

# PENGARUH BEBERAPA RASIO KEUANGAN TERHADAP HARGA SAHAM, STUDY EMPIRIS PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

Abdonsius Sitanggang, SE, M.Si, Ak

## ABSTRAK

*Abdonsius Sitanggang. This study wants to analyze the influence of fundamental factors on stock prices listed manufacturing in Indonesia Stock Exchange with the observation period 2004 to 2006. Fundamental analysis is used to assess the feasibility of investing in the stock because it can generate the variables that determine stock prices in the future. Valuation concept stocks with fundamental analysis will yield information about whether a particular stock worth buying or not feasible, based on the opportunity to generate returns. To perform this analysis, it would require the company's financial data and other data related to the concept of stock valuation. One source of information that can be used is the company's financial statements. Pmecahan study focused on the issue of corporate fundamental factors jointly influence the stock price of companies manufacturing in Indonesia Stock Exchange and what factors affect the price of the most dominant share of manufacturing companies in Indonesia Stock Exchange. The study aimed to determine the influence of fundamental factors together (simultaneously) on stock prices of manufacturing companies in Indonesia Stock Exchange and to determine the factors that most influence the predominantly manufacturing company's stock price in the Indonesia Stock Exchange. The results showed that the six independent variables are return on equity (ROE), debt to equity ratio (DER), net book value (NVB), dividend payout ratio (DPR), dividend growth (GTH) and the expected rate of return (KSS) significantly influence the company's stock price is publicly traded on the Indonesia Stock Exchange with a coefficient value of R-squared = 0.828758 and Adjusted R-squared = 0.821720 with 0.0000 significance. These results indicate that all six variables are taken into consideration appropriate to analyze the stock prices of publicly traded companies in Indonesia Stock Exchange. The most dominant factor affecting the stock price of publicly traded companies in Indonesia Stock Exchange is the net book value (NBV) with kefsien value of 0.647716. The analysis of this study indicate that the parties - stakeholders should consider the variable return on equity (ROE), debt to equity ratio (DER), net book value (NVB), dividend payout ratio (DPR), dividend growth (GTH) and the expected benefits (KSS) in making decisions.*

## PENDAHULUAN

### Latar Belakang

Salah satu fungsi pasar modal adalah sebagai sarana untuk memobilisasi dana ke berbagai sektor yang melaksanakan investasi. Kriteria utama yang diisyaratkan investor untuk bersedia menyalurkan dananya melalui pasar modal adalah keamanan, berinvestasi dan kesempatan untuk memperoleh *return*. *Return* sebagai ukuran akan hasil yang diperoleh investor memiliki peran yang sangat signifikan dalam menentukan nilai suatu investasi (Linda, 2005).

Salah satu ciri khas pasar modal adalah ketidakpastian akan kualitas produk yang ditawarkan. Misalnya suatu perusahaan yang menerbitkan obligasi, beberapa saat kemudian gagal membayar bunga dan pokok pinjaman, bahwa obligasi tersebut adalah salah satu produk yang ditawarkan pasar modal yang dikategorikan tidak berkualitas karena tidak dapat memberikan hasil sebagaimana diharapkan investor. Sebaliknya bila perusahaan yang menerbitkan obligasi mampu membayar kewajibannya berupa pembayaran bunga dan pokok pinjaman secara tepat waktu, maka produk tersebut dikategorikan sebagai produk yang berkualitas. Untuk meminimumkan ketidakpastian tersebut, maka diperlukan suatu analisis yang cermat untuk meminimalisir kerugian investor resiko kerugian.

Situasi ketidakpastian mendorong investor yang rasional untuk selalu mempertimbangkan resiko dan hasil yang diharapkan (*expected return*). Gambaran resiko dan *expected return* dari suatu saham dapat dinilai berdasarkan informasi yang bersifat kuantitatif maupun bersifat kualitatif (Kurniawan, 2000). Selain itu, berbagai pertimbangan dan analisis yang akurat perlu dilakukan oleh investor sebelum membeli, menjual ataupun menahan saham untuk memperoleh tingkat *return* optimal yang diharapkan. Analisis dan pertimbangan yang akurat dapat dihasilkan melalui informasi yang jelas, wajar dan tepat waktu. Salah satu sumber informasi tersebut adalah melalui analisis laporan keuangan perusahaan yang *go public*.

Laporan keuangan yang sudah diaudit adalah hasil akhir dari proses akuntansi yang dirancang untuk menyediakan data dan informasi bagi calon investor, kreditor dan pemakai eksternal lainnya untuk pengambilan keputusan investasi, kredit, dan keputusan lainnya. Berbagai hasil studi telah membuktikan bahwa pengumuman laporan keuangan suatu perusahaan menghasilkan reaksi terhadap harga saham perusahaan di pasar modal. Informasi yang diperlukan oleh para investor di pasar modal tidak hanya informasi yang bersifat teknikal saja, akan tetapi juga informasi yang bersifat fundamental.

Analisis fundamental adalah analisis sekuritas yang menggunakan data fundamental dan faktor-faktor eksternal yang berhubungan dengan badan usaha (Bodie, 2005). Data fundamental meliputi kondisi intern perusahaan dan luar perusahaan. Informasi tentang perusahaan berhubungan dengan data keuangan, antara lain adalah rasio keuangan, data pangsa pasar, siklus bisnis dan sejenisnya (Sulistiawan, 2007). Sementara data faktor eksternal adalah seperti faktor ekonomi, faktor politik, kebijakan moneter dan kebijakan fiskal.

Dengan mempertimbangkan hasil analisis data tersebut, analisis fundamental menghasilkan penilaian terhadap harga saham. Bila hasil penilaian menunjukkan *overvalued*, saham tersebut dianggap dinilai lebih oleh para pelaku pasar. Sebaliknya, bila dinilai terlalu rendah atau *undervalued*, maka saham tersebut layak dibeli karena ada harapan akan memperoleh *capital gain* (Bodie, 2005).

Analisis fundamental memiliki horizon jangka panjang, karena selain menggunakan data historis (berupa laporan keuangan perusahaan), juga menggunakan data masa depan berupa estimasi terhadap berbagai variabel seperti variabel pertumbuhan perusahaan, perubahan ekonomi dimasa mendatang dan berbagai estimasi lainnya yang dianggap dapat mempengaruhi kinerja dan kelangsungan usaha (Sulistiawan, 2007).

Analisis fundamental digunakan untuk menilai kelayakan investasi pada saham karena dapat menghasilkan variabel-variabel yang menentukan harga saham di masa mendatang. Konsep penilaian saham dengan analisis fundamental akan menghasilkan informasi tentang apakah saham tertentu layak dibeli atau tidak layak, didasarkan pada kesempatan untuk menghasilkan *return*. Untuk melakukan analisis tersebut, maka diperlukan data-keuangan perusahaan dan data lainnya yang berhubungan dengan konsep penilaian saham.

Informasi keuangan yang disampaikan perusahaan bertujuan untuk mengurangi informasi asimetris (*asymetry information*). Melalui laporan keuangan perusahaan yang bebas dari salah saji yang material, investor dapat mengambil keputusan yang tepat dan cepat.

Chan, et al (2001), menyatakan bahwa *return* saham merefleksikan kandungan informasi laporan keuangan seperti kualitas laba yang diukur dengan akrual. Hasil studi Bitner dan

Dolan (2000), menyatakan bahwa sebagian rasio keuangan perusahaan berpengaruh signifikan terhadap *return* investasi saham perusahaan.

Perkembangan pasar modal yang pesat menciptakan berbagai peluang atau alternatif investasi bagi investor. Di lain pihak, perusahaan saling bersaing untuk masuk dalam pasar modal untuk mendapatkan dana. Investor yang rasional akan menginvestasikan dananya pada sekuritas perusahaan yang memberikan hasil atau *return* positif. *Return* positif pada umumnya dapat diberikan oleh perusahaan dengan kinerja keuangan yang dinamis dan semakin baik. Perusahaan-perusahaan yang telah *go public* sangat perlu untuk meningkatkan kinerja keuangannya dan kemakmuran pemilik serta mempermudah perusahaan dalam meningkatkan sumber dana internal dan eksternal.

Perusahaan-perusahaan yang telah *go public* wajib memberikan informasi keuangan kepada pemegang saham, calon investor, dan investor. Laporan keuangan yang diterbitkan harus memuat informasi, khususnya rasio likuiditas, rasio aktivitas, rasio leverage dan rasio profitabilitas, yang digunakan untuk mengambil keputusan investasi. Dari laporan keuangan dapat diperoleh informasi tentang posisi, kinerja dan aliran kas perusahaan, serta informasi lain yang sangat berkaitan dengan keputusan investasi.

Informasi yang diperoleh dari laporan keuangan mempunyai kemampuan prediksi sehingga investor terbantu dalam mengambil keputusan investasi. Penyediaan informasi rasio keuangan secara transparan dan bertanggung jawab dengan sendirinya akan mendorong investor untuk berinvestasi pada pasar modal. Penyediaan informasi juga dapat menciptakan kemudahan pembiayaan perusahaan.

