

ANALISIS FUNDAMENTAL BERDASARKAN METODE *PIOTROSKI F-SCORE* GUNA PENILAIAN INVESTASI

Hiro Supranoto, Agung Juliarto¹

Departemen Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Sudharto, SH. Tembalang, Semarang 50275, Phone +622476486851

ABSTRACT

This study was aimed to examine the effect of fundamental analysis based on the F-Score strategy toward the company stock return. F-Score is a measurement of the aggregate signal consisting of nine criteria to assess fundamental analysis. F-Score consist of return on assets (ROA), change in return on assets (Δ ROA), cash flow from operation (CFO), accrual, change in leverage (Δ leverage), change in liquidity (Δ liquidity), change in equity (Δ equity), change in gross margin ratio (Δ margin), dan change in assets turnover (Δ turnover). The population of this study are companies listed in the LQ45 Index of Indonesia Stock Exchange in year 2016-2018. The samples were selected from non-financial companies registered in LQ45 Index within research period possess necessary data for the research using a purposive sampling. There are 29 companies that meet the criteria as research sample. Data analysis was performing by multiple linear regression analysis method. The results of this study showed that the value of the company's F-Score has significant impact toward the stock return on companies listed in the LQ45 Index of Indonesia Stock Exchange. This study show that the company's financial performance reflected in the annual report can be use for the basis investment decision for investors.

Keywords: fundamental analysis, Piotroski F-Score, stock return, investment decision.

PENDAHULUAN

Pertumbuhan investasi di pasar modal Indonesia terus meningkat dalam tiga tahun terakhir, hal ini dapat dilihat dari pertumbuhan Index Harga Saham Gabungan (IHSG) yang meningkat 34.85% dalam tahun 2016-2018. Tumbuhnya minat investasi pada kalangan investor domestik didorong oleh upaya dari pemerintah dalam memperkenalkan investasi saham di pasar modal kepada masyarakat, sesuai dengan UUD No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, bahwa pasar modal mempunyai peran yang strategis dalam pembangunan nasional sebagai salah satu sumber pembiayaan bagi dunia usaha dan wahana investasi bagi masyarakat. Investasi adalah komitmen saat ini atas uang atau sumber daya lain dengan harapan mendapatkan keuntungan di masa depan (Bodie, *et al* 2014., h.1). Ada dua cara dalam melakukan investasi di pasar saham, yang pertama adalah cara tidak langsung, yaitu membeli produk seperti reksadana atau produk campuran antara investasi dan asuransi yang dilakukan oleh manajer investasi dalam unit link, cara kedua adalah cara langsung, yaitu membuka rekening di sekuritas dan langsung bertransaksi sendiri di pasar saham (Wira, 2014). Dalam berinvestasi seorang investor menghadapi risiko atas investasinya, hal ini dikarenakan imbal hasil atau keuntungan dari investasi saham dihitung berdasarkan kenaikan atau penurunan harga saham di masa depan, dan sebagiannya didapat dari dividen yang dibagikan oleh perusahaan. Oleh karena itu, seorang investor harus dapat melakukan penilaian investasinya berdasarkan informasi yang dapat mereka peroleh.

Nilai intrinsik perusahaan ditentukan melalui fundamental perusahaan. Perusahaan memberikan catatan yang baik dari pendapatan, dividen, nilai buku aset, profitabilitas, dll, dikatakan perusahaan yang memiliki nilai intrinsik yang kuat, Singh dan Kaur (2014). Fundamental perusahaan merupakan faktor-faktor seperti kinerja perusahaan, analisis persaingan usaha, analisis industri, analisis ekonomi dan pasar makro-mikro, yang secara langsung maupun tidak langsung mempengaruhi kinerja keuangan suatu perusahaan. Teknik analisis fundamental menitikberatkan

¹ *Corresponding author*

pada rasio finansial yang tersedia di laporan keuangan perusahaan, dengan mengidentifikasi pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang berdasarkan rasio finansial yang dimiliki suatu perusahaan. Dalam teknik analisis fundamental, investor memiliki strategi yang bervariasi guna mendapatkan strategi yang konsisten dapat mengidentifikasi saham yang baik dan buruk di pasar saham, dengan risiko minimum namun mendapatkan *return* yang lebih tinggi dari pada rata-rata indeks pasar.

