

## BAB II

### TINJAUAN PUSTAKA

#### 2.1 Model *Piotroski F-Score*

*Piotroski F-Score* menetapkan 9 kriteria khusus yang dapat memberi gambaran kinerja keuangan perusahaan yaitu:

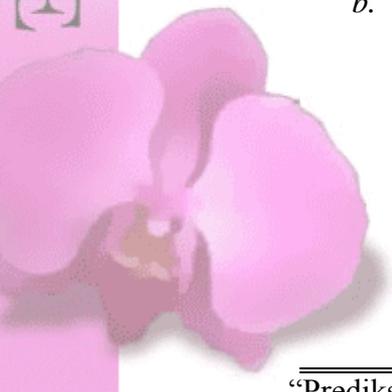
a. *Net Income*

Menurut Kasmir (2011:303) menyatakan bahwa *Net Income* atau laba bersih merupakan laba yang telah dikurangi biaya-biaya yang merupakan beban perusahaan dalam suatu periode tertentu termasuk pajak.

Menurut Wild dan Subramanyam (2010:109) laba, (*income*-disebut juga *earning* atau *profit*) merupakan ringkasan hasil bersih aktivitas operasi usaha dalam periode tertentu yang dinyatakan dalam istilah keuangan. Laba merupakan informasi perusahaan yang paling diminati dalam pasar uang. Pemahaman dua peranan laba ini penting untuk analisis. Menentukan dan menjelaskan laba suatu usaha pada satu periode merupakan tujuan utama laporan laba rugi. Pada konsepnya, laba ditugaskan untuk menyediakan, baik pengukuran perubahan kekayaan pemegang saham selama periode maupun mengestimasi laba usaha sekarang, yaitu sampai sejauh mana perusahaan dapat menutupi biaya operasi dan menghasilkan pengembalian kepada pemegang sahamnya. Secara khusus, perannya yang kedua yakni sebagai indikator profitabilitas perusahaan, sangat krusial bagi seorang analis, karena membantu dalam mengestimasi potensi laba di masa depan, yang tidak diragukan lagi merupakan satu dari tugas yang terpenting dalam analisis usaha.

b. *Operating Cash Flow*

Arus kas operasi (*operating cash flow*) mengacu pada kas yang berasal dari aktivitas operasi perusahaan (John dan Subramanyam 2011: 98). *Operating Cash Flow* adalah kas yang timbul dari kegiatan operasional perusahaan yang berkaitan dengan penerimaan, pengeluaran,



pendapatan dan biaya-biaya. Kas inilah yang menggambarkan bagaimana perusahaan mendapatkan profit dan mengubahnya menjadi kas. Arus kas operasi menunjukkan apakah perusahaan mampu menghasilkan arus kas positif yang cukup untuk mempertahankan dan menumbuhkan operasinya, atau mungkin memerlukan pembiayaan eksternal untuk ekspansi modal.

Arus kas operasi berkonsentrasi pada arus masuk dan arus keluar yang terkait dengan kegiatan usaha utama perusahaan, seperti persediaan jual dan beli, pemberian layanan dan gaji. Setiap transaksi investasi dan pembiayaan dikecualikan dari arus kas operasi dan dilaporkan terpisah, seperti pinjaman, pembelian peralatan modal dan pembayaran dividen. Arus kas operasi dapat ditemukan pada laporan arus kas perusahaan, yang dipecah menjadi arus kas dari operasi, investasi dan pendanaan.

c. *Return on Assets (ROA)*

*Return On Asset (ROA)* merupakan salah satu rasio profitabilitas yang penting digunakan untuk mengetahui sejauhmana kemampuan aktiva yang dimiliki perusahaan bisamenghasilkan laba (Tandelilin, 2001: 240). *Return On Asset (ROA)* digunakan untuk mengukur efektivitas perusahaan di dalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan aktiva yang dimilikinya (Husnan, 1998: 340). *Return On Asset (ROA)* merupakan rasio antara laba bersih terhadap total aktiva. Semakin besar ROA menunjukkan kinerja perusahaan semakin baik.

Investor percaya bahwa manajemen perusahaan telah menggunakan aktiva perusahaan secara efektif untuk menghasilkan laba bagi para pemiliknya. Keadaan ini akan direspon positif oleh investor sehingga permintaan saham perusahaan meningkat dan dapat menaikkan harga saham sehingga akan berdampak pada return yang meningkat pula. (Husnan, 1998: 340)

*Return On Asset (ROA)* merupakan perkalian antara faktor margin laba dengan perputaran total aktiva. Margin laba menunjukkan kemampuan memperoleh laba bersih dari setiap penjualan yang diciptakan oleh perusahaan, sedangkan perputaran total aktiva menunjukkan seberapa

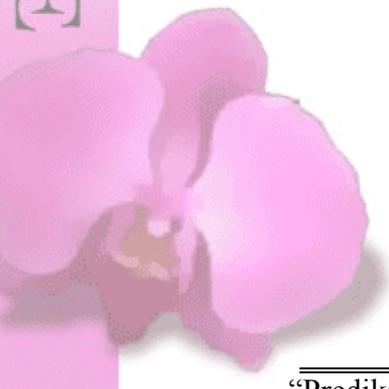


jauh perusahaan mampu menciptakan penjualan dari total aktiva yang dimilikinya (Brigham dan Houston, 2006: 114). Apabila salah satu faktor tersebut meningkat (atau keduanya), maka ROA juga akan meningkat.

