

**ANALISIS PENGARUH PENDEKATAN *TOP DOWN*,
MARKET TIMING ABILITY, *STOCK SELECTION SKILL* TERHADAP
KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN PROPERTI DI INDONESIA PERIODE
2011 – 2014**

Nurani Utami

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Budi Luhur Jakarta
JL. Ciledug Raya, Petukangan Utara, Kebayoran Lama, Jakarta 12260
Email: ranyjap@yahoo.com

ABSTRACT

A decision on an investment is generally based on a consideration of the magnitude of the expected return investor and the risk that expected to be encountered. Hence require more stock performance assessment indicators such as The Top down approach, Market timing ability and Stock Selection skill. The purpose of this research was to analyze the effect of the level of the Top down approach, Market timing ability and Stock Selection skill on the performance of property stocks. The data used in this research is data of property stocks listed on the Indonesian stock exchange of 24 property stocks 2011-2014 period using SPSS software version 21. The results of this study indicate that partial of top-down approach has not a significant effect on the financial performance of property while market timing ability and stock selection skill has significant to the financial performance of property.

Keywords: Performance, Top down approach, Market Timing Ability, Stock Selection Skill.

ABSTRAK

Keputusan atas suatu investasi pada umumnya didasarkan pada pertimbangan investor terhadap besarnya *return* (pengembalian) yang diharapkan serta resiko yang diperkirakan akan dihadapi. Karenanya diperlukan indikator penilaian kinerja saham lainnya Antara lain yaitu pendekatan *topdown*, *Market timing ability* dan *Stock Selection skill*. Tujuan dari Penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh dari tingkat pendekatan *Topdown*, *Market timing ability* dan *Stock Selection skill* terhadap kinerja saham perusahaan-perusahaan properti. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data saham properti yang terdaftar di bursa efek Indonesia dari 24 saham perusahaan property periode 2011-2014 menggunakan *software SPSS versi 21*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa secara partial pendekatan *topdown* tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan properti sedangkan *market timing ability* dan *stock selection skill* memiliki hasil berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan properti.

Kata kunci: Kinerja, Pendekatan *Topdown*, *Market Timing Ability*, *Stock Selection Skill*.

PENDAHULUAN

Berdasarkan data Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (Bapepam-LK, saat ini disebut OJK – Otoritas Jasa Keuangan) tahun 2012, tercatat bahwa tingkat pertumbuhan investor di Bursa Efek Indonesia saat ini lebih rendah dibanding Negara lainnya. apabila dibandingkan dengan tingkat populasi Indonesia sebesar 230 juta warga, maka data investor Indonesia di BEI hanya sekitar 0,2% atau sekitar 460 ribu jiwa (Setianto, 2016).

Saat ini rasio investor pasar modal domestik masih sangat kecil bila dibandingkan dengan Negara Asia Tenggara lainnya. Negara Singapura memiliki rasio investor domestik sebesar 30% dari jumlah penduduknya sedangkan Negara Malaysia memiliki rasio investor domestik sebesar 12,8% dari jumlah penduduknya. Data BEI memperlihatkan sepanjang tahun 2015, total perdagangan di bursa dikuasai oleh pemain asing sebesar 86%. hal ini dikarenakan tingkat pengetahuan masyarakat Indonesia akan dunia investasi saham masih relatif rendah. (Setianto, 2016).

Investasi merupakan suatu proses pengeluaran uang sebagai modal saat ini untuk mengharapkan pengembalian atau hasil yang lebih besar pada masa yang akan datang. Keputusan atas suatu investasi pada umumnya didasarkan pada pertimbangan investor terhadap besarnya *return* (pengembalian) yang diharapkan serta resiko yang diperkirakan akan dihadapi. Hubungan antara resiko dengan *return* bersifat positif artinya apabila resiko tinggi maka *return* yang diharapkan juga akan tinggi.

