

ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI PENCIPTAAN NILAI PADA PERUSAHAAN-PERUSAHAAN DI BURSA EFEK JAKARTA

Samuel Dossugi¹
Universitas Atmaja Jaya Jakarta

ABSTRACT

This paper studies the value creation process in the Jakarta stock exchange using a sample of 33 listed companies during the period of 2001-2003. The random probit model estimation procedure is used to find out the determinants of the value creation of the selected companies. The results suggest that the probability of creating future values is positively and significantly correlated with profitability factor. The results also indicate that the value creation is affected by size, that is, the probability to create value is stronger in big firms than in small ones.

Keywords: random probit model, Jakarta stock exchange, dividend policy.

ABSTRAK

Tulisan ini menyajikan hasil penelitian tentang proses penciptaan nilai perusahaan di Bursa Efek Jakarta dengan menggunakan sampel 33 perusahaan yang terdaftar di bursa selama periode 2001-2003. Prosedur estimasi berdasarkan model probit berefek acak digunakan untuk menemukan faktor-faktor yang menentukan dalam penciptaan nilai perusahaan-perusahaan tersebut. Hasil penelitian menunjukkan bahwa peluang bagi penciptaan nilai perusahaan di masa mendatang mempunyai korelasi yang positif dan signifikan dengan faktor profitabilitas. Disamping itu, penciptaan nilai perusahaan juga dipengaruhi oleh ukuran besar kecilnya perusahaan. Semakin besar perusahaannya semakin besar pula peluang terjadinya penciptaan nilai.

Kata kunci: model probit berefek acak, bursa efek Jakarta, kebijakan deviden.

PENDAHULUAN

Bursa Efek Jakarta (BEJ) telah mengalami beberapa kali reformasi sejak tahun 1977 agar dapat memasuki arena pasar modal yang sedang mengalami pertumbuhan.

¹ Samuel Dossugi is faculty of Universitas Atmaja Jaya Jakarta (dossugi@hotmail.com).

Reformasi tsb meliputi beberapa aspek: swastanisasi BEJ pada tanggal 13 Juli 1992, peluncuran *Jakarta Automated Trading System* (JATS) pada 22 Mei 1995, dan direncanakan dalam tahun 2006 ini pelaksanaan *Remote Trading* dimulai. Kontribusi dari reformasi tersebut terhadap BEJ adalah meningkatnya kapitalisasi pasar dari Rp 268 triliun pada tahun 2002, menjadi Rp 460,37 triliun pada tahun 2003, dan kemudian meningkat lagi menjadi Rp 751 triliun pada Maret 2005. Perkembangan positif ini telah menarik masuknya investor asing ke Indonesia. Ini terlihat dari kapitalisasi kepemilikan asing di BEJ yang meningkat dari Rp 58 triliun pada Desember 2002 menjadi Rp 103 triliun pada Desember 2003 (Website BPS dan BI). Jadi telah terjadi penciptaan nilai yang signifikan selama kurun waktu tsb di BEJ.

Akhir-akhir ini, penciptaan nilai untuk pemegang saham sebuah perusahaan – diterima secara luas sebagai tujuan perusahaan – telah dimasukkan ke dalam literatur manajemen strategik melalui apa yang disebut *value-based planning* (Hax et al., 1984). Pendekatan ini memberikan kerangka konseptual dan operasional dalam mengevaluasi strategi perusahaan. Pada saat yang sama, para akademisi telah mempertimbangkan isu penciptaan nilai dalam merger dan akuisisi (Rappaport, 1981), keputusan divestasi (Alberts et al., 1984), evaluasi unit bisnis (Arzac, 1986), strategi pemasaran dan penjualan perusahaan (Kerin et al., 1985), dan pertumbuhan aktiva (Fruhan, 1984 and Higgins et al., 1983).

Rappaport (1986) mendefinisikan pemicu nilai (*value driver*) sebagai *growth rate, operating profit margin, income tax rate, working capital investment, fixed capital investment, cost of capital and value growth duration*. Ben Naceur dan Goaid (2002) telah menggabungkan pengukuran penciptaan nilai dengan pemicu nilai untuk mengetahui secara empiris faktor-faktor penentu utama dari proses penciptaan nilai. Sejak itu, variabel dependen penciptaan nilai di bursa saham, diukur oleh respon dikotomis, menggunakan prosedur ekonometri yang dengan model Probit yang diestimasi atas data panel. Penggunaan data panel dalam studi pasar keuangan yang sedang berkembang dewasa ini merupakan isu yang menarik karena memberikan estimasi model perilaku yang lebih realistis.

