Value Investing: Apakah PER dan PBR Berpengaruh Terhadap Imbal Hasil Suatu Saham?

Yanuar Dananjaya[1], Renna Magdalena[2]
[1]Program Studi Manajemen, [2]Progam Studi Akuntansi
Universitas Pelita Harapan Surabaya
Surabaya, Indonesia
yanuar.dananjaya@uph.edu
renna.magdalena@uph.edu

Abstrak – Efficient Market Hypothesis menyatakan bahwa harga suatu saham selalu berada pada fair value. Dengan demikian tidak mungkin menggunakan suatu informasi yang tersebar luas untuk menentukan saham mana yang akan mendapat imbal hasil tinggi di masa depan. Pendapat ini bertentangan dengan strategi value investing di mana investor berusaha menemukan saham-saham dengan harga di bawah fair value dengan harapan akan terjadi koreksi harga di masa depan. Ketika koreksi ini terjadi, harga saham akan naik menuju fair value dan menghasilkan imbal hasil tinggi bagi investor. Indikator yang banyak digunakan untuk menentukan apakah suatu saham berada di bawah fair value adalah Price to Earning Ratio dan Price to Book Ratio. Ditemukan bahwa imbal hasil saham berbanding terbalik dengan Price to Earning Ratio dan Price to Book Ratio sehingga mendukung teori Value Investing dan tidak mendukung Efficient Market Hypothesis.

Kata kunci: Value Investing, Imbal Hasil Saham, Market Efficient Hypothesis

A. PENDAHULUAN

Hipotesis Pasar Efisien (Efficient Market Hypothesis) pertama kali dipopulerkan oleh Fama pada 1970 (Fama, 1970). Hipotesis ini menyatakan bahwa harga suatu sekuritas, termasuk saham, telah mencerminkan seluruh informasi yang menyangkut sekuritas tersebut. Hal ini berarti suatu sekuritas atau saham selalu berada pada fair value, dan setiap informasi yang telah beredar luas tidak dapat digunakan untuk memprediksi tingkat imbal hasil suatu saham. Hipotesis Pasar Efisien ini sejalan dengan Hipotesis Langkah Acak (Random Walk Hypothesis) yang menyebutkan bahwa perubahan harga saham terjadi secara acak (random). Samuelson berpendapat bahwa pada pasar dengan perubahan harga yang acak tidak dimungkinkan untuk melakukan prediksi harga (Samuelson, 1965). Pasar menjadi efisien karena besarnya jumlah pelaku pasar yang mempunyai informasi yang sama dan bereaksi secara cepat terhadap informasi tersebut sehingga tidak ada pelaku individu yang dapat mempengaruhi harga.

Salah satu fenomena yang menyanggah hipotesis pasar efisien adalah strategi investasi Value Investing. Pada strategi ini investor akan berusaha mencari saham-saham dengan harga di bawah fair value. Diharapkan di masa depan ketika pelaku pasar menyadari kesalahan harga ini, harga saham akan naik menuju fair value dan menghasilkan imbal hasil tinggi bagi investor. Hal ini bertentangan dengan Hipotesis Pasar Efisien yang menganggap harga selalu mencerminkan seluruh informasi sehingga selalu bereda pada fair value. Dengan demikian tidak dikenal harga yang berada di bawah atau di atas fair value.

B. TINJAUAN PUSTAKA

Berbagai penelitian menemukan bahwa strategi Value Investing dapat menghasilkan imbal hasil tinggi bagi investor, dengan demikian menyanggah hipotesis pasar efisien. Lakonishok, Shleifer, dan Vishny (1994) membuktikan bahwa saham-saham dengan harga di bawah fair value akan menghasilkan imbal hasil yang lebih tinggi. Hal ini disebabkan saham-saham tersebut mengalami kesalahan valuasi ke arah negatif sehingga harga turun di bawah fair value. Ketika pasar menyadari kesalahan tersebut, harga saham mengalami kenaikan. Penelitian LaPorta (1996) dan DeChow dan Sloan (1997) menemukan hal yang sama. DeBond dan Thaler (1985) menemukan bahwa kesalahan penilaian oleh investor umum terjadi di pasar saham. Dananjaya dan Magdalena (2015) menemukan bahwa saham-saham dengan PER atau PBR rendah memberikan imbal hasil lebih tinggi dibandingkan saham-saham dengan PER atau PBR tinggi.

C. METODE PENELITIAN

Tujuan dari penelitian ini adalah membuktikan bahwa terdapat pengaruh PER dan PBR terhadap imbal hasil suatu saham. PER atau PBR yang rendah menunjukkan bahwa harga suatu saham berada di bawah fair value, dan dengan demikian sesuai dengan strategi value investing, akan menunjukkan imbal hasil yang tingi di masa mendatang. Maka diduga pengaruh dari PER dan PBR terhadap imbal hasil adalah negatif.