Manajer perusahaan dapat melakukan investasi dengan risiko tinggi, jika investasi tersebut berhasil maka harga saham perusahaan naik dan tingkat *return* pemegang saham naik, sebaliknya pemegang obligasi perusahaan memperoleh tingkat *return* yang tetap dalam bentuk pembayaran kupon obligasi. Sebaliknya jika investasi tersebut gagal maka harga saham perusahaan turun dan tingkat *return* pemegang saham negatif, sebaliknya nilai jaminan bagi pemegang obligasi perusahaan turun atau pembayaran obligasi kemungkinan akan gagal dan berisiko (Ross, 2005). Masalah seperti ini disebut *principal agent problem* yang menggambarkan bahwa derajat *risk aversion* dari manajer perusahaan relatif rendah. Hal ini menjelaskan bahwa informasi tentang sikap manajer perusahaan terhadap risiko juga sangat diperlukan oleh investor dan kreditur.

Peningkatan profitabilitas perusahaan sebagai salah satu ukuran kinerja keuangan, mengindikasikan peningkatan nilai ekuitas atau saham perusahaan. Indikator profitabilitas berarti telah memasukkan seluruh informasi kejadian yang tercakup dalam profitabilitas dengan penekanan pada periode sekarang, sehingga informasi profitabilitas dan informasi lainnya dapat digunakan untuk memprediksi apakah investasi pada saham perusahaan menghasilkan tingkat *return* yang positif pada masa mendatang. Penelitian yang berkaitan dengan kemampuan informasi rasio keuangan untuk memprediksi perubahan tingkat *return* investasi saham telah digunakan Wijayati dkk. (2005).

Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian Miller and Rock (2001), Sloan (1999) dan Beaver (2000). Penelitian ini berbeda dengan penelitian terdahulu karena model analisis dan kondisi ekonomi yang relatif berbeda serta objek dan tahun yang berbeda. Informasi tentang faktor-faktor fundamental seperti Return On Equities (ROE), Debt to Equity Ratio (DER), Net Book Value (NBV), Dividend Payout Ratio (DPR), Dividend Growth (GTH), Tingkat Keuntungan yang diharapkan (KSS) dan kondisi ekonomi dan politik yang mempengaruhi harga saham, dapat digunakan oleh pengambil keputusan investor dan kreditur dalam memilih investasinya sehingga dapat menghasilkan *return*.

### Perumusan Masalah

Analisis pengaruh beberapa rasio keuangan atau beberapa faktor fundamental seperti : Return On Equities (ROE), Debt to Equity Ratio (DER), Net Book Value (NBV), Dividend Payout Ratio (DPR), Dividend Growth (GTH), Tingkat Keuntungan yang diharapkan (KSS) terhadap harga saham akan memberikan informasi penting tentang variabel-variabel yang harus dipertimbangkan oleh investor maupun calon investor dalam melakukan investasi di pasar modal. Dari uraian diatas, peneliti merumuskan masalah sebagai berikut:

1. Apakah Return On Equities (ROE), Debt to Equity Ratio (DER), Net Book Value (NBV), Dividend Payout Ratio (DPR), Dividend Growth (GTH), Tingkat Keuntungan yang diharapkan (KSS) secara bersama-sama berpengaruh terhadap harga saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?
2. Faktor-faktor apa yang paling dominan mempengaruhi harga saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?

### Landasan Teori

#### Pengembangan Model, Teori dan Hipotesis

Analisis rasio-rasio keuangan adalah analisis yang dilakukan terhadap perusahaan itu sendiri yang menyangkut prospek pertumbuhan dan kemampuan memperoleh keuntungan, yang disebut juga analisis fundamental (Bodie, 3005). Beberapa faktor fundamental yang dipilih dalam penelitian ini adalah: Return On Equities (ROE), Debt to Equity Ratio (DER), Net Book Value (NBV), Dividend Payout Ratio (DPR), Dividend Growth (GTH), Tingkat Keuntungan yang diharapkan (KSS). Rasio prospek pertumbuhan dan kemampuan memperoleh keuntungan dalam penelitian ini adalah: Return On Investment (ROI), Debt to Equity Ratio (DER), Net Book Value (NBV), Dividend Payout Ratio (DPR), Dividend Growth (GTH) dan Tingkat Keuntungan yang disyaratkan (KSS).

Model yang dikembangkan untuk melihat sejauh mana pengaruh faktor-faktor fundamental terhadap nilai saham adalah dengan *constant growth model*:

$$V = \frac{D_1}{k_s - g}$$

- dimana :
- V = nilai instrinsik saham (harga saham).
  - $D_1$  = dividen yang dibayarkan pada periode 1
  - g = tingkat pertumbuhan dividen
  - $k_s$  = tingkat return yang diisyaratkan oleh investor.

Persamaan ini menunjukkan bahwa harga saham dipengaruhi oleh dividen periode 1 atau  $D_1$ , tingkat keuntungan yang diisyaratkan investor atau  $k_s$  dan tingkat pertumbuhan dividen atau g. Dividen pada periode tertentu diperoleh dari laba bersih setelah pajak setelah dikurangi dengan laba ditahan dan dirumuskan sebagai berikut:

$$D_1 = E_1 (1 - b)$$

Dimana b adalah *retention rate* atau persentase laba ditahan. Persamaan ini menunjukkan bahwa dividen pada periode 1 adalah sebesar laba bersih setelah pajak setelah dikurangi dengan laba ditahan atau b. Hal ini menggambarkan bahwa besaran dividen pada periode tertentu akan dipengaruhi oleh keputusan dividen atau dividen payout ratio yaitu 1-b.

Tingkat pertumbuhan dividen atau g dapat diperoleh dengan mengalikan ROE dengan *retention rate* atau b, atau dirumuskan sebagai berikut:

$$g = ROE \times b$$

Berdasarkan persamaan diatas, maka penilaian saham dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$V = \frac{E_1 (1-b)}{k_s - (ROE \times b)}$$

dimana :  $E_1$  = *Earning Pershare* atau laba per lembar saham  
 $b$  = *retention rate* atau persentase laba ditahan  
 $1-b$  = *payout ratio* atau persentase dividen yang dibagikan  
 $k_s$  = tingkat return yang diisyaratkan investor

Persamaan ini menunjukkan bahwa harga saham secara spesifik terlihat dipengaruhi oleh *earning pershare*, *dividen payout ratio*, tingkat keuntungan yang diisyaratkan investor dan pertumbuhan dividen. *Earning pershare* dapat dihitung dari perkalian antara *return on equity* (ROE) dengan *book value* (BV) yang dirumuskan:

$$EPS = ROE \times BV$$

Dimana BV adalah *Book Value* atau nilai buku ekuitas, sehingga persamaan diatas dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$V = \frac{ROE \times BV (1-b)}{k_s - (ROE \times b)}$$

Persamaan menunjukkan bahwa apabila *earning pershare*, *book value*, *dividend payout ratio* dan *dividend growth* (g) atau pertumbuhan dividen berhubungan positif terhadap harga saham. Artinya, bila *earning pershare*, *book value*, *dividend payout ratio* dan *dividend growth* (g) atau pertumbuhan dividen naik, maka harga saham akan naik dengan asumsi faktor-faktor lain konstan. Disisi lain bila tingkat keuntungan yang diisyaratkan ( $k_s$ ) mempunyai hubungan yang negatif. Artinya bila tingkat keuntungan yang diisyaratkan ( $k_s$ ) naik, maka harga saham akan turun.

*Return On Equity* merupakan perkalian antara *Return On Asset* dengan *leverage* yang dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$ROE = ROA \times Leverage$$

Sedangkan *Return On Asset* (ROA) atau rentabilitas asset diperoleh dari perkalian antara tingkat perputaran asset dengan *profit margin*, yaitu:

$$ROA = TAT \times PM$$

$$TAT = \frac{S}{TA}, \text{ sedangkan } PM = \frac{NI}{S}$$

dimana: TAT = *Total Asset Turn Over* ( tingkat perputaran total aktiva)  
 $S$  = *Sales* (penjualan)  
 $TA$  = *Total Asset* (total aktiva)  
 $PM$  = *Profit Margin* (margin laba)  
 $NI$  = *Net Income* (laba bersih)

Dengan demikian, persamaan ROA dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$ROA = TAT \times \frac{NI}{S}$$

Dengan melakukan substitusi persamaan dengan akan diperoleh hasil sebagai berikut :

$$ROE = TAT \times \frac{NI}{S} (1 + D/E)$$

dimana  $D/E$  adalah rasio *leverage*. Persamaan ini menjelaskan bahwa jika *total asset turn over* (TAT) atau perputaran total aktiva dan *net income* (NI) laba bersih naik maka nilai saham naik dan jika *Debt to Equity* ( $D/E$ ) naik maka nilai saham juga akan naik sehingga TAT dan  $D/E$  mempunyai hubungan yang positif terhadap harga saham.