PERUMUSAN MASALAH

Faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi penciptaan nilai dari perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama periode 2001-2003.

TUJUAN PENELITIAN

Tujuan dari paper ini adalah untuk menguji secara empiris faktor-faktor yang menentukan penciptaan nilai akan datang dari perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEJ selama periode 2001-2003.

METODOLOGI

Model *value-based planning* memuat premis bahwa para manajer menciptakan nilai bagi pemegang saham dengan cara membuat nilai pasar (MV) dari ekuitas yang diinvestasikan ke dalam perusahaan oleh pemegang saham melebihi nilai buku (BV) dari ekuitas tsb. Dengan perkataan lain, para manajer perusahaan menciptakan nilai bagi pemegang saham jika $MV > BV$, menurunkan nilai bila $MV < BV$ dan mempertahankan nilai bila $MV = BV$. Faktor-faktor yang menentukan penciptaan dan penurunan nilai adalah penting dalam merancang strategi sebuah perusahaan.

Orang yang pertama kali meneliti masalah penciptaan nilai adalah Fruhan (1984) yang menyatakan rasio MV/BV sebagai:

$$\frac{MV}{BV} = \left(1 + \frac{ROE - K_e}{K_e}\right) \left[1 - \left(\frac{1+g}{1+K_e}\right)^n\right] + \left(\frac{1+g}{1+K_e}\right)^n \quad (1)$$

dengan $ROE = ROA + (ROA - K_D) * (1 - t)$

dimana

ROE = *return on equity*

K_e = biaya modal ekuitas

g = tingkat pertumbuhan keuntungan per tahun yang diharapkan

n = tahun

ROA = *return on asset*

K_D = biaya utang

t = tingkat pajak perusahaan

Persamaan (1) menyatakan bahwa *market-to-book ratio* (MV/BV) tergantung atas tiga faktor: (1) tingkat *spread* persentase (ROE- K_e) yang diperoleh; (2) peluang investasi mendatang yang dinyatakan oleh tingkat pertumbuhan keuntungan per tahun, g, dan (3) jumlah tahun, n, dimana peluang investasi tersedia.

Dalam studi ini, dipilih tiga faktor penentu dari penciptaan nilai di masa mendatang, yaitu: firm profitabilitas perusahaan, kebijakan keuangan, dan kebijakan dividen.

Hipotesis kebijakan keuangan:

Ini berkaitan dengan kebijakan utang perusahaan. Teori-teori mengenai struktur modal akhir-akhir ini banyak menekankan pada manfaat pajak dari utang (dimulai dari Modigliani dan Miller, 1963), penggunaan utang sebagai alat *anti-takeover*, biaya keagenan utang (Jensen et al., 1976), manfaat utang dalam membatasi kebijakan manajer (Jensen, 1986), pemilihan utang sebagai indikasi kualitas perusahaan (Ross, 1977 dan Leland et al., 1977). Sehingga untuk mengamati relevansi utang, maka dalam studi ini rasio jumlah semua utang terhadap aktiva total dimasukkan ke dalam model penelitian.

Hipotesis kebijakan dividen:

Miller dan Modigliani (1961) menemukan bahwa nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh kebijakan dividen apabila tidak ada pajak atau biaya transaksi serta setiap orang mendapatkan informasi lengkap mengenai distribusi arus kas di masa mendatang dari perusahaan. Namun bila pajak pendapatan personal dan perusahaan diperhitungkan, maka akan lebih optimal bila tidak membagikan dividen sama sekali karena pengenaan pajak tsb akan melebihi *capital gain* (Farrar et al., 1967 and Brennan, 1970).

Ross (1977) menyatakan bahwa perusahaan yang menaikkan pembayaran dividennya memberi sinyal bahwa arus kas dimasa mendatang cukup besar untuk memenuhi pembayaran dividen tanpa meningkatkan kemungkinan kebangkrutan. Karena itu, diharapkan akan diperoleh bukti empiris bahwa nilai perusahaan meningkat karena dividen diterima sebagai sinyal bahwa perusahaan akan memperoleh arus kas dimasa mendatang yang lebih besar (Ross, 1977; Bhattacharya, 1979; Hakansson, 1982 dan Miller et al., 1985). Sehingga untuk melihat relevansi dividen, khususnya mengenai dampak sinyalnya, dalam studi ini rasio total dividen terhadap total *earnings* dimasukkan ke dalam model penelitian.