*Return on assets* merupakan perbandingan antara laba sebelum bunga dan pajak (EBIT) dengan total aktiva yang dimiliki perusahaan. *Return on assets* (ROA) yang positif menunjukkan bahwa dari total aktiva yang dipergunakan untuk beroperasi, perusahaan mampu memberikan laba bagi perusahaan. Sebaliknya apabila *return on assets* yang negatif menunjukkan bahwa dari total aktiva yang dipergunakan, perusahaan mendapatkan kerugian. Jadi jika suatu perusahaan mempunyai ROA yang tinggi maka perusahaan tersebut berpeluang besar dalam meningkatkan pertumbuhan. Tetapi jika total aktiva yang digunakan perusahaan tidak memberikan laba maka perusahaan akan mengalami kerugian dan akan menghambat pertumbuhan ([www.e-samuel.com](http://www.e-samuel.com)).

Pengembalian atas total aktiva merupakan ukuran efisiensi operasi yang relevan. Nilai ini mencerminkan pengembalian perusahaan dari seluruh aktiva (pendanaan) yang diberikan pada perusahaan. Ukuran ini tidak membedakan pengembalian berdasarkan sumber pendanaan .dengan menghilangkan dampak sumber pendanaan aktiva, analisis berpusat pada evaluasi dan peramalan kinerja operasi (John, Subramanyam dan Halsey 2003: 65)

Baik *profit margin* maupun *total asset turnover* tidak dapat memberikan pengukuran yang memadai atas efektivitas keseluruhan perusahaan. *Profit margin* tidak memperhitungkan penggunaan aktiva, sementara *total asset turnover* tidak memperhitungkan profitabilitas dalam penjualan. Rasio *return on asset* atau *return on investment* mengatasi kedua kelemahan tersebut. Peningkatan kemampuan perusahaan dapat terjadi jika ada peningkatan *profit margin* atau peningkatan *total asset turnover* atau keduanya. Dua perusahaan dengan *profit margin* dan *total asset turnover* yang berbeda dapat saja memiliki rasio ROA yang sama.(Van Horne 2005:225)



Secara umum tidak ada sebuah informasi atau riset yang menyatakan pada angka berapa ROA ini dianggap baik atau menyatakan sebuah perusahaan akan baik jika ROA sebesar sekian-sekian. Maka salah satu yang dapat digunakan untuk menentukan ROA sebuah perusahaan ini baik atau tidak adalah

- Membandingkan dengan ROA perusahaan lain yang sejenis
- Membandingkan dengan ROA sektor industri perusahaan itu bergerak
- Membandingkan dengan ROA IHSG

Maka ROA yang terbaik adalah ROA yang berada di atas ROA perusahaan sejenis, ROA sektor industri sejenis dan ROA IHSG.

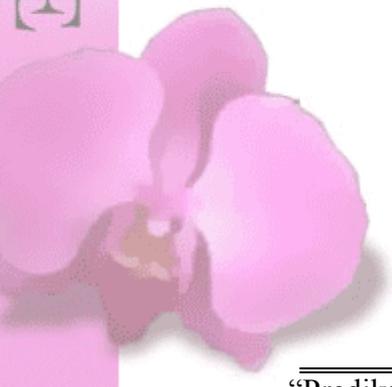
d. *Quality of Earnings*

*Quality of earnings* atau yang disebut sebagai kualitas laba adalah laba perusahaan yang realistis sesuai dengan realitas ekonomi. *Quality of earnings* adalah suatu konsep berdimensi ganda yang meliputi banyak pertimbangan akuntansi dan finansial serta melibatkan unsur-unsur kualitatif dan kuantitatif. Unsur kuantitatif seperti arus kas (cash flow), dapat diukur, sedangkan unsur kualitatif seperti kualitas manajemen tidak dapat diukur dengan obyektif.

Angka laba yang mutlak “benar” tidak pernah ada, namun angka “*quality of earning*” (laba yang disesuaikan: *adjusted earning*) lebih representatif dalam menggambarkan aktivitas operasional suatu perusahaan dibandingkan *reported net income*.

Analisis Keuangan dan Investor perlu menggunakan perhitungan kualitas laba. Kualitas laba (*earning quality*) bersifat relatif dan tidak mutlak. Kualitas laba merujuk kepada dibandingkannya atribut-atribut laba yang dilaporkan oleh berbagai perusahaan dalam suatu industri.

*Quality of earning* meliputi jauh lebih banyak daripada hanya terlalu kecil atau terlalu besarnya suatu laba bersih dilaporkan. *Quality of earning* juga merujuk kepada faktor-faktor seperti stabilitas komponen



laporan laba rugi, risiko realisasi aset dan upaya menjaga modal (maintenance of capital)

Quality of earning mempengaruhi rasio P/E, peringkat obligasi, ongkos pembiayaan (cost of financing) dan ketersediaan pembiayaan. Price To Earning Ratio atau disingkat P/E Ratio adalah alat utama penghitungan harga saham suatu perusahaan dibandingkan dengan pendapatan perusahaan. Hasil ini mengindikasikan berapa besar investor bersedia membayar setiap rupiah atas pendapatan perusahaan tersebut

Tingkat laba yang sama dari beberapa perusahaan yang bersaing mungkin memiliki kualitas yang berbeda. Kunci untuk mengevaluasi kualitas laba suatu perusahaan adalah membandingkan profil labanya dengan profil laba dari perusahaan lain dalam industri yang sama.

e. *Long Term Debt to Assets*

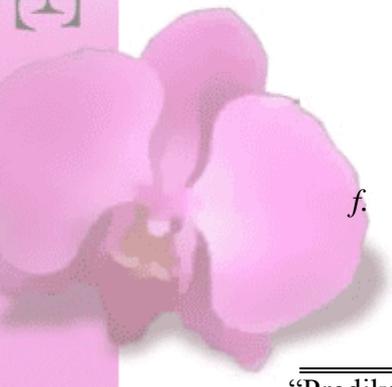
*Long Term Debt to Assets* atau rasio total hutang jangka panjang terhadap total aktiva. Rasio ini merupakan perbandingan antara hutang lancar dan hutang jangka panjang dan jumlah seluruh aktiva diketahui. Rasio ini menunjukkan berapa bagian dari keseluruhan aktiva yang dibelanjahi oleh hutang. Rasio ini dapat dihitung dengan rumus yaitu :

$$\text{Total Debt to Total Asset Ratio} = (\text{Total Hutang} : \text{Total Aktiva}) \times 100\%$$

