

PENGARUH *DIVIDEND YIELD* DAN *PRICE EARNINGS RATIO* TERHADAP *RETURN SAHAM* DENGAN *INVESTMENT OPPORTUNITY SET* SEBAGAI VARIABEL MODERATING

RIKI MARTUSA

Universitas Kristen Maranatha

theofilus2001@yahoo.com

This research is aimed to examine and find out empirical evidence of (1) the influence of dividend yield on stock return with investment opportunity set as the moderating variable, (2) the influence of price earnings ratio on stock return with investment opportunity set as the moderating variable. The using of investment opportunity set is aimed to search influence between dividend yield and price earnings ratio with stock return. As model used in this study, dividend and retained earnings has reflected the use of dividend yield and price earnings ratio by market participants. Samples used in this research are manufacturing companies listed in Bursa Efek Jakarta in 5 years observation period (1999-2004). Total samples are 30 companies. The data are collected using purposive sampling method. The result of moderated regression analysis (MRA) shows that (1) dividend yield does not influence stock return with investment opportunity set as the moderating variable, (2) price earnings ratio does not influence stock return with investment opportunity set as the moderating variable. Thus, the hypothesis of the research is not empirically supported.

Keywords: dividend yield, price earnings ratio, investment opportunity set, and stock return.

PENDAHULUAN

Penelitian ini mengangkat isu mengenai pengaruh *dividend yield* dan *price-earnings ratio* terhadap *return* saham dengan *investment opportunity set* sebagai variabel *moderating*. Hal ini dilakukan karena peneliti menganggap bahwa hasil penelitian sebelumnya yang menggunakan kategori industri sebagai faktor atau variabel dalam menjelaskan penggunaan *dividend yield* dan *price-earnings ratio* dalam penilaian *return* saham kurang didukung oleh argumen teoretis yang cukup memadai sehingga menimbulkan hasil penelitian yang tidak konsisten dan bahkan bisa bertentangan.

Ketidakkonsistenan hasil penelitian ini memberi motivasi bagi peneliti untuk mencari variabel alternatif yang diharapkan bisa lebih menjelaskan penggunaan *dividend yield* dan *price-earnings ratio* dalam penilaian *return* saham dengan dukungan argumen teoretis yang lebih memadai. Variabel yang diharapkan mampu menjelaskan penggunaan *dividend yield* dan *price earnings ratio* oleh para pelaku pasar dalam mengadakan penilaian terhadap *return* saham adalah *investment opportunity set*.

Fama dan French (1998) menyatakan bahwa *dividend yield* merupakan prediktor *return* ekuitas mendatang yang signifikan. Kekuatan penjelas dividen meningkat sesuai horison waktu *return* tersebut. McManus *et al.* (2002) menggunakan data negara-negara dalam kelompok G5 (Inggris, Amerika Serikat, Jerman, dan Jepang) untuk mengetahui kemampuan daya prediksi *current dividend yield* memprediksi *return* ekuitas di masa mendatang. Dengan menggunakan metoda non-parametrik, mereka menemukan struktur *nonlinear* yang sama dalam negara-negara yang dijadikan sampel, yaitu adanya hubungan yang kuat antara *dividend yield* dengan *return* di masa mendatang.

Swanson dan Benada (2001) menguji relevansi data laporan keuangan dengan mengadakan stratifikasi terhadap *price earnings ratio* untuk periode pelaporan keuangan selama 20 tahun (tahun 1980 sampai dengan 1999). Hasilnya mengindikasikan bahwa reaksi investor meningkat terhadap laba bagi saham-saham yang memiliki *price earnings ratio* tinggi pada dekade 1980an, khususnya pada masa 1990an. Sensitivitas *return* saham terhadap informasi laba dalam model regresi laba atau *return* meningkat bagi perusahaan-perusahaan yang memiliki *price earnings ratio* tinggi. Reaksi terhadap kerugian perusahaan dan *price earnings ratio* rendah relatif sama.

Aryanto (2000) melakukan penelitian terhadap perusahaan-perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Jakarta (BEJ) pada tahun 1994 sampai dengan 1997. Hasil penelitiannya menemukan bahwa perusahaan yang bergerak di sektor keuangan dan *utilities*, *dividend yield* memiliki relevansi nilai yang lebih besar dibandingkan dengan *price earnings ratio* dalam penilaian harga saham. Untuk perusahaan-perusahaan yang bergerak di sektor jasa, industri dan barang-barang konsumsi, yang penilaian dominannya diharapkan berdasarkan *price earnings ratio*, tidak ditemukan bukti bahwa *price earnings ratio* memiliki relevansi nilai yang lebih besar dibandingkan dengan *dividend yield*.

Hasil penelitian Smith *et al.* (1992) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki level *investment opportunity set* tinggi cenderung membagikan dividen lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki level *investment opportunity set* rendah. Hasil penelitian Gaver dan Gaver (1993) menunjukkan bahwa *dividend yield* signifikan berkorelasi negatif dengan *investment opportunity set*.

Demikian pula halnya dengan beberapa penelitian di Indonesia yang berhubungan dengan pemakaian level relatif *investment opportunity set*. Penelitian Subekti (2000), Fijrijanti (2000), dan Prasetyo (2000) mengenai perbedaan kebijakan dividen antara perusahaan yang memiliki level *investment opportunity set* tinggi dengan perusahaan yang memiliki level *investment opportunity set* rendah menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki level *investment opportunity set* tinggi mempunyai kebijakan pembayaran dividen yang lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki level *investment opportunity set* rendah.

Belkaoui dan Picur (2001) membandingkan relevansi nilai *dividend yield* dan *price earnings ratio* dengan menggunakan level relatif *investment opportunity set*. Perusahaan yang dipilih sebagai sampel dalam penelitian tersebut adalah perusahaan-perusahaan multinasional Amerika Serikat pada tahun 1992 sampai 1998. Dengan melakukan analisis secara *cross sectional* dan *pooled*, memberikan simpulan bahwa perusahaan-perusahaan yang memiliki level *investment opportunity set* tinggi, *price earnings ratio* memiliki relevansi nilai yang lebih besar dibandingkan dengan *dividend yield* dalam suatu model penilaian harga saham. Sebaliknya, perusahaan-perusahaan yang memiliki level *investment opportunity set* rendah, relevansi nilai *dividend yield* lebih besar dibandingkan dengan relevansi nilai *price earnings ratio*.

Whitbeck dan Manown (1963) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa *projected growth rate*, *dividend payout* dan *standard deviation (earnings instability)* berpengaruh terhadap *theoretical price earnings ratio*. Dengan menggunakan sampel penelitian sebanyak 135 perusahaan yang *listed* di *New York Stock Exchange* diperoleh hasil bahwa pertumbuhan laba dan *dividend payout ratio* mempunyai hubungan positif terhadap *price earnings ratio*. Penelitian Sartono dan Misbahul (1997) di BEJ dengan menggunakan sampel tahun 1991 sampai 1996 menunjukkan bahwa faktor-faktor yang mampu menjelaskan *price earnings ratio* pada industri tertentu adalah *dividend payout ratio*, pertumbuhan laba, *return on equity*, ukuran perusahaan, penjualan dan *debt to equity*.

