

BAB I PENDAHULUAN

A. LATAR BELAKANG

Peran pasar modal sebagai piranti penghimpun dana masyarakat hingga kini relatif masih kecil bila dibanding dengan perbankan. Namun karena potensinya sebagai sumber pembiayaan jangka panjang cukup menjanjikan, tidak berlebihan jika pasar modal dipacu sebagai alternatif pembiayaan dalam pembangunan.

Pada umumnya tujuan pemodal melakukan investasi dalam saham adalah untuk mendapatkan keuntungan dalam bentuk *dividen* dan *capital gain*. Menurut Tandelilin (2001)¹, yang dimaksud dengan, (1) Dividen merupakan pembagian keuntungan yang diberikan perusahaan penerbit saham tersebut atas keuntungan yang diperoleh perusahaan, (2) Sedangkan *capital gain* adalah selisih antara harga beli saham dengan harga jual. Disamping mengharapkan keuntungan, pemodal juga menghadapi risiko dalam bentuk tidak memperoleh dividen, *capital loss*, perusahaan dilikuidasi atau saham *delisting* dari bursa.

Dalam rangka investasi, investor harus dapat mengambil keputusan yang cepat dan tepat, kapan akan membeli dan kapan akan menjual sahamnya. Untuk itu, diperlukan dukungan hasil analisis sekuritas yang tepat. Umumnya, terdapat dua perangkat analisis sekuritas yang digunakan yaitu *analisis teknikal* dan *analisis fundamental*. Analisis teknikal pada dasarnya mempergunakan data historis volume dan harga sekuritas di masa lampau yang kemudian digunakan untuk memprediksi pergerakan pasar di masa datang. Pergerakan saham yang diamati itu akan membentuk trend. Trend ini biasanya berbentuk grafik atau *chart*, sehingga para pengguna analisis teknikal disebut sebagai "*chartist*". Analist

¹ Eduardus Tandelilin, *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*, Edisi Pertama, PT BPFE, Yogyakarta, hal 48

teknikal sejati tidak pernah memberikan perhatian kepada prospek keuangan perusahaan – laba atau rugi perusahaan, dan variabel-variabel finansial lainnya. Menurut para analis pergerakan harga dan volume telah dapat menceritakan semuanya. Ada beberapa teknik penggunaan grafik (*charting*) yang biasanya digunakan investor sebagai dasar untuk pengambilan keputusan investasi, diantaranya *the Dow Theory*, chart pola pergerakan harga saham, analisis rata-rata bergerak, dan analisis *relative strengtth*².

Suad Husnan (2001)³ menyatakan bahwa analisis fundamental adalah salah satu jenis analisis yang dilakukan oleh investor dengan memperhatikan laporan keuangan dan indikator-indikator fundamental lainnya seperti pertumbuhan, pembayaran dividen, dan kualitas manajemen perusahaan ketimbang memperhatikan perkembangan-perkembangan harga saham tersebut dari hari ke hari. Analisis fundamental mencoba memperkirakan harga saham di masa yang akan datang dengan mengestimasi nilai faktor-faktor fundamental yang mempengaruhi harga saham di masa yang akan datang, dan menerapkan hubungan variabel-variabel tersebut sehingga diperoleh taksiran harga saham. Para fundamentalist sangat mengandalkan jenis ini karena menurut mereka analisis jenis ini bebas dari bias karena mempergunakan data-data yang valid. Mereka berpendapat bahwa suatu sekuritas memiliki nilai *intrinsik* tertentu (nilai sebenarnya). Seorang analis akan membandingkan nilai intrinsik suatu sekuritas dengan harga pasar saat itu. Apabila nilai intrinsik sekuritas lebih tinggi dibandingkan dengan harga pasar, maka sekuritas tersebut dapat dikatakan *undervalued* dan diputuskan untuk membelinya. Berdasarkan perbandingan ini, maka ditentukan strategi investasi yang tepat.