Analisis investasi (*investment analysis*) dimaksudkan sebagai upaya untuk memperkirakan prospek suatu investasi di masa yang akan datang. Analisis ini sangat diperlukan dengan pertimbangan bahwa kondisi investasi masa yang akan datang bersifat tidak pasti (*uncertainty*). Hasil analisis investasi ini akan menjadi pertimbangan bagi para investor dalam mengambil keputusan atas investasinya. Pendekatan *top-down* merupakan teknis analisis investasi yang bersifat jangka panjang, karena sebelum investor melakukan pemilihan akan berinvestasi pada saham apa? Akan meneliti secara makro ekonomi suatu Negara nya terlebih dahulu, kemudian kepada sektor/industri bisnisnya, terakhir adalah penilaian emiten-emiten secara fundamental dan teknikal.

Menganalisa kelayakan suatu saham dengan metode fundamental bisa dianggap sebagai langkah awal penting sebab semua efek dan sentimen terkait harga saham berasal dari kinerja internal perusahaan yang dapat dilihat dari pencapaian laba, efisiensi biaya, tingkat penjualan dan investasi yang diestimasikan akan berkembang di masa mendatang. Pendekatan ini sering digunakan oleh manajer investasi dalam menetapkan nilai baik atau tidaknya suatu saham perusahaan untuk dimasukkan ke

dalam suatu keranjang *portfolio* melalui informasi perusahaan yang dikaitkan dengan kondisi makro dan estimasinya di masa mendatang.

Berdasarkan data IDX nilai *equity right issue* sampai dengan quarter Ke- 4 tahun 2015 terdapat sebanyak 512 perusahaan. Hal ini membuat para manajer investasi mengalami kesulitan dalam memilih saham karena perbedaan kinerja masing-masing saham, dikarenakan banyaknya indikator-indikator yang mempengaruhi kinerja harga saham seperti yang telah dijelaskan sebelumnya serta tingkat volatilitas dan fluktuasi yang sangat cepat terhadap harga saham. Maka diperlukan indikator penilaian kinerja saham lainnya Antara lain yaitu *Market timing ability* dan *Stock Selection skill*. Strategi *market timing ability* merupakan kemampuan menilai kapan waktu jual beli di pasar sehingga dapat mengambil keuntungan dari perubahan pasar. Seperti membeli saham pada saat harga turun dan menjual saham pada saat harga pasar naik. Permasalahan terdapat pada cepatnya volatilitas yang terjadi di pasar, hal ini disebabkan banyaknya indikator (Putri, 2015). Sedangkan *Stock Selection Skill* merupakan kemampuan manajer investasi dalam mengindikasikan dan memilih saham yang *mispriced* sehingga memiliki potensial kenaikan keuntungan maksimal di masa mendatang (Putri, 2015).

Objek dalam penelitian ini adalah investasi di sektor properti. Berikut adalah faktor –faktor yang menjadi bahan pertimbangannya. Karena bisnis properti sangat menjanjikan menjadi daya tarik para investor untuk menanamkan modalnya. Kenaikan harga properti disebabkan karena harga tanah yang cenderung naik, *supply* tanah bersifat tetap sedangkan *demand* nya akan selalu bertambah besar seiring dengan pertambahan jumlah penduduk serta bertambahnya kebutuhan manusia akan tempat tinggal, perkantoran, pusat perbelanjaan, taman hiburan dan lain-lain. Menghadapi fenomena ini membuat penulis memilih topik mengenai analisa *top-down*, *market timing ability* dan *Stock Selection Skill* terhadap kinerja keuangan perusahaan Properti di Indonesia. sehingga dapat membantu para investor dan calon investor yang akan berinvestasi.