Singgih (1998) melakukan penelitian mengenai penilaian kewajaran harga saham berdasarkan *price earnings ratio*. Sampel yang dipilih adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEJ pada tahun 1994 sampai 1995. Hasilnya menunjukkan bahwa pertumbuhan laba dan beta mampu menjelaskan perubahan *price earnings ratio* sebesar 26,6 persen. Model penilaian yang digunakan sangat berhasil dalam menjelaskan perbedaan harga saham, akan tetapi kurang berhasil dalam menyeleksi saham yang dibeli atau dijual.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan menemukan bukti empiris mengenai pengaruh *dividend yield* dan *price earnings ratio* terhadap *return* saham dengan *investment opportunity set* sebagai variabel *moderating*. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian-penelitian sebelumnya adalah penelitian ini mencoba meneliti pengaruh *dividend yield* dan *price earnings ratio* terhadap *return* saham dengan *investment opportunity set* sebagai variabel *moderating*. Penelitian ini juga memberikan kontribusi bagi para pelaku pasar modal di Indonesia, khususnya yang berkaitan dengan penggunaan *investment opportunity set* dalam pengambilan keputusan yang bersifat ekonomis.

Artikel terdiri atas bagian pertama yaitu pendahuluan selanjutnya bagian kedua yaitu kerangka teoritis dan pengembangan hipotesis. Bagian ketiga pada penelitian ini

adalah metoda penelitian, kemudian bagian keempat pada artikel ini merupakan analisis dan hasil pembahasan. Bagian terakhir mencakup kesimpulan dan keterbatasan penelitian.

KERANGKA TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Teori Keagenan

Teori keagenan menjelaskan adanya perbedaan kepentingan antara pemegang saham sebagai prinsipal dan manajemen sebagai agen. Perbedaan kepentingan tersebut memunculkan adanya konflik keagenan. Pada perusahaan besar, konflik keagenan terjadi pada hubungan antara (1) pemegang saham dan manajer, (2) manajer dan kreditur, (3) manajer, pemegang saham dan kreditur (Brigham dan Daves 2001). Untuk mengendalikan atau mengurangi konflik keagenan, perusahaan perlu mengeluarkan biaya keagenan (*agency cost*). Menurut Jensen dan Meckling (1976), biaya keagenan meliputi pengeluaran *monitoring*, pengeluaran *bonding* dan *residual loss*.

Pengeluaran *monitoring* adalah pengeluaran yang dikeluarkan oleh prinsipal untuk mengawasi kegiatan dan perilaku manajer. Contoh pengeluaran *monitoring* adalah biaya audit yang dibayarkan perusahaan kepada auditor untuk mengaudit laporan keuangan. Pengeluaran *bonding* adalah pengeluaran yang dikeluarkan manajer untuk memberi jaminan kepada pemilik (*shareholder*) bahwa manajer tidak melakukan tindakan yang merugikan perusahaan. Sementara itu, pada kondisi tertentu prinsipal dapat mengeluarkan biaya untuk mempengaruhi manajer agar manajer memaksimalkan kemakmuran prinsipal atau dikenal dengan *residual loss*.

Dalam teori keagenan juga dikenal beberapa mekanisme untuk mengontrol biaya keagenan, yaitu pertama, meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen; kedua, dengan meningkatkan *dividend yield* dan *price earnings ratio*; dan ketiga dengan meningkatkan pendanaan melalui utang.

Investment Opportunity Set

Myers (1977) membagi perusahaan menjadi dua komponen. *Assets-in place* yang dinilai secara independen dari kesempatan investasi perusahaan dimasa mendatang dan pilihan pertumbuhan yang dinilai atas dasar keputusan investasi *discretionary* perusahaan di masa mendatang. *Investment opportunity set* perusahaan menentukan kemampuannya memperoleh keuntungan dari prospek pertumbuhan. Nilai opsi pertumbuhan tergantung pada pengeluaran-pengeluaran *discretionary* selanjutnya oleh manajer, sementara *assets-in place* tidak memerlukan investasi tersebut (Gaver dan Gaver 1993). Potensi pertumbuhan dapat ditunjukkan dengan perbedaan antara nilai pasar saham dengan nilai buku dan adanya kesempatan investasi yang dapat menghasilkan keuntungan (Chung dan Charoenwong 1991). Komponen dari nilai perusahaan yang merupakan hasil dari pilihan-pilihan untuk membuat investasi di masa mendatang yaitu *investment opportunity set* (Myers 1977, Smith *et al.* 1992).

Nilai dari *investment opportunity set* perusahaan tergantung pada faktor perusahaan dan industri. Christie (1989) dalam Kallapur dan Trombley (2001)

berpendapat bahwa faktor utama yang menentukan *investment opportunity set* adalah faktor industri seperti rintangan untuk masuk dan daur hidup produk. Faktor ini memungkinkan perusahaan untuk membuat investasi yang dapat meningkatkan rintangan untuk masuk (substitusi modal untuk tenaga kerja yang merupakan hasil dari skala ekonomi). Daur hidup produk yang pendek berarti bahwa investasinya pada *Research and Development*, hal ini kemungkinan akan membuat lebih produktif dan memiliki keuntungan komparatif yang akan meningkatkan nilai perusahaan.

Investment opportunity set perusahaan merupakan karakteristik penting dan memiliki pengaruh yang besar pada manajer, investor dan kreditor. Misalnya, *investment opportunity set* telah ditunjukkan secara teoretis sebagai faktor penting dari karakteristik risiko perusahaan (Miles 1986), hasil ini dikonfirmasi oleh Belkaoui dan Picur (2001) setelah mengendalikan diversifikasi multinasional. Skinner (1993) menunjukkan bahwa insentif perusahaan untuk menggunakan teknik akuntansi *income-smoothing* secara positif berhubungan dengan tingkat *investment opportunity set* perusahaan.

Pengaruh *Investment Opportunity Set* pada Hubungan antara Dividend Yield dan Return saham

Beberapa penelitian menggunakan level *investment opportunity set* dalam kaitannya dengan kebijakan yang dilakukan oleh perusahaan. Smith *et al.* (1992) menggunakan kerangka pemikiran berdasarkan teori *contracting*. Teori *contracting* secara prinsip menggunakan asumsi bahwa penilaian kebijakan perusahaan bertujuan untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Perbedaan dalam kebijakan prosedur akuntansi bisa dilihat dari perspektif *efficiency contracting*. Dalam perspektif *efficiency contracting*, secara khusus manajer akan memilih metoda akuntansi yang akan meminimumkan kos agensi (*agency cost*). Dengan demikian, manajer akan memaksimalkan nilai perusahaan. Hasil penelitian Smith *et al.* (1992) mendukung hipotesis kontrak bahwa perusahaan yang memiliki level *investment opportunity set* tinggi cenderung membagikan dividen lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki level *investment opportunity set* rendah. Hasil penelitian Gaver dan Gaver (1993) menunjukkan bahwa *dividend yield* signifikan berkorelasi negatif dengan *investment opportunity set*.

Penelitian Sami *et al.* (1999) menunjukkan bahwa *investment opportunity set* memiliki korelasi negatif walaupun tidak signifikan dengan kebijakan dividen ketika kebijakan dividen diukur dengan *dividend yield*, sebaliknya berkorelasi positif signifikan ketika diukur dengan *dividend payout*. Sami *et al.* (1999) menduga terdapat *measurement error* dalam *dividend payout* sehingga menyandarkan temuannya pada *dividend yield* saja. Gul (2002) menggunakan sampel perusahaan-perusahaan Jepang antara tahun 1988 sampai 1992 untuk penelitiannya yang mencari hubungan antara kesempatan pertumbuhan, struktur modal, dan kebijakan dividen. Hasilnya konsisten dengan argumen *contracting cost* yang menunjukkan bahwa ada hubungan negatif yang signifikan antara pertumbuhan perusahaan dengan level *debt financing* dan *dividend yield*, setelah mengontrol ukuran perusahaan dan profitabilitas.

