

# BAB 1

## PENDAHULUAN

### 1.1. LATAR BELAKANG

Krisis keuangan global tahun 2008 yang diawali dengan krisis *subprime mortgage* di Amerika menyebabkan semua harga saham-saham dunia mengalami penurunan termasuk di bursa saham Indonesia. Momen ini harusnya bisa menjadi kesempatan bagi pelaku investor jangka panjang dalam menanamkan modalnya. Pada masa krisis ini dimana segala keputusan harus bisa cepat dilaksanakan, seorang investor memerlukan informasi sebagai indikator yang dapat mewakili perubahan kinerja perusahaan ke depan agar keputusan investasi dapat dilakukan dengan cepat dan tepat.

Informasi yang perlu diketahui oleh pelaku pasar modal khususnya investor adalah informasi yang bersifat fundamental, namun dengan begitu banyaknya metode valuasi yang perlu dianalisis dari beberapa rasio dan indikator keuangan sebuah perusahaan dapat menciptakan distorsi informasi. Pada pasar yang efisien, sangat tidak dimungkinkan pemilihan saham maupun *market timing* bisa mendahului pasar dengan menggunakan informasi yang telah diketahui pasar, kecuali hanya dengan keberuntungan (Fama 1970). Hal tersebut dikarenakan semua saham di pasar yang efisien sudah terwakilkan harganya pada tingkat yang benar, sehingga tidak ada saham yang *overvalue* maupun *undervalue*, namun deviasi pada harga akan selalu terjadi secara acak dan teori pasar yang efisien selalu saja menjadi kontroversi karena selalu ada teori yang mendukungnya maupun yang menentangnya.

Data akuntansi merupakan salah satu sumber informasi utama yang dipakai oleh investor dalam mengevaluasi kinerja keuangan sebuah perusahaan. Keputusan investasi dibuat berdasarkan informasi hasil evaluasi tersebut yang juga dikombinasikan dengan informasi pasar. Beberapa penelitian (Desyetti 1998; Affandi dan Utama 1998; Beza dan Na'im 1998; Utami dan Suharmadi 1998) membuktikan bahwa ada reaksi harga yang signifikan sebagai respon dari dirilisnya informasi keuangan suatu perusahaan pada pasar. Penelitian tersebut menyimpulkan bahwa

investor di pasar Indonesia menggunakan data akuntansi dalam membuat keputusan investasinya.

Ada penelitian lain yang fokus pada faktor-faktor informasi apa yang mempengaruhi *expected stock return*. Penelitian-penelitian tersebut menemukan bahwa *average stock return* ataupun *expected return* dipengaruhi beberapa faktor, seperti informasi *Price to Earning Ratio* atau PER (Basu 1983), *Price to Book Value* atau PBV (Stattman 1980, Rosenberg et al. 1985, Chan et al. 1991), dan *Enterprise Multiple* atau EV/EBITDA (Persson dan Ståhlberg 2006). Pada penelitian Persson dan Ståhlberg (2006) yang dilakukan pada 2002 sampai 2006 di pasar modal Swedia menunjukkan bahwa portofolio yang dibentuk oleh EV/EBITDA dan PER yang rendah memberikan kinerja yang lebih baik dari pasar, namun portofolio EV/EBITDA lebih superior *excess return*-nya dibandingkan dengan portofolio PER.

Di Indonesia, penelitian Fitriani dan Utama (2001) mengukur pengaruh PER, PBV, *Price to Sales Ratio* atau PSR, dan *Return on Equity* atau ROE terhadap *return* saham. Periode penelitiannya dilakukan pada tahun 1993 sampai 1998. Hasilnya adalah portofolio saham yang dibentuk oleh nilai PER, PBV, atau PSR yang rendah menghasilkan kinerja terbaik dibandingkan portofolio yang dibentuk oleh nilai PER, PBV, atau PSR yang tinggi yang menghasilkan kinerja yang buruk. Dibandingkan PER, PBV, atau PSR yang rendah, portofolio yang dibentuk oleh nilai ROE yang tinggi memberikan kinerja yang lebih baik dibandingkan portofolio yang dibentuk oleh nilai ROE yang rendah, namun portofolio yang dibentuk oleh PER yang rendah lebih superior dari pada portofolio yang dibentuk oleh nilai PBV yang rendah, nilai PSR yang rendah, dan juga dari nilai ROE yang tinggi.