Singh dan Kaur (2014) menjelaskan bahwa dari beberapa variabel keuangan yang bertujuan untuk menilai nilai intrinsik saham, rasio *book-to-market* dianggap sebagai kunci dan variabel yang paling penting dalam studi nilai investasi. Rasio *book to market* adalah rasio yang digunakan untuk menentukan nilai perusahaan dengan cara membandingkan nilai buku perusahaan terhadap nilai pasarnya. nilai buku dihitung dengan melihat biaya historis perusahaan, atau nilai akuntansi. nilai pasar ditentukan di pasar saham melalui kapitalisasi pasarnya. Rasio *book to market* digunakan seorang investor untuk mengidentifikasi suatu nilai saham, apakah nilai dari saham tersebut *undervalued* atau *overvalued*. Dalam istilah dasar, jika rasio di atas 1 maka saham tersebut *undervalued*, dan jika kurang dari 1, saham dinilai *overvalued*. Salah satu penelitian tentang rasio *book to market* pernah dilakukan sebelumnya. Fama dan French (1992) mengatakan bahwa perusahaan dengan ekuitas pasar yang rendah memiliki prospek yang buruk, sehingga harga saham rendah dan rasio *book to market* yang tinggi. Sebaliknya, saham dengan ekuitas pasar yang besar lebih memungkinkan untuk menjadi perusahaan yang memiliki prospek baik, harga saham yang lebih tinggi, rasio *book to market* rendah.

Namun, berbeda dengan penelitian sebelumnya, Menurut Piotroski (dalam Singh dan Kaur, 2014), tidak ada keraguan dalam memilih saham dengan rasio *book to market* yang tinggi sebagai dasar penilaian imbal hasil saham. Untuk memastikan kesehatan keuangan dan profitabilitas pada perusahaan yang memiliki rasio *book to market* yang tinggi, Joseph Piotroski mengembangkan rangkaian sinyal keuangan komprehensif yang dikenal sebagai *F-Score*. *F-Score* merupakan jumlah dari sembilan sinyal biner, sinyal agregat dirancang untuk mengukur kualitas secara keseluruhan, atau kekuatan, posisi keuangan perusahaan, dan keputusan untuk membeli pada akhirnya didasarkan pada kekuatan sinyal agregat (Piotroski, (2000). Dimana variabel indikator sama dengan 1 jika realisasi sinyal yang baik, dan 0 jika realisasi sinyal buruk. Skor pada masing-masing variabel dijumlahkan untuk memberikan *F-Score* pada suatu perusahaan, yang berkisar antara 0 sampai 9, perusahaan dengan nilai *F-Score* yang tinggi memberikan sinyal yang baik tentang kondisi keuangan perusahaan.

Beberapa penelitian terdahulu telah meneliti hubungan antara analisis fundamental berdasarkan strategi *F-Score* terhadap *return* saham. Penelitian yang dilakukan oleh Piotroski (2000) menemukan hubungan positif antara rasio *book to market* yang tinggi terhadap *return* saham, serta strategi investasi dengan membeli saham pemenang (*the winners*) dan menjual saham pecundang (*the losers*) berdasarkan *F-Score* dapat menghasilkan *return* tahunan sebesar 23% pada tahun 1976 dan 1996. Kang and Ding (2003) dalam penelitiannya menemukan strategi investasi *Winner-Loser* pada perusahaan dengan rasio *book-to-market* yang tinggi menghasilkan pengembalian rata-rata berkisar antara 5% (Taiwan), 20% (Korea), dan 16% (Singapore). Hyde (2013) dalam penelitiannya menemukan hubungan positif antara saham dengan nilai *F-Score* yang tinggi terhadap *return* saham, konsisten dengan bukti penelitian sebelumnya dari studi di pasar maju dan berkembang. Selain itu, analisis fundamental berdasarkan strategi *F-Score* tidak cukup baik dalam memprediksi *return* saham pada perusahaan kecil dan tidak likuid. Singh and Kaur (2014) dalam penelitiannya menemukan hubungan positif antara peningkatan satu poin agregat *F-Score* terhadap peningkatan sekitar 4,93% *market-adjusted return*. Penelitian Singh and Kaur (2014) juga menemukan hubungan positif antara *book to market*, *accrual*, dan *equity offer* terhadap *return* saham, serta hubungan negatif antara *momentum* dan *size* terhadap *return* saham. Topik penelitian tentang penilaian investasi ini menjadi salah satu yang menarik karena penggunaan datanya dapat dimanfaatkan oleh berbagai pihak baik individu, kelompok ataupun perusahaan. Namun, masih terdapat ketidakkonsistenan hasil penelitian dari variabel yang mempengaruhi *return* saham, seperti rasio-rasio keuangan, metode penilaian piotroski *F-score*, risiko sistematis dan risiko tidak sistematis, dan variabel lain yang berkaitan dengan penilaian investasi.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Teori Sinyal