Rasio ini juga sangat penting untuk melihat solvabilitas perusahaan. Solvabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menyelesaikan segala kewajiban jangka panjangnya. Semakin tinggi nilai DAR ini mengindikasikan :

- Semakin besar jumlah aset yang dibiayai oleh hutang.
- Semakin kecil jumlah aset yang dibiayai oleh modal.
- Semakin tinggi resiko perusahaan untuk menyelesaikan kewajiban jangka panjang.
- Semakin tinggi beban bunga hutang yang harus ditanggung perusahaan.

f. *Current Ratio*



*Current Ratio* atau rasio lancar adalah perbandingan antara aktiva lancar dengan utang lancar suatu perusahaan. Rasio lancar digunakan untuk mengungkapkan jaminan keamanan (*margin of safety*) perusahaan terhadap kreditor jangka pendek. Jika perbandingan utang lancar melebihi aktiva lancarnya (rasio lancar menunjukkan angka di bawah 1), maka perusahaan dikatakan mengalami kesulitan melunasi utang jangka pendeknya. Jika rasio lancarnya terlalu tinggi, maka sebuah perusahaan dikatakan kurang efisien dalam mengurus aktiva lancarnya.

Sebuah rasio lancar yang lebih tinggi selalu lebih menguntungkan daripada lebih rendah karena menunjukkan perusahaan lebih mudah melakukan pembayaran utang saat ini. Rasio lancar juga menyoroti beban utang perusahaan secara keseluruhan. Jika sebuah perusahaan dibebani dengan utang saat ini, maka perusahaan dikatakan kurang efisien dalam mengurus aktiva lancarnya. ([https://id.wikipedia.org/wiki/Rasio\\_lancar](https://id.wikipedia.org/wiki/Rasio_lancar))

Rumus *current ratio* adalah :

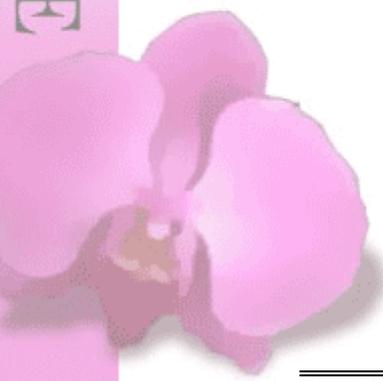
**Rasio Lancar = Aktiva Lancar : Hutang Lancar**

g. *Outstanding Shares*

Saham beredar (*outstanding stocks*) adalah saham yang saat ini dipegang oleh investor, termasuk saham yang dimiliki oleh eksekutif perusahaan dan masyarakat investor umum. Saham sebuah perusahaan dapat berupa :

- Saham ditangan pemegang saham
- Block saham ditangan institutional investor
- Saham ditangan pegawai perusahaan serta para insiders

*Outstanding shares* tampil pada balance sheet perusahaan dengan heading *Capital Stock*. Jumlah *outstanding shares* biasanya digunakan untuk menghitung *company's market capitalization*, berikut *earnings per share* (EPS) serta *cash flow per share* (CFPS). Jumlah *outstanding shares* tidak tetap dan dapat berubah rubah. Jumlah *outstanding shares* perusahaan akan bertambah apabila perusahaan menerbitkan tambahan saham itu biasanya dilakukan apabila perusahaan berkeinginan untuk



menambah modal lewat *equity financing* dan memberikan *employee stock options*. Outstanding shares akan berkurang apabila perusahaan membeli kembali saham melalui share repurchase program.

Jumlah *shares outstanding* akan berlipat ganda apabila perusahaan melakukan 2-for-1 stock split. Jumlah *shares outstanding* akan berkurang setengahnya apabila perusahaan melakukan 1-for-2 *share consolidation*. *Share consolidation* biasanya dilakukan agar harga saham berada dalam minimum range sesuai dengan peraturan *exchange listing* walaupun jumlah *outstanding shares* yang berkurang akan mengganggu likuiditas dan hal itu juga membatalkan niat *short sellers* karena akan sulit untuk meminjam saham untuk melakukan *short sales*.

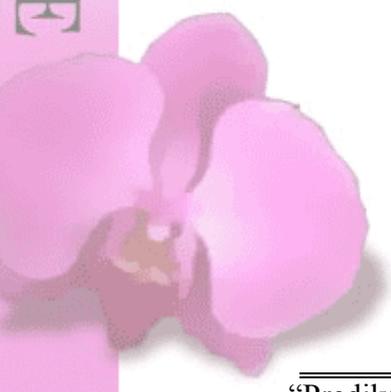
Penambahan jumlah outstanding shares tanpa pertumbuhan earnings tidak menjamin sukses walaupun jumlah *outstanding shares* mencerminkan likuiditas saham akan tetapi yang lebih penting adalah apa yang dinamakan dengan share float. Contoh : sebuah perusahaan mempunyai 100 juta shares outstanding akan tetapi apabila 95 juta saham ditangan insiders atau institutions maka besaran float yang hanya 5 juta akan mempengaruhi likuiditas saham

#### h. *Gross Margin*

*Gross Margin* atau laba kotor menurut Wild, Subramanyam, dan Halsey (2005: 120) laba kotor merupakan “pendapatan dikurangi harga pokok penjualan”. Apabila hasil penjualan barang dan jasa tidak dapat menutupi beban yang langsung terkait dengan barang dan jasa tersebut atau harga pokok penjualan, maka akan sulit bagi perusahaan tersebut untuk bertahan.