Substitusi pada persamaan diatas yaitu  $ROE = TAT \times \frac{NI}{S}(1 + D/E)$  dengan

$V = \frac{ROE \times BV(1-b)}{k_s - (ROE \times b)}$ , maka diperoleh persamaan sebagai berikut :

$$V = \frac{\left[ TAT \times \frac{NI}{S}(1 + D/E) \right] BV(1-b)}{k - ROE \times b}$$

Persamaan menjelaskan bahwa harga saham secara fundamental adalah fungsi dari *return on equity* (ROE) atau rentabilitas equitas, *debt to equity ratio* (D/E) atau rasio utang terhadap ekuitas, *book value* (BV) atau nilai buku, *dividend payout ratio* (DPR) atau rasio pembayaran dividen, *dividend growth* (g) atau tingkat pertumbuhan dividen dan tingkat kapitalisasi ( $k_s$ ) dan dirumuskan sebagai berikut:

$$V = f(ROE, D/E, BV, DPR, g, k_s)$$

Persamaan ini menunjukkan bahwa faktor-faktor fundamental perusahaan seperti *return on equity* (ROE) atau rentabilitas equitas, *debt to equity ratio* (D/E) atau rasio utang terhadap ekuitas, *book value* (BV) atau nilai buku, *dividend payout ratio* (DPR) atau rasio pembayaran dividen, *dividend growth* (g) atau tingkat pertumbuhan dividen dan tingkat kapitalisasi ( $k_s$ ) akan merupakan variable yang akan mempengaruhi harga saham.

Harga saham atau nilai saham merupakan nilai sekarang dari aliran kas di masa mendatang. Harga saham atau nilai saham dapat ditentukan berdasarkan nilai buku (*book value*), nilai pasar (*market value*) dan nilai intrinsik (*intrinsic value*). Nilai buku (*book value*) merupakan nilai yang tertera dalam neraca yang dihitung dengan cara membagi total seluruh ekuitas atau modal sendiri dengan jumlah lembar saham yang beredar (*OutStanding Shares*). Harga pasar atau nilai pasar merupakan harga jual saham di pasar. Sedangkan nilai intrinsik atau sering disebut dengan nilai teoritis adalah harga yang ditentukan setelah mempertimbangkan faktor-faktor mempengaruhi nilai saham.

Tujuan utama analisis nilai intrinsik adalah untuk mengetahui harga sesungguhnya dari suatu saham pada periode tertentu dengan mempertimbangkan faktor-faktor fundamental. Dengan mengetahui nilai intrinsik saham, dapat diperoleh apakah suatu saham *over price* atau *under price*. Jika saham *under price* berarti pasar gagal atau tidak menemukan adanya faktor-faktor yang membenarkan harganya harus lebih tinggi artinya nilai sekuritas lebih tinggi dari pada harga jualnya. Namun setelah investor menyadari situasi tersebut misalnya karena manajemen mengumumkan *earning per share* lebih tinggi dari yang diharapkan, para investor akan membeli saham, sehingga mengakibatkan harga saham naik. Investor yang membeli saham pada saat *under price* akan mendapat keuntungan, sebaliknya yang membeli pada saat saham *over price* akan menderita rugi. Sementara investor yang telah sebelumnya memiliki saham dalam portofolionya, jika saham *over price* maka investor tersebut akan segera melepas atau menjual sahamnya, dan jika *under price* akan tetap mempertahankannya.

Pendekatan penilaian harga saham dapat digunakan dengan berbagai model, seperti *the zero growth model* (model pertumbuhan nol), *the constant growth model* (model pertumbuhan konstan), *the multiple growth model* (model pertumbuhan ganda), *the finite holding period model* dan *the price earnings model* (Bodi, Kane and Markus, 2005).

*The Zero-Growth Model* (model pertumbuhan nol) mengasumsikan bahwa pertumbuhan dividen pada waktu tak terhingga sama dengan nol, artinya besaran dividen setiap periode adalah sama, yaitu:

$$D_0 = D_1 = D_2 = \dots = D_\infty$$

Dimana D adalah besaran dividen. Nilai sekarang dari dividen dengan model pertumbuhan nol adalah:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_0}{(1+k)^t} = D_0 \sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(1+k)^t} = \frac{D_1}{k}$$

Dimana k adalah tingkat diskonto bebas resiko dari arus kas atau dividen. Substitusi nilai saham (V) dengan harga pasar saham (P) sekarang, *fairly price*, maka tingkat diskonto bebas resiko atau *internal rate of return* adalah:

$$k = \frac{D_1}{P}$$

Persamaan ini menjelaskan bahwa semakin tinggi dividen, maka nilai saham akan semakin tinggi, sebaliknya, semakin tinggi tingkat diskonto bebas resiko akan mengakibatkan nilai saham yang semakin rendah. Jika  $V > P$ , maka kondisi ini disebut *underprice* dan menjadi signal yang baik untuk membeli saham. Sebaliknya, jika  $V < P$  maka kondisi ini disebut *overprice* atau signal untuk menjual saham.

The *constant growth model* (model pertumbuhan konstan) mengasumsikan bahwa pertumbuhan dividen pada waktu tak terhingga adalah konstan, artinya pertumbuhan dividen sama setiap periode sampai waktu tak terhingga, yaitu:

$$D_t = D_1 (1+g)^{t-1} = D_0 (1+g)^t$$

Dimana g adalah pertumbuhan dividen konstan. Nilai sekarang dari dividen dengan model pertumbuhan nol adalah:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_0 (1+g)^t}{(1+k)^t} = D_0 \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(1+g)^t}{(1+k)^t} = D_0 \left( \frac{1+g}{k-g} \right)$$

Persamaan ini menjelaskan bahwa semakin tinggi dividen dan pertumbuhan dividen, maka nilai saham akan semakin tinggi dan sebaliknya semakin tinggi tingkat diskonto bebas resiko, maka semakin rendah nilai saham.

The *Multiple-Growth Model* mengasumsikan bahwa pertumbuhan dividen konstan sampai periode waktu T, dan setiap investor dapat meramalkan waktu T, yaitu:

$$V_{t-} = \sum_{i=1}^T \frac{D_i}{(1+k)^i}, \quad V_T = D_{T+1} \left( \frac{1}{k-g} \right), \quad \text{dan} \quad V_{T+} = V_T \left( \frac{1}{(1+k)^T} \right)$$

Dari persamaan ini diperoleh bahwa nilai saham (V) merupakan penjumlahan nilai saham  $V_{T-}$  dan  $V_{T+}$ , yaitu:

$$V = V_{T-} + V_{T+} = \sum_{i=1}^T \frac{D_i}{(1+k)^i} + \frac{D_{T+1}}{(k-g)(1+k)^T}$$

Persamaan ini menjelaskan empat faktor penting dalam penilaian saham, yaitu dividen pada periode t, dividen periode T+1, tingkat diskonto bebas resiko dan tingkat pertumbuhan dividen konstan. Semakin tinggi dividen dan pertumbuhan dividen konstan dan semakin lama memegang saham, maka semakin tinggi nilai saham. Sebaliknya semakin tinggi tingkat diskonto bebas resiko, maka semakin rendah nilai saham.

The *Finite Holding Period Model* mengasumsikan bahwa investor memegang saham dengan waktu terbatas. Arus kas pembelian saham diharapkan dapat ditutupi oleh arus kas dividen dan arus kas penjualan saham periode berikutnya, yaitu:

$$V = \frac{D_1 + P_1}{1+k}, \text{ dimana } P_1 = \frac{D_2}{1+k} + \dots = \sum_{i=2}^{\infty} \frac{D_i}{(1+k)^{i-1}}$$

Persamaan ini menjelaskan bahwa semakin tinggi dividend an ekspektasi harga, maka nilai saham akan semakin tinggi, dan sebaliknya semakin tinggi tingkat diskonto bebas resiko, maka nilai saham akan semakin rendah.

Keempat model penilaian saham di atas belum menunjukkan hubungan yang eksplisit antara nilai saham dengan informasi laporan keuangan. Penjelasan hubungan secara eksplisit antara nilai saham dengan informasi laporan keuangan sangat penting untuk menjelaskan pembentukan harga saham. Untuk itu digunakan model rasio harga terhadap laba atau disebut dengan *the price - earning ratio model*. Model *the price-earning model* menyatakan bahwa harga saham dan tingkat keuntungan saham ditentukan oleh rasio selisih harga jual dan harga pembelian saham ditambah dividen dengan harga pembelian, yang dirumuskan dengan:

$$P_1 = \frac{P_1}{E_1} \times E_1$$

Dimana  $E_1$  adalah ekspektasi *earnings per share*, sehingga ekspektasi dividen per lembar saham merupakan perkalian antara *dividend payout ratio* dengan *earnings per share*, yaitu:

$$D_i = P_i \times E_i$$

Dari persamaan ini ditunjukkan bahwa nilai saham sampai waktu tak terhingga merupakan perkalian antara *dividend payout ratio* ( $p_i = D_i/E_i$ ) dan *earnings per share*, yaitu:

$$V = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{p_i E_i}{(1+k)^i}$$

*Earnings per share* periode  $t$  merupakan perkalian antara *earnings per share* periode  $t-1$  dengan tingkat pertumbuhan dividen pada periode  $t$ .