Di Indonesia, hasil penelitian Subekti (2000), Fitrijanti (2000) dan Prasetyo (2000) mengenai perbedaan kebijakan dividen antara perusahaan yang memiliki level *investment opportunity set* tinggi dengan perusahaan yang memiliki level *investment opportunity set* rendah menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang memiliki level *investment opportunity set* tinggi mempunyai kebijakan pembayaran dividen yang lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki level *investment opportunity set* rendah. Hasil ini dapat mengindikasikan bahwa perusahaan telah menganut teori *contracting* yang mengutamakan kebijakan perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Dengan berlandaskan pada hipotesis sinyal, maka perusahaan yang berkualitas tinggi akan membayar dividen lebih tinggi (Miller dan Rock 1985 dalam Hartono 1999). Jika sinyal meningkat karena adanya disparitas informasi antara manajer dan investor, maka perusahaan yang memiliki disparitas informasi besar, yaitu perusahaan yang memiliki level *investment opportunity set* rendah akan membayarkan dividen lebih tinggi sebagai sinyal bahwa kondisi perusahaan baik (Battacharya 1979).

Dalam kaitan penggunaan *dividend yield* dan *price earnings ratio* sebagai pertimbangan untuk pengambilan keputusan, para pelaku pasar juga dapat mengidentifikasinya melalui arus kas perusahaan. Semakin besar jumlah investasi dalam satu periode akuntansi tertentu, semakin kecil dividen yang dibayarkan, karena perusahaan yang memiliki level *investment opportunity set* tinggi diidentifikasi sebagai perusahaan yang *free cash flow*-nya rendah (Jensen 1986). Hal ini sesuai dengan hipotesis *pecking order* (Myers dan Maljuf 1984 dalam Hartono 1999) yang menyatakan bahwa perusahaan yang *profitable* memiliki dorongan untuk membayar dividen relatif rendah dalam rangka memiliki dana internal lebih banyak untuk membiayai proyek-proyek investasinya. Bahkan bagi perusahaan yang bertumbuh (level *investment opportunity set* tinggi), peningkatan dividen dapat menjadi berita buruk karena diduga perusahaan telah mengurangi rencana investasinya (Hartono 1999).

Belkaoui dan Picur (2001) menemukan adanya perbedaan relevansi nilai dividen bagi perusahaan-perusahaan yang memiliki level *investment opportunity set* tinggi dengan perusahaan-perusahaan yang memiliki level *investment opportunity set* rendah. Relevansi nilai dividen lebih besar bagi perusahaan-perusahaan yang memiliki level *investment opportunity set* rendah, sedangkan relevansi nilai dividen bagi perusahaan-perusahaan yang memiliki level *investment opportunity set* tinggi lebih kecil. Hal ini ditunjukkan oleh hubungan antara dividen dengan harga saham (variabel dependen) yang memiliki koefisien regresi bertanda positif dan signifikan bagi perusahaan-perusahaan yang memiliki level *investment opportunity set* rendah dan angka koefisien regresi bertanda negatif bagi perusahaan-perusahaan yang memiliki level *investment opportunity set* tinggi, baik pada pengujian secara *cross-sectional* maupun *pooled*. Dari telaah penelitian di atas dapat dibangun hipotesis sebagai berikut:
H₁: *Dividend yield* berpengaruh terhadap *return* saham dengan *investment opportunity set* sebagai variabel *moderating*. Pengaruh tersebut makin kuat ketika *investment opportunity set* perusahaan semakin rendah.

Pengaruh *Investment Opportunity Set* pada Hubungan antara *Price Earnings Ratio* dengan *return* saham

Whitbeck dan Manown (1963), Sartono dan Misbahul (1997), Warsini (1994) dan Singgih (1998) menemukan bahwa pertumbuhan laba berhubungan secara positif dengan *price earnings ratio*. Makin tinggi tingkat pertumbuhan laba maka *price earnings ratio* akan makin besar. Pertumbuhan laba yang tinggi bisa mencerminkan bahwa bagian laba yang tidak dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk laba ditahan akan semakin tinggi. Hal ini mengakibatkan perusahaan mampu untuk membiayai kegiatan operasionalnya dengan sumber pendanaan yang lebih mengandalkan pada sumber internal.

Smith *et al.* (1992) menemukan bukti bahwa perusahaan yang memiliki level *investment opportunity set* tinggi mempunyai rasio *debt to equity* yang lebih rendah dalam kebijakan struktur modalnya karena pendanaan modal sendiri cenderung mengurangi masalah-masalah agensi yang potensial berasosiasi dengan eksistensi utang yang berisiko dalam struktur modalnya.

Rasio *debt to equity* yang lebih rendah bagi perusahaan-perusahaan yang memiliki level *investment opportunity set* tinggi mengindikasikan pemakaian laba ditahan yang besar dalam struktur pendanaannya. Hal ini dibuktikan oleh hasil penelitian Belkaoui dan Picur (2001) menunjukkan bahwa laba ditahan memiliki relevansi nilai yang lebih besar bagi perusahaan-perusahaan yang memiliki level *investment opportunity set* tinggi dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang memiliki level *investment opportunity set* rendah.

Untuk perusahaan-perusahaan yang memiliki level *investment opportunity set* tinggi, maka perusahaan akan memiliki kesempatan pertumbuhan yang lebih besar dengan menggunakan sumber pendanaan yang bersifat internal. Sumber dana internal yang bisa digunakannya adalah berasal dari laba ditahan. Laba ditahan akan memiliki relevansi nilai yang lebih besar bagi perusahaan-perusahaan yang memiliki level *investment opportunity set* tinggi, karena perusahaan tidak terlalu mengandalkan sumber dana dari pihak eksternal untuk kegiatan operasionalnya. Sebaliknya, perusahaan-perusahaan yang memiliki level *investment opportunity set* rendah, maka laba ditahan akan menjadi lebih kecil, karena sebagian besar laba dijadikan sebagai dividen. Keadaan ini berakibat perusahaan akan lebih tergantung dengan sumber dana dari pihak eksternal. Dari telaah penelitian di atas dapat dibangun hipotesis sebagai berikut:

H₂: *Price earnings ratio* berpengaruh terhadap *return* saham dengan *investment opportunity set* sebagai variabel *moderating*. Pengaruh tersebut makin kuat ketika *investment opportunity set* perusahaan semakin rendah.

METODA PENELITIAN

Sampel Penelitian

Pada penelitian ini yang menjadi populasi adalah semua perusahaan yang telah terdaftar di Bursa Efek Jakarta pada tahun 1999 sampai 2003 serta menerbitkan laporan keuangan per 31 Desember untuk tahun buku 1999 sampai 2003. Pemilihan sampel

penelitian dilakukan dengan menggunakan metoda *purposive sampling* dengan tujuan untuk mendapatkan sampel yang *representative* sesuai dengan kriteria yang ditentukan. Adapun kriteria yang digunakan untuk memilih sampel adalah sebagai berikut:

- a. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ pada tahun 1999 sampai 2003.
- b. Perusahaan menerbitkan laporan keuangan selama perioda pengamatan. Laporan keuangan yang digunakan sebagai sampel adalah laporan keuangan per 31 Desember, dengan alasan laporan tersebut telah diaudit sehingga informasi yang dilaporkan lebih dapat dipercaya.