Menurut Kasmir (2011:303) menyatakan bahwa laba kotor artinya laba yang diperoleh sebelum dikurangi biaya-biaya yang menjadi beban perusahaan. Artinya laba keseluruhan yang pertama kali perusahaan peroleh.

Analisis laba kotor merupakan salah satu kegiatan yang sangat penting bagi manajemen guna mengambil keputusan untuk masa sekarang



dan yang akan datang. Artinya analisis laba kotor akan banyak membantu manajemen dalam melakukan tindakan apa yang akan diambil ke depan dengan kondisi yang terjadi sekarang atau untuk mengevaluasi apa penyebab turun atau naiknya laba kotor tersebut sehingga target tidak tercapai. Dengan demikian, analisis laba kotor memberikan manfaat yang cukup banyak bagi pihak manajemen.

Secara umum manfaat yang dapat diperoleh dari analisis laba kotor adalah:

1. Untuk Mengetahui Penyebab Turunnya Harga Jual

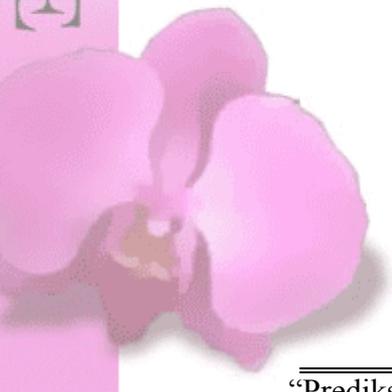
Dengan diketahuinya penyebab naik turunnya harga, pihak manajemen dapat memprediksi berbagai hal, terutama berkaitan dengan penentuan harga jual ke depan dan target harga jual yang lebih realistis. Kesalahan akibat penentuan harga jual ini pasti dikarenakan faktor perubahan harga jual yang sangat rentan terhadap perubahan di luar lingkungan perusahaan.

2. Untuk Mengetahui Penyebab Naiknya Harga Jual

Kenaikan harga jual perlu dicermati penyebabnya, sebab naiknya harga jual ini sangat mempengaruhi perolehan laba kotor perusahaan. Faktor penyebab naiknya harga jual dapat berasal dari dalam perusahaan, misalnya kenaikan biaya-biaya. Namun, harga jual juga dapat naik karena dipengaruhi dari luar perusahaan, misalnya pesaing sejenis menaikkan harga jualnya dan manajemen ikut pula menaikkan harga jual.

3. Untuk Mengetahui Penyebab Turunnya Harga Pokok Penjualan

Selain menaikkan harga jual, laba kotor juga dipengaruhi oleh penurunan harga pokok penjualan. Penyebab menurunnya harga jual tidak jauh berbeda dengan kenaikan harga pokok penjualan. Hanya saja penurunan harga pokok penjualan akan membuat perusahaan berusaha keras untuk bekerja lebih efisien dibandingkan dengan pesaing. Kalau tidak, beban biaya yang telah dianggarkan akan ikut mempengaruhi nilai perolehan penjualan ke depan.



4. Untuk Mengetahui Penyebab Naiknya Harga Pokok Penjualan

Penyebab naiknya harga pokok penjualan juga sangat penting untuk diketahui oleh perusahaan karena dengan diketahuinya penyebab naiknya harga pokok penjualan, perusahaan pada akhirnya mampu menyesuaikan dengan harga jual dan biaya-biaya lainnya. Penyebab utama naiknya harga pokok penjualan sebagian besar adalah karena dari pihak luar perusahaan sehingga mau tidak mau perusahaan harus mampu menyesuaikan diri.

5. Sebagai Bentuk Pertanggungjawaban Bagian Penjualan

Analisis laba kotor juga memberikan manfaat sebagai bentuk pertanggungjawaban bagian penjualan akibat naik harga jual. Artinya ada pihak-pihak yang memang seharusnya bertanggung jawab apabila terjadi kenaikan atau penurunan harga jual.

6. Sebagai Bentuk Pertanggungjawaban Bagian Produksi

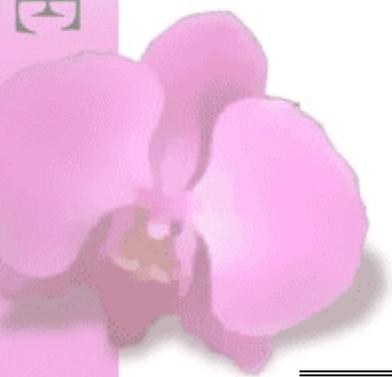
Analisis laba kotor juga memberikan manfaat sebagai bentuk pertanggungjawaban bagian produksi akibat turunnya harga pokok penjualan. Artinya untuk urusan harga pokok penjualan, pihak bagian produksilah yang bertanggung jawab.

7. Sebagai Salah Satu Alat Ukur Untuk Menilai Kinerja Manajemen

Sudah pasti analisis laba kotor ini pada akhirnya akan memberikan manfaat untuk menilai kinerja manajemen dalam suatu periode. Artinya hasil yang diperoleh dari analisis laba kotor akan menentukan kinerja manajemen ke depan.