Berbagai penelitian terdahulu menunjukkan bahwa informasi laporan keuangan perusahaan yang akurat dan cepat menjadi penting dalam menganalisis pergerakan harga saham di bursa efek. Assih dan Gudono, (2000) menyatakan bahwa informasi laba dalam laporan keuangan merupakan variabel penting dalam menentukan pergerakan harga saham. Sutrisno, (2001) menyatakan jika pasar bereaksi dengan cepat dan akurat untuk mencapai harga keseimbangan baru yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang ada, maka kondisi pasar yang seperti ini dikatakan sebagai pasar yang efisien. Reaksi pasar terhadap informasi laba yang telah diumumkan, baik oleh perusahaan perata laba maupun yang bukan perata laba menunjukkan perubahan harga saham.

Salno dan Baridwan, (2000) menguji faktor-faktor yang mempengaruhi perataan laba serta keterkaitannya dengan kinerja saham. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa informasi laba mempengaruhi harga saham. Francis dan Schipper (2001), menunjukkan bahwa aktiva dan kewajiban berhubungan dengan harga saham. Hasil penelitian Ohlson (1999), membuktikan bahwa nilai buku dan profitabilitas perusahaan memiliki hubungan yang kuat terhadap harga saham.

Hasil studi Sloan (1999), menunjukkan bahwa harga saham bereaksi jika investor percaya pada *earning*. Kormedi dan Lipe (2001) menguji hubungan antara perubahan laba dan persistensi laba dengan return saham. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa koefisien respon laba berkorelasi positif terhadap return saham.

Dechow (1999), meneliti laba akuntansi dan arus kas sebagai ukuran dalam menilai kinerja perusahaan. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa laba akuntansi merupakan ukuran penilaian kinerja perusahaan. Ball dan Brown (1998), menyatakan bahwa informasi yang terkandung dalam laporan keuangan berkorelasi dengan return saham residual.

Hasil penelitian Beaver (2000) menyimpulkan bahwa informasi yang dihasilkan laporan keuangan berupa rasio-rasio keuangan mempunyai pengaruh yang positif terhadap variabilitas perubahan harga saham. Sandiyani dan Aryati (2001) melakukan penelitian untuk mengetahui hubungan antara variabel informasi keuangan dengan kemampuan prediksi perubahan laba dan arus kas untuk satu tahun ke depan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa informasi keuangan mempunyai hubungan yang kuat. Wijayanti dkk. (2005), menemukan bahwa informasi keuangan dapat digunakan untuk memprediksi perubahan laba, baik sebelum maupun sesudah krisis moneter.

Penelitian mengenai manfaat rasio keuangan sudah banyak dilakukan. Ou dan Penman (1999) memprediksi return saham dengan menggunakan *stepwise regression*. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa rasio keuangan seperti rasio likuiditas, rasio *leverage*, rasio aktivitas dan rasio profitabilitas mempunyai pengaruh yang signifikan untuk memprediksi return saham. Machfoed (2001), menguji manfaat rasio keuangan dalam memprediksi perubahan laba perusahaan di masa depan. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa rasio keuangan signifikan sebagai variabel dalam memprediksi perubahan laba di masa datang. Hasil penelitian Asyik dan Soelistyo (2000), menunjukkan bahwa rasio keuangan merupakan *discriminator* yang signifikan dalam memprediksi laba di masa yang akan datang. Miller and Rock (2001) menemukan bahwa pengumuman dividen melalui laporan keuangan perusahaan membawa sinyal yang berarti dalam pengambilan keputusan oleh investor yang tercermin dalam harga saham.

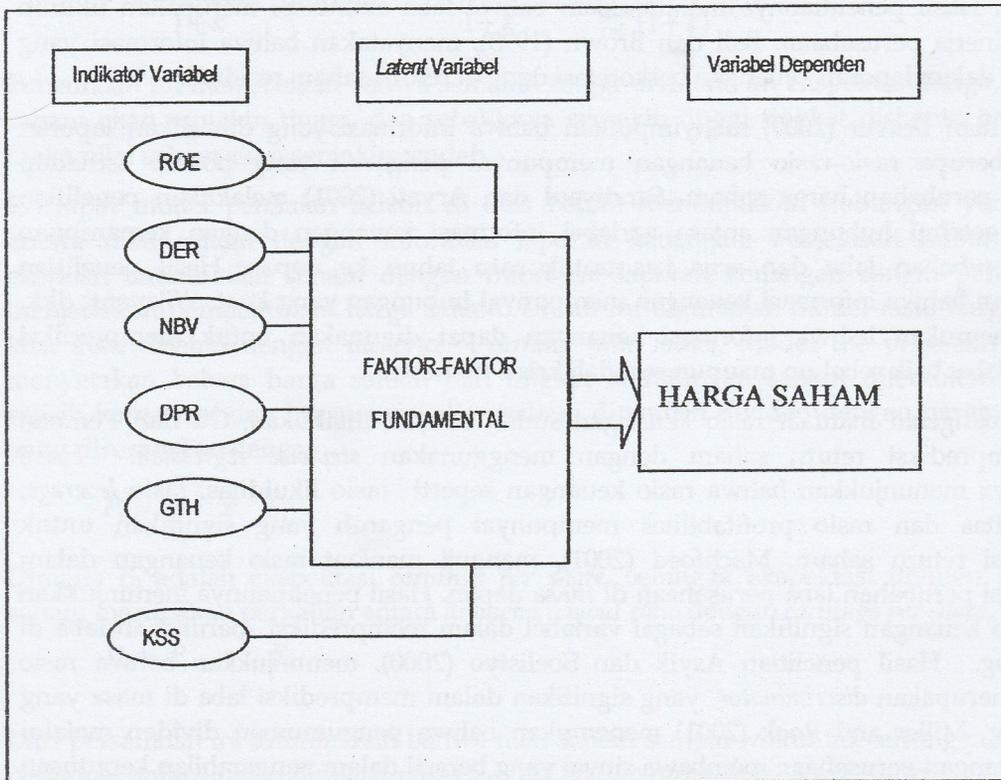
Berdasarkan kajian teoritis di atas, maka Model penelitian atau kerangka pemikiran untuk menganalisis pengaruh Return On Equities (ROE), Debt to Equity Ratio (DER), Net Book Value (NBV), Dividend Payout Ratio (DPR), Dividend Growth (GTH), Tingkat Keuntungan yang diharapkan (KSS) terhadap harga saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dapat digambarkan model gambar dan persamaan regresi berganda. Dari 7 (tujuh) variabel terdapat 1 (satu) variabel terikat, yaitu harga saham dan 6 (enam) variabel bebas, yaitu *return on equity* (ROE), *debt to equity* (DER), *book value* (NBV), *dividend payout ratio* (DPR), *dividend growth* (GTH) dan tingkat keuntungan yang diisyaratkan (KKS).

### Hipotesis

Dari penjelasan di atas bahwa *return on equity* (ROE) atau rentabilitas ekuitas, *debt to equity ratio* (DER) atau rasio utang terhadap ekuitas, *book value* (NBV) atau nilai buku, *dividend payout ratio* (DPR) atau rasio pembayaran dividen, *dividend growth* (GTH) atau tingkat pertumbuhan dividen dan tingkat keuntungan yang diisyaratkan investor (KKS), mempunyai hubungan kausal dengan harga saham perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Berdasarkan hubungan kausal tersebut dirumuskan hipotesis penelitian sebagai berikut:

- H1: Faktor-faktor fundamental yang terdiri dari: *return on equity* (ROE), *debt to equity ratio* (DER), *net book value* (NBV), *dividend payout ratio* (DPR), *dividend growth* (GTH) atau tingkat dan tingkat keuntungan yang diisyaratkan investor (KSS), secara bersamaan (simultan) berpengaruh secara signifikan terhadap harga saham perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia.
- H2: Diduga bahwa variabel *net book value* (NBV) paling dominan mempengaruhi harga saham perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia.

Gambar model atau kerangka pikir penelitian



### METODE PENELITIAN

Metode penelitian yang digunakan adalah metode deskriptif, yaitu metode yang mendeskripsikan (mengambarkan) secara umum harga saham perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian dan kemudian mengambil suatu kesimpulan khusus.

Analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah menggunakan pendekatan regresi linier berganda melalui hubungan kausal antar variabel bebas atau variabel independen, yaitu *return on equity* (ROE) atau rentabilitas equitas, *debt to equity ratio* (DER) atau rasio utang terhadap ekuitas, *book value* (NBV) atau nilai buku, *dividend payout ratio* (DPR) atau rasio pembayaran dividen, *dividend growth* (GTH) atau tingkat pertumbuhan dividen dan tingkat keuntungan yang diisyaratkan investor (KSS) dengan memasukkan suatu variabel *dummy*. Sedangkan variabel terikat atau variabel dependen, yaitu harga saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

#### Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia mulai tahun 2004 - 2006. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling*, yaitu pengambilan sampel berdasarkan kriteria tertentu, (Cooper, 2006).