Berdasarkan kriteria tersebut, jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini terdapat pada tabel 1.

TABEL 1
Sampel Penelitian

Kriteria Sampel	Jumlah Perusahaan
Jumlah perusahaan yang terdaftar perioda 1999 – 2003	329
Lembaga Keuangan dan Jasa	(147)
Perusahaan manufaktur	182
Perusahaan manufaktur yang <i>listing</i> setelah 1999	(28)
Jumlah sampel perusahaan manufaktur	154
Laporan keuangan tidak berakhir 31 Desember	(2)
Laporan keuangan dalam mata uang asing	(21)
Laporan keuangan tidak lengkap	(36)
Data harga saham tidak lengkap	(65)
TOTAL SAMPEL	30

Jumlah sampel akhir yang digunakan dalam penelitian sebanyak 30 perusahaan perioda 1999 sampai dengan 2003. Penelitian menggunakan *pooled data*. Total pengamatan adalah 150 data.

Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini berupa data sekunder dan *pool*, yang terdiri dari:

- a. Perusahaan yang *listed* di BEJ pada tahun 1999 sampai 2003.
- b. Data laporan keuangan publikasian tahunan (*annual report*), yang terdiri dari neraca dan laporan laba rugi selama tahun 1999 sampai dengan tahun 2003.
- c. Data harga saham dari tahun 2000 sampai dengan 2004 untuk menghitung *return* saham. Harga saham yang digunakan adalah harga saham pada saat penutupan (*closing price*).

- d. *Return* saham data ini diperlukan sebagai variabel dependen dalam model *moderated regression analysis* (MRA). Teknik pengambilan data dilakukan dengan cara *down load* dari UGM-DPM.
- e. *Dividend Yield dan Price Earnings Ratio* data ini diperlukan sebagai variabel independen dalam model *moderated regression analysis* (MRA). Teknik pengambilan data dilakukan dengan cara *down load* dari UGM-DPM.
- f. *Investment Opportunity Set* data ini diperlukan sebagai variabel *moderating* dalam model *moderated regression analysis* (MRA). Teknik pengambilan data dilakukan dengan cara *down load* dari UGM-DPM.

Identifikasi dan Pengukuran Variabel

Sesuai dengan pokok masalah hipotesis yang akan diuji, maka variabel penelitian yang akan diuji meliputi:

Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *return* saham. *Return* saham adalah selisih antara harga saham periode sekarang dengan harga saham periode sebelumnya dibagi harga saham pada periode sebelumnya atau dapat juga dinyatakan sebagai berikut:

$$R_t = \frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

Notasi:

R_t = *Return* saham pada periode ke-t

P_t = Harga saham periode pengamatan

P_{t-1} = Harga saham periode sebelum pengamatan

Variabel Independen

Ada dua buah variabel independen dalam penelitian ini, yaitu *dividend yield* dan *price earnings ratio*. *Dividend yield* merupakan rasio dividen per lembar saham terhadap harga saham. *Dividend yield* (DY) diperoleh dengan formula:

$$DY = \frac{\text{Dividen per Lembar Saham}}{\text{Harga Saham}}$$

Basu (1977) menemukan bahwa *price earnings ratio* dengan *return* saham adalah berhubungan. Saham dengan *price earnings ratio* yang tinggi akan memperoleh pengembalian lebih tinggi daripada yang diperoleh saham dengan *price earnings ratio* yang rendah. Nilai *price earnings ratio* (PER) diinterpretasikan dengan formula (Foster 1986):

$$PER = \frac{\text{Market price per equity share}}{\text{Earnings per equity share}}$$

Nilai *price earnings ratio* dihitung untuk setiap perusahaan dalam perioda pengamatan. Harga pasar yang digunakan dalam perhitungan *price earnings ratio* adalah harga pada saat laporan keuangan dipublikasikan. Foster (1986) menyatakan bahwa manfaat dipilihnya nilai harga segera setelah publikasi laporan keuangan memiliki keuntungan yaitu nilai tersebut merefleksikan kandungan informasi dalam *earnings per share*.

Variabel Moderating

Variabel *moderating* adalah variabel yang memperkuat atau memperlemah hubungan langsung antara variabel independen dengan variabel dependen (Indriantoro dan Supomo 1999). Variabel *moderating* dalam penelitian ini adalah *investment opportunity set*. Jaggi dan Gul (1999) menyatakan bahwa *investment opportunity set* adalah variabel yang tidak dapat diobservasi, sehingga diperlukan proksi untuk keperluan analisis empiris. Penelitian ini akan menggunakan proksi *price-based*, yaitu *Market to Book Value of Equity* (MVEBVE).

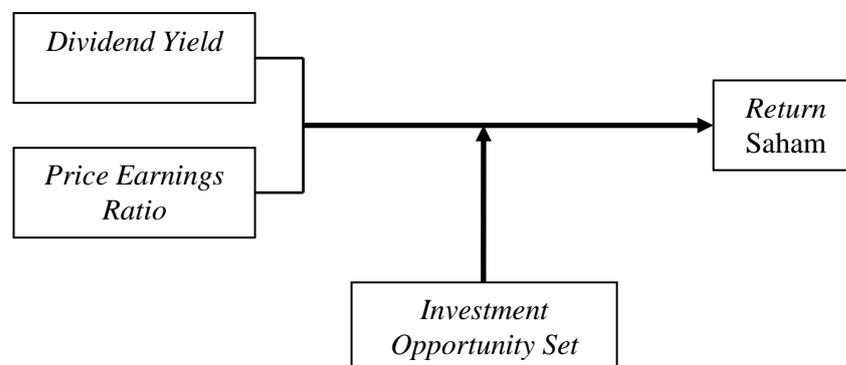
Menurut Kallapur dan Trombley (1999) menemukan bahwa proksi *investment opportunity set* berdasarkan *price-based* lebih dominan dibandingkan dengan proksi yang lainnya. Menurut Collins dan Kothari (1992) dan Hartono (1999) menyatakan bahwa *ratio market to book value of equity* mencerminkan bahwa pasar menilai *return* dari investasi perusahaan di masa depan dari *return* yang diharapkan dari ekuitasnya. Adanya perbedaan antara nilai pasar dan nilai buku ekuitas menunjukkan kesempatan investasi perusahaan. Berdasarkan beberapa pernyataan di atas, maka proksi *investment opportunity set* yang dipilih dalam penelitian ini adalah *Market to Book Value of Equity* (MVEBVE). Rumusan matematisnya adalah sebagai berikut:

$$MVEBVE = \frac{\text{Lembar Saham Beredar} \times \text{Harga Saham Penutupan}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Model Analisis dan Pengujian Hipotesis

Model yang akan diuji dalam penelitian ini adalah:

GAMBAR 1
Skema Paradigma Penelitian



Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan *moderated regression analysis* (MRA). MRA atau uji interaksi merupakan aplikasi khusus regresi liner berganda di mana dalam persamaan regresinya mengandung unsur interaksi atau perkalian antara dua atau lebih variabel independen (Ghozali 2001). Persamaan regresi untuk penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$RS_{t+1} = a + b_1DY_t + b_2PER_t + b_3IOS_t + b_4DY*IOS_t + b_5PER*IOS_t + \varepsilon$$

Dalam hal ini:

RS_{t+1} : *return* saham pada perioda $t + 1$

DY_t : *dividend yield* pada perioda t

PER_t : *price earnings ratio* pada perioda t

IOS_t : *investment opportunity set* pada perioda t

$DY*IOS_t$: interaksi variabel *dividend yield* dengan *investment opportunity set* pada perioda t

$PER*IOS_t$: interaksi variabel *price earnings ratio* dengan *investment opportunity set* pada perioda t .