Informasi yang dipublikasikan oleh suatu perusahaan memiliki peran yang sangat penting bagi seorang investor dan para pelaku bisnis dikarenakan sebuah informasi berfungsi menyajikan gambaran, catatan, dan keterangan suatu perusahaan baik pada saat ini, masa lalu, dan sebagai dasar menilai kinerja perusahaan di masa yang akan datang. Seorang investor di pasar modal sangat membutuhkan informasi perusahaan yang relevan, lengkap, akurat, dan dapat dipercaya sebagai dasar penilaian investasi kepada suatu perusahaan. Teori sinyal menjelaskan bahwa suatu perusahaan yang memiliki kinerja keuangan baik akan dengan sengaja mempublikasikan informasinya kepada investor di pasar modal dengan harapan memberikan sinyal positif bagi investor dan menunjukkan bahwa perusahaan tersebut lebih baik dari perusahaan lainnya, Brigham dan Houston (2001). Jika informasi tersebut mencerminkan kinerja positif dari suatu perusahaan, maka diharapkan dapat memberikan sinyal positif kepada investor yang kemudian memberikan reaksi terhadap saham perusahaan tersebut di pasar modal. Begitu juga jika suatu informasi kinerja perusahaan mencerminkan kondisi yang buruk, maka akan memberikan reaksi pasar yang negatif terhadap saham perusahaan tersebut.

Analisis fundamental berdasarkan metode *F-Score* yang terdiri dari 9 indikator ukuran kinerja keuangan yang dipublikasikan suatu perusahaan dengan konsentrasi pada tiga area kondisi keuangan perusahaan yaitu profitabilitas, liabilitas dan leverage, dan efisiensi operasional, terdiri dari *return on assets (ROA)*, *change in return on assets (ΔROA)*, *cash flow from operation (CFO)*, *accrual*, *change in leverage (Δ leverage)*, *change in liquidity (Δ liquidity)*, *change in equity (Δ equity)*, *change in gross margin ratio (Δ margin)*, dan *change in assets turnover (Δ turnover)* diharapkan dapat memberikan sinyal kepada investor sebagai dasar keputusan penilaian investasi pada perusahaan. Hal ini sesuai dengan peran teori sinyal sebagai dasar bagi investor dalam penilaian investasi, informasi mengenai kinerja positif suatu perusahaan yang dipublikasikan dapat memberikan sinyal kepada investor dalam pengambilan keputusan investasi.

Piotroski *F-Score*

Joseph Piotroski seorang professor di *School of Business Stanford University* pada bulan April tahun 2000 merumuskan sebuah strategi analisis fundamental dalam melakukan penilaian investasi pada perusahaan yang memiliki rasio *book to market* yang tinggi yang dikenal dengan strategi piotroski *F-Score*, pada jurnalnya yang berjudul, *Value Investing: "The Use of Historical Financial Statement Information to Separate Winner from Losers"*. Analisis fundamental berdasarkan strategi *F-Score* merupakan indikator pengukuran kesehatan kondisi keuangan suatu perusahaan yang dinilai dari rasio keuangan yang terdapat pada laporan keuangan perusahaan, dengan konsentrasi pada tiga kondisi keuangan yang diantaranya profitabilitas, liabilitas, dan efisiensi operasional.

Analisis fundamental berdasarkan *F-Score* terdiri dari 9 indikator pengukuran kinerja keuangan perusahaan, yang diantaranya *return on assets (ROA)*, *change in return on assets (ΔROA)*, *cash flow from operations (CFO)*, *accrual*, *change in leverage (Δ leverage)*, *change in liquidity (Δ liquidity)*, *change in equity (Δ equity)*, *change in gross margin ratio (Δ margin)* dan *change in assets turnover (Δ turnover)*. Penilaian nilai *F-Score* dari suatu perusahaan didasarkan pada nilai dari setiap indikator pengukuran kinerja yang dimiliki perusahaan, perusahaan yang memenuhi syarat kinerja keuangan yang baik berdasarkan *F-Score* akan memperoleh skor 1 dan perusahaan yang tidak memenuhi syarat penilaian kinerja keuangan yang baik mendapatkan nilai 0. Total skor dari penilaian kinerja keuangan berdasarkan *F-Score* adalah sebesar 0 sampai 9 yang didasari dari 9 indikator pengukuran kinerja keuangan suatu perusahaan. Penilaian *F-Score* suatu perusahaan dapat ditentukan dengan menggunakan indikator yang disajikan pada Tabel 1.

Tabel 1
Penilaian Piotroski *F-Score*

No	Rasio	Keterangan
1	ROA	Perusahaan yang memiliki <i>ROA</i> positif memperoleh sinyal 1, dan sebaliknya.
2	ΔROA	Perusahaan yang memiliki <i>ROA</i> tahun berjalan lebih besar dari periode sebelumnya memperoleh sinyal 1, dan sebaliknya.