#### Operasionalisasi Variabel

Klasifikasi variabel yang digunakan dalam penelitian adalah variabel bebas atau variabel independen dan variabel terikat atau variabel dependen.

Definisi operasional variabel independen dan variabel dependen masing-masing dirumuskan sebagai berikut:

1. Variabel independen atau variabel bebas

- a. *Return on equity* (ROE) atau rentabilitas ekuitas yaitu tingkat pengembalian ekuitas atas perolehan laba bagi pemegang saham selama periode akuntansi. Dalam penelitian ini, *return on equity* (ROE) diformulasikan sebagai berikut:

$$ROE = TAT \times \frac{NI}{S} (1 + DER)$$

Dimana: ROE = *Return On Equity* atau rentabilitas ekuitas dalam persentase

TAT = *Total Asset Turn Over* atau perputaran total aktiva dalam frekuensi perputaran

NI = *Net Income* atau laba bersih dalam rupiah

S = *Sales* atau Penjualan dalam rupiah

DER = *Debt to Equity* atau perbandingan utang jangka panjang terhadap Ekuitas dalam persentase.

- b. *Debt to equity ratio* (DER) atau rasio utang terhadap ekuitas yaitu perbandingan utang jangka panjang terhadap ekuitas yang diukur dalam persentase dengan:

$$DER = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Ekuitas}}$$

- c. *Book value* (NBV) atau nilai buku yaitu jumlah lembar saham yang beredar dikali dengan nominal saham yang diukur dengan satuan rupiah.

- d. *Dividend payout ratio* (DPR) yaitu rasio pembayaran dividen yang diukur dengan satuan persentase.

$$DPR = 1 - b$$

dimana b adalah persentase laba ditahan

- e. *Dividend growth* (GTH) yaitu tingkat pertumbuhan dividen yang diukur dengan satuan persentase. Pertumbuhan dividen diperoleh dengan persamaan:

$$GTH = ROE \times b$$

- f. Tingkat keuntungan yang diisyaratkan investor merupakan *opportunity cost* atau biaya *opportunity* yang diprosikan dengan tingkat suku bunga Bank Indonesia (KSS).

2. Variabel dependen atau variabel terikat adalah harga saham pada waktu penutupan atau *closing price* (CLP) aktivitas di Bursa Efek Indonesia yang datanya diambil per 31 Desember dengan satuan rupiah.

#### Teknik Analisis Data

Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan model regresi linier berganda, yang dirumuskan sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{LOG (CLP)} = & C(1) + C(2) \cdot \text{LOG(ROE)} + C(3) \cdot \text{(DER)} + C(4) \cdot \text{LOG(NBV)} \\ & + C(5) \cdot \text{LOG(DPR)} + C(6) \cdot \text{LOG(GTH)} + (1 - C(4) - C(5) - \\ & + C(7) \cdot \text{LOG(KSS)} + C(8) \cdot \text{DUP} \end{aligned}$$

dimana: C(1) = konstanta

C(2), C(3), C(4), C(5), C(6), C(7), C(8) = nilai koefisien masing-masing variabel, dan DUP adalah *dummy*.

Persamaan dalam penelitian ini menggunakan logaritma natural. Pengujian hipotesis statistik secara parsial menggunakan *t-statistic* yang dirumuskan sebagai berikut:

1.  $H_0 : H_0: C(2) = 0$ , artinya ROE tidak berpengaruh terhadap harga saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

$H_1: C(2) > 0$ , artinya ROE berpengaruh positif terhadap harga saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

2.  $H_0: C(3) = 0$ , artinya DER tidak berpengaruh terhadap harga saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

$H_1: C(3) \neq 0$ , artinya DER berpengaruh positif terhadap harga saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia bila jumlah utang belum optimal dan berpengaruh negatif bila jumlah utang sudah optimal.

3.  $H_0: C(4) = 0$ , artinya NBV tidak berpengaruh terhadap harga saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

$H_1: C(4) > 0$ , artinya NBV berpengaruh positif terhadap harga saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

4.  $H_0: C(5) = 0$ , artinya DPR tidak berpengaruh terhadap harga saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

$H_1: C(5) > 0$ , artinya DPR berpengaruh positif terhadap harga saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

5.  $H_0: C(6) = 0$ , artinya *dividend growth* (GTH) tidak berpengaruh terhadap harga saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

$H_1: C(6) > 0$ , artinya *dividend growth* (GTH) berpengaruh positif terhadap harga saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

6.  $H_0: C(7) = 0$ , artinya tingkat keuntungan yang diisyaratkan investor (KSS) tidak berpengaruh terhadap harga saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

$H_1: C(7) < 0$ , artinya tingkat keuntungan yang diisyaratkan investor (KSS) berpengaruh terhadap harga saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Pengujian Hipotesis statistik secara bersama-sama atau secara simultan dirumuskan sebagai berikut:

a.  $H_0: C(2), C(3), C(4), C(5), C(6), C(7) = 0$ , artinya *return on equity* (ROE) atau rentabilitas ekuitas, *debt to equity ratio* (DER) atau rasio utang terhadap ekuitas, *book value* (NBV) atau nilai buku, *dividend payout ratio* (DPR) atau rasio pembayaran dividen, *dividend growth* (GTH) atau tingkat pertumbuhan dividen dan tingkat keuntungan yang diisyaratkan investor (KSS) secara bersama-sama atau secara simultan tidak berpengaruh terhadap harga saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

b.  $H_1: C(2), C(3), C(4), C(5), C(6), C(7) \neq 0$ , artinya *return on equity* (ROE) atau rentabilitas ekuitas, *debt to equity ratio* (DER) atau rasio utang terhadap ekuitas, *book value* (NBV) atau nilai buku, *dividend payout ratio* (DPR) atau rasio pembayaran dividen, *dividend growth* (GTH) atau tingkat pertumbuhan dividen dan tingkat keuntungan yang diisyaratkan investor (KSS) secara bersama-sama atau secara simultan berpengaruh terhadap harga saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Tingkat signifikan yang digunakan  $\alpha = 5$  persen, artinya  $H_0$  ditolak jika nilai mutlak t-statistic  $\geq t_{0,05 N-k}$  dan  $H_0$  tidak ditolak jika nilai mutlak t-statistic  $< t_{0,05 N-k}$ . dimana N dan k masing-masing adalah jumlah observasi dan jumlah variabel dalam penelitian ini. Nilai t-statistic adalah

$$t = \frac{b_i}{Se(b_i)}$$

Untuk memperoleh nilai yang tidak bias dan efisien dari model persamaan linier berganda, maka haruslah memenuhi asumsi-asumsi klasik yang mendasari model regresi linier berganda ([Gujarati, 2003; Manurung, Manurung, dan Saragih, 2005].

## Hasil Penelitian dan Pembahasan

Pengujian asumsi-asumsi model harga pasar saham sesuai dengan tipe data *time series* dan *cross-section* adalah pengujian asumsi klasik, yaitu: Uji normalitas, Uji multikolinieritas, Uji autokorelasi dan Uji heteroskedastisitas.

Uji asumsi normalitas menunjukkan hasil, dimana nilai *Jarque-Bera statistic* = 1.398407 dengan probabilitas 0.496981. Artinya hipotesis nol yang menyatakan *stochastic term error* adalah normal tidak ditolak, atau model harga pasar saham mengikuti asumsi normalitas. Uji asumsi normalitas ini menjelaskan bahwa nilai ekspektasi dari *stochastic term error* sama dengan nol atau estimasi model harga pasar saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia adalah relatif *valid*.

Uji asumsi multikolinieritas dari masing-masing variabel ROE, DER, NBV, DPR, GTH, KSS dan DUP diuji dengan *correlation matrix*, dimana *correlation matrix* lebih besar dari nilai mutlak 0.90 atau nilai VIF lebih besar dari 10 mengindikasikan masalah multikolinieritas yang serius. Hasil pengujian menunjukkan bahwa nilai mutlak *correlation matrix* antara variabel ROE, DER, NBV, DPR, GTH, KSS dan DUP lebih kecil dari 0.90 atau nilai VIF lebih kecil dari 10. Sehingga dapat dipastikan bahwa model harga pasar saham tidak mengalami masalah multikolinieritas.

Uji asumsi autokorelasi diuji dengan *Durbin-Watson* atau *d-statistic* dengan kriteria jika *d-statistic* lebih besar dari koefisien determinasi [ $R^2$ ] maka *stochastic term error* tidak mengalami masalah autokorelasi, sebaliknya jika *d-statistic* lebih kecil dari koefisien determinasi [ $R^2$ ] maka *stochastic term error* mengalami masalah autokorelasi. Hasil pengujian menunjukkan bahwa nilai *d-statistic* = 1.187604 dan  $R^2 = 0.828758$ , artinya nilai *d-statistic* lebih besar dari nilai  $R^2$  sehingga model harga pasar saham tidak mengalami masalah autokorelasi.