Sebagai obyek penelitian digunakan seratus saham dari indeks Kompas 100 periode Februari 2010. PER dan PBR tiap saham dihitung berdasarkan laporan tahunan 2009. PER didefinisikan sebagai harga per lembar saham dibagi keuntungan bersih perusahaan per lembar saham. Sedangkan PBR didefinisikan sebagai harga saham dibagi harga buku dari total asset.

Imbal hasil saham dihitung setiap akhir tahun yaitu pada akhir 2010, 2011, 2012, dan 2013. Imbal hasil 2011, 2012, dan 2013 kemudian disetahunkan.

Dilakukan uji regresi sederhana dengan PER atau PBR sebagai variabel bebas dan imbal hasil saham sebagai variabel terikat dengan persamaan sebagai berikut:

$R = \alpha + \beta$ PER ……..….. (1)

R = imbal hasil saham
α = perpotongan dengan sumbu y
β = koefisien regresi dari PER

$R = \alpha + \beta$ PBR ……..….. (2)

R = imbal hasil saham
α = perpotongan dengan sumbu y
β = koefisien regresi dari PBR

Baik persamaan (1) maupun persamaan (2) dilakukan empat kali, yaitu terhadap imbal hasil pada tahun 2010, 2011, 2012, dan 2014. Dengan demikian dapat diketahui hasil dari empat periode investasi yang berbeda, yaitu satu, dua, tiga, dan empat tahun.

Seluruh langkah tersebut kemudian diulangi dengan menggunakan hanya lima puluh saham dengan PER dan PBR terkecil. Proses ini dilakukan untuk memfokuskan perhitungan hanya pada saham-saham yang dianggap mempunyai harga di bawah fail value.

D. HASIL PENELITIAN

1. Pengaruh Price Earning Ratio Pada Imbal Hasil Saham

Hasil regresi untuk mengetahui pengaruh PER pada imbal hasil saham dengan periode investasi satu, dua, tiga, dan empat tahun disajikan dalam table 1.

Tabel 1. Hasil Uji Regresi Sederhana PER terhadap Imbal hasil saham dengan periode investasi satu, dua, tiga, dan empat tahun

Price to Earning ratio		
	β	R^2
1 year return	-0.0010	0.0024
2 years annualized return	-0.0003	0.0005
3 years annualized return	-0.0014	0.0180
4 years annualized return	-0.0007	0.0082

Sumber: Data diolah, 2015

Hasil uji regresi menunjukkan koefisien regresi yang tidak signifikan pada seluruh periode investasi. Tanda pada koefisien regresi adalah negatif.

2. Pengaruh Price to Book Ratio Pada Imbal Hasil Saham

Hasil regresi untuk mengetahui pengaruh PBR pada imbal hasil saham dengan periode investasi satu, dua, tiga, dan empat tahun disajikan dalam tabel 2.

Tabel 2. Hasil Uji Regresi Sederhana PBR terhadap Imbal hasil saham dengan periode investasi satu, dua, tiga, dan empat tahun

Price to Book ratio		
	β	R^2
1 year return	0.0600	0.0006
2 years annualized return	-0.0110	0.0058
3 years annualized return	-0.0130	0.0115
4 years annualized return	-0.0070	0.0054

Sumber: Data diolah, 2015

Hasil uji regresi menunjukkan koefisien regresi yang tidak signifikan pada seluruh periode investasi. Tanda pada koefisien regresi adalah negatif kecuali pada periode investasi satu tahun.

3. Pengaruh Price Earning Ratio Pada Imbal Hasil Saham Menggunakan 50 Sampel Dengan PER Terkecil

Seluruh sampel diurutkan berdasarkan PER, dan dipilih 50 sampel dengan PER paling kecil. Perhitungan regresi kembali dilakukan pada sampel tersebut.

Hasil regresi untuk mengetahui pengaruh PER pada imbal hasil saham dengan periode investasi satu, dua, tiga, dan empat tahun disajikan dalam tabel 3.

Tabel 3. Hasil Uji Regresi Sederhana PBR terhadap Imbal hasil saham dengan periode investasi satu, dua, tiga, dan empat tahun

Price to Earning ratio (50 lowest PER stocks)		
	β	R^2
1 year return	-0.1018	0.2792
2 years annualized return	-0.0357	0.0985
3 years annualized return	-0.0249	0.0837
4 years annualized return	-0.0186	0.0681

Sumber: Data diolah, 2015

Hasil uji regresi menunjukkan koefisien regresi yang signifikan pada periode investasi satu tahun. Tanda pada koefisien regresi adalah negatif.