Salah satu perangkat fundamental yang dapat digunakan untuk menilai perusahaan adalah menggunakan *Relative Valuation Techniques*. Menurut Reilly

² Eduardus Tandililin, *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*, Edisi Pertama, PT BPFE, Yogyakarta, hal 124

³ Suad Husnan, 2001, *Dasar-dasar Teori Portofolio*, Edisi Ketiga, AMP YKPN, Yogyakarta, hal 315

and Brown (2000)⁴, *Relative Valuation Techniques* digunakan untuk menentukan nilai dari suatu entitas ekonomi (misalnya pasar, suatu industri atau suatu perusahaan) dengan cara membandingkan harga saham dengan variabel-variabel relevan yang mempengaruhi nilai saham tersebut seperti pendapatan (*earning*), arus kas (*cash flow*), nilai buku (*book value*) dan penjualan (*sales*). Model *Relative Valuation* yang sering digunakan antara lain adalah (1) *Price/Earnings* (P/E), (2) *Price/Cash Flow* (P/CF), (3) *Price/Book Value* (P/BV), dan *Price/Sales* (P/S). Model-model ini disebut dengan *multiplier model*.

Dari keempat model *Relative Valuation* yang menarik bagi penulis untuk dicermati adalah "***Price to Book Value (PBV)***". *Price to Book Value Ratio* adalah perbandingan antara harga pasar per saham dengan nilai buku per saham. Rasio PBV telah biasa digunakan untuk menilai semua jenis perusahaan semenjak studi yang dilakukan oleh Fama dan French dalam Damodaran (2002)⁵, yang menyatakan terdapat hubungan terbalik yang signifikan antara rasio PBV dan *excess rate of return* untuk saham-saham *cross section*. Rasio PBV dapat juga digunakan untuk semua jenis perusahaan sebab nilai buku dapat menjadi ukuran yang rasional untuk menilai perusahaan. Begitu pula, rasio PBV dapat digunakan untuk memperbandingkan perusahaan-perusahaan yang memiliki standar akuntansi yang sama dalam suatu sektor industri. Bahkan, pengukuran ini dapat diterapkan pada perusahaan dengan pendapatan yang negatif atau bahkan aliran kas yang negatif. Tandelilin (2001)⁶ mengatakan hubungan antara harga pasar dan nilai buku per lembar saham bisa juga dipakai sebagai pendekatan alternatif untuk menentukan nilai suatu saham, karena secara teoritis, nilai pasar suatu saham haruslah mencerminkan nilai bukunya.

⁴ Reilly F.K and Brown, K.C, 2000, *Investment Analysis and Portfolio Management*, Sixth Edition, Harcourt College Publishers, p. 456

⁵ Damodaran, Aswath, 2002, *Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, Second Edition, John Wiley & Sons, Inc, New York, p. 532

⁶ Eduardus Tandelilin, *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*, Edisi Pertama, PT BPFE, Yogyakarta, hal 194-195

Hasil penelitian Rosenberg, Reid, dan Lanstein (1985) dalam Damodaran (2002)⁷, menemukan bahwa saham yang memiliki rasio harga/nilai buku yang rendah akan menghasilkan return yang secara signifikan lebih tinggi dibandingkan saham-saham yang memiliki rasio harga/nilai buku yang tinggi. Dengan demikian mereka merekomendasikan untuk membeli saham-saham yang mempunyai rasio harga/nilai buku yang rendah jika investor mengharapkan tingkat return yang lebih besar pada tingkat risiko tertentu. Mereka menyatakan bahwa rata-rata pengembalian (*average returns*) saham di Amerika Serikat secara positif mempunyai hubungan dengan rasio *book value to market value* perusahaan. Antara 1973 sampai 1984, strategi pemilihan saham dengan *price to book value* yang tinggi atau *price to book value* yang rendah menghasilkan kelebihan return sebesar 36 poin satu bulan.

Fama dan French (1992) dalam Damodaran (2002)⁸, menguji tentang cross section nilai harapan stocks return antara tahun 1963 sampai 1990. Hasil penelitian ini diperoleh bahwa ada hubungan yang positif antara *Price to Book Value (PBV) ratio* dengan rata-rata pengembalian (*average return*) baik dalam tes univariat maupun multivariat, dan hubungannya lebih kuat dari *efek size* dalam menjelaskan return. Dalam penelitian ini Fama and French mengklasifikasikan *Price to Book Value Ratio (PBV)* dalam 10 kelompok untuk menguji rata-rata tingkat pengembalian bulanan (*average returns rate monthly*) selama periode penelitian tersebut.