ε : galat

Dalam model penelitian ini pengaruh variabel *moderating* ditunjukkan oleh interaksi antara variabel *dividend yield* dengan *investment opportunity set* ($DY*IOS$), dan *price earnings ratio* dengan *investment opportunity set* ($PER*IOS$). Pendekatan interaksi ini bertujuan untuk menjelaskan variasi variabel dependen (*return* saham) yang berasal dari interaksi antar variabel independen dengan variabel *moderating* dalam model, yaitu $DY*IOS$ dan $PER*IOS$.

Hipotesis pertama yang akan diuji adalah *investment opportunity set* mempengaruhi hubungan antara *dividend yield* dengan *return* saham. Hipotesis ini diuji dengan melihat apakah koefisien b_4 secara statistis signifikan. Apabila koefisien b_4 secara statistis signifikan, maka dapat disimpulkan bahwa *investment opportunity set* secara statistis mempengaruhi hubungan antara *dividend yield* dengan *return* saham.

Hipotesis kedua yang akan diuji adalah melihat apakah *investment opportunity set* mempengaruhi hubungan antara *price earnings ratio* dengan *return* saham dengan melihat apakah koefisien b_5 secara statistis signifikan. Apabila koefisien b_5 secara statistis signifikan, maka dapat disimpulkan bahwa *investment opportunity set* secara statistis mempengaruhi hubungan antara *price earnings ratio* dengan *return* saham.

Pengujian hipotesis ini dilaksanakan setelah terlebih dahulu dilakukan pengujian terhadap asumsi klasik. Pengujian asumsi klasik meliputi uji normalitas, multikolinieritas, autokorelasi, dan heteroskedastisitas.

ANALISIS DAN HASIL PENELITIAN

Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif memberikan gambaran mengenai karakteristik variabel penelitian yang diamati.

TABEL 2
Statistik Deskriptif

Variabel	Mean	Std. Deviation	N
RS	0,115533333	0,775041490	150
DY	2,421E-02	4,5528E-02	150
PER	18,1222000	96,484490299	150
IOS	9,387E-06	7,7431E-05	150
DY*IOS	3,004E-07	1,7138E-06	150
PER*IOS	1,357E-04	1,1936E-03	150

Statistik deskriptif pada tabel 2 di atas memberikan gambaran mengenai nilai rata-rata (*mean*) dan deviasi standar data yang digunakan dalam penelitian ini. Penelitian ini menggunakan data yang mencakup tahun 1999 sampai dengan tahun 2003.

Uji Asumsi Klasik

Sebelum dilakukan pengujian dengan menggunakan *moderated regression analysis* (MRA), dilakukan pengujian asumsi klasik. Hal ini dimaksudkan agar model regresi dapat menghasilkan penduga (*estimator*) yang tidak bias. Model regresi akan menghasilkan penduga yang tidak bias jika memenuhi asumsi klasik, antara lain normalitas data, bebas multikolinieritas, bebas autokorelasi, dan bebas heteroskedastisitas.

Uji Normalitas

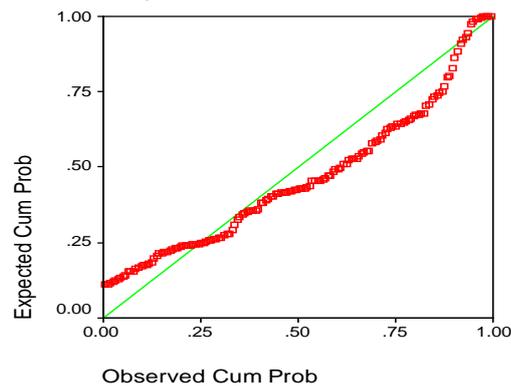
Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi variabel terikat dan variabel bebas keduanya mempunyai distribusi normal atau tidak (Ghozali 2001). Penelitian ini menggunakan pendekatan grafik *Normal P-P of regression standardized residual* untuk menguji normalitas data.

Jika data menyebar disekitar garis diagonal pada grafik *Normal P-P of regression standardized residual* dan mengikuti arah garis diagonal tersebut maka model regresi memenuhi asumsi normalitas, tetapi jika sebaliknya data menyebar jauh berarti tidak memenuhi asumsi normalitas tersebut (Santoso 2000). Gambar 2 menunjukkan bahwa grafik *Normal P-P of regression standardized residual* menggambarkan penyebaran data disekitar garis diagonal dan penyebarannya mengikuti arah garis diagonal grafik tersebut, maka model regresi yang digunakan dalam penelitian ini memenuhi asumsi normalitas.

GAMBAR 2 Uji Normalitas

Normal P-P Plot of Regression Stand:

Dependent Variable: RS



Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas bertujuan untuk mengetahui apakah di dalam model regresi terdapat korelasi antar variabel independen. Metoda yang dapat digunakan untuk menguji terjadinya multikolinieritas dapat dilihat dari matrik korelasi variabel-variabel bebas. Pada matrik korelasi, jika antar variabel bebas terdapat korelasi yang cukup tinggi (umumnya di atas 0,90), maka hal ini merupakan indikasi adanya multikolinieritas. Selain itu dapat juga dilihat nilai *tolerance* atau *variance inflation factor* (VIF). Batas dari nilai *tolerance* adalah 0,10 dan batas VIF adalah 5 (Santoso 2000). Penelitian ini menggunakan metoda yang pertama.

TABEL 3
Uji Multikolinieritas

Model	<i>Correlations</i>				
	PER*IOS	DY	PER	IOS	DY*IOS
PER*IOS	1,000	0,135	-0,071	-0,349	-0,411
DY	0,135	1,000	0,031	0,052	-0,164
PER	-0,071	0,031	1,000	-0,004	0,060
IOS	-0,349	0,052	-0,004	1,000	-0,666
DY*IOS	-0,411	-0,164	0,060	-0,666	1,000

Hasil analisis matrik korelasi pada tabel 3 menunjukkan bahwa antar variabel bebas terdapat korelasi di bawah 0,90, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinieritas.

Uji Autokorelasi

Autokorelasi menunjukkan adanya kondisi yang berurutan di antara gangguan atau disturbansi u_i atau e_i yang masuk ke dalam fungsi regresi (Gujarati 1995). Autokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lain. Biasanya autokorelasi ini terjadi pada variabel yang menggunakan data runtut waktu atau *time series*. Autokorelasi diuji dengan menggunakan *Durbin-Watson*. Secara umum dengan menggunakan angka *Durbin-Watson* bisa diambil patokan (Santoso 2000):

- Angka D-W di bawah -2 berarti ada autokorelasi positif.
- Angka D-W di antara -2 sampai +2 berarti tidak ada autokorelasi.
- Angka D-W di atas +2 berarti ada autokorelasi negatif.

TABEL 4
Uji Autokorelasi

<i>Model</i>	<i>R</i>	<i>R Square</i>	<i>Adjusted R Square</i>	<i>Std. Error of the Estimate</i>	<i>Durbin-Watson</i>
1	0,189 ^a	0,036	0,002	0,774206719	1,485

a. *Predictors: (Constant), PERIOS, DY, PER, IOS, DYIOS*

Hasil uji autokorelasi tidak mengindikasikan terjadinya autokorelasi. Tabel 4 menunjukkan angka D-W sebesar 1,485. Angka 1,485 di antara -2 sampai +2, sehingga dapat disimpulkan bahwa dalam model penelitian ini tidak terdapat gejala autokorelasi.

Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terdapat ketidaksamaan variansi dari residual satu pengamatan ke pengamatan lainnya. Pengujian heteroskedastisitas dilakukan dengan menggunakan uji Glejser (Gujarati 1995). Pada uji Glejser, nilai *residual absolut* diregresi dengan variabel independen. Jika pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara statistik adalah signifikan, maka terdapat heteroskedastisitas.

Uji Glejser dalam model regresi (tabel 5) menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh yang secara statistik signifikan ketika nilai residual absolut diregresi dengan variabel independen. Jadi dapat disimpulkan bahwa tidak ada indikasi heteroskedastisitas nilai residual persamaan dengan variabel-variabel independen penelitian.

TABEL 5
Uji Heteroskedastisitas

<i>Model</i>	<i>Unstandardized Coefficients</i>		<i>Standardized Coefficients</i>	<i>t</i>	<i>Sig.</i>
	<i>B</i>	<i>Std. Error</i>	<i>Beta</i>		
(<i>Constant</i>)	0,583	0,052		11,198	0,000
DY	-1,255	1,002	-0,104	-1,253	0,212
PER	-5,95E-04	0,000	-0,104	-1,276	0,204
IOS	267,156	1911,487	0,038	0,140	0,889
DY*IOS	-102517	88909,434	-0,320	-1,153	0,251
PER*IOS	81,804	101,502	0,178	0,806	0,422

Dependent Variable: ABSUT

Hasil Pengujian Hipotesis

Penelitian ini menguji hipotesis dengan menggunakan *moderated regression analysis* (MRA). MRA atau uji interaksi merupakan aplikasi khusus regresi liner berganda di mana dalam persamaan regresinya mengandung unsur interaksi atau perkalian antara dua atau lebih variabel independen (Ghozali 2001) dengan bantuan SPSS versi 10.0. Hipotesis dalam penelitian ini menggunakan *moderated regression analysis* (MRA) untuk pengujian pengaruh variabel *moderating*. Hipotesis pertama penelitian ini ingin membuktikan apakah *dividend yield* berpengaruh terhadap *return* saham dengan *invest-ment opportunity set* sebagai variabel *moderating*. Hipotesis kedua penelitian ini ingin membuktikan apakah *price earnings ratio* berpengaruh terhadap *return* saham dengan *investment opportunity set* sebagai variabel *moderating*.

Hasil pengujian terhadap hipotesis tentang pengaruh *investment opportunity set* terhadap hubungan antara *dividend yield* dan *price earnings ratio* dengan *return* saham dapat dilihat pada tabel 6.

TABEL 6
Hasil Moderated Regression Analysis

<i>Model</i>	<i>Unstandardized Coefficients</i>		<i>Standardized Coefficients</i>	<i>t</i>	<i>Sig.</i>
	<i>B</i>	<i>Std. Error</i>	<i>Beta</i>		
(<i>Constant</i>)	0,144	0,074		1,950	0,053
DY	0,256	1,418	0,015	0,181	0,857
PER	-1,17E-03	0,001	-0,145	-1,765	0,080
IOS	-791,108	2706,476	-0,079	-0,292	0,770
DY*IOS	-19112,2	125886,9	-0,042	-0,152	0,880
PER*IOS	-0,761	143,716	-0,001	-0,005	0,996

<i>R-square</i>	0,036
<i>Adjusted R-square</i>	0,002
<i>Std. Error of the estimate</i>	0,774206719
<i>F-statistic</i>	1,064
<i>Sig.</i>	0,383

Tabel tersebut menunjukkan F test sebesar 1,064 dengan tingkat signifikansi 0,383. Oleh karena probabilitas (0,383) jauh lebih besar dari 0,05, maka model regresi yang diajukan tidak layak digunakan untuk melihat hubungan antara variabel dependen dengan variabel independen sesuai dengan hipotesis yang diajukan.

Hasil persamaan regresi menunjukkan angka *adjusted R square* sebesar 0,002. Hal ini menunjukkan bahwa variasi variabel *return* saham dapat dijelaskan oleh variasi variabel *dividend yield*, *price earnings ratio*, variabel *moderating-1* (DY*IOS) dan *moderating-2* (PER*IOS) sebesar 0,2 persen dan sisanya sebesar 99,8 persen dijelaskan oleh variasi variabel yang lain.

Dari tabel hasil regresi dapat diketahui bahwa koefisien b_4 secara statistis tidak signifikan pada tingkat signifikansi 0,880 yang berarti bahwa *investment opportunity set* secara statistis tidak mempengaruhi hubungan antara *dividend yield* dengan *return* saham. Selanjutnya, dari tabel tersebut juga dapat diketahui bahwa koefisien b_5 secara statistis tidak signifikan pada tingkat signifikansi 0,996 yang berarti bahwa *investment opportunity set* secara statistis tidak mempengaruhi hubungan antara *price earnings ratio* dengan *return* saham.

Analisis Pengujian Hipotesis

Hasil pengujian menunjukkan bahwa secara keseluruhan penelitian ini secara statistis tidak mendukung H_1 dan H_2 atau tidak ditemukan bukti yang cukup kuat untuk menolak hipotesis nol (H_0). Koefisien DY*IOS dan PER*IOS adalah tidak signifikan, menunjukkan bahwa *investment opportunity set* tidak mempengaruhi hubungan antara *dividend yield* dan *return* saham, serta hubungan antara *price earnings ratio* dengan *return* saham.

Hasil penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian Gaver dan Gaver (1993) menunjukkan bahwa *dividend yield* signifikan berkorelasi negatif dengan *investment opportunity set*. Akan tetapi konsisten dengan penelitian Sami *et al.* (1999) menunjukkan bahwa *investment opportunity set* memiliki korelasi negatif walaupun tidak signifikan dengan kebijakan dividen ketika kebijakan dividen diukur dengan *dividend yield*, sebaliknya berkorelasi positif signifikan ketika diukur dengan *dividend payout*.

Hasil *moderated regression analysis* (MRA) menunjukkan tidak adanya pengaruh *dividend yield* terhadap *return* saham dengan *investment opportunity set* sebagai variabel *moderating*. Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian Belkaoui dan Picur (2001) menemukan adanya perbedaan relevansi nilai dividen bagi perusahaan-perusahaan yang memiliki level *investment opportunity set* tinggi dengan perusahaan-perusahaan yang memiliki level *investment opportunity set* rendah. Relevansi nilai dividen lebih besar bagi perusahaan-perusahaan yang memiliki level *investment opportunity set* rendah, sedangkan relevansi nilai dividen bagi perusahaan-perusahaan

yang memiliki level *investment opportunity set* tinggi lebih kecil. Hal ini ditunjukkan oleh hubungan antara dividen dengan harga saham (variabel dependen) yang memiliki koefisien regresi bertanda positif dan signifikan bagi perusahaan-perusahaan yang memiliki level *investment opportunity set* rendah dan angka koefisien regresi bertanda negatif bagi perusahaan-perusahaan yang memiliki level *investment opportunity set* tinggi, baik pada pengujian secara *cross-sectional* maupun *pooled*.