4. Pengaruh Price to Book Ratio Pada Imbal Hasil Saham Menggunakan 50 Sampel Dengan PBR Terkecil

Seluruh sampel diurutkan berdasarkan PER, dan dipilih 50 sampel dengan PER paling kecil. Perhitungan regresi kembali dilakukan pada sampel tersebut.

Hasil regresi untuk mengetahui pengaruh PER pada imbal hasil saham dengan periode investasi satu, dua, tiga, dan empat tahun disajikan dalam tabel 4.

Tabel 4. Hasil Uji Regresi Sederhana PBR terhadap Imbal hasil saham dengan periode investasi satu, dua, tiga, dan empat tahun

Price to Book ratio (50 lowest PBR stocks)		
	β	R^2
1 year return	0.0785	0.0017
2 years annualized return	-0.1446	0.0136
3 years annualized return	-0.1564	0.0211
4 years annualized return	-0.0943	0.0145

Sumber: Data diolah, 2015

Hasil uji regresi menunjukkan koefisien regresi yang signifikan pada periode investasi dua dan tiga tahun. Tanda pada koefisien regresi adalah negatif kecuali pada periode investasi satu tahun.

E. KESIMPULAN

Hasil regresi pada seluruh sampel menunjukkan baik PER maupun PBR tidak berpengaruh pada imbal hasil saham, baik pada periode investasi satu, dua, tiga, maupun empat tahun. Hal ini bertentangan dengan temuan Dananjaya dan Magdalena (2015) bahwa saham-saham dengan PER rendah memberikan imbal hasil yang lebih tinggi dibandingkan dengan saham-saham dengan PER tinggi. Demikian juga saham-saham dengan PBR rendah memberikan imbal hasil yang lebih tinggi dibandingkan dengan saham-saham dengan PBR tinggi. Penyebab dari ketidaksesuaian ini adalah Dananjaya dan Magdalena (2015) pada penelitiannya membandingkan saham-saham dengan kuartil PER/PBR paling kecil dengan saham-saham pada kuartil PER/PBR paling besar. Dengan demikian 50% saham pada kuartil 2 dan kuartil 3 diabaikan. Terdapat kemungkinan PER dan PBR mempunyai pengaruh terhadap imbal hasil hanya pada PER dan PBR yang rendah.

Untuk memastikan dugaan ini dilakukan uji regresi pada 50 saham dengan PER dan PBR paling rendah. Didapatkan bahwa PER mempunyai pengaruh signifikan pada imbal hasil saham dengan periode investasi satu tahun. Pengaruh adalah negative, di mana hal ini sesuai dengan teori bahwa saham dengan PER rendah akan memberikan imbal hasil yang tinggi. Koefisien regresi dan koefisien determinasi makin menurun pada periode investasi yang lebih panjang menandakan menurunnya pengaruh PER pada imbal hasil.

Didapatkan pula bahwa PBR mempunyai pengaruh signifikan pada imbal hasil saham dengan periode investasi dua dan tiga tahun. Pengaruh adalah negative, di mana hal ini sesuai dengan teori bahwa saham dengan PBR rendah akan memberikan imbal hasil yang tinggi Kemungkinan terdapat jeda waktu antara disusunnya PBR dan efek PBR terhadap imbal hasil sehingga pengarug tida signifikan pada periode investasi satu tahun. Diperlukan penelitian lebih lanjut untuk mengetahui penyebab dari jeda waktu ini.

Penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif antara PER dan PBR terhadap imbal hasil pada saham-saham dengan PER dan PBR yang rendah. Penelitian lebih lanjut dapat dilakukan untuk menemukan pada saham ke berapa hubungan ini mulai muncul.

DAFTAR PUSTAKA

[1] Dananjaya, Y., & Magdalena, R. Incorporating Growth to Value Investing. Proceedings of 16th International Society for Business Innovation and technology

Management Conference, January 24-26, 2015.

[2] DeBond, W. F. M., & Thaler, R.H. Does the Stock Market Overreact? Journal of Finance. 1985; 40:793-805.

[3] Dechow, P., & Sloan, R. Returns to Contrarian Investment Strategies: Tests of Naive Ex-pectations Hypotheses. Journal of Financial Economics. 1997; 4 (3): 3-27.

[4] Fama, E.E. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. The Journal of Finance. 1970; 25(2).

[5] Lakonishok, J., Hleifer, A. S. & Vishny, R. Contrarian Investment, Extrapolation and Risk. Journal of Finance. 1994; 44: 1541-78.

[6] Laporta, R. Expectations and the Cross-Section of Stock Returns. Journal of Finance. 1996; 5(1): 1715-42.

[7] Samuelson, P. Proof That Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly. Industrial Management Review. 1965; 6:41–49.