Penelitian ini berbeda dengan penelitian-penelitian sebelumnya, beberapa penelitian sebelumnya hanya menggunakan variabel *Market timing ability* dan *Stock Selection Skill* sedangkan dalam penelitian ini penambahan variabel yaitu pendekatan *top-down*, serta objek penelitian sebelumnya mayoritas menggunakan data kinerja Reksadana yang diukur menggunakan Nilai Aktiva Bersih (NAB), sedangkan penulis menggunakan data kinerja saham Properti Indonesia dengan pengukuran *Net Profit Margin* (NPM)

TINJAUAN PUSTAKA

Teori Akuntansi Positif (*Positive Accounting Theory*)

Riset akuntansi positif pertama kali diketahui dilakukan oleh William H. Beaver (1968) dengan terbitnya artikel yang berjudul "*The Information Content of Annual Earnings Announcements*" (Jensen, 1976: 4, 8 dalam Setijaningsih, 2012). Selanjutnya teori akuntansi positif diakui kemunculannya ketika Watts dan Zimmerman mempublikasikan artikelnya yang berjudul "*Towards a Positive Theory of The Determination of Accounting Standard*" pada tahun 1978. Artikel tersebut telah menjadikan teori akuntansi positif sebagai paradigma riset akuntansi yang dominan yang berbasis empiris kualitatif dan dapat digunakan untuk menjustifikasi berbagai teknik atau metode akuntansi yang sekarang digunakan atau mencari model baru untuk pengembangan teori akuntansi dikemudian hari.

Dalam hal ini teori akuntansi positif berusaha menjelaskan atau memprediksi fenomena nyata dan mengujinya secara empirik (Godfrey, et al, 1997 dalam Ghozali dan Anis, 2007, dalam Setijaningsih, 2012). Penjelasan atau prediksi dilakukan menurut kesesuaiannya dengan observasi dengan dunia nyata. Tujuan teori akuntansi positif adalah untuk menjelaskan (*to explain*) dan memprediksi (*to predict*) praktik akuntansi. Penjelasan berarti memberikan alasan-alasan terhadap praktik yang diamati. Teori akuntansi positif didasarkan pada adanya dalil bahwa manajer, pemegang saham, dan aparat pengatur adalah rasional dan bahwa mereka berusaha untuk memaksimalkan kegunaan mereka yang secara langsung berhubungan dengan kompensasi mereka, dan tentunya kesejahteraan mereka pula. sehingga terdapat kecenderungan untuk melakukan tindakan oportunistik (*opportunistic behavior*) sebagai dasar dalam melakukan semua aktivitas ekonomi. Tindakan oportunistik menjadi alasan utama dari pemilihan kebijakan yang diambil oleh pimpinan (manajer investasi).

Teori Sinyal (*Signalling theory*)

Signalling theory menekankan kepada pentingnya informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan terhadap keputusan investasi pihak di luar perusahaan. 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 dan bagaimana pasaran efeknya. Informasi yang lengkap, relevan, akurat dan tepat waktu sangat diperlukan oleh investor di pasar modal sebagai alat analisis untuk mengambil keputusan investasi.

Signalling theory merupakan penjelasan dari asimetri informasi. Terjadinya asimetri informasi disebabkan karena pihak manajemen mempunyai informasi lebih banyak mengenai prospek perusahaan. Untuk menghindari asimetri informasi, perusahaan harus memberikan informasi sebagai sinyal kepada pihak investor. Asimetri informasi perlu diminimalkan, sehingga perusahaan *go public* dapat menginformasikan keadaan perusahaan secara transparan kepada investor (Subalno, 2009).

Sehingga dapat disimpulkan teori sinyal merupakan penjelasan dari asimetri informasi yang menyebabkan harga saham berfluktuasi, oleh karena itu perusahaan perlu memberikan sinyal berupa informasi, baik yang kuantitatif maupun kualitatif sehingga dapat digunakan para pelaku pasar saham dalam mengambil keputusan yang nantinya berdampak pada harga saham

Kinerja Keuangan Perusahaan Properti

Untuk dapat mengetahui kinerja keuangan perusahaan, diperlukan analisis fundamental dan teknikal terhadap suatu saham. Analisis fundamental biasa diwujudkan dalam bentuk hitungan-hitungan rasio menjadi alat yang penting untuk mengetahui kinerja suatu saham tersebut, karena analisis rasio dapat menyediakan beberapa indikator seperti tingkat profitabilitas, likuiditas, pendapatan, pemanfaatan assets dan kewajiban suatu perusahaan. Analisis fundamental mencoba memperkirakan harga saham di masa yang akan datang dengan: (1) mengukur nilai faktor-faktor fundamental yang mempengaruhi harga saham di masa yang akan datang, (2) menerapkan hubungan variabel yang ada sehingga diperoleh taksiran harga saham (Husnan, 2001: 315 dalam Novaliyanti, 2007)