3	CFO	Perusahaan yang memiliki <i>CFO</i> positif memperoleh sinyal 1, dan sebaliknya.
4	Accrual	perusahaan yang memiliki <i>CFO</i> lebih besar dari <i>ROA</i> memperoleh sinyal 1, dan sebaliknya.
5	Δ leverage	Perusahaan yang memiliki <i>Leverage</i> tahun berjalan lebih besar dari periode sebelumnya memperoleh sinyal 0, dan sebaliknya.
6	Δ liquidity	Perusahaan yang memiliki <i>Current Asset</i> tahun berjalan lebih besar dari periode sebelumnya memperoleh sinyal 1, dan sebaliknya.
7	Δ equity	Perusahaan yang melakukan Penawaran Umum Terbatas (PUT) pada periode berjalan memperoleh sinyal 0, dan sebaliknya.
8	Δ margin	Perusahaan yang memiliki <i>Gross Profit</i> Margin tahun berjalan lebih besar dari periode sebelumnya memperoleh sinyal 1, dan sebaliknya.
9	Δ turnover	Perusahaan yang memiliki <i>Asset Turnover</i> tahun berjalan lebih besar dari periode sebelumnya memperoleh sinyal 1, dan sebaliknya.

Pengaruh *F-Score* terhadap *Return Saham*

Informasi merupakan unsur penting bagi investor dan pelaku bisnis karena informasi pada hakekatnya menyajikan keterangan, catatan atau gambaran baik untuk keadaan masa lalu, saat ini maupun keadaan masa yang akan datang bagi kelangsungan hidup suatu perusahaan. Informasi yang lengkap, relevan, akurat dan tepat waktu sangat diperlukan oleh investor di pasar modal sebagai alat analisis untuk mengambil keputusan investasi.

Peran teori sinyal bagi *return* saham adalah, perusahaan dengan memberikan sinyal tentang rasio keuangan seperti rasio profitabilitas, rasio leverage, rasio likuiditas dan rasio efisiensi operasional yang tergolong dalam *F-Score* guna untuk memberikan informasi tentang kinerja perusahaan mereka kepada para investor yang membutuhkan informasi. Jadi teori ini berperan untuk memberikan sinyal informasi rasio keuangan yang dapat mencerminkan *return* yang akan didapatkan investor. Teori Sinyal juga mengemukakan tentang bagaimana seharusnya sebuah perusahaan memberikan sinyal kepada pengguna laporan keuangan. Sinyal tersebut berupa informasi mengenai kondisi perusahaan kepada pemilik ataupun pihak yang berkepentingan. Sinyal yang diberikan dapat juga dilakukan melalui pengungkapan informasi akuntansi seperti laporan keuangan, laporan apa yang sudah dilakukan oleh manajemen untuk merealisasikan keinginan pemilik, atau bahkan dapat berupa promosi serta informasi lain yang menyatakan bahwa perusahaan tersebut lebih baik dari pada perusahaan lain.

Wolk, *et. al.* (2013) mendefinisikan bahwa hipotesis efisiensi pasar terjadi ketika harga saham suatu sekuritas yang terbentuk di pasar modal merupakan cerminan dari seluruh informasi yang ada dan dipublikasikan oleh perusahaan. Artinya informasi yang ada dapat mempengaruhi harga saham. Nilai *F-Score* berasal dari analisis informasi historis keuangan suatu perusahaan, dan harga saham merupakan komponen utama dalam menghitung *return* saham. Oleh karena itu, diperlukan sedikit pengujian substantif dalam penilaian investasi. Dengan demikian, hipotesis yang akan diuji adalah:

H1. *F-Score* berpengaruh positif terhadap *return* saham.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini adalah studi statistik-korelasi yang mencoba untuk mengidentifikasi pengaruh korelasi antarvariabel dengan menggunakan analisis regresi. Analisis ini digunakan untuk memprediksi nilai dari variabel yang didasarkan pada nilai dari dua atau lebih variabel lainnya.

Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel

Pada penelitian ini, variabel dependen yang diuji ialah *return* saham. *Return* saham merupakan tingkat pengembalian yang diperoleh seorang investor dari investasinya. Untuk mendapatkan tingkat pengembalian atau keuntungan dapat dicari dengan menggunakan rumus sebagai berikut: (Horne dan Wachawicz, 1998):

$$R_{it} = \frac{(P_{it} - P_{it-1})}{P_{it-1}}$$

Keterangan:

$R_{i,t}$ = tingkat pengembalian (*return*) saham *i* pada bulan ke *t*

$P_{i,t}$ = harga saham *i* pada bulan ke *t*

P_{t-1} = harga saham *i* pada bulan *t-1* (bulan sebelumnya)