Hipotesis profitabilitas:

Menurut Rappaport (1986), profitabilitas dapat dianggap sebagai sebuah pemicu nilai yang sangat penting. Peningkatan profitabilitas dapat dimulai dari pencapaian skala ekonomis yang relevan, pencarian hubungan pemasok-saluran distribusi yang dapat menurunkan biaya, penghapusan biaya-biaya yang tidak menambah nilai produk, dan penghapusan biaya-biaya yang tidak berkontribusi kepada kebutuhan pembeli. Sehingga untuk mengamati relevansi profitabilitas terhadap penciptaan nilai, rasio pendapatan operasi terhadap total aktiva dimasukkan ke dalam model penelitian.

Spesifikasi dasar model penelitian ini adalah:

$$MV_{it} / BV_{it} = \beta_1 + \beta_2 DR_i + \beta_3 DPR_i + \beta_4 ROA_i + \epsilon_i \quad (2)$$

dimana

MV : nilai pasar ekuitas perusahaan

BV : nilai buku ekuitas perusahaan

DR : rasio leverage, yaitu total utang dibagi total aktiva

DPR : rasio *pay-out*, yaitu total dividen dibagi total *earnings*

ROA : *return on assets*

Model probit berefek acak

Model probit berefek acak (*random effects probit model*, REPM) telah banyak dibahas oleh para ahli seperti Chamberlain (1980), Heckman (1981) dan belakangan ini oleh Guilkey et al., (1993), Newey (1994) dan Lechner (1995). REPM merupakan alat ekonometri yang penting dalam ekonomi mikro terapan dimana variable dependen diukur oleh respon dikotomis. Model REPM dinyatakan dalam bentuk sbb.:

$$Y_{it}^* = X_{it}\beta' + \varepsilon_{it} \quad i = 1 \dots n; \quad t = 1 \dots T_i \quad (3)$$

dan $\varepsilon_{it} = \mu_i + \eta_{it}$

dimana i menyatakan indeks individual, t indeks periode waktu, X adalah vektor variabel eksogen berukuran $k \times 1$, β adalah vektor koefisien berukuran $k \times 1$, $\mu_i \sim IN(0, \sigma_\mu^2)$, $\eta_{it} \sim IN(0, \sigma_\eta^2)$. Kesalahan μ_i dan η_{it} adalah saling asing (*mutually independent*). Y_{it}^* adalah variabel laten yang didefinisikan sebagai:

$$Y_{it} = L(Y_{it}^* > 1) \quad i = 1 \dots n; \quad t = 1 \dots T_i \quad (4)$$

dimana $L(\cdot)$ sebagai fungsi indikator sehingga Y_{it} adalah 0,1. Dalam analisis empiris, $Y_{it}=1$ bila terjadi penciptaan nilai yaitu bila $MV_{it}/BV_{it} > 1$ dan $Y_{it}=0$ bila tidak. Fungsi *likelihood* yang akan dipakai untuk sampel yang diobservasi Y_{it} mengikuti Guilkey, et al. (1993):

$$L = \prod_{i=1}^n P(Y_{i1}, \dots, Y_{iT_i}) = \prod_{i=1}^n \int_{-\infty}^{\infty} \prod_{t=1}^{T_i} \Phi \left\{ \left[X_{it}'\beta + \mu_i \left(\frac{\rho}{1-\rho} \right)^{1/2} \right] [2Y_{it} - 1] \right\} \Phi(\mu_i) d\mu_i \quad (5)$$

dimana $\rho = \frac{\sigma_\mu^2}{\sigma_\mu^2 + \sigma_\eta^2}$ adalah korelasi antara gangguan (*disturbance*) berurutan dari ε_{it} untuk perusahaan yang sama.

HASIL EMPIRIS

Dalam seksi ini ditunjukkan hasil empiris untuk menjelaskan faktor-faktor yang mempengaruhi proses penciptaan nilai dari perusahaan-perusahaan di pasar modal Indonesia. Hasil dari penerapan model probit panel (REPM) disajikan bersama dengan hasil dari model probit standar dengan maksud untuk memberikan gambaran mengenai seberapa jauh model REPM dapat memberikan hasil yang lebih efisien.