Analisis ini mencoba memperkirakan harga saham yang akan datang dengan menganalisis berbagai faktor fundamental yang diperkirakan mempengaruhi harga saham, yang secara garis besar terdiri dari 3 tahap:

1. Analisis terhadap kondisi makro ekonomi/pasar Dalam tahap ini berbagai variabel makro dan mikro ekonomi dievaluasi seperti tingkat bunga dan inflasi, GDP, jumlah uang yang beredar, berbagai karakteristik demografi, dan sebagainya.
2. Analisis industry di sini berbagai analisis dilakukan seperti analisis siklus kehidupan industri, analisis siklus bisnis, analisis kinerja historis, persaingan, kebijakan pemerintah, perubahan struktural, dan sebagainya, dengan tujuan untuk menemukan industri yang mempunyai prospek terbaik.
3. Analisis terhadap kondisi spesifik perusahaan Dalam tahap ini pemodal perlu menaksir nilai intrinsik saham. Apabila harga saham di bursa efek lebih rendah

dari taksiran nilai intrinsiknya, maka harga saham tersebut merupakan saham yang sebaiknya dibeli, begitu juga sebaliknya.

Analisis laporan keuangan dan analisis rasio merupakan komponen utama yang digunakan dalam analisis fundamental. Laporan keuangan perusahaan berupa Neraca, Laporan Rugi Laba, Laporan Perubahan Modal, dan Laporan Laba Ditahan diurai dalam bentuk rasio-rasio untuk menganalisis rasio likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, rasio pinjaman, rasio manajemen assets, yang antara lain: *Debt to Equity Ratio (DER)*, *Return on Assets (ROA)*, *Return on Equity (ROE)*, *Net Profit Margin (NPM)*, *Operating Profit Margin (OPM)*, dan sebagainya. Rasio-rasio ini mampu mencerminkan kinerja perusahaan yang merupakan sebagian faktor fundamental yang dianggap dapat mempengaruhi perubahan harga saham di pasar modal. Cara lainnya adalah dengan melihat melibatkan besaran seperti *Price Earning Ratio (PER)*, *Price To Sales (P/S ratio)* dan *dividend yield*.

Pendekatan Top-Down

Pendekatan *Top-Down* merupakan teknik analisis yang akan meneliti secara makro ekonomi suatu Negara terlebih dahulu, kemudian kepada sektor/industry bisnisnya, terakhir adalah penilaian emiten-emiten secara fundamental dan teknikal. Menurut Bodie, et al (2014), "*Top-down portfolio construction techniques start with the asset allocation decision—the allocation of funds across broad asset classes—and then progress to more specific security-selection decisions*"

Menurut Reilly dan Brown (2012), "*Top-down valuation process in which you first examine the influence of the general economy on all firms and the security markets, then analyze the prospects for alternative global industries in this economic environment, and finally turn to the analysis of individual firms in the alternative industries and to the common stock of these firms*". Menurut Reilly dan Brown (2012), "*Top-down valuation process in which you first examine the influence of the general economy on all firms and the security markets, then analyze the prospects for alternative global industries in this economic environment, and finally turn to the analysis of individual firms in the alternative industries and to the common stock of these firms.*"

