

## BAB 2

### TINJAUAN PUSTAKA

#### 2.1 Hasil Penelitian Sebelumnya Tentang Imbal Hasil Saham dan Kinerja Perusahaan

##### 2.1.1 Lamont (1998), Lamont and Owen (1992)

Lamont melakukan studi tentang hubungan antara pendapatan dan *expected return*. Dalam laporan diungkapkan bahwa baik deviden maupun pendapatan memiliki keterkaitan yang dapat digunakan untuk memprediksi *return* karena adanya korelasi dengan kondisi bisnis. Dalam studinya juga dikemukakan bahwa volatilitas yang lebih tinggi dari pendapatan bukan *noise* tetapi berhubungan dengan *expected return*.

Dalam jurnalnya yang berjudul *Earnings and expected returns*, Lamont and Owen melihat bahwa rasio deviden *payout aggregate* dapat digunakan untuk memperkirakan *excess returns* untuk saham maupun obligasi pada *postwar U.S. data*. Deviden yang tinggi mengindikasikan *return* yang tinggi. *Earnings* yang tinggi mengindikasikan *return* yang rendah. Korelasi *earnings* dengan kondisi bisnis memberikan kekuatan untuk memprediksi *return*, adanya kandungan informasi tentang *return* dimasa depan yang tidak dijelaskan oleh variabel lain. Deviden dan *earnings* memiliki kontribusi yang substansial atau kekuatan untuk menjelaskan dalam jangka pendek. Untuk memprediksi *return* jangka panjang, bagaimanapun, hanya *(scaled) stock prices matter*. Memprediksi *return* saham *low long-horizon* pada pertengahan 1990 an disebabkan bukan pada *earnings* atau deviden, tapi oleh harga saham yang tinggi.

##### 2.1.2 Schiller (1984), Fama and French (1988)

Regresi *return* digunakan pada *lagged dividen* dan *earnings yield* dan ditemukan bahwa variabel-variabel itu memiliki hubungan untuk menjelaskan *return*.

### 2.1.3 Sivakumar and Waymire (1993)

Sivakumar dan Waymire mempelajari perilaku harga saham dalam kaitannya dengan laporan pendapatan 51 perusahaan pada bursa efek New York. Mereka menemukan bahwa pengumuman *earnings* memiliki hubungan positif dengan *return* saham.

### 2.1.4 Roll (1988)

Roll meregresikan perubahan harga saham individual pada berita *event* pada suatu periode tertentu dan menemukan bahwa kurang dari 40% *variance* perubahan harga dapat dijelaskan dengan regresi.

### 2.1.5 Fama and Eugene (1990)

Dalam jurnalnya yang berjudul *Stock returns, expected returns, and real activity* Fama dan Eugene menemukan bahwa dua pertiga dari *variance* perubahan *aggregate* harga saham dapat dijelaskan dengan *proxy* variabel pada arus kas perusahaan dan *diskon rate* investor. Harga saham secara rasional dipengaruhi oleh total variasi return yang diukur melalui *expected* arus kas, *time-varying expected returns* dan *shock to expected returns*. Variabel yang menjadi *proxy expected returns* dan *expected-return shocks* terdiri dari 30% varians *return value-weighted* tahunan NYSE. Tingkat pertumbuhan produksi digunakan sebagai *proxy* untuk *expected cash flows* menjelaskan 43% varians *return*. Dimana kombinasi variabel yang dapat menjelaskan tentang 58% varians *return* tahunan, apakah berita baik atau buruk tentang efisiensi pasar.

### 2.1.6 Campbell and Ammer (1993)

Campbell dan Ammer berpendapat bahwa penggunaan regresi *contemporaneous* untuk menjelaskan variabilitas harga aset adalah menarik meskipun pendekatan ini tidak memberikan banyak informasi yang berhubungan dengan variabel berita makroekonomi terkait pengaruhnya terhadap harga aset.

### 2.1.7 Lev (1989)

Lev melakukan *review* dari beberapa studi pada informasi yang berisi laporan pendapatan dan perubahan pendapatan yang ternyata hanya memiliki hubungan lemah dengan *return* saham pada suatu periode waktu tertentu.