Tujuan dari penelitian pada Karya Akhir ini adalah untuk melengkapi studi sebelumnya dengan mengevaluasi kinerja *return* saham yang dijelaskan oleh penggunaan data pasar dan data akuntansi tahun sebelumnya seperti PER, PBV, dan EV/EBITDA. Alasan pengambilan tiga rasio tersebut pada penelitian ini adalah karena hasil dari dua penelitian sebelumnya yang dilakukan di Indonesia (Fitriani dan Utama 2001) dan Swedia (Persson dan Ståhlberg 2006), portofolio-portofolio yang dibentuk oleh ketiga rasio tersebut merupakan portofolio-portofolio yang paling superior dalam hal *excess return*-nya dibandingkan dengan portofolio-portofolio lain yang dibentuk oleh rasio PSR maupun ROE. Metode pengukuran kinerja portofolio yang dilakukan pada penelitian ini adalah dengan menggunakan *return* saham tahunan

rata-rata dan juga *risk-adjusted return*-nya dengan menggunakan Sharpe's *measure* dan Treynor *measure*.

PBV (Price to Book Value) menilai harga saham terhadap nilai buku perusahaan. Indikator PBV ini tidak menggambarkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan atau laba karena nilai *book value of equity* diambil dari *balance sheet* yang sifatnya statis (Bodie et al. 2008). Menurut Fama dan French (1992) indikator PBV merupakan *proxy* dari risiko, dimana saham-saham dengan PBV yang rendah akan dilihat pasar sebagai saham yang lebih berisiko dibandingkan dengan saham dengan PBV tinggi sehingga *reward*-nya sebanding dengan risikonya. Pada kenyataannya, portofolio yang terdiri dari saham-saham yang memiliki PBV rendah tidak terlihat lebih berisiko dibandingkan dengan saham-saham yang memiliki PBV tinggi, hal ini dikarenakan jika variabilitas *leverage* maupun *earnings* saham-saham tersebut diindikasikan sama (Damodaran 2002).

PER (Price to Earning Ratio) adalah salah satu *multiple* yang digunakan dalam *relative valuation*. Rasio ini sudah memperhitungkan kemampuan perusahaan dalam mencetak laba bersih serta bisa menjadi indikator pertumbuhan perusahaan ke depan (Bodie et al. 2008). PER dapat dihitung menggunakan *current earnings per share*, *trailing earnings per share*, *forward earnings per share*, *diluted earnings per share*, dan *primary earnings per share*. Masalah yang sering dihadapi dalam pengukuran PER adalah adanya variasi *earnings per share* yang dihitung, terutama pada perusahaan-perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang tinggi karena diharapkan memiliki *forward earnings per share* yang tinggi. Pada perusahaan-perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan tinggi tersebut, volatilitas *earnings per share*-nya juga tinggi, sehingga PER bisa sangat berbeda dengan perusahaan lainnya (Damodaran 2002).

*Enterprise Multiple* (EV/EBITDA) adalah *multiple* lain yang dapat digunakan dalam *relative valuation*. Jika *price to earnings ratio* dihitung berdasarkan nilai pasar, maka *enterprise multiple* ini berdasarkan nilai buku. PER adalah *multiple* yang banyak digunakan oleh semua orang di dunia, dan *enterprise multiple* adalah pengukuran *multiple* dengan cara yang lebih baru (Damodaran 2002).

Penelitian ini menggabungkan apa yang dilakukan penelitian sebelumnya dari penelitian Fitriani dan Utama (2001) dan penelitian Persson dan Ståhlberg (2006) dengan menggunakan data akuntansi dan data pasar untuk evaluasi kinerja saham saat ini. Pada penelitian Fitriani dan Utama (2001) portofolio dibentuk berdasarkan data

akuntansi yaitu PER, PBV, PSR, dan ROE, yang kemudian pengukuran kinerja dilakukan dengan metode *Sharpe measure*. Kinerja portofolio yang *superior* dalam penelitian tersebut adalah portofolio yang dibentuk oleh nilai-nilai PER atau PBV yang rendah. Pada penelitian Persson dan Ståhlberg (2006) portofolio dibentuk berdasarkan data akuntansi yaitu PER dan EV/EBITDA, yang kemudian pengukuran kinerja dilakukan dengan metode CAPM. Kinerja yang *superior* dalam penelitian tersebut adalah portofolio yang dibentuk oleh nilai-nilai PER atau EV/EBITDA yang rendah. Pada studi Karya Akhir ini, pembentukan portofolio menggunakan data akuntansi yang memberikan *superior return* pada penelitian-penelitian sebelumnya (Fitriani dan Utama 2001; dan Persson dan Ståhlberg 2006), yaitu data akuntansi PER, PBV, dan EV/EBITDA, yang kemudian diukur kinerjanya dengan menggunakan *Sharpe measure* dan *Treynor measure*. Studi ini dilakukan selama lima tahun dari 2004 sampai 2008. Portofolio yang dibentuk diambil dari 45 saham-saham yang paling likuid setiap tahunnya di Bursa Efek Indonesia (saham-saham pada index LQ-45). Pembentukan portofolio juga dilakukan dua kali dalam satu tahun, yaitu pada periode Januari-Desember untuk mewakili tahun buku perusahaan dan pada periode Mei-April untuk mewakili kenyataan bahwa laporan keuangan tahun sebelumnya sudah benar-benar diterbitkan perusahaan pada bulan Mei.