Sedangkan, untuk menghitung *return* saham tahunan (12 bulan) dapat dihitung dengan persamaan sebagai berikut:

$$AR_{i,t} = \sum_{t=1}^{12} R_{i,t}$$

Dimana, A_iRt = return tahunan (*annual return*) saham *i* pada tahun ke *t*

Menurut Jogianto (2005), efisiensi pasar diuji dengan melihat *return* tidak normal (*abnormal return*) yang terjadi. Brown dan Warner (1985) mengestimasi return ekspektasi menggunakan model disesuaikan pasar (*Market-Adjusted Model*), *Market-Adjusted Model* menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. *Return* indeks pasar dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$RMt = \frac{IHSgt - IHSgt-1}{IHSgt-1}$$

Keterangan:

RMt = *Return* pasar pada bulan ke *t*

$IHSgt$ = Indeks Harga Saham Gabungan pada bulan ke *t*

$IHSgt-1$ = Indeks Harga Saham Gabungan pada bulan ke *t-1*

Sedangkan, untuk menghitung *return* pasar tahunan (12 bulan) dapat dihitung dengan persamaan sebagai berikut:

$$ARMt = \sum_{t=1}^{12} RMt$$

Dimana, $ARMt$ = return tahunan (*annual return*) pasar pada tahun ke *t*

Sehingga, persamaan untuk mengukur *abnormal return* suatu saham dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$Marketadjustedreturn_{i,t} = AR_{i,t} - ARMt$$

Keterangan:

$Marketadjustedreturn_{i,t}$ = *return* tidak normal perusahaan *i* pada periode ke-*t*

$AR_{i,t}$ = *return* saham tahunan perusahaan *i* pada periode ke-*t*

$ARMt$ = *return* pasar tahunan pada periode ke-*t*

Variabel ini disimbolkan dengan *MarketAdjustedReturn*.

Tabel 2
Pengukuran Variabel

Variabel	Pengukuran
1 <i>F-Score</i>	Perusahaan yang memenuhi syarat kinerja keuangan yang baik berdasarkan <i>F-Score</i> akan memperoleh skor 1 dan perusahaan yang tidak memenuhi syarat penilaian kinerja keuangan yang baik berdasarkan <i>F-Score</i> mendapatkan nilai 0. Total skor dari penilaian kinerja keuangan berdasarkan nilai <i>F-Score</i> adalah sebesar 0 sampai 9 yang didasari oleh 9 indikator pengukuran kinerja keuangan berdasarkan <i>F-Score</i> pada suatu perusahaan.

2	Ukuran Perusahaan	Jumlah saham beredar (<i>outstanding shares</i>) dikali harga pasar saham (<i>market price</i>)
3	Book to Market	Nilai buku ekuitas (<i>total equities</i>) dibagi nilai pasar saham (<i>market value</i>)

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Indeks LQ45 Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2016-2018. Penentuan sampel perusahaan menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu pengambilan sampel dengan memperhatikan kriteria-kriteria tertentu. Kriteria-kriteria yang harus dipenuhi untuk menjadi sampel penelitian adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan yang konsisten terdaftar di Indeks LQ45 pada BEI periode tahun 2016-2018.
2. Perusahaan keuangan dikeluarkan dari sample penelitian karena memiliki perhitungan liabilitas yang berbeda.
3. Perusahaan menerbitkan laporan keuangan dan laporan tahunan yang telah diaudit untuk setiap periode.
4. Data-data mengenai variabel penelitian harus tersedia dengan lengkap.

Alasan penelitian ini memilih indeks LQ45 dalam penelitian adalah karena saham-saham yang terdaftar di indeks LQ45 merupakan saham-saham yang diminati oleh investor di pasar modal Indonesia, karena memiliki tingkat likuiditas tinggi, kinerja keuangan dan prospek pertumbuhan yang baik, serta indeks LQ45 juga berisi berbagai macam perusahaan dengan industri yang berbeda.

Jenis dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder berupa laporan tahunan dan laporan keuangan perusahaan yang telah diaudit tahun 2016, 2017, dan 2018. Data tersebut dapat diperoleh atau diunduh dari laman Bursa Efek Indonesia (BEI), halaman masing-masing perusahaan, dan berbagai macam literatur yang lainnya. Data variabel dependen yaitu *return* saham diperoleh dalam laporan tahunan yang ada di bagian Informasi Harga Saham. Data mengenai *F-Score*, yakni *return on assets (ROA)*, *change in return on assets (ΔROA)*, *cash flow from operations (CFO)*, *accrual*, *change in leverage ($\Delta leverage$)*, *change in liquidity ($\Delta liquidity$)*, *change in equity ($\Delta equity$)*, *change in gross margin ratio ($\Delta margin$)* dan *change in assets turnover ($\Delta turnover$)* dapat dilihat dalam laporan tahunan di bagian Ikhtisar Keuangan.