Hipotesis kedua juga menunjukkan tidak adanya pengaruh *price earnings ratio* terhadap *return* saham dengan *investment opportunity set* sebagai variabel *moderating*. Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian Swanson dan Benada (2001) menguji masalah ini dengan mengadakan stratifikasi terhadap data sesuai dengan *price earnings ratio*. *Price earnings ratio* dipakai dalam komunitas investasi dan menunjukkan suatu cara penginvestigasian hubungan antara harga saham atau laba sesuai dengan perilaku investor. Hasilnya mengindikasikan bahwa reaksi investor meningkat terhadap laba bagi saham yang memiliki *price earnings ratio* tinggi pada dekade 1980an, khususnya pada masa 1990an. Sensitivitas *return* saham terhadap informasi laba dalam model regresi laba atau *return* meningkat bagi perusahaan-perusahaan yang memiliki *price earnings ratio* tinggi. Reaksi terhadap kerugian perusahaan dan *price earnings ratio* rendah relatif sama.

Terdapat beberapa kemungkinan untuk menjelaskan hasil tersebut. Pertama, hasil ini membuktikan bahwa *investment opportunity set* tidak memiliki muatan informasi yang digunakan untuk menentukan *return* saham. Kedua, pasar dalam hal ini investor memang tidak membedakan informasi yang terkandung dalam *investment opportunity set*. Investor hanya melihat *investment opportunity set* secara keseluruhan. Ketiga, jumlah dan karakteristik sampel yang digunakan oleh peneliti. Jumlah sampel yang hanya 30 perusahaan selama 5 tahun (1999 sampai dengan 2003) relatif lebih kecil.

Keempat, karakteristik data dalam pasar modal Indonesia yang digunakan dalam penelitian ini mungkin kualitasnya lebih rendah, artinya datanya sulit diprediksi dibandingkan dengan di Amerika sebagai lokasi penelitian sebelumnya. Kondisi semacam ini menurut hemat peneliti diperkirakan karena banyaknya praktik perataan laba (*income smoothing*) oleh pihak manajemen pada pasar modal Indonesia. Hal ini telah dibuktikan oleh Ilmainir (1993), Zuhroh (1997), serta Jin dan Machfoedz (1998) yang menyatakan bahwa praktik perataan laba telah terdapat pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta, dan mengindikasikan faktor-faktor yang dapat mendorong praktik perataan laba diantaranya leverage operasi, ukuran perusahaan, keberadaan perencanaan bonus, dan sektor industri. Praktik perataan laba ini secara langsung akan mempengaruhi jumlah *dividend yield* dan *price earnings ratio* yang dihasilkan oleh perusahaan yang bersangkutan. Dengan demikian jumlah *dividend yield* dan *price earnings ratio* berdasarkan perataan laba ini sulit sekali untuk diprediksi atau menghasilkan prediksi yang bias (Haryadi 2002).

KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN REKOMENDASI

Kesimpulan

Penelitian ini merupakan pengujian empiris untuk mencari jawaban apakah *dividend yield* dan *price earnings ratio* berpengaruh terhadap *return* saham dengan *investment opportunity set* sebagai variabel *moderating* bagi perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Dari hasil *moderated regression analysis* didapatkan kesimpulan bahwa *investment opportunity set* secara statistik tidak mempengaruhi hubungan antara *dividend yield* dan *price earnings ratio* dengan *return* saham. Model ini didasarkan pada model Ohlson (1995) yang menyatakan bahwa harga pasar merupakan fungsi dari nilai buku dan laba. Selanjutnya komponen laba dipecah menjadi dividen dan laba ditahan.

Beberapa bukti empiris menunjukkan bahwa dividen dan laba ditahan telah merefleksikan penggunaan *dividend yield* dan *price earnings ratio* oleh para pelaku di pasar modal (Extel 1994 dan Barker 1999). Oleh karena itu, maka perbedaan relevansi nilai yang dicari didasarkan pada model penilaian yang digunakan oleh Ohlson (1995) dengan menghubungkan harga pasar per lembar saham (P) dengan nilai buku per lembar saham (BV), laba ditahan per lembar saham (RE), dan dividen per lembar saham (DV). Untuk mengetahui hubungan *dividend yield* dan *price earnings ratio* dengan moderasi *investment opportunity set*, maka level *investment opportunity set* digunakan untuk diinteraksikan dengan *dividend yield* dan *price earnings ratio* dalam model.

Keterbatasan

Peneliti menyadari adanya beberapa keterbatasan yang mungkin mempengaruhi hasil sehingga hasil penelitian ini tidak dapat digeneralisasi. Beberapa keterbatasan dalam penelitian ini antara lain adalah:

1. Jumlah sampel tidak dilakukan secara random, tetapi mensyaratkan kriteria-kriteria tertentu (*purposive sampling*), yaitu dengan membatasi kriteria sampel hanya untuk perusahaan manufaktur. Karena itu hasil penelitian ini tidak dapat digeneralisasi untuk sektor diluar manufaktur.
2. Jumlah perusahaan yang menjadi sampel penelitian relatif sedikit, hanya 30 perusahaan. Sedikitnya sampel ini disebabkan karena beberapa kendala antara lain ketidaklengkapan laporan keuangan dan data harga saham perusahaan manufaktur secara keseluruhan. Hal ini menyebabkan beberapa perusahaan dikeluarkan dari sampel karena tidak memenuhi kriteria pemilihan sampel yang telah ditentukan. Jumlah tahun periode pengamatan yang hanya lima tahun. Ini menyebabkan jumlah sampel penelitian hanya lima kali jumlah perusahaan sampel yaitu 150. Terbatasnya tahun periode pengamatan ini semata-mata hanya ingin menghindari pengaruh krisis ekonomi yang berkepanjangan di Indonesia yang menyebabkan biasanya hasil penelitian.
3. Penelitian ini hanya menggunakan salah satu proksi *investment opportunity set* yang berbasis harga, yaitu *ratio market to book value equity*. Peneliti berikutnya dapat mencoba menggunakan proksi *investment opportunity set* yang lain yang

berbasiskan investasi atau varian, untuk melihat tingkat konsistensi atau validitas dari hasil penelitian ini.

4. Penelitian ini hanya menguji *investment opportunity set* sebagai variabel *moderating* pada hubungan antara *dividend yield* dan *price earnings ratio* dengan *return* saham.

Rekomendasi

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan ide untuk pengembangan penelitian selanjutnya. Berdasarkan keterbatasan yang ada, penelitian selanjutnya dapat mempertimbangkan hal-hal berikut ini:

1. Jumlah sampel dilakukan secara acak atau random, dan tidak mensyaratkan kriteria-kriteria tertentu. Sampel penelitian tidak hanya untuk perusahaan manufaktur, tetapi juga perusahaan nonmanufaktur, sehingga penelitian ini diharapkan memberikan hasil yang dapat digeneralisasi keseluruhan perusahaan di Indonesia.
2. Laporan keuangan tahunan kurang memiliki kemampuan memprediksi yang lebih tepat apabila dibandingkan laporan tengah tahunan, triwulanan atau kuartalan.
3. Jangka waktu riset dapat diperpanjang (misalnya selama 10 tahun) dan dengan jumlah sampel perusahaan yang lebih besar dan lebih beragam. Perpanjangan perioda penelitian dan penambahan jumlah sampel mungkin akan memberikan hasil yang lebih baik dalam mengestimasi harga saham.
4. Penelitian selanjutnya yang menggunakan variabel *investment opportunity set* perlu memperhatikan perkembangan penggunaan proksi *investment opportunity set* yang tepat untuk dipakai akibat belum adanya kesepakatan pemakaian proksi *investment opportunity set* yang paling tepat.
5. Penelitian selanjutnya dapat menambah variabel *moderating* yang lain, misalnya profitabilitas dan struktur kepemilikan. Penambahan variabel *moderating* akan memberikan pemahaman yang semakin lengkap tentang faktor-faktor yang mempengaruhi hubungan antara *dividend yield* dan *price earnings ratio* dengan *return* saham.