8. Sebagai Bahan Untuk Menentukan Kebijakan Manajemen Ke Depan

Analisis laba kotor digunakan sebagai bahan untuk menentukan kebijakan manajemen ke depan dengan mencermati kegagalan atau kesuksesan pencapaian laba kotor sebelumnya. Jika berhasil, manajemen mungkin sekarang akan dipertahankan atau bahkan ada yang dipromosikan ke jabatan yang lebih tinggi. Akan tetapi, jika gagal, sebaliknya akan diganti dengan manajemen yang baru. Di samping itu, keberhasilan atau kegagalan manajemen dalam mencapai



target laba kotor juga akan menentukan besar kecilnya insentif yang bakal mereka terima.

i. *Asset Turnover*

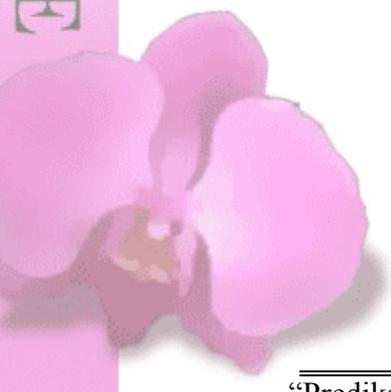
*Asset turnover ratio* (ATO) atau disebut juga rasio perputaran total aktiva merupakan rasio yang mengukur tingkat efisiensi dan efektivitas dari perputaran maupun pemanfaatan total aktiva dalam menghasilkan penjualan. Rasio ini menunjukkan banyaknya penjualan yang dapat diperoleh perusahaan untuk tiap rupiah yang telah ditanamkan pada aktiva perusahaan. Semakin tinggi rasio ini semakin baik bagi perusahaan.

Rasio ini dapat menjelaskan seberapa sukses suatu perusahaan dalam memanfaatkan asetnya untuk menghasilkan laba. Jika suatu perusahaan dapat melakukan penjualan dengan menggunakan aset secara minimal maka akan menghasilkan rasio perputaran aktiva yang lebih tinggi. Dengan ini dapat disimpulkan bahwa perusahaan dapat menjalankan operasi dengan baik karena mampu memanfaatkan aset yang dimilikinya secara efisien. Rasio perputaran aktiva yang rendah menunjukkan bahwa perusahaan memanfaatkan asetnya secara tidak efisien dan optimal. *Asset turnover ratio* (ATO) merupakan salah satu faktor penting yang berpengaruh pada *Return on Equity* menurut dari analisis Dupont.

ATO mengukur kemampuan modal yang diinvestasikan oleh perusahaan untuk menghasilkan pendapatan. Indikator yang dapat digunakan untuk mendeteksi adanya masalah pada aktivitas perusahaan serta berpengaruh pada rasio ini antara lain pangsa pasar produk kunci menurun, berpindahnya penguasaan pangsa pasar pada pesaing, modal kerja yang menurun drastis, perputaran persediaan yang menurun drastis, kepercayaan konsumen berkurang, dan beberapa indikator lainnya.

Rumus untuk menghitung ATO adalah sebagai berikut :

$$\text{Asset Turnover} = \text{Penjualan} \div \text{Total Aset} \times 100\%$$



**Tabel 2.1**  
**Kriteria Penilaian Piotroski F-Score**

No	Kriteria	Test	Y/N	Skor
1	<i>Net Income</i>	Apakah <i>Net Income</i> positif?	Y	1
2	<i>Operating Cash Flow</i>	Apakah <i>Operating Cash Flow</i> positif?	Y	1
3	<i>Return on Assets (ROA)</i>	Apakah ROA lebih tinggi daripada tahun sebelumnya?	Y	1
4	<i>Quality of Earnings</i>	Apakah <i>Operating Cash Flow</i> > <i>Net Income</i> ?	Y	1
5	<i>Long Term Debt to Assets</i>	Apakah <i>Long Term Debt to Assets</i> lebih rendah dari tahun sebelumnya?	Y	1
6	<i>Current Ratio</i>	Apakah <i>Current Ratio</i> lebih tinggi dari tahun sebelumnya?	Y	1
7	<i>Shares Outstanding</i>	Apakah tidak ada penambahan jumlah saham yang beredar?	Y	1
8	<i>Gross Margin</i>	Apakah <i>Gross Margin</i> lebih tinggi dari tahun sebelumnya?	Y	1
9	<i>Asset Turnover</i>	Apakah <i>Asset Turnover</i> lebih tinggi dari tahun sebelumnya?	Y	1
Total Skor Model Piotroski F-Score				9

Sumber: Data sekunder yang telah diolah

Pemberian total skor yaitu skor 0 sampai 9, skor 1 jika perusahaan memenuhi kriteria (Y) dan sebaliknya skor 0 jika tidak memenuhi (N). Saham yang memiliki total skor 8 dan 9 menandakan kondisi keuangan perusahaan tersebut sangat sehat sedangkan total skor 1 dan 2 menandakan kondisi keuangan perusahaan tersebut kurang sehat.

### 1. Model Mohr (2012)

Mohr (2012) merancang model prediksi pertumbuhan return saham dengan menambahkan lima variabel dalam model prediksinya yaitu *market value (MV)*, *price to book ratio (P/B)*, *return* saham 12 bulan sebelumnya, *(earnings-cashflow)/assets (ACC)*, penerbitan saham 12 bulan sebelumnya (*EQOFFER*).

#### a. Market Value

*Market Value* adalah harga saham yang terjadi di pasar pada periode tertentu yang ditentukan oleh pelaku pasar. *Market value* merupakan rata-rata harga saham selama satu tahun dikalikan dengan jumlah saham beredar per akhir tahun. Semakin banyak jumlah saham yang beredar dan semakin

tingginya harga saham menunjukkan semakin besar ukuran sebuah perusahaan.

*Market Value* menunjukkan ukuran perusahaan, dimana apabila market value semakin besar maka semakin besar perusahaan tersebut yang ditinjau dari ukuran perusahaannya. Kebanyakan investor menganggap bahwa perusahaan besar memiliki kestabilan keuangan yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan kecil. Selain itu perusahaan besar mempunyai analisis keuangan yang kompeten, sehingga dapat menghasilkan informasi keuangan yang lebih akurat yang dapat memperpendek jarak antara pengharapan investor dengan yang sebenarnya terjadi di perusahaan.