Uji Asumsi heteroskedastisitas diuji dengan *White Heteroscedasticity Test*, dimana kuadrat dari *stochastic term error* ( $RESID^2$ ) merupakan fungsi dari ROE,  $ROE^2$ , DER,  $DER^2$ , NBV,  $NBV^2$ , DPR,  $DPR^2$ , GTH,  $GTH^2$ , KSS,  $KSS^2$ , DUP dan  $DUP^2$ .

*White Heteroscedasticity Test* menggunakan signifikansi dari  $Obs \times R^2$  statistic. Apabila  $Obs \times R^2$  statistic signifikan pada tingkat  $\alpha = 5$  persen maka *stochastic term error* mengalami masalah heteroskedastisitas. Dari hasil pengujian diperoleh bahwa  $Obs \times R^2$  statistic = 18.593570 dengan probabilitas 0.101742, artinya *stochastic term error* dari model harga pasar saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tidak mengalami masalah heteroskedastisitas.

### Uji Hipotesis

Uji signifikansi statistik dan uji asumsi model harga pasar saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia mengindikasikan reliabilitas dan validitas model. Pemenuhan terhadap uji signifikansi statistik dan uji asumsi tersebut menjelaskan bahwa model dapat digunakan untuk memprediksi atau menentukan harga pasar saham. Dengan kata lain variabel independen ROE, DER, NBV, DPR, GTH, KSS sangat berperan dalam penentuan harga pasar saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Perkembangan harga pasar saham (CLP) ditentukan oleh *return* ekuitas (ROE), rasio hutang terhadap ekuitas (DER), nilai buku (NBV), rasio pembayaran dividen (DPR), tingkat pertumbuhan dividen (GTH) dan keuntungan yang diisyaratkan (KSS). Model harga pasar saham (CLP) yang dirumuskan adalah *model translog* dalam bentuk logaritma natural. Hasil pengujian nilai t menunjukkan bahwa nilai koefisien ROE, DER, NBV, DPR, GTH dan KSS signifikan pada tingkat  $\alpha = 0,05$  karena nilai probabilitas 0,0004 lebih kecil dari 0.05. Hasil

analisis harga pasar saham (CLP) mempunyai hubungan positif dengan *return* ekuitas (ROE), nilai buku saham (NBV), rasio pembayaran dividen (DPR) dan tingkat pertumbuhan dividen (GTH). Sebaliknya harga pasar saham (CLP) mempunyai hubungan negatif dengan rasio hutang dengan ekuitas (DER) dan keuntungan bebas risiko atau keuntungan yang diisyaratkan (KSS). Nilai koefisien KSS adalah negatif 0.062952, yaitu  $[1 - C(4) - C(5) - C(6)]$  dan nilai koefisien *dummy* harga pasar saham (DUP) adalah 1.053453 dan signifikan pada tingkat  $\alpha = 0,05$  dimana nilai probabilitas semua C lebih kecil dari 0,05, sebagaimana ditunjukkan pada tabel hasil olah data. Dengan demikian semua nilai koefisien penentu harga pasar saham sesuai dengan ekspektasi teori.

Tabel hasil uji statistik

Dependent Variable: LOG(CLP)				
Method: Least Squares				
Sample: 1 153				
Included observations: 153				
LOG(CLP) = C(1) + C(2)*LOG(ROE) + C(3)*LOG(DER) + C(4)*LOG(NBV) + C(5)*LOG(DPR) + C(6)*LOG(GTH) + (1-C(4)-C(5)-C(6))*LOG(KSS) + C(8)*DUP				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	1.141421	0.466966	2.444333	0.0157
C(2)	0.316588	0.123313	2.567357	0.0113
C(3)	-0.190610	0.057124	-3.336795	0.0011
C(4)	0.647716	0.055827	11.60225	0.0000
C(5)	0.216974	0.092533	2.344817	0.0204
C(6)	0.198262	0.095445	2.077238	0.0480
C(8)	1.053453	0.182533	5.771316	0.0000
R-squared	0.828758	Mean dependent var		6.873906
Adjusted R-squared	0.821720	S.D. dependent var		1.628329
S.E. of regression	0.687532	Akaike info criterion		2.133256
Sum squared resid	69.01426	Schwarz criterion		2.271903
Log likelihood	-156.1940	Durbin-Watson stat		1.187604

Sumber: Data diolah dengan EViews 4.1

Secara matematis hasil estimasi model harga pasar saham dirumuskan sebagai berikut:

$$CLP = \exp[1.141421 + 1.053453 \text{ DUP}] \text{ROE}^{0.316588} \text{DER}^{-0.190610} \text{NBV}^{0.647716} \text{DPR}^{0.216974} \text{GTH}^{0.198262} \text{KSS}^{0.062952}$$

Nilai koefisien DUP menjelaskan perbedaan nilai konstanta harga pasar saham perusahaan dengan nilai buku saham lebih besar dari Rp 2583 per lembar dengan perusahaan dengan nilai buku saham lebih kecil atau sama dengan Rp 2583 per lembar. Nilai konstanta harga pasar saham perusahaan dengan nilai buku saham lebih besar dari Rp 2583 per lembar adalah  $\exp[1.141421]$  atau 3.131215 dan konstanta harga pasar saham perusahaan dengan nilai buku saham lebih kecil atau sama dengan Rp 2583 per lembar adalah  $\exp[1.141421 + 1.053453]$  atau 8.978870. Indikator ini menjelaskan bahwa harga pasar saham dengan nilai buku lebih besar dari Rp 2583 per lembar adalah 2.867536 kali lebih tinggi dari harga pasar saham dengan nilai buku saham lebih rendah atau sama dengan Rp 2583 per lembar.

Pengujian hipotesis statistik secara parsial ditunjukkan sebagai berikut:

1.  $H_0 : H_0: C(2) = 0$ , artinya ROE tidak berpengaruh terhadap harga saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

$H_1: C(2) > 0$ , artinya ROE berpengaruh positif terhadap harga saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Berdasarkan hasil pengujian statistik menunjukkan bahwa nilai koefisien C(2) lebih besar dari nol yaitu sebesar 0.316588 dengan nilai t - statistik yaitu sebesar 2.567357, dengan tingkat signifikansi 0,0113 lebih kecil dari 0,05. Hasil ini menunjukkan bahwa ROE

- berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
2.  $H_0: C(3) = 0$ , artinya DER tidak berpengaruh terhadap harga saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.  
 $H_1: C(3) \neq 0$ , artinya DER berpengaruh terhadap harga saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, bila jumlah utang belum optimal dan berpengaruh bila jumlah utang sudah optimal.  
 Berdasarkan hasil pengujian statistik menunjukkan bahwa nilai koefisien  $C(3)$  sebesar -0.190610 tidak sama dengan nol dan nilai  $t$  - statistik sebesar -3.336795, dengan tingkat signifikansi 0,0011 lebih kecil dari 0,05. Hasil ini menunjukkan bahwa DER berpengaruh negatif dan signifikan terhadap harga saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
  3.  $H_0: C(4) = 0$ , artinya NBV tidak berpengaruh terhadap harga saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.  
 $H_1: C(4) > 0$ , artinya NBV berpengaruh terhadap harga saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.  
 Berdasarkan hasil pengujian statistik menunjukkan bahwa nilai koefisien  $C(4)$  sebesar 0.647716 lebih besar dari nol dan nilai  $t$  - statistik sebesar 11.60225, dengan tingkat signifikansi 0,0000 lebih kecil dari 0,05. Hasil ini menunjukkan bahwa NBV berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
  4.  $H_0: C(5) = 0$ , artinya DPR tidak berpengaruh terhadap harga saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.  
 $H_1: C(5) > 0$ , artinya DPR berpengaruh terhadap harga saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.  
 Berdasarkan hasil pengujian statistik menunjukkan bahwa nilai koefisien  $C(5)$  sebesar 0.216974 lebih besar dari nol dan nilai  $t$  - statistik sebesar 2.344817, dengan tingkat signifikansi 0,0204 lebih kecil dari 0,05. Hasil ini menunjukkan bahwa DPR berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
  5.  $H_0: C(6) = 0$ , artinya *dividend growth* (GTH) tidak berpengaruh terhadap harga saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.  
 $H_1: C(6) > 0$ , artinya *dividend growth* (GTH) berpengaruh terhadap harga saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.  
 Berdasarkan hasil pengujian statistik menunjukkan bahwa nilai koefisien  $C(6)$  sebesar 0.198262 lebih besar dari nol dan nilai  $t$  - statistik sebesar 2.077238, dengan tingkat signifikansi 0,0480 lebih kecil dari 0,05. Hasil ini menunjukkan bahwa GTH berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
  6.  $H_0: C(7) = 0$ , artinya tingkat keuntungan yang diisyaratkan investor (KSS) tidak berpengaruh terhadap harga saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.  
 $H_1: C(7) < 0$ , artinya tingkat keuntungan yang diisyaratkan investor (KSS) berpengaruh terhadap harga saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.  
 Berdasarkan hasil pengujian statistik dengan model analisis diperoleh nilai koefisien  $C(7)$  sebesar negatif -0.062952. Hasil ini menunjukkan bahwa variabel KSS yaitu tingkat suku bunga Bank Indonesia berpengaruh negatif terhadap harga saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Pengujian Hipotesis statistik secara bersama-sama atau secara simultan menunjukkan bahwa seluruh variabel bebas secara bersama-sama berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham manufaktur

yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hasil ini ditunjukkan oleh nilai *F-statistic* sebesar 2.933078 pada tingkat signifikansi 0.000850 yang lebih kecil dari 0.05.