REFERENSI:

- Aryanto, R. 2000. Keterkaitan Industri pada Dividend Yield dan P/E Ratio dalam Penilaian Harga Saham. *Skripsi*. Universitas Gadjah Mada. Yogyakarta.
- Barker, R.G. 1999. Survey and Market-Based Evidence of Industri-Dependence in Analyst Preference Between Dividend Yield and Price-Earnings Ratio Valuation Model. *Journal of Business Finance and Accounting*. pp. 393-418.
- Basu, S. 1977. Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis. *Journal of Finance* 32 (Juli). pp. 663-682.
- Battacharya, O. 1979. Imperfect Information, Dividend Policy and the Bind in the Hard Fallacy. *Bell Journal of Economics*. pp. 259-270.
- Belkaoui, R.A., dan R.D. Picur. 2001. Investment Opportunity Set Dependence of Dividend and Price Earnings Ratio. *Managerial Finance*. pp. 65-71.
- Brigham, E.F., dan P.R. Daves. 2001. *Intermediate Financial Management*, 7th edition, The Dryden Press, Orlando.
- Chung, K.H., dan C. Charoenwong. 1991. Investment Options, Assets in Place and Risk of Stocks. *Financial Management*. pp. 40-53.

- Collins, D., dan S.P. Kothari. 1992. An Analysis of Intertemporal and Cross-Sectional Determinants of ERCs. *Journal of Accounting and Economics*. pp. 148-183.
- Extel. 1994. *Ranking of Investment Analyst*. Extel Financial Ltd.
- Fama, E.F., dan K.R. French. 1998. Dividend Yields and Expected Return. *Journal of Financial Economics* 22. pp. 3-25.
- Fijrijanti, T. 2000. Investment Opportunity Set: Kontruksi Proksi dan Analisis Hubungannya dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen. *Tesis*. Universitas Gadjah Mada. Yogyakarta.
- Foster, G. 1986. *Financial Statement Analysis*. Prentice Hall International, Englewood Cliffs, New Jersey.
- Gaver, J.J., dan K.M. Gaver. 1993. Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies. *Journal of Accounting and Economics*. pp. 125-160.
- Ghozali, I. 2001. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gujarati, D.N. 1995. *Basic Econometrics*. 3th edition. McGraw-Hill International Edition.
- Gul, F.A. 2002. Growth Opportunities, Capital Structure, and Dividend Policies of Japanese firms: Some Further Contracting Costs Evidence. *SSRN's Journal*.
- Hartono, J. 1999. An Agency-Cost Explanation for Dividend Payments. *Working Paper*. Universitas Gadjah Mada. Yogyakarta.
- Haryadi, B. 2002. Analisis Kemampuan Prediksi Laporan Arus Kas Operasi Metoda Langsung dan Tidak Langsung. *Tesis*. Universitas Gadjah Mada. Yogyakarta.
- Ilmainir. 1993. Perataan Laba dan Faktor-Faktor Pendorongnya pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Tesis*. Universitas Gadjah Mada. Yogyakarta.
- Indriantoro, N., dan B. Supomo. 1999. *Metodologi Penelitian Bisnis Untuk Akuntansi dan Manajemen*. Edisi Pertama. BPFE, Yogyakarta.
- Jaggi, B., dan F.A. Gul. 1999. An Analysis of Joint Effect of Investment Opportunity Set, Free Cash Flow and Size on Corporate Debt Policy. *Review of Quantitative and Accounting*. Vol. 12. pp. 371-381.
- Jensen, M. 1986. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economics Review*. Vol. 76. pp. 323-326.
- Jensen, M., dan W.H. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3. pp. 305-360.
- Jin, L.S., dan M. Machfoedz. 1998. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Praktik Perataan Laba pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* 1 (2). pp. 174-191.
- Kallapur, S., dan M.A. Trombley. 1999. The Association between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth. *Journal of Bussiness Finance and Accounting*. pp. 505-519.
- Kallapur, S., dan M.A. Trombley. 2001. The Investment Opportunity Set: Determinant, Consequences and Measurement. *Managerial Finance*. pp. 3-15.
- McManus, I.D., O. Gwilym., dan S.H. Thomas. 2002. A Robust Estimation of the Relation between Stock Returns, Size, Dividend Yield and Payout Ratio. *SSRN's Articles*.
- Miles, J. 1986. Growth Option and the Real Determinants of Systematic Risk. *Journal of Bussiness Finance and Accounting*. pp. 95-105.
- Myers, S.C. 1977. Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics* 5. pp. 147-175.
- Ohlson, J.A. 1995. Earnings, Book Values and Dividends in Security Valuation. *Contemporary Accounting Research*. pp. 639-647.
- Prasetyo, A. 2000. Asosiasi antara Investment Opportunity Set (IOS) dengan Kebijakan Pendanaan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Kompensasi, Beta dan Perbedaan Reaksi Pasar: Bukti Empiris dari Bursa Efek Jakarta. *Simposium Nasional Akuntansi (SNA) III*. pp. 878-905.
- Sami, H., S.M. Simon., dan C.K.K. Lam. 1999. Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, Leasing, and Compensation Policies: Some Evidence from the Emerging Market. *Working Paper*. Dipresentasikan di Program Magister Sains Akuntansi UGM tanggal 2 Agustus 1999.
- Santoso, S. 2000. *Buku Latihan SPSS Statistik Parametrik*. PT. Elex Media Komputindo Kelompok Gramedia. Jakarta.
- Sartono, A., dan M. Misbahul. 1997. Pengaruh Kategori Industri Terhadap Price Earnings (P/E) Ratio dan Faktor-Faktor Penentunya. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 12, No. 3. pp. 83-98.

- Singgih, M. 1998. Price Earnings Ratio Sebagai Dasar Penilaian Kewajaran Harga Saham Yang Listed di BEJ. *Tesis*. Universitas Gadjah Mada. Yogyakarta.
- Skinner, D.J. 1993. The Investment Opportunity Set and Accounting Procedure Choice: Preliminary Evidence. *Journal of Accounting and Economics*. pp. 407-445.
- Smith J., W. Clifford., dan R.L. Watts. 1992. The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies. *Journal of Financial Economics*. pp. 263-192.
- Subekti, I. 2000. Asosiasi antara Set Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan, serta Implikasinya pada Perubahan Harga Saham. *Tesis*. Universitas Gadjah Mada. Yogyakarta.
- Swanson, Z., dan N. Benada. 2001. Relevance of Financial Data According to PE Ratios. *Working Paper*.
- Warsini, S. 1994. Analisis Penilaian Harga Pasar Saham Dengan Pendekatan PER Model Ekonometrika Pada Perusahaan Go Publik di Bursa Efek Jakarta. *Tesis*. Universitas Indonesia, Jakarta.
- Whitbeck, V.S., dan J.K. Manown. 1963. A New Tool in Investment Decisions Making. *Financial Analysis Journal*, Vol. 19, No. 3 (Mei-Juni),
- Zuhroh, D. 1997. Faktor-Faktor yang Berpengaruh pada Tindakan Perataan Laba pada Perusahaan Go Public di Indonesia. Makalah *Symposium Nasional Akuntansi I, September, Yogyakarta*.