Chan, Hamao, and Lakonishok (1991) dalam Damodaran (2002)⁹, menyatakan bahwa *book value to market value ratio* mempunyai peranan yang kuat dalam menjelaskan *cross section* dari *average return* saham di Jepang. Wilcox J. W. (1984) dalam Damodaran (2002)¹⁰, menyatakan bahwa *Price to*

⁷ Damodaran, Aswath, 2002, *Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, Second Edition, John Wiley & Sons, Inc, New York, p. 532

⁸ Ibid, p. 532

⁹ Ibid, p. 532

¹⁰ Damodaran, Aswath, 2002, *Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, Second Edition, John Wiley & Sons, Inc, New York, p. 527

Book Value (PBV) ratio mempunyai hubungan yang kuat secara linier dengan *Return on Equity* (ROE). Selain itu juga diperoleh bahwa *mean square error*-nya lebih kecil daripada model yang menggunakan *Price/Earnings Ratio* atau *Growth Rates*.

Menurut Damodaran (2002)¹¹ rasio PBV mempunyai beberapa keunggulan :

- ◆ Book value relatif stabil, merupakan ukuran yang dapat dibandingkan dengan *market price*.
- ◆ Book value sesuai dengan standar akuntansi semua perusahaan.
- ◆ PBV dapat mengevaluasi walaupun dengan earning yang negatif.

Hasil penelitian Damodaran (2002)¹² pada New York Stock Exchange dengan menggunakan data tahun 1987 – 1991 menyimpulkan variabel independen *Return on Equity* (ROE), *Dividend Payout Ratio* (DPR), dan *Earning Growth Rate* (EGR) merupakan faktor yang sangat signifikan berpengaruh terhadap *Price to Book Value* (PBV) ratio. Ditemukan adanya hubungan yang kuat antara Price to Book Value dengan variabel-variabel tersebut, yang ditunjukkan oleh nilai R^2 (*Adjusted Value*) setiap tahun sebesar antara 84% hingga 88,5%.

Penelitian di beberapa negara antara lain Yunani, Brazil, Portugal dan India, dijumpai hasil yang berbeda dengan di Amerika Serikat. Hasil temuan di Portugal dan India menunjukkan pengaruh ROE terhadap PBV cukup kuat, yang ditunjukkan oleh nilai R^2 masing-masing sebesar 78% dan 51%, sedangkan hasil penelitian di Yunani dan Brazil dijumpai pengaruh yang lemah, dengan nilai R^2 masing-masing sebesar 17,5% dan 17,3% (Damodaran:2002).

¹¹ Damodaran, Aswath, 2002, *Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, Second Edition, John Wiley & Sons, Inc, New York, p. 511

¹² Ibid, p. 527

Di Indonesia, penelitian tentang hubungan *Price to Book Value (PBV) ratio* telah pula dilakukan di Bursa Efek Jakarta antara lain oleh Ajidarmo (1998)¹³ dan Giriati (1998)¹⁴. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengaruh variabel-variabel *Return on Equity (ROE)*, *Dividend Payout Ratio (DPR)* dan *Earning Growth Rate (EGR)* terhadap *Price to Book Value (PBV)*, tidak menunjukkan bukti yang cukup signifikan.

Pada tesis ini penelitian menguji hubungan *Price to Book Value* dengan *Return on Equity (ROE)*, *Dividend Payout Ratio (DPR)* dan *Earning Growth Rate (EGR)* pada perusahaan asuransi di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Yang melatarbelakangi mengapa perusahaan asuransi dijadikan sebagai obyek penelitian karena prospek usaha asuransi dari hari ke hari semakin menjanjikan. Sebagai gambaran potensi dana investasi asuransi seperti terlihat dalam tabel 1 berikut ini :