*Market value* dapat berubah-ubah secara fluktuatif. Faktor utama yang menyebabkan harga pasar saham berubah adalah adanya persepsi yang berbeda-beda dari masing-masing investor, sesuai dengan informasi yang dimiliki. Konsep perhitungan market value adalah dengan mengalikan rata-rata harga saham selama tahun  $t$  dengan jumlah saham beredar pada saham perusahaan  $i$  per akhir tahun ke- $t$ . Formulasinya adalah sebagai berikut :

$$MV_{it} = \text{Rata-rata harga saham}_{it} \times \text{Jumlah saham beredar}_{it}$$

Besarnya ukuran sebuah perusahaan akan memberikan keuntungan tinggi seperti yang diharapkan investor sehingga semakin lama pula investor menahan kepemilikan sahamnya dan sebaliknya jika ukuran perusahaan tersebut kecil akan memberikan kerugian bagi investor, sehingga mempunyai pengharapan yang kecil untuk menahan kepemilikan sahamnya.

*Market value* berpengaruh positif signifikan terhadap *holding period* berarti diperoleh bahwa *market value* merupakan cerminan ukuran perusahaan. *Market value* yang tinggi akan menyebabkan investor menahan kepemilikan sahamnya dalam waktu yang lebih lama, karena pelaku pasar menganggap bahwa prospek perusahaan akan lebih baik di masa yang akan datang, dan risikonya lebih kecil sehingga investor memiliki *holding period* yang panjang. Sedangkan nilai *market value* yang rendah mencerminkan ukuran perusahaan yang rendah terhadap saham yang diperdagangkan. Jika *market value* rendah

ada kemungkinan perusahaan itu bangkrut, maka risiko saham tersebut tinggi sehingga berinvestasi pada perusahaan yang lebih besar biasanya memiliki risiko yang lebih kecil daripada perusahaan kecil yang dapat mempengaruhi lamanya memegang saham.

*Market value* dapat dijadikan sebagai indikator bagi para investor dalam berinvestasi karena jika *market value* meningkat maka *holding period* juga meningkat, atau investor berani menahan saham yang dibelinya lebih lama. Hubungan *market value* dengan *holding period* adalah berbanding lurus. Semakin banyak jumlah saham yang beredar dan semakin tingginya harga saham maka akan semakin besar ukuran sebuah perusahaan karena *market value* merupakan cerminan dari ukuran perusahaan. *Market value* yang besar akan memberikan keuntungan tinggi seperti yang diharapkan investor karena perusahaan yang berukuran besar mempunyai risiko yang lebih kecil maka sebaiknya investor menahan kepemilikan sahamnya lebih lama. Sebaliknya jika semakin sedikit jumlah saham yang beredar dan semakin rendahnya harga saham menunjukkan semakin kecil ukuran sebuah perusahaan dan memberikan risiko yang lebih besar bagi investor maka sebaiknya investor menahan kepemilikan sahamnya lebih pendek.

Bagi perusahaan diharapkan dapat menambah nilai pasar dan memperluas usahanya agar terlihat memiliki pasar yang besar sehingga akan mendapat kepercayaan dari investor untuk menanam sahamnya lebih lama karena investor merasa mempunyai prospek yang baik dimasa depan dan memberikan keuntungan yang besar. Bagi investor dalam mengambil keputusan tentang lamanya memegang/menahan suatu saham di Bursa Efek Indonesia terutama perusahaan-perusahaan yang tercatat dalam indeks LQ-45 hendaknya memperhatikan faktor *market value*, karena memberikan informasi yang sangat penting bagi investor.

*b. Price to Book Ratio*

*Price to Book Value* adalah rasio yang menggambarkan seberapa besar pasar menghargai nilai buku saham suatu perusahaan (Tjiptono dan Hendry, 2001:

141). Semakin tinggi rasio ini berarti pasar percaya akan prospek perusahaan tersebut .

Salah satu indikator fundamental dari sebuah saham adalah *price per book value* (PBV) yang banyak digunakan oleh investor maupun analis untuk mengetahui nilai wajar saham. Indikator ini didapat dengan membagi harga saham yang ada di pasar saham dengan nilai book value dari saham tersebut. Saham yang memiliki rasio PBV yang besar bisa dikatakan memiliki valuasi yang tinggi (overvalue) sedangkan saham yang memiliki PBV dibawah 1 memiliki valuasi yang rendah alias undervalue.

Book value atau nilai buku adalah nilai dari ekuitas dibagi jumlah saham yang ada. Bisa dikatakan *book value* adalah nilai ekuitas per saham. Ekuitas itu sendiri didapatkan dari selisih jumlah aset dikurangi liabilitas. Secara teori ini adalah nilai yang akan didapatkan oleh pemilik saham bila perusahaan dilikuidasikan. Jadi nilai *book value* sangat berarti untuk melihat imbal hasil dari investasi.

Seringkali kita temui di pasar bahwa terdapat saham-saham yang memiliki PBV yang besar. Itu karena penerapan sistem akuntansi yang tidak memberikan nilai kepada aset tak berwujud seperti brand dan prospek dari suatu perusahaan. Oleh karena itu banyak terdapat perusahaan yang memiliki PBV jauh diatas 1 dan bisa mencapai puluhan dan hal itu wajar jika dilihat dari kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dan brandnya yang sudah terkenal. Dilain pihak PBV yang dibawah 1,0 bisa mengindikasikan perusahaan memiliki prospek yang suram. Itulah alasan terdapat perbedaan yang jauh antara nilai pasar dan nilai ekuitas itu sendiri.