Metode Analisis

Metode analisis yang digunakan dalam penelitian adalah analisis regresi berganda. Analisis regresi ini digunakan untuk meneliti hubungan antara variabel dependen dan variabel independen, serta pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Penggunaan metode analisis ini dikarenakan tujuan penelitian untuk mengidentifikasi pengaruh lebih dari satu variabel independen terhadap satu variabel dependen. Analisis ini digunakan untuk mengetahui pengaruh variabel *F-Score* terhadap *return* saham.

Persamaan regresi adalah sebagai berikut:

$$\text{MarketAdjustedReturn} = \alpha + \beta_1 \text{FScore} + \beta_2 \text{LNFirmSize} + \beta_3 \text{BooktoMarket} + \varepsilon$$

Keterangan:

<i>MarketAdjustedReturn</i>	= <i>return</i> saham perusahaan
<i>FScore</i>	= nilai <i>F-Score</i> perusahaan
<i>LNFirmSize</i>	= logaritma ukuran perusahaan
<i>BookToMarket</i>	= rasio <i>book to market</i>
ε	= error

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini menemukan adanya pengaruh positif dari *F-Score* terhadap *return* saham. Selain itu, penelitian ini juga menemukan hubungan negatif variabel kontrol ukuran perusahaan terhadap *return* saham dan hubungan negatif variabel kontrol *book to market* terhadap *return* saham.

Deskripsi Objek Penelitian

Kriteria-kriteria perusahaan sampel yang dijadikan objek penelitian dapat dilihat dalam tabel 3.

Tabel 3
Objek Penelitian

No	Keterangan	Jumlah Perusahaan
1	Perusahaan yang terdaftar di Indeks LQ45 BEI selama periode penelitian tahun 2016-2018	59
2	Perusahaan Keuangan	(5)
3	Perusahaan yang keluar dari Indeks LQ45 selama periode penelitian tahun 2016-2018	(11)
4	Perusahaan yang baru terdaftar di Indeks LQ45 selama periode penelitian tahun 2016-2018	(14)
Sampel Penelitian		29
Jumlah Data Penelitian (29 x 3 tahun)		87

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2019

Tabel 4 menunjukkan ringkasan statistik deskriptif dari variabel *return* saham, *F-Score*, ukuran perusahaan, dan *book to market*.

Tabel 4
Hasil Analisis Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Median	Skewness	Std Deviation
<i>Fscore</i>	87	2	9	5,99	6	-0,325	1,551
<i>LN Firm Size</i>	87	8,456	13,218	10,67934	10,49850	0,387	1,196932
<i>BookToMarket</i>	87	0,012	3,199	0,56722	0,46100	2,396	0,486567
<i>MarketAdjustedReturn</i>	87	-0,574	1,158	-0,05489	-0,10200	1,244	0,348696

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2019

Dari Tabel 4.2 dapat dilihat bahwa variabel *F-Score* (*Fscore*) memiliki rata-rata sebesar 5,99, nilai median sebesar 6, tingkat kemiringan (*skewness*) sebesar -0,325 dan deviasi standar sebesar 1,551. Nilai minimum *Fscore* sebesar 2 dimiliki oleh PT Adhi Karya (Persero) Tbk pada tahun 2016 dan PT Wijaya Karya (Persero) Tbk pada tahun 2017, dan nilai maksimum adalah 9 dimiliki PT Adaro Energi Tbk pada tahun 2017 dan PT Vale Indonesia Tbk pada tahun 2019. Variabel ukuran perusahaan (*LN Firm Size*) memiliki nilai rata-rata sebesar 10,67934, nilai median sebesar 10,49850, tingkat kemiringan (*skewness*) sebesar 0,387 dan nilai deviasi standarnya adalah 1,197104. Nilai minimum *LN Firm Size* adalah 8,456 dan nilai maksimumnya adalah 13,218. Variabel *book to market* (*BookToMarket*) memiliki nilai rata-rata sebesar 0,56722, nilai median sebesar 0,46100, tingkat kemiringan (*skewness*) sebesar 2,396 dan nilai deviasi standar sebesar 0,486567. Nilai minimum *BookToMarket* adalah 0,012 dan nilai maksimum adalah sebesar 3,199. Variabel *return* saham (*MarketAdjustedReturn*) memiliki nilai rata-rata sebesar -0,05489, nilai median sebesar -0,10200, tingkat kemiringan (*skewness*) sebesar 1,244 dan nilai deviasi standar sebesar 0,348696. Nilai minimum *MarketAdjustedReturn* adalah -0,574 dan nilai maksimum adalah sebesar 1,158.