### Pembahasan

Pada asumsi beberapa rasio keuangan yang menjadi variabel independen yang lainnya konstan, elastisitas *return* ekuitas (ROE) terhadap harga pasar saham (CLP) adalah 0.316588, artinya peningkatan *return* ekuitas sebesar 1 persen akan meningkatkan harga pasar saham sebesar 0.316588 persen. Informasi ini menjelaskan bahwa peningkatan kemampuan menghasilkan tingkat laba atau tingkat rentabilitas akan selalu mendorong peningkatan harga pasar saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Dengan kata lain perbaikan kinerja perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia akan mendorong peningkatan harga pasar saham atau keuntungan investor. Elastisitas rasio hutang dengan ekuitas (DER) terhadap harga pasar saham (CLP) adalah negatif 0.190610, artinya peningkatan rasio hutang dengan ekuitas (DER) sebesar 1 persen akan menurunkan harga pasar saham sebesar 0.190610 persen. Informasi ini menjelaskan bahwa peningkatan hutang telah menurunkan harga pasar saham, artinya struktur hutang perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sudah melewati batas optimal. Penurunan hutang perusahaan perlu dilakukan untuk meningkatkan harga pasar saham. Artinya penurunan hutang akan meningkatkan harga pasar saham atau ekspektasi *return* investasi. Lebih jauh dapat dikatakan bahwa kondisi rasio hutang dengan ekuitas perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2004-2006 telah mengakibatkan penurunan nilai kapitalisasi pasar.

Elastisitas nilai buku saham (NBV) terhadap harga pasar saham (CLP) adalah 0.647716, artinya peningkatan nilai buku saham sebesar 1 persen akan meningkatkan harga pasar saham sebesar 0.647716 persen. Informasi ini menjelaskan bahwa peningkatan nilai buku saham selalu lebih tinggi dari peningkatan harga pasar saham. Indikator ini menjelaskan ketidakseimbangan nilai buku saham dengan harga pasar saham atau reaksi investor terhadap nilai buku saham adalah *overaction*. Dalam jangka panjang hal ini akan merugikan pasar saham, karena reaksi investor adalah reaksi jual. Indikator positif adalah bahwa peningkatan nilai buku saham harus lebih kecil dari peningkatan harga pasar saham atau elastisitas nilai buku saham perusahaan terhadap harga pasar saham bersifat elastis. Reaksi investor yang *overaction* terhadap nilai buku saham mengakibatkan harga pasar saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia cenderung *overprice*. Dalam jangka panjang investor akan cenderung melakukan reaksi jual terhadap saham-saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, sehingga nilai pasar atau nilai kapitalisasi perusahaan turun. Penurunan nilai kapitalisasi perusahaan akan merugikan investor.

Elastisitas rasio pembayaran dividen (DPR) terhadap harga pasar saham (CLP) adalah 0.216974, artinya peningkatan rasio pembayaran dividen sebesar 1 persen akan meningkatkan harga pasar saham sebesar 0.216974 persen. Informasi ini menjelaskan bahwa peningkatan pembayaran dividen akan selalu meningkatkan harga pasar saham. Hal ini sesuai dengan peningkatan rentabilitas atau tingkat laba, dimana peningkatan arus kas dari perusahaan kepada investor akan mendorong peningkatan harga pasar saham perusahaan. Dengan kata lain perbaikan kinerja atau peningkatan arus kas dividen perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia akan mendorong peningkatan harga pasar saham atau nilai kapitalisasi pasar.

Elastisitas tingkat pertumbuhan dividen (GTH) terhadap harga pasar saham (CLP) adalah 0.198262, artinya peningkatan tingkat pertumbuhan dividen sebesar 1 persen akan meningkatkan harga pasar saham sebesar 0.198262 persen. Hasil ini sesuai dengan rasio

pembayaran dividen, dimana rasio pembayaran dividen yang semakin tinggi akan meningkatkan harga pasar saham. Informasi ini menjelaskan bahwa percepatan pertumbuhan dividen akan selalu meningkatkan harga pasar saham perusahaan. Hal ini sesuai dengan peningkatan rentabilitas atau tingkat laba, dimana peningkatan pertumbuhan arus kas dari perusahaan kepada investor akan mendorong peningkatan harga pasar saham. Dengan kata lain perbaikan kinerja atau peningkatan pertumbuhan arus kas dividen perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia akan mendorong peningkatan harga pasar saham atau nilai kapitalisasi pasar.

Berbeda dengan tingkat keuntungan bebas resiko atau tingkat keuntungan yang diisyaratkan yang diukur dengan tingkat bunga Bank Indonesia. Semakin tinggi tingkat keuntungan bebas risiko maka semakin rendah harga pasar saham. Investor akan meningkatkan penggunaan dana pada sekuritas bebas risiko karena tingkat keuntungan bebas resiko semakin tinggi. Alokasi dana investor pada sekuritas berisiko akan semakin rendah sehingga permintaan sekuritas berisiko turun dan akhirnya menurunkan harga pasar sekuritas berisiko. Elastisitas tingkat keuntungan bebas risiko (KSS) terhadap harga pasar saham (CLP) adalah negatif 0.062952, artinya peningkatan tingkat keuntungan bebas risiko sebesar 1 persen akan menurunkan harga pasar saham sebesar 0.062952 persen. Informasi ini menjelaskan bahwa perubahan tingkat bunga BI terhadap perubahan harga pasar saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia relatif rendah. Dengan kata lain kebijakan penurunan tingkat bunga BI akan selalu mendorong peningkatan harga pasar saham dan nilai kapitalisasi pasar, sebaliknya kebijakan peningkatan tingkat bunga BI akan selalu mendorong penurunan harga pasar saham dan nilai kapitalisasi pasar perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Dari 6 (enam) variabel rasio keuangan penentu harga pasar saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia diketahui bahwa faktor yang paling berperan adalah nilai buku saham. Oleh sebab itu peranan informasi akuntansi tentang nilai buku saham akan sangat menentukan perkembangan harga pasar saham atau nilai kapitalisasi pasar. Peranan 6 (enam) variabel tersebut sebagai faktor-faktor penentu harga pasar saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia berbeda terhadap perusahaan dengan nilai buku saham tinggi dan nilai buku saham rendah.

Nilai aktual dan prediksi harga pasar saham 14 perusahaan dengan nilai buku saham tertinggi dapat diprediksi sebesar 109.07 persen atau *overvalued*. Jika nilai rata-rata aktual harga pasar saham (CLP) dari 14 perusahaan tersebut di atas sebesar Rp 10637 per lembar maka nilai rata-rata prediksi harga pasar saham (CLPS) adalah Rp 11602 per lembar. Artinya pengaruh 6 (enam) faktor penentu harga pasar saham adalah *overvalued* atau reaksi investor terhadap informasi 6 (enam) faktor tersebut adalah *overvalued*. Konsekuensi dari reaksi *overvalued* ini akan mengakibatkan harga pasar saham dari 14 perusahaan tersebut di atas cenderung turun dalam jangka panjang karena investor akan melakukan reaksi jual. Dengan kata lain reaksi *overvalued* dari investor terhadap informasi enam faktor tersebut mengakibatkan prediksi harga pasar saham 14 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia adalah *overvalued*.

Nilai aktual dan prediksi harga pasar saham 37 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan nilai buku saham terendah dapat diprediksi sebesar 157.34 persen atau *overvalued*. Jika nilai rata-rata aktual harga pasar saham (CLP) dari 37 perusahaan tersebut sebesar Rp 938 per lembar maka nilai rata-rata prediksi harga pasar saham (CLPS) sebesar Rp 803 per lembar. Berbeda dengan nilai rata-rata prediksi nilai buku saham tertinggi, dimana nilai rata-rata prediksi harga pasar saham (CLP) lebih rendah dari nilai rata-rata aktual harga pasar saham (CLP) akan tetapi persentase nilai rata-rata prediksi

harga pasar saham (CLP) lebih tinggi. Hal ini mengindikasikan heterogenitas nilai aktual harga pasar saham dengan nilai buku saham rerendah.

Pengaruh 6 (enam) faktor penentu harga pasar saham dengan nilai buku terendah adalah *overvalued* atau reaksi investor terhadap informasi 6 (enam) faktor tersebut sangat berlebihan. Konsekuensi dari reaksi *overvalued* ini akan mengakibatkan harga pasar saham dari 37 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia cenderung turun secara drastis dalam jangka panjang karena investor akan melakukan reaksi jual.