Dalam jurnalnya yang berjudul *On the usefulness of earnings and earnings research: lessons and directions from two decades of empirical research*, lev menemukan bahwa dalam penelitian tentang *return* atau *earnings*, Lev menemukan temuan yang menyarankan bahwa walaupun *earnings* digunakan oleh investor namun kegunaan *earnings* agak terbatas. Hal ini mengindikasikan korelasi yang lemah dan korelasi sementara yang tidak stabil antara *return* saham dan *earnings* dan dengan sangat sederhana memiliki kontribusi terhadap *earnings* untuk memprediksi harga dan *return* saham. Alasan lain kurang mampunya *earnings* untuk menjelaskan mungkin metodologi *shortcomings of the returns/ earnings research paradigm* dan ketidakrasionalan investor (*"noise trading"*). Studi ini berfokus pada penjelasan ketiga untuk korelasi yang lemah antara *return/earnings* dengan kandungan kualitas informasi yang rendah dari *earnings* atau variabel keuangan yang lain yang saat ini dilaporkan.

### 2.1.8 Su (2003)

Su menganalisis perilaku dinamis dari resiko dan *return* di bursa efek Shanghai dan menemukan bahwa volatilitas *return* saham relatif tinggi di China, bursa efek Shanghai yang termasuk *developed market* memiliki resiko dan *return* yang ber *auto-correlated* positif secara keseluruhan dibanding pada *developed market* saja. Su juga menemukan bahwa beberapa kebijakan pemerintah dalam pembentukan bursa efek juga memiliki kontribusi terhadap volatilitas bursa.

### 2.1.9 Jin and Li (2003)

Jin and Li juga mempelajari penyebab tingginya volatilitas dan pergerakan harga yang tidak rasional pada bursa efek Shanghai dan mengidentifikasi *poor*

*disclosure* dan laporan keuangan yang tidak akurat oleh perusahaan dan beberapa penyebab volatilitas yang tinggi.

#### **2.1.10 Jin and Zhenhu (2008)**

Jin dan Zhenhu melakukan studi apakah harga saham di pasar saham China dipengaruhi oleh kinerja operasional perusahaan dengan hasil beberapa ukuran kinerja perusahaan dapat menjelaskan perubahan harga saham pada beberapa tahun, namun pada tahun-tahun lainnya faktor kinerja operasi kurang signifikan dan dipengaruhi beberapa faktor selain kinerja operasi perusahaan.

### **2.2. Early Empirical Work**

Studi *cross-sectional* awal dari *return* saham diantaranya oleh Nicholson (1960) tidak mendapatkan perhatian yang besar, dengan jumlah sampel yang digunakan untuk tes empiris nya. Suatu kemajuan kemudian dengan adanya CRSP dan *Compustat database* yang dapat digunakan para peneliti sehingga dapat membangun sampel dengan ukuran besar dan dengan kualitas yang cukup baik untuk mendapatkan hasil penelitian yang dapat diandalkan.

#### **2.2.1 Earnings/Price**

Salah satu studi awal yang bertentangan dengan prediksi CAPM dilakukan oleh Basu (1977), menggunakan sampel dengan periode dari April 1957 sampai Maret 1971, Basu menunjukkan bahwa saham dengan rasio *Earnings/Price* yang tinggi memiliki pengaruh yang signifikan return sahamnya yang lebih tinggi. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perbedaan dalam versi beta tidak dapat menjelaskan perbedaan ini kembali. Dalam tindak lanjut studinya, basu (1983) menunjukkan bahwa ini "E/P efek" tidak hanya diamati diantara saham berkapitalisasi kecil. Sebuah studi selanjutnya oleh Jaffe, Keim dan Westerfield (1989) mengkonfirmasi ini pencarian dan juga menunjukkan bahwa E/P efek tidak hanya muncul pada bulan Januari, seperti yang telah diklaim oleh beberapa peneliti. E/P efek merupakan kontradiksi langsung dari CAPM.