Analisis regresi dalam model didasarkan pada variabel dependen dan variabel independen. Pengujian dilakukan dengan menggunakan tingkat signifikansi 5%. Jika tingkat signifikansi lebih dari 0,05 maka dapat dikatakan variabel independen tersebut tidak berpengaruh secara signifikan dengan variabel dependen, atau hipotesis tersebut tidak didukung. Jika tingkat signifikansi kurang dari 0,05 maka dapat dikatakan variabel independen berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen, dan hipotesis diterima. Seperti dijelaskan sebelumnya, *return* saham merupakan variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini. Variabel independen dalam penelitian adalah *F-Score*. Analisis regresi berganda dilakukan untuk menguji semua hipotesis dalam model

penelitian. Hasil analisis regresi berganda dari variabel independen dengan *return* saham disajikan dalam Tabel 5.

Tabel 5
Hasil Uji Analisis Regresi Linier Berganda

Variabel	Hipotesis	Koefisien	Signifikansi
<i>F</i> Score	H0+	0,114	0,000*
R-squared		0,274	
Adjusted R-squared		0,248	
F-statistic		10,466	0,000*

*)Signifikan 0,01

**)Signifikan 0,05

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2019

Pembahasan

Penelitian bertujuan untuk menguji hubungan dan pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Penelitian ini menggunakan metode analisis regresi berganda dengan tingkat signifikansi 5%. Apabila tingkat signifikansi lebih dari 0,05, maka variabel independen tidak berpengaruh terhadap variabel dependen, atau hipotesis tidak didukung. Sebaliknya, apabila tingkat signifikansi kurang dari 0,05, maka variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen, dan hipotesis diterima. Hasil penelitian ini akan dijelaskan sebagai berikut:

Hipotesis dalam penelitian ini menyatakan bahwa *F-Score* berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Berdasarkan hasil uji regresi linier berganda, koefisien variabel *F-Score* sebesar 0,114 dengan nilai probabilitas signifikansi 0,000 sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa hipotesis dalam penelitian ini diterima dan dapat diartikan bahwa *F-Score* berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Piotroski (2000) yang menemukan hubungan positif antara perusahaan dengan rasio *book to market* yang tinggi terhadap *return* saham, dengan menggunakan strategi investasi dengan membeli saham (*the winner*) dan menjual saham (*the losers*) berdasarkan strategi *F-Score* dapat menghasilkan *return* saham tahunan sebesar 23%. Hal ini terjadi karena analisis fundamental *F-Score* yang terdiri dari *return on assets (ROA)*, *change in return on assets (Δ ROA)*, *cash flow from operation (CFO)*, *accrual*, *change in leverage (Δ leverage)*, *change in liquidity (Δ liquidity)*, *change in equity (Δ equity)*, *change in gross margin ratio (Δ margin)*, dan *change in assets turnover (Δ turnover)* mampu memberikan sinyal kepada investor sebagai dasar keputusan penilaian investasi pada perusahaan. Informasi Hal ini sesuai dengan peran teori sinyal yang menjelaskan bahwa informasi mengenai kinerja suatu perusahaan yang dipublikasikan dapat memberikan sinyal kepada investor dalam pengambilan keputusan investasi.

Wolk, *et. al.* (2013) mendefinisikan bahwa hipotesis efisiensi pasar terjadi ketika harga saham suatu sekuritas yang terbentuk di pasar modal merupakan cerminan dari seluruh informasi yang ada dan dipublikasikan oleh perusahaan. Analisis fundamental *F-Score* merupakan informasi keuangan historis suatu perusahaan yang meliputi kinerja profitabilitas, likuiditas, dan efisiensi operasional. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian yang menguji pengaruh analisis fundamental *F-Score* terhadap *return* saham yang menunjukkan bahwa *return* saham suatu perusahaan dapat dicerminkan melalui informasi keuangan yang dipublikasikan, dan dapat menjadi dasar informasi bagi investor dalam penilaian investasi pada perusahaan.

KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh analisis fundamental berdasarkan *F-Score* terhadap *return* saham. Sampel penelitian ini adalah perusahaan yang secara konsisten terdaftar di Indeks LQ45 Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2016, 2017, dan 2018 yang diambil menggunakan metode *purposive sampling*.

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan yang telah dijabarkan sebelumnya dapat disimpulkan bahwa *F-Score* berpengaruh positif terhadap *return* saham. Dengan demikian, dapat diartikan bahwa hipotesis dalam penelitian ini diterima.

Keterbatasan

Beberapa keterbatasan dalam penelitian antara lain:

1. Periode waktu yang digunakan dalam penelitian hanya sebatas 3 tahun, yaitu tahun 2016-2018.
2. Penelitian hanya menggunakan 29 sampel perusahaan yang tergabung dalam Indeks LQ45 dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2016-2018.
3. Penelitian ini tidak mengukur pengaruh analisis fundamental dengan mengelompokkan perusahaan yang memiliki nilai *F-Score* tinggi (8-9) dan perusahaan yang memiliki nilai *F-Score* rendah (1-2) sesuai yang dilakukan oleh Singh dan Kaur (2014).
4. Sampel penelitian yang digunakan tidak menggunakan perusahaan-perusahaan dengan nilai *book to market ratio* yang tinggi sesuai yang dianjurkan oleh Piotroski (2000).