Tabel 1
Potensi Dana Investasi Asuransi 1999 - 2004

Jenis Asuransi	1999	2000	2001	2002	2003	2004 *)
Jiwa	12.559,1	14.179	17.310,4	20.365,2	23.937,9	28.137,5
Kerugian	6.994,3	7.882,8	9.043,6	9.573,8	10.662,8	11.875,3
Reasuransi	300,2	369,9	405,7	426,1	480,0	540,6
Asuransi sosial, TNI & Jamsostek	17.410,6	19.958,7	26.156,2	33.493,3	41.725,7	51.981,7

Keterangan *) : Angka perkiraan dengan asumsi pertumbuhan dana investasi asuransi rata-rata 19 % per tahun dan pertumbuhan dana investasi dana pensiun rata-rata 16 % per tahun. Angka perkiraan adalah rata-rata pertumbuhan 2000-2002.

¹³ Ajidarmo, K., 1988, *Faktor Penentu Price to Book Value Ratio (PBV) dalam Keputusan Investasi di Bursa Efek Jakarta*, Tesis diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Magister Ekonomi pada Program Pascasarjana Universitas Indonesia.

¹⁴ Giriati, 1998, *Analisis Penilaian Harga Saham Dengan Pendekatan "Price Book Value" Pada Perusahaan Go Publik Di Bursa Efek Jakarta*, Tesis diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Magister Ekonomi pada Program Pascasarjana Universitas Indonesia

Sejalan dengan perkembangan yang pesat itu, perusahaan yang listing di Bursa Efek Jakarta (BEJ) sudah berjumlah 10 (sepuluh) perusahaan, yaitu (1) PT Asuransi Bina Dana Arta (ABDA), Tbk, (2) PT Asuransi Harta Aman Pratama (AHAP), Tbk., (3) PT Asuransi Bintang, Tbk., (4) PT Asuransi Dayin Mitra, Tbk., (5) PT Asuransi Ramayana, Tbk., (6) PT Lippo General Insurance, Tbk., (7) PT Maskapai Reasuransi Indonesia (MAREIN), Tbk., (8) PT Panin Insurance, Tbk., (9) PT Panin Life, Tbk., dan (10) PT Pool Asuransi Indonesia, Tbk. Sehingga tidaklah berlebihan bahwa pertumbuhan asuransi di masa mendatang akan semakin mendapat tempat di masyarakat (Insurance Minded).

Berdasarkan uraian yang dikemukakan tersebut mendorong penulis untuk melakukan penelitian kembali mengenai **Faktor Yang Mempengaruhi Price to Book Value (PBV) Saham pada Perusahaan Asuransi di Bursa Efek Jakarta (BEJ).**

B. PERUMUSAN MASALAH

Masalah utama dalam penelitian ini adalah seberapa besar faktor-faktor Dividend Payout Ratio (DPR), Return On Equity (ROE) dan Earning Growth Rate (EGR) mempengaruhi Price to Book Value (PBV) perusahaan asuransi di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Masalah tersebut dapat dirinci dalam beberapa pertanyaan-pertanyaan, sebagai berikut :

1. Apakah Dividend Payout Ratio (DPR), Return On Equity (ROE) dan Earning Growth Rate (EGR) secara individual (sendiri-sendiri) dan bersama-sama mempengaruhi perubahan Price to Book Value (PBV) Ratio?
2. Variabel manakah yang paling dominan (kuat) pengaruhnya terhadap variabilitas PBV Ratio?

C. TUJUAN PENELITIAN

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui sampai seberapa jauh faktor-faktor variabilitas mempengaruhi *Price to Book Value (PBV) Ratio* pada perusahaan asuransi yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ), yang secara rinci dapat dijelaskan sebagai berikut :

1. Untuk menganalisis apakah variabel-variabel *ROE*, *Dividend Payout Ratio (DPR)*, dan *Earning Growth Rate (EGR)* mempengaruhi *Price to Book Value (PBV) Ratio* Perusahaan Asuransi di Bursa Efek Jakarta secara individu maupun secara bersama-sama.
2. Untuk menganalisis variabel manakah yang paling berpengaruh dan lebih kuat menjelaskan perubahan *Price to Book Value (PBV) ratio* perusahaan asuransi yang *go public* di Bursa Efek Jakarta.