Pada dasarnya ketika kita membeli suatu saham yang nilai PBVnya kurang dari 1,0 kita untung ketika membelinya karena kita membeli saham yang nilai ekuitasnya lebih besar daripada yang kita bayarkan yang berarti kita mendapatkan diskon dari nilai realnya. Tapi realita tidak semulus teori yang ada. Meskipun, rasio PBV bisa dijadikan indikator dalam menilai apakah saham tersebut mahal atau tidak. Namun seperti banyak indikator lainnya seperti *Price to Earning Ratio* (PER).



Tidak semua saham yang memiliki PBV yang dibawah 1,0 adalah saham yang undervalue. Bisa saja saham tersebut memang memiliki PBV yang rendah karena perusahaan itu merugi sehingga pada tahun-tahun kemudian nilai book valuenya akan menurun. Bila terdapat kejadian yang seperti ini maka wajar jika perusahaan tersebut memiliki PBV yang rendah dan tidak mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut undervalue.

Sebaliknya saham yang memiliki PBV yang tinggi juga bisa tidak mengindikasikan bahwa sahamnya overvalue karena bisa saja perusahaan tersebut memiliki prospek dan kinerja yang bagus serta brand yang terkenal. Sehingga dari itu semua membuat harga sahamnya memiliki valuasi yang premium dibandingkan dengan saham yang memiliki PBV yang lebih rendah namun dengan prospek yang lebih rendah juga.

Price to Book Value dapat dihitung dengan menggunakan rumus :

$$\text{PBV} = \text{Harga Pasar Saham} / \text{Nilai Buku Per Lembar Saham}$$

Dimana nilai buku per lembar saham menunjukkan aktiva bersih (*net asset*) yang dimiliki oleh pemegang saham dengan memiliki satu lembar saham (Jogiyanto, 1996 : 63). Adanya asumsi aktiva bersih sama dengan total ekuitas pemegang saham, maka nilai buku per lembar saham adalah total ekuitas dibagi dengan jumlah saham yang beredar.

c. *Return Saham*

Salah satu tujuan investor berinvestasi adalah untuk mendapatkan return. Tanpa adanya tingkat keuntungan yang dinikmati dari suatu investasi, tentunya investor tidak akan melakukan investasi. Jadi semua investasi mempunyai tujuan utama mendapatkan return (Ang, 1997: 202)

Menurut Jogiyanto (2009: 199), *return* merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. Menurut Samsul (2006: 291), *return* adalah pendapatan yang dinyatakan dalam persentase dari modal awal investasi. Pendapatan investasi dalam saham ini merupakan keuntungan yang diperoleh dari jual beli saham, dimana jika untung disebut *capital gain* dan jika rugi disebut *capital loss*. Menurut Brigham dan Houston (2006: 215), *return* atau tingkat pengembalian

adalah selisih antara jumlah yang diterima dan jumlah yang diinvestasikan, dibagi dengan jumlah yang diinvestasikan.

Dari beberapa definisi di atas dapat disimpulkan bahwa return saham merupakan tingkat pengembalian berupa imbalan yang diperoleh dari hasil jual beli saham.

Menurut Samsul (2006:200), faktor-faktor yang mempengaruhi return saham terdiri atas faktor makro dan faktor mikro.

Faktor makro yaitu faktor yang berada di luar perusahaan, yaitu:

1. Faktor makro ekonomi yang meliputi tingkat bunga umum domestik, tingkat inflasi, kurs valuta asing dan kondisi ekonomi internasional.
2. Faktor non ekonomi yang meliputi peristiwa politik dalam negeri, peristiwa politik di luar negeri, peperangan, demonstrasi massa dan kasus lingkungan hidup.

Faktor mikro yaitu faktor yang berada di dalam perusahaan itu sendiri, yaitu:

1. Laba bersih per saham
2. Nilai buku per saham
3. Rasio utang terhadap ekuitas
4. Dan rasio keuangan lainnya.

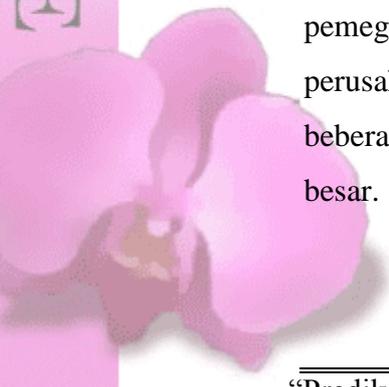
d. *Earnings-Cashflow/Assets* (ACC)

Hasil dari pengurangan laba bersih dikurangi arus kas dibagi dengan aktiva. Sehingga didapatkan rumus sebagai berikut :

**(Laba bersih – arus kas) : Aktiva**

e. Penerbitan Saham 12 Bulan Sebelumnya (EQOFFER)

*Capitalization Issue* adalah pembentukan modal tambahan dengan penerbitan saham baru, penerbitan saham baru oleh perusahaan kepada para pemegang saham tanpa pembayaran. Penambahan saham baru ini biasanya karena perusahaan tersebut menginvestasikan labanya pada perusahaan itu sendiri selama beberapa tahun, sehingga terjadi pengakumulasian cadangan modal yang cukup besar. Jika perusahaan tersebut menjadikan cadangan sebagai modal tetap maka



penerbitan saham tambahan tersebut dapat dilakukan sebesar cadangan tersebut dan dibagikan pada para pemegang saham yang telah ada secara proporsional.

Seorang investor atau pemegang saham merupakan pemilik perusahaan, jadi investor bisa mempunyai beberapa hak tertentu dan salah satunya adalah Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD) dalam aksi korporasi right issue. HMETD dalam pasar modal ini merupakan hak yang diperoleh pemilik saham untuk membeli saham baru pada periode dan harga yang sudah ditentukan oleh perusahaan.