Saran

Berdasarkan keterbatasan-keterbatasan yang dihadapi penulis dalam penelitian ini, penulis memiliki beberapa saran untuk penelitian selanjutnya, antara lain adalah sebagai berikut:

1. Menggunakan periode waktu penelitian yang lebih panjang.
2. Memperluas ruang lingkup penelitian menjadi skala nasional (Bursa Efek Indonesia).
3. Mengelompokkan perusahaan yang memiliki nilai *F-Score* tinggi (8-9) dan perusahaan dengan nilai *F-Score* rendah (1-2).
4. Menggunakan sampel penelitian yaitu perusahaan-perusahaan yang memiliki nilai rasio *book to market* yang tinggi.

REFERENSI

- Affinanda, Ade and Yuyetta, Etna Nur Afri 2015. *Analisis Pengaruh Rasio Keuangan Terhadap Return Saham Perusahaan Dalam Indeks LQ45 Tahun 2010-2013*. Journal of Accounting Universitas Diponegoro, Vol. 1, No. 2. Hal.1-45.
- Bodie. Kane. Marcus. 2014. *Manajemen Portofolio dan Investasi*. Jakarta: Salemba Empat.
- Brigham, E. F dan Joel F. Houston. 2001. *Manajemen Keuangan*. Edisi kedelapan Buku 2. Jakarta: Erlangga
- Wira, D. 2014. *Analisis Fundamental Saham*. Edisi kedua. Jakarta: Exceed.
- Fama, E.F. and French, K.R. 1992, "The cross-section of expected stock returns", Journal of Finance. Vol. 47 No. 2, pp. 427-465.
- Ghozali, I. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- H.M Jogyanto. 2003, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Ketiga. Yogyakarta: BPFE.
- Hyde, C. 2013, "An emerging markets analysis of the piotroski F score", available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2274516 (Diakses tanggal 26 Juni 2019).
- Kang, C.S.J. and Ding, D.K. 2003, "Performance of high and low book-to-market stocks with strong financial signals: evidence in Asia markets 1991-2002", available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=499663 (Diakses tanggal 26 Juni 2019).
- Mironiuc, M. dan M. A. Robu. 2013. *Obtaining a Practical Model for Estimating Stock Performance on an Emerging Market Using Logistic Regression Analysis*. Social and Behavioral Sciences. Vol. 81, No. 6, pp. 422-427
- Morris, R. D. 1987. *Signaling, Agency Theory and Accounting Policy Choise, Accounting and Business Research*. Vol. 18, No. 69, pp 47-56.
- Piotroski, J.D. 2000, "Value investing: the use of historical financial statement information to separate winners from losers", Journal of Accounting Research. Vol. 38 No. 1, pp. 1-41.
- Puspitasari, Fanny. dan Haryanto, A Mulyo. 2012. *Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Return Saham (Studi Kasus Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek*



- Indonesia Periode 2007-2010*). Journal of Management Diponegoro University. Vol. 2, No. 2. Hal.1-66.
- Prasetyo, A.B. 2014. Pengaruh Karakteristik Komite Audit dan Perusahaan terhadap Kecurangan Pelaporan Keuangan (Studi Empiris pada Perusahaan yang Listed di Bursa Efek Indonesia Periode 2006-2010). *Jurnal Akuntansi dan Auditing Universitas Diponegoro*. Vol 11, No. 1, Hal 1-24.
- Sharpe, William F., 1963. *A Simplified Model for Portfolio Analysis*, *Management Science*. Vol 9., hal.277-293.
- Singh, J. dan K. Kaur. 2015. *Adding value to value stocks in Indian stock market: an empirical analysis*. International Jurnal of Law and Management. Vol. 57, No. 6, pp. 621-636.
- Susilowati, Y dan Turyanto, T. 2011. *Reaksi Signal Profitabilitas dan Rasio Solvabilitas terhadap Return Perusahaan*. Jurnal Dinamika Keuangan dan Perbankan. Vol. 3, No. 1, 17-37.
- Wolk, *et al* (2001). “*Signaling, Agency Theory, Accounting Policy Choice*”. Accounting and Business Research. Vol. 18. No 69:47-56.
- Yatim. P., P. Kent and P. Clarkson. 2006. *Governance Structures, Ethnicity, and Audit Fees of Malaysian Listed Firms*. Managerial Auditing Journal, Vol. 21, pp. 757-782.