## 1.2. PERUMUSAN MASALAH

Sesuai dengan literatur yang pernah penulis ketahui, penelitian evaluasi kinerja portofolio saham yang dibentuk oleh nilai-nilai data pasar dan akuntansi banyak dilakukan misalnya oleh Basu (1983), Stattman (1980), Rosenberg et al. (1985), Chan et al. (1991), Fitriani dan Utama (2001), Persson dan Ståhlberg (2006), dan peneliti-peneliti lainnya. Penelitian terbaru dengan membandingkan beberapa portofolio saham yang dibentuk oleh beberapa data akuntansi sekaligus adalah yang dilakukan Fitriani dan Utama (2001) dan Persson dan Ståhlberg (2006). Dari kedua penelitian ini, kiranya perlu dilakukan penelitian lanjutan yang lebih baru untuk lebih membuktikan portofolio yang dibentuk oleh rasio apa yang kinerjanya paling superior di antara kedua penelitian tersebut.

Studi ini banyak mengacu pada penelitian Fitriani dan Utama (2001) dan Persson dan Ståhlberg (2006). Fitriani dan Utama (2001) yang menemukan bahwa portofolio dengan rasio PER atau PBV yang rendah memberikan kinerja yang paling *superior* dibandingkan portofolio dengan rasio PSR ataupun ROE, tetapi Fitriani dan

Utama (2001) tidak memperhitungkan portofolio dengan rasio EV/EBITDA. Persson dan Ståhlberg (2006) menemukan bahwa portofolio dengan rasio EV/EBITDA memberikan kinerja yang paling *superior* dibandingkan portofolio dengan rasio PER, tetapi Persson dan Ståhlberg (2006) tidak menggunakan rasio PBV.

### 1.3. TUJUAN PENELITIAN

Tujuan dari penelitian pada Karya Akhir ini adalah untuk melengkapi studi sebelumnya dengan mengevaluasi kinerja *return* saham ke depan dengan penggunaan data pasar dan data akuntansi tahun sebelumnya dari rasio PER, PBV, dan EV/EBITDA pada tahun 2004 sampai 2008 dengan periode investasi Januari-Desember dan Mei-April.

### 1.4. PERTANYAAN PENELITIAN

Berdasarkan latar belakang yang telah disebutkan di atas dan sesuai dengan rumusan masalah serta tujuan penelitian, maka terdapat pertanyaan penelitian sebagai berikut:

1. Bagaimana evaluasi kinerja *Sharpe's* dan *Treynor measure* portofolio yang telah dikelompokkan berdasarkan PER, PBV, dan EV/EBITDA perusahaan?
2. Portofolio yang dibentuk dari rasio apakah yang memberikan *excess return* lebih tinggi dibandingkan dengan portofolio yang dibentuk dari rasio lainnya?

### 1.5. MANFAAT PENELITIAN

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat berupa tambahan bukti empiris di Indonesia yang merupakan pelengkap atau lanjutan penelitian Fitriani dan Utama (2001) dan Persson dan Ståhlberg (2006) mengenai evaluasi kinerja portofolio yang dibentuk oleh data pasar dan akuntansi.

### 1.6. SISTEMATIKA PENULISAN

Penulisan Karya Akhir ini dibagi menjadi lima bab pembahasan, yang secara garis besar rinciannya adalah sebagai berikut:

#### BAB I. PENDAHULUAN

Menguraikan latar belakang, pokok masalah dan tujuan penelitian, pertanyaan penelitian, manfaat penelitian, dan sistematika penulisan.

#### BAB II. LANDASAN TEORI

Pembahasan teori dan penelitian-penelitian terdahulu yang berkaitan dengan penulisan karya akhir ini baik penelitian yang telah dilakukan di luar negeri maupun yang di dalam negeri.

### BAB III. METODOLOGI PENELITIAN

Pada bagian ini akan dibahas mengenai ruang lingkup penelitian, metode pengumpulan data dan sumber-sumber data, hipotesis, dan model yang pembentukan portofolio yang digunakan.

### BAB IV. PEMBAHASAN

Bab ini berisikan hasil olah data dan Analisis olah data .

### BAB V. KESIMPULAN DAN SARAN

Berisi penutup atas penelitian ini, kesimpulan, keterbatasan penelitian, dan saran perbaikan.