### 2.2.2 Firm Size

Banz (1981) berusaha membongkar gejala lain yang terlihat dari kontradiksi CAPM dan mendapatkan bahwa saham perusahaan dengan kapitalisasi yang rendah memiliki rata-rata *return* pasar yang lebih besar daripada saham berkapitalisasi besar. Peneliti lainnya (misalnya, basu, 1983) menunjukkan bahwa *size effect* yang berbeda dari *E / P effect* dibahas di atas. Perusahaan kecil cenderung memiliki *return* yang lebih tinggi, bahkan setelah pengendalian untuk *E / P. Proponents* dari CAPM yang cepat untuk menyebutkan bahwa perusahaan-perusahaan kecil cenderung memiliki beta yang lebih tinggi daripada perusahaan-perusahaan besar, jadi kita dapat mengharapkan untuk melihat *return* rata-rata lebih tinggi untuk perusahaan kecil. Namun, perbedaan beta tidak cukup besar untuk menjelaskan perbedaan *return* yang diamati.

### 2.2.3 Long-Term Return Reversals

DeBondt dan Thaler (1985) mengidentifikasi "*losers*" sebagai saham yang memiliki *return* buruk selama tiga sampai lima tahun. "*Winners*" adalah saham yang memiliki *return* yang tinggi selama periode yang sama. Hasil utama dari DeBondt dan Thaler adalah bahwa saham "*losers*" memiliki *return* rata-rata lebih tinggi daripada saham "*Winners*" selama tiga sampai lima tahun. Chopra, Lakonishok dan Ritter (1992) menunjukkan bahwa beta tidak dapat memperhitungkan perbedaan ini untuk rata-rata *return*. Kecenderungan ini kembali membalikkan horizon lebih lama (misalnya, *losers* menjadi *winners*). *Losers* memiliki beta yang lebih tinggi daripada *winners* untuk memperkuat perbedaan *return* tersebut. Chopra, Lakonishok dan Ritter (1992) menunjukkan bahwa perbedaan beta diperlukan untuk *save the CAPM is not there*.

### 2.2.4 Book-to-Market Equity

Rosenberg, Reid dan Lanstein (1985) mengemukakan bahwa saham dengan rasio nilai buku saham biasa terhadap nilai pasar saham biasa yang besar memiliki *return* yang lebih besar secara signifikan. Setelah itu, dengan sampel kajian yang

memiliki periode cukup singkat (1973-1984), hasil empiris tidak mendapat banyak perhatian, Namun, ketika Chan, Hamao dan Lakonishok (1991) menemukan hasil yang serupa di pasar Jepang, *Book-to-Market Equity* mulai mendapat perhatian serius sebagai variabel yang dapat menghasilkan *dispersion* dalam rata-rata *return*.

### 2.3 Imbal Hasil/Return dan Kinerja Perusahaan

Variabel terikat yang digunakan dalam penelitian ini adalah *return* saham yang sebenarnya merupakan *rate of return* tetapi sering kali disebut *return* saja yaitu merupakan rasio keuntungan uang yang didapatkan atau kerugian (baik yang telah terealisasi ataupun belum). *Return* dalam penelitian ini dihitung dengan cara menghitung selisih harga saham di akhir tahun dikurangkan dengan harga di awal tahun kemudian dibandingkan dengan harga saham di awal tahun. *Rate of return* dihitung dengan *single period*.

Variabel terikat tersebut dapat diekspresikan dalam rumus berikut ini:

$$R = \frac{V_f - V_i}{V_i}$$

Kinerja perusahaan dapat dinilai dengan alat analisis keuangan perusahaan melalui rasio keuangan yaitu perbandingan data keuangan yang terdapat pada laporan keuangan. Rasio menggambarkan suatu hubungan atau perimbangan (mathematical relationship) antara suatu jumlah tertentu dengan jumlah yang lain. Analisis rasio dapat digunakan investor untuk membuat keputusan atau pertimbangan tentang prospek perusahaan di masa depan. Meskipun didasarkan pada data dan kondisi masa lalu, analisis rasio keuangan dimaksudkan untuk menilai resiko dan peluang di masa yang akan datang. Pengukuran dan hubungan satu pos dengan pos lain dalam laporan keuangan yang tampak dalam rasio-rasio keuangan dapat memberikan kesimpulan yang berarti dalam penentuan tingkat kesehatan keuangan suatu perusahaan. Tetapi bila hanya memperhatikan satu alat rasio saja tidaklah cukup, sehingga harus dilakukan pula analisis persaingan-persaingan yang sedang dihadapi oleh manajemen perusahaan dalam industri yang lebih luas, dan dikombinasikan dengan analisis

kualitatif atas bisnis dan industri manufaktur, analisis kualitatif, serta penelitian-penelitian industri.