Sampel penelitian mencakup 274 dari 342 perusahaan yang terdaftar di BEJ selama periode 2000-2006. Namun hanya 33 perusahaan yang memiliki data yang lengkap selama periode 2001-2003. Banyak perusahaan yang tidak memberikan dividen secara reguler kepada pemegang saham.

Variabel yang digunakan dalam model adalah:

- Price to book value* (PBV): rasio nilai pasar saham terhadap nilai buku saham
- Faktor kebijakan dividen (DPR): diukur sebagai rasio dividen terhadap *earnings*
- Faktor kebijakan keuangan (DR): rasio utang terhadap total aktiva
- Profitabilitas (ROA): rasio pendapatan operasi terhadap total aktiva
- Skala perusahaan (TA): diukur sebagai logaritma dari total aktiva

Matriks korelasi antara variable-variabel yang digunakan dalam analisis disajikan

dalam Tabel 1. Terlihat bahwa semua variable berkorelasi positif dengan PBV. Korelasi PBV dengan profitabilitas (ROA) sekitar 0,35 dan signifikan pada $\alpha = 5\%$. Demikian pula korelasi antara PBV dengan TA yaitu sekitar 0,26 dan signifikan pada $\alpha = 5\%$. Namun korelasi antara PBV dengan DPR dan DR adalah tidak signifikan. Disamping itu, terlihat bahwa ada korelasi yang signifikan antara DR dan TA yang mengindikasikan adanya masalah multikolinearitas.

Table 1. Korelasi antara variabel-variabel dalam model

	PBV	ROA	DPR	DR	TA
PBV	1,00	0,35*	0,05	0,04	0,26*
ROA		1,00	-0,10	-0,16	-0,01
DPR			1,00	-0,15	-0,03
DR				1,00	0,22*
TA					1,00

* signifikan pada $\alpha = 5\%$.

Penciptaan nilai di masa mendatang di pasar modal Indonesia diregresikan atas faktor-faktor yang berkaitan dengan kebijakan dividen (DPR), kebijakan keuangan (DR), profitabilitas (ROA) dari 33 perusahaan yang terdaftar di BEJ. Karena datanya berupa data panel, maka masalah heterogenitas merupakan isu yang cukup penting. Sehingga untuk itu digunakan skala (*size*) perusahaan sebagai variabel kontrol terhadap masalah heterogenitas dalam model. Sebagai ukuran skala perusahaan digunakan total asset (TA).

Spesifikasi model adalah sbb.:

$$Y_{it} = b_0 + b_1ROA_{it} + b_2DPR_{it} + b_3DR_{it} + b_4TA_{it} + b_5T + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

dimana T adalah variabel waktu yang dimasukkan sebagai variabel independen untuk mencakup efek temporal (seperti dampak dari reformasi) atas proses penciptaan nilai.

Table 2. Hasil regresi dengan probit standar dan probit panel

	Probit Standar		Probit Panel	
	Koefisien	Sig.	Koefisien	Sig.
Konstanta	-4,81	0,00	-9,19	0,00
ROA	0,10	0,00	0,07	0,01
DPR	0,00	0,18	-0,00	0,65
DR	0,01	0,16	-0,00	0,99
TA	0,22	0,01	0,64	0,00
T	0,11	0,34	0,10	0,61
Wald-test			15,07	0,01
Sampel	132		132	

Tabel 2 menyajikan hasil regresi menggunakan probit standar dan probit panel. Nampak bahwa keduanya menghasilkan estimasi koefisien yang signifikan untuk variabel ROA. Namun estimasi koefisien untuk DPR dan DR tidak seperti yang diharapkan. Jadi probabilitas penciptaan nilai berkorelasi secara positif dan signifikan hanya dengan faktor profitabilitas. Sedangkan faktor kebijakan dividen (DPR) dan kebijakan keuangan (DR) tidak berkorelasi dengan penciptaan nilai.

Efek skala perusahaan (TA) terhadap penciptaan nilai adalah positif dan signifikan bagi kedua model. Ini menunjukkan bahwa skala perusahaan mempengaruhi penciptaan nilai. Semakin besar skala perusahaan semakin besar pula penciptaan nilai yang dihasilkannya.

