. Inti Putra Modern 39,99%

PT. Nusa Teratai 29,81%

Public 30,20%

13. PT. Mulialand Tbk.

Total Asset (Rp juta)	:	2.867.005 (31-12-1998)
Tahun berdiri	:	1987
Status Perusahaan	:	PMDN
Bisnis	:	Commercial Property Development
Kantor Pusat	:	Plasa 89 Jl. H.R. Rasuna Said Kav. X-7/6 Jakarta 12940
Tanggal Listing	:	28 Juli 1994
Jumlah lembar saham 31-12-1998	:	982.800.000
Sifat Listing	:	First Issue 25.000.000 Company Listing 353.000.000 Right Issue 113.400.000 Stock Split 491.400.000
Struktur Modal	:	PT. Muliacentra Gunaswakarya 58,83% PT. Muliambutika Tataindah 28,01% Public 13,16%

14. PT. Pakuwon Jati Tbk.

Total Asset (Rp juta)	:	1.635.489 (31-12-1998)
Tahun berdiri	:	1991
Status Perusahaan	:	PMDN
Bisnis	:	
Kantor Pusat	:	Tunjungan Plaza II / BBD Tower 15 th – 16 th floor Jl. Basuki Rachmat 8 – 12 Surabaya Jawa Timur
Tanggal Listing	:	9 Oktober 1989
Jumlah lembar saham 31-12-1998	:	420.000.000
Sifat Listing	:	First Issue 3.000.000 Company Listing 17.000.000 Right Issue 50.000.000 Bonus Shares 35.000.000 Right Issue 105.000.000 Stock Split 210.000.000
Struktur Modal	:	PT. Pakuwon Arthaniaga 42,39% Pakuwon Trijaya 6,03% Alexander Tedja 0,07% Suhardi Poniman 0,03% Public 51,48%

15. PT. Panca Wiratama Sakti Tbk.

Total Asset (Rp juta)	:	296.707 (31-12-1998)																				
Tahun berdiri	:	1992																				
Status Perusahaan	:	PMDN																				
Bisnis	:	Real estate, Office properties, Shopping center, Industrial estate dan Site pre-development																				
Kantor Pusat	:	Menara Duta Building, 1 st & 7 th floor Jl. H.R. Rasuna Said Kav B-9 Jakarta 12920																				
Tanggal Listing	:	10 Maret 1994																				
Jumlah lembar saham 31-12-1998	:	82.500.000																				
Sifat Listing	:	<table> <tr> <td>First Issue</td> <td>10.500.000</td> </tr> <tr> <td>Company Listing</td> <td>22.500.000</td> </tr> <tr> <td>Stock Split</td> <td>33.000.000</td> </tr> <tr> <td>Bonus Shares</td> <td>16.500.000</td> </tr> </table>	First Issue	10.500.000	Company Listing	22.500.000	Stock Split	33.000.000	Bonus Shares	16.500.000												
First Issue	10.500.000																					
Company Listing	22.500.000																					
Stock Split	33.000.000																					
Bonus Shares	16.500.000																					
Struktur Modal	:	<table> <tr> <td>PT. Takara Wirasta Rintistama</td> <td>22,28%</td> </tr> <tr> <td>PT Tigaraksa</td> <td>16,25%</td> </tr> <tr> <td>PT Baskara Dirgajaya</td> <td>10,23%</td> </tr> <tr> <td>Promotheus Service Limited</td> <td>8,56%</td> </tr> <tr> <td>Govt. of Singapore Inv. Corp</td> <td>5,76%</td> </tr> <tr> <td>PT Otto Pharmaceutical Industries</td> <td>4,61%</td> </tr> <tr> <td>PT Menjangan Sakti</td> <td>4,31%</td> </tr> <tr> <td>PT Martindo Citraperdana</td> <td>2,58%</td> </tr> <tr> <td>PT Dwikarana Jayaraya</td> <td>1,36%</td> </tr> <tr> <td>Public</td> <td>25,77%</td> </tr> </table>	PT. Takara Wirasta Rintistama	22,28%	PT Tigaraksa	16,25%	PT Baskara Dirgajaya	10,23%	Promotheus Service Limited	8,56%	Govt. of Singapore Inv. Corp	5,76%	PT Otto Pharmaceutical Industries	4,61%	PT Menjangan Sakti	4,31%	PT Martindo Citraperdana	2,58%	PT Dwikarana Jayaraya	1,36%	Public	25,77%
PT. Takara Wirasta Rintistama	22,28%																					
PT Tigaraksa	16,25%																					
PT Baskara Dirgajaya	10,23%																					
Promotheus Service Limited	8,56%																					
Govt. of Singapore Inv. Corp	5,76%																					
PT Otto Pharmaceutical Industries	4,61%																					
PT Menjangan Sakti	4,31%																					
PT Martindo Citraperdana	2,58%																					
PT Dwikarana Jayaraya	1,36%																					
Public	25,77%																					