Makro Ekonomi Indonesia

Pembahasan awal dimulai mengenai kondisi ekonomi makro yang terjadi di pasar domestik Indonesia sepanjang tahun 2015. Data BEI menunjukkan pertumbuhan yang cukup pesat selama tiga tahun terakhir dimana Indeks Harga Saham Gabungan pernah

menembus angka 5.251 pada pertengahan tahun 2013 tetapi menurun tajam pada pertengahan kedua 2013 dan puncak penurunan yang tajam tercatat dalam kurun waktu tiga bulan dengan penurunan jauh sebesar 27 % ke level 3.800 dan setelahnya IHSG berada dibawah 4.500. Selama 2014 IHSG sempat naik kembali dan tertinggi pada September 2014 berada di 5.200 an, tetapi awal Oktober terjun bebas dan baru membaik setelah Presiden Baru dilantik. Selama 2015 mulai turun sejak Maret sampai ke dasarnya di September 2015 di level 4.033, lalu mulai menguat dan berfluktuasi di level 4.400 – 4.500, kemudian di awal 2016 ini menguat di level 4.600. (Setianto, 2016)

Sektor Industri Properti

Menurut Hidayat (2014), Pertumbuhan sektor properti yang ditandai dengan kenaikan harga tanah dan bangunan yang lebih tinggi dari laju inflasi sebesar 15-20 persen setiap tahunnya menyebabkan semakin banyak investor yang tertarik untuk melakukan investasi di sektor ini. Properti merupakan aset yang memiliki nilai investasi yang tinggi, dan dinilai cukup aman dan stabil. Harga properti (baik rumah dan apartemen) mengalami kenaikan setiap tahunnya.

Emiten-Emiten Secara Fundamental Dan Teknikal

Setiap investor yang melakukan investasi saham harus melakukan analisis saham dan memiliki tujuan yang sama, yaitu mendapatkan *capital gain*, yaitu selisih positif antara harga jual dan harga beli saham dan dividen tunai yang diterima dari emiten karena perusahaan memperoleh keuntungan.

Langkah terakhir dalam analisa makro ekonomi adalah menganalisa pergerakan indeks harga saham, baik secara fundamental maupun teknikal. Tujuan analisis fundamental adalah menentukan apakah nilai saham berada pada posisi *undervalue* atau *overvalue*. Saham dikatakan *undervalue* bilamana harga saham di pasar lebih kecil dari harga wajar atau nilai yang seharusnya, demikian juga sebaliknya. Analisa fundamental melibatkan besaran seperti *Price Earning Ratio (PER)*, *Price To Sales Ratio (P/S Ratio)* dan *Dividend Yield* dan ratio keuangan lainnya, yang merupakan angka terkini dari besaran-besaran ini dibandingkan dengan angka-angka di masa lampau untuk menentukan apakah pasar sudah mahal atau masih murah.

Market Timing Ability

Market timing ability merupakan kemampuan manager investasi untuk mengambil kebijakan yang tepat untuk membeli atau menjual sekuritas tertentu untuk membentuk *portfolio assets* pada saat yang tepat. *Market timing ability* bertujuan untuk

memprediksi keadaan pasar *portofolio* dimasa depan, sehingga manajer investasi mampu melakukan pemilihan saham yang tepat pada waktu yang tepat. Sedangkan aktivitas *market timing Ability* berhubungan dengan *forecast* realisasi dimasa datang dari *portofolio* pasar.

Menurut Elton et al (2014), *Market timing Ability* merupakan keadaan yang menunjukkan "how much money could be made if one bought stocks or bonds before these asset categories had large positive returns and sold them before periods when returns were negative" saat ini sering disebut *dynamic asset allocation*. Untuk dapat menentukan *timing* diperlukan beberapa sensitifitas perubahan dari *portofolio* atau beberapa perubahan sistematis yang berpengaruh pada masa yang akan datang.

Jika manajer investasi yakin dapat menghasilkan lebih baik dari rata-rata estimasi *return* pasar maka manajer akan menyesuaikan tingkat risiko *portofolionya* sebagai antisipasi perubahan pasar. Metode yang digunakan untuk mengukur adanya indikasi *market timing ability* menggunakan metode Treynor Mazuy (hubungan *non linear*) dan Henriksson-Merton (dual beta).

Model Treynor-Mazuy dan Henriksson-Merton melihat *stock selection skill* dan *market timing ability* yang dilakukan oleh para