Pada dasarnya, alasan perusahaan melakukan right issue adalah untuk mengumpulkan dana sebagai tambahan modal lagi. Biasanya perusahaan yang right issue masih dalam tahapan pertumbuhan tinggi, dan dana segar yang terhimpun akan digunakan untuk ekspansi usaha, membayar pinjaman, atau untuk modal kerja. Jika *right issue* dilaksanakan untuk keperluan ekspansi usaha, maka aksi korporasi perusahaan bisa dipandang positif. Beberapa perusahaan melakukan *right issue* dengan tujuan untuk menambah porsi kepemilikan pemegang saham atau meningkatkan jumlah saham beredar agar nantinya saham menjadi lebih likuid. Selain itu, perusahaan bisa juga right issue agar kapitalisasi pasar perusahaan menjadi lebih besar. Right issue ini sebenarnya hampir mirip dengan stocksplit, tapi bedanya kalau right issue bisa menambah dana dari investor sekaligus dapat menaikkan kapitalisasi pasar perusahaan.

Mengingat tujuan suatu perusahaan melakukan aksi right issue adalah untuk mengumpulkan dana tambahan, maka manfaat dari right issue bagi perusahaan adalah perusahaan bisa menggunakan dana tersebut sebagai sumber modal usaha baru selain pinjaman dari bank. Hal ini bisa saja terjadi ketika terjadi pelemahan ekonomi dan membuat perusahaan sulit meminjam dana dari bank. Sementara itu, manfaat right issue bagi investor pemegang saham perusahaan tersebut adalah harga pelaksanaan saham baru right issue yang ditawarkan biasanya di-diskon karena berada di bawah harga pasar. Selisih harga eksekusi dan harga saham di pasar terkadang cukup signifikan dan bergantung pada seberapa besar suatu perusahaan itu ingin mendorong minat investor untuk berpartisipasi dalam aksi korporasinya.



Aksi korporasi right issue perusahaan umumnya tidak disukai oleh investor karena akan memberikan dampak negatif pada kepemilikan saham investor. Hal ini terjadi karena right issue akan menimbulkan saham emiten mengalami dilusi. Dilusi saham adalah penurunan komposisi kepemilikan saham investor akibat dari adanya penambahan saham baru. Penerbitan saham baru ini akan merugikan investor saham jika investor ini tidak berbuat apa-apa karena persentase kepemilikan sahamnya otomatis berkurang. Akan tetapi, dampak negatif ini bisa diatasi dengan melaksanakan HMETD, yakni melakukan pembelian saham baru yang ditawarkan oleh emiten. Sedangkan apabila tidak memiliki dana untuk melakukan transaksi pembelian saham tersebut, pemegang saham dapat menjual HMETD saham baru kepada investor lain yang berminat. Hasil penjualan HMETD ini kemungkinan dapat dimanfaatkan untuk menutupi kerugian dari efek dilusi harga saham.

Model modifikasi Mohr tersebut jika ditulis dalam rumus yaitu :

$$MA\_Reti = \alpha + \beta_1 \log(MVi) + \beta_2 \log(P/Bi) + \beta_3 MOMi + \beta_4 ACCi + \beta_5 EQOFFERi + \beta_6 FSCOREi + \epsilon$$

Dimana:

- MA\_Reti adalah *market adjusted return* pada hari ke i *Market adjusted return* dihitung dengan menggunakan rumus:

$$AR_i = R_i - E(R_i)$$

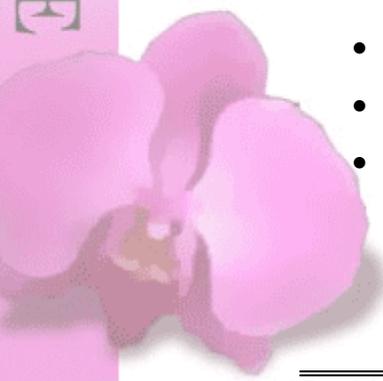
Dimana:

$AR_i$  = *Abnormal return* saham i

$R_i$  = *Return* saham i

$E(R_i)$  = *Expected Return* saham i

- MVi adalah harga pasar saham i
- P/Bi adalah price-to-book ratio saham i
- MOMi adalah return saham i
- ACCi adalah (Laba bersih – arus kas) : Aktiva
- EQOFFERi adalah Ada penerbitan saham baru = 1, tidak ada penerbitan saham baru = 0



- FSCORE<sub>i</sub> adalah *Piotroski F-Score*.
- $\epsilon_i = \text{error}$

### 3. Hipotesis Penelitian

- H0-1 : Variabel MV tidak berpengaruh terhadap *market adjusted return*.
- Ha-1 : Variabel MV signifikan berpengaruh terhadap *market adjusted return*.
- H0-2 : Variabel P/B tidak berpengaruh terhadap *market adjusted return*.
- Ha-2 : Variabel P/B signifikan berpengaruh terhadap *market adjusted return*.
- H0-3 : Variabel MOM tidak berpengaruh terhadap *market adjusted return*.
- Ha-3 : Variabel MOM signifikan berpengaruh terhadap *market adjusted return*.
- H0-4 : Variabel ACC tidak berpengaruh terhadap *market adjusted return*.
- Ha-4 : Variabel ACC signifikan berpengaruh terhadap *market adjusted return*.
- H0-5 : Variabel EQOFFER tidak berpengaruh terhadap *market adjusted return*.
- Ha-5 : Variabel EQOFFER signifikan berpengaruh terhadap *market adjusted return*.
- H0-6 : *Piotroski F-Score* tidak berpengaruh terhadap *market adjusted return*.
- Ha-6 : *Piotroski F-Score* signifikan berpengaruh terhadap *market adjusted return*.