### KESIMPULAN

1. Hasil penelitian ini sesuai dengan hipotesis dan konsisten dengan hasil penelitian terdahulu di mana *return* ekuitas (ROE), rasio hutang terhadap ekuitas (DER), nilai buku (NBV), rasio pembayaran dividen (DPR), tingkat pertumbuhan dividen (GTH), tingkat keuntungan bebas risiko atau keuntungan yang diisyaratkan (KSS) berpengaruh secara signifikan terhadap harga saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
2. Hasil penelitian ini juga yang konsisten dengan hipotesis ke dua dan penelitian terdahulu yang menghasilkan bahwa variabel *net book value* (NBV) paling dominan mempengaruhi harga saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
3. Hasil pengujian statistik diperoleh bahwa koefisien ROE, DER, NBV, DPR, GTH dan KSS signifikan pada tingkat  $\alpha = 5$  persen karena nilai probabilitas lebih kecil dari 0.0500.
4. Hasil analisis harga pasar saham (CLP) mempunyai hubungan positif dengan *return* ekuitas (ROE), nilai buku saham (NBV), rasio pembayaran dividen (DPR) dan tingkat pertumbuhan dividen (GTH).
5. Sebaliknya harga pasar saham (CLP) mempunyai hubungan negatif dengan rasio hutang terhadap ekuitas (DER) dan keuntungan bebas risiko atau keuntungan yang diisyaratkan (KSS).
6. Nilai koefisien KSS adalah negatif 0.062952, yaitu  $[1 - C(4) - C(5) - C(6)]$  dan nilai koefisien *dummy* harga pasar saham (DUP) adalah 1.053453 dan signifikan pada tingkat  $\alpha = 5$  persen. Semua nilai koefisien penentu harga pasar saham sesuai dengan ekspektasi teori dan hasil penelitian terdahulu.
7. Nilai koefisien DUP menjelaskan perbedaan nilai konstanta harga pasar saham perusahaan dengan nilai buku saham lebih besar dari Rp 2583 per lembar dengan perusahaan dengan nilai buku saham lebih kecil atau sama dengan Rp 2583 per lembar.
8. Nilai konstanta harga pasar saham perusahaan dengan nilai buku saham lebih besar dari Rp 2583 per lembar adalah  $\exp[1.141421]$  atau 3.131215 dan konstanta harga pasar saham perusahaan dengan nilai buku saham lebih kecil atau sama dengan Rp 2583 per lembar adalah  $\exp[1.141421 + 1.053453]$  atau 8.978870.
9. Indikator ini menjelaskan bahwa harga pasar saham dengan nilai buku lebih besar dari Rp 2583 per lembar adalah 2.867536 kali lebih tinggi dari harga pasar saham dengan nilai buku saham lebih rendah atau sama dengan Rp 2583 per lembar.
10. Faktor yang paling dominan berpengaruh terhadap harga saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia adalah nilai buku saham. Oleh sebab itu peranan informasi akuntansi tentang nilai buku saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia akan sangat menentukan perkembangan harga pasar saham atau nilai kapitalisasi pasar.

## DAFTAR PUSTAKA

- Abarbanel, J. and J. B. Bushee. 1998. "Abnormal Return to a Fundamental Analysis Strategy". The Accounting Review.
- Amir, E. 1993. "The Market Valuation of Accounting Information: The Case of Postretirement Benefits Other Than Pensions". The Accounting Review 68.
- Assih, Prihat dan M. Gudono. (2000). "Hubungan Tindakan Perataan Laba Dengan Reaksi Pasar Atas Pengumuman Informasi Laba Perusahaan Yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta". Jurnal Riset Akuntansi Indonesia. Vol. 3. No. 1. Januari.
- Ball, R. and P. Brown. 1998. "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers". Journal of Accounting Research 6.
- Beaver, W. H. 2000. "The Information Content of Earnings". Journal of Accounting Research 6.
- Bitner, L.N., and R. Dolan. 2000. "Assessing The Relationship Between Income Smoothing and The Value of The Firm". Quarterly Journal of Business and Economics.
- Bodie Zvi, Alex Kane and Alan J. Marcus. 2005. "Investments". Sixth Edition, McGraw-Hill Companies.
- Brigham, E. F., L. C. Gapenski and P. R. Daves. 1998. "Intermediate Financial Management". Sixth Edition. The Dryden Press.
- Chan Konan, Louis K.C. Chan. 2001. "Earnings Quality and Stock Return". National Bureau of Economic Research, Working Papers.
- Dechow, P. M. 1999. "Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance: The Role of Accounting Accruals". Journal of Accounting and Economics 18.
- Cooper R. Donald, Pamela S. Schindler. 2006. "Business Research Methods". 9<sup>th</sup> Edition, McGraw-Hill Companies.
- Francis, J. and K. Schipper. 2001. "Have Financial Statements Lost their Relevanncce ?" Journal of Accounting Research.
- Gujarati, Damodar, 2003, "Ekonometrika Dasar" (terjemahan), Penerbit Erlangga, Jakarta.
- Harianto, F. dan S. Sudono. 1998. "Perangkat dan Teknik Analisis Investasi di Pasar Modal Indonesia". PT. Bursa Efek Jakarta.
- Institute for Economic and Financial Research. 2005. Jakarta: Indonesian Capital Market Directory.
- Institute for Economic and Financial Research. 2006. Jakarta: Indonesian Capital Market Directory.
- Institute for Economic and Financial Research. 2007. Jakarta: Indonesian Capital Market Directory.
- Kormedi, R. and R. Lipe. 2001. "Earning Innovations, Earnings Persistence, and Stock Return". Journal of Business 60.
- Kurniawan, Heribertus dan Nur Indriantoro. 2000. "Analisis Hubungan antara arus Kas Dari Aktivitas Operasi dan data akrual Dengan Return Saham: Studi Empiris pada Bursa Efek Yakarta". Jurnal Bisnis dan Akuntansi. Vol 2 no 3.
- Linda dan Fazli Syam. 2005. "Hubungan Laba Akuntansi, Nilai Buku, dan Total Arus Kas dengan Market Value: Studi akuntansi Relevansi Nilai". Jurnal Riset akuntansi Indonesia. Vol. 8 no. 3
- Machfoedz, M. 2001. "Financial Ratio Analisis and the Prediction of Earnings Changes in Indonesia". Yogyakarta: Gadjah Mada University Business Review.
- Manurung, Jonni. dkk. 2003. "Pasar Keuangan & Lembaga Keuangan Bank & Bukan Bank". Jakarta: Penerbit PT. Adler Manurung Press.
- Manurung, Jonni, Adler H. Manurung dan Ferdinand D. Saragih. 2005. "Ekonometrika, Teori dan Aplikasi". Jakarta: PT. Elex Media Komputindo (Gorup Gramedia).
- Miller and Rock. 2001. "Dividend Policy Under Asymetric Information". Journal of Finance 40.
- Ohlson, J. 1999. "Earning, Book Value, and Dividend in Equity Valuation". Contemporary Accounting Research 11.

- Ou, J. and S. Penman. 1999. "Financial Statement Analysis and the Prediction of Stock Return". Journal of Accounting and Economics 11.
- Pandji dan Pakarti. 2001. "Pengantar Pasar Modal". Rineka Cipta
- Parawiyati dan Z. Baridwan. 1998. "Kemampuan Laba dan Arus Kas Dalam Memprediksi Laba dan Arus Kas Perusahaan Go Public di Indonesia". Jurnal Riset Akuntansi Indonesia 1.
- Ross. A. Stephen, Randolph W. Westerfield and Jeffrey Jaffe. 2005. "Corporate Finance". Seventh Edition, McGraw Hill.
- Salno, Hanna Meilani dan Zaki Baridwan. 2000. "Analisis Perataan Penghasilan (Income Smoothing): Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi dan Kaitannya Dengan Kinerja Saham Perusahaan Publik di Indonesia". Jurnal Riset Akuntansi Indonesia. Januari.
- Sandiyani, Y. dan Aryati. 2001. "Rasio Keuangan sebagai Prediktor Laba dan Arus Kas di Masa Yang Akan Datang". Media Riset Akuntansi, Auditing, dan Informasi 2.
- Schipper, Khaterine and L. Vincent. 2001. "Earning Quality". Accounting Horizons 17.
- Sloan, R. 1999. "Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flow About Future Earning?" The Accounting Review 71.
- Sulistiawan, Dedhy dan Liliana. 2007. "Analisis Teknikal Modern Pada Perdagangan Sekuritas, Cara Praktis Memprediksi Pergerakan Harga Saham & Sekuritas Lainnya". Penerbit Andi Yogyakarta.
- Sutrisno. 2001. "Studi Analitikal Pengaruh Bentuk Manajemen Laba (Earning Management) Terhadap Hubungan Antara Return-Laba". Lintasan Ekonomi, Vol. XVII. No. 2. Juli.
- Wijayanti, Indriati. dkk. 2005. "Kemampuan Informasi Keuangan Memprediksi Perubahan Laba". Jurnal Bisnis dan Manajemen 5. Universitas Sebelas Maret Surakarta.
- Wolk Harry, Michael G. Tearney and James L. Dodd. 2001. "Accounting Theory: A Conceptual and Institutional Approach". Cincinnati, South Western Publishing Co.