Secara umum rasio keuangan dapat diklasifikasikan sebagai berikut:

1. Rasio Likuiditas. Rasio ini digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menjamin kewajiban-kewajiban lancarnya. Rasio ini antara lain Rasio Kas (cash ratio), Rasio Cepat (quick ratio), Rasio Lancar (current ratio)
2. Rasio Pengungkit/leverage. Rasio ini digunakan untuk mengukur tingkat pengelolaan sumber dana perusahaan. Beberapa rasio ini antara lain Rasio Total Hutang terhadap Modal sendiri, Total Hutang terhadap Total Asset, TIE Time Interest Earned.
3. Rasio Efisiensi/Perputaran. Rasio perputaran digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam mengelola asset-assetnya sehingga memberikan aliran kas masuk bagi perusahaan. Rasio ini antara lain Rasio Perputaran Persediaan, Perputaran Aktiva Tetap, dan Total Asset Turnover.
4. Rasio Profitabilitas. Rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan bagi perusahaan. Rasio ini antara lain: GPM (Gross Profit Margin), OPM (Operating Profit Margin), NPM (Net Profit Margin), ROA (Return to Total Asset), ROE (Return On Equity).
5. Rasio Nilai Pasar. Rasio yang mengukur harga pasar relatif terhadap Nilai Buku perusahaan. Rasio ini antara lain: PER (Price Earning Ratio), Devidend Yield, Deviden Payout Ratio, PBV (Price to Book Value)

Keterbatasan Analisis Rasio Keuangan diantaranya:

1. Rasio tersebut dibentuk dari data akuntansi dan data ini dipengaruhi oleh cara penafsirannya dan bahkan dapat dimanipulasi.
2. Seorang manajer keuangan harus berhati - hati dalam penilaian apakah suatu rasio tertentu baik atau buruk dalam penilaian gabungan tentang sebuah perusahaan, berdasarkan suatu kumpulan rasio - rasio.
3. Kecocokan dengan rasio gabungan industri bukan suatu jaminan bahwa perusahaan tersebut sedang berjalan normal dan dipimpin dengan baik.

4. Dalam menganalisa setiap rasio, angka - angka yang diperoleh dan perhitungan tidak dapat berdiri sendiri. Rasio tersebut akan berarti bila setidaknya satu dari dua hal ini dipenuhi 1) Adanya perbandingan dengan perusahaan sejenis yang mempunyai tingkat resiko yang hampir sama; 2) Adanya analisa kecenderungan (trend) dari setiap rasio pada tahun – tahun sebelumnya.
5. Pencapaian target sesuai dengan rata rata industri tidak menunjukkan Kinerja perusahaan yang baik. Kebanyakan perusahaan justru menginginkan tingkat yang lebih baik dari rata - rata industri. Oleh karena itu lebih tepat jika difokuskan pada industry leader's ratios.

#### **2.4 Saham-Saham LQ 45**

Saham-saham LQ 45 merupakan 45 saham-saham perusahaan di Bursa Efek Indonesia yang memenuhi kriteria:

- Termasuk 60 perusahaan dengan kapitalisasi pasar tertinggi selama 12 bulan terakhir.
- Termasuk 60 perusahaan dengan nilai transaksi tertinggi di pasar reguler selama 12 bulan terakhir.
- Telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) setidaknya 3 bulan.
- Memiliki kondisi keuangan yang bagus, prospek pertumbuhan yang bagus, dan nilai transaksi dan frekuensi yang tinggi.

Daftar LQ 45 dikeluarkan setiap 6 bulan oleh divisi riset dan pengembangan Bursa Efek Indonesia (BEI).