Hipotesis bahwa tidak ada efek acak (*random effect*) dalam data panel diuji dengan *Wald-test*. Dari Tabel 2 di atas, terlihat bahwa nilai Wald = 15,07 adalah signifikan pada $\alpha = 5\%$. Hasil empiris ini menunjukkan bahwa heterogenitas yang belum diamati yang ada di antara perusahaan-perusahaan, seperti kualitas manajemen, nampaknya signifikan dalam analisis penciptaan nilai pada perusahaan-perusahaan di pasar modal Indonesia.

Terakhir, faktor tren waktu nampaknya tidak signifikan bagi kedua model. Ini berarti bahwa reformasi pasar modal yang dilakukan selama ini tidak begitu berhasil dalam menarik investor-investor baru untuk melakukan pembelian saham-saham perusahaan yang terdaftar di pasar modal Indonesia.

KESIMPULAN

Hasil empiris menunjukkan bahwa penciptaan nilai pada 33 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta berkorelasi secara positif dan signifikan dengan faktor profitabilitas. Disamping itu, skala perusahaan juga berkorelasi secara positif dan signifikan dengan penciptaan nilai. Artinya semakin besar aktiva perusahaan semakin besar pula penciptaan nilai yang dihasilkannya.

DAFTAR REFERENSI

- Alberts W. et al. (1984). Value based strategic investment planning. *Interfaces*, January/February, 138-151.
- Arzac E. (1986). Do your business units create shareholder value. *Harvard Business Review*, January/February, 121-126.
- Bhattacharya S. (1979). Imperfect information, dividend policy and 'the bird in the hand' fallacy. *Bell Journal of Economics*, Spring, 259-270.
- Ben Naceur & Mohamed Goaid. (2002). The relationship between dividend policy,

financial structure, profitability and firm value. *Applied Financial Economics*, 12(12), 843-849.

Brennan M. (1970). Taxes, market valuation and corporate financial policy. *National Tax Journal*, December, 417-427.

Chamberlain G. (1980). Analysis of covariance with qualitative data. *Review of Economic Studies*, 47, 225-238.

Farrar D. et al. (1967). Corporate financial policy and return to investors. *National Tax Journal*, December, 444-454.

Fruhan W.E. (1984). How fast should your company grow?. *Harvard Business Review*, January/February, 84-93.

Guilkey K. & Murphy J.L. (1993). Estimating and testing in the random effects probit model. *Journal of Econometrics*, 59, 301-317.

Hakansson N. (1982). To pay or not to pay dividends?. *Journal of Finance*, May, 415-428.

Hax A.C. et al. (1984). *Strategic management: An integrative perspective*. Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice-Hall.

Heckman J.J. (1981). Statistical models for discrete panel data. In Manski, C., McFadden, D. (Eds.), *Structural analysis of discrete data with econometric applications* (pp. 114-178.). Cambridge: M.I.T. Press.

Higgins R.E. et al. (1983). Managing the growth-financial policy nexus. *Journal of Retailing*, Fall, 19-48.

Jensen M.C. & W. Meekling (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.

Jensen M.C. (1986). Agency costs of free cash-flow, corporate finance, and take-overs. *American Economic Review*, 76, 323-329.

Kerin R.A. et al. (1985). Value-based planning in retailing. *Journal of Retailing*, Spring, 5-10.

Lechner M. (1995). Some specification tests for probit models estimated on panel data. *Journal of Business Economics and Statistics*, 13, 475-488.

- Leland H. & Pyle D. (1977). Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *Journal of Finance*, May(32), 371-388.
- Miller M. & Rock R. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *Journal of Finance*, September, 1031-1051.
- Modigliani F. & M. Miller (1961). Dividend policy, growth and valuation of shares. *Journal of Business*, October, 1031-1051.
- Modigliani F. & M. Miller (1963). Taxes and the cost of capital: A correction. *American Economic Review*, June, 433-443.
- Newey W. (1994). The asymptotic variance of semiparametric estimators. *Econometrica*, 62, 1349-1382.
- Rappaport A. (1981). Selecting strategies that shareholder value. *Harvard Business Review*, May-June, 139-149.
- Rappaport A. (1986). Linking competitive strategy and shareholder value analysis. *The Journal of Business Strategy*, 58-67.
- Ross S. (1977). The determination of financial structure: the incentive signaling approach. *Bell Journal of Economics*, Spring, 23-40.