16. PT. Pudjiadi & Sons Estates, Ltd, Tbk.

Total Asset (Rp juta)	:	212.416 (31-12-1998)	
Tahun berdiri	:	1970	
Status Perusahaan	:	PMDN	
Bisnis	:	Perhotelan	
Kantor Pusat	:	Jayakarta Tower Hotel	
		Jl. Hayam Wuruk 126, Jakarta 11180	
Tanggal Listing	:	1 Mei 1990	
Jumlah lembar saham 31-12-1998	:	124.740.000	
Sifat Listing	:	First Issue	2.000.000
		Partial Listing	4.000.000
		Bonus Shares	1.350.000
		Bonus Shares	8.910.000
		Company Listing	7.500.000
		Bonus Shares	1.188.000
		Stock Split	24.948.000
		Right Issue	74.844.000
Struktur Modal	:	PT. Istana Kuta Ratu Prestige	60,00%
		Sjukur Pudjiadi	13,34%
		Public	26,66%

18. PT. Putra Surya Perkasa Tbk.

Total Asset (Rp juta)	: 106.946 (31-12-1998)
Tahun berdiri	: 1981
Status Perusahaan	: PMDN
Bisnis	: Real estate, Apartments, Office Building, Shopping Center, Commercial Centers, Hotel, Industrial estates, Golf Courses, dan recreation facilities
Kantor Pusat	: Wisma Bank Dharmala 20 th – 21 st floor Jl. Jendral Sudirman Kav. 28 Jakarta Selatan 12920
Tanggal Listing	: 28 Maret 1994
Jumlah lembar saham 31-12-1998	: 1.995.000.000
Sifat Listing	: First Issue 90.000.000 Company Listing 225.000.000 Bonus Shares 210.000.000 Right Issue 472.500.000 Stock Split 997.500.000
Struktur Modal	: PT. PutraSurya Graha Pratama 66,36% Public 36,64%

19. PT. Summarecon Agung Tbk.

Total Asset (Rp juta)	:	634.696 (31-12-1998)																				
Tahun berdiri	:	1976																				
Status Perusahaan	:	PMDN																				
Bisnis	:	Housings Commercial Center dan Apartements																				
Kantor Pusat	:	Summarecon Plaza Jl. Perintis Kemerdekaan no. 42 Jakarta 13210																				
Tanggal Listing	:	7 Mei 1990																				
Jumlah lembar saham 31-12-1998	:	340.641.600																				
Sifat Listing	:	<table> <tr> <td>First Issue</td> <td>6.667.000</td> </tr> <tr> <td>Partial Listing</td> <td>16.666.700</td> </tr> <tr> <td>Bonus Shares</td> <td>10.825.500</td> </tr> <tr> <td>Bonus Shares</td> <td>841.500</td> </tr> <tr> <td>Stock Dividend</td> <td>6.000.000</td> </tr> <tr> <td>Bonus Shares</td> <td>53.000.000</td> </tr> <tr> <td>Company Listing</td> <td>64.999.300</td> </tr> <tr> <td>Stock Dividend</td> <td>6.360.000</td> </tr> <tr> <td>Stock Split</td> <td>165.360.000</td> </tr> <tr> <td>Stock Dividend</td> <td>9.921.600</td> </tr> </table>	First Issue	6.667.000	Partial Listing	16.666.700	Bonus Shares	10.825.500	Bonus Shares	841.500	Stock Dividend	6.000.000	Bonus Shares	53.000.000	Company Listing	64.999.300	Stock Dividend	6.360.000	Stock Split	165.360.000	Stock Dividend	9.921.600
First Issue	6.667.000																					
Partial Listing	16.666.700																					
Bonus Shares	10.825.500																					
Bonus Shares	841.500																					
Stock Dividend	6.000.000																					
Bonus Shares	53.000.000																					
Company Listing	64.999.300																					
Stock Dividend	6.360.000																					
Stock Split	165.360.000																					
Stock Dividend	9.921.600																					
Struktur Modal	:	<table> <tr> <td>PT. Semarop Agung</td> <td>26,34%</td> </tr> <tr> <td>PT. Sinarmegah Jayasentosa</td> <td>8,58%</td> </tr> <tr> <td>Sunarni Rahardja</td> <td>1,50%</td> </tr> <tr> <td>PT. Sudrira Mega</td> <td>1,70%</td> </tr> <tr> <td>PT. Intimax Intraco</td> <td>5,17%</td> </tr> <tr> <td>PT. Centra Pacific Nusajaya</td> <td>2,52%</td> </tr> <tr> <td>PT. Baktisejati Anugerah Lestari</td> <td>3,13%</td> </tr> <tr> <td>PT. Mahkota Jayaindah</td> <td>1,89%</td> </tr> </table>	PT. Semarop Agung	26,34%	PT. Sinarmegah Jayasentosa	8,58%	Sunarni Rahardja	1,50%	PT. Sudrira Mega	1,70%	PT. Intimax Intraco	5,17%	PT. Centra Pacific Nusajaya	2,52%	PT. Baktisejati Anugerah Lestari	3,13%	PT. Mahkota Jayaindah	1,89%				
PT. Semarop Agung	26,34%																					
PT. Sinarmegah Jayasentosa	8,58%																					
Sunarni Rahardja	1,50%																					
PT. Sudrira Mega	1,70%																					
PT. Intimax Intraco	5,17%																					
PT. Centra Pacific Nusajaya	2,52%																					
PT. Baktisejati Anugerah Lestari	3,13%																					
PT. Mahkota Jayaindah	1,89%																					

Digital Repository Universitas Jember

Benny Lucman	0,93%
John Lucman	0,92%
Harto Djojo Nagaria	0,65%
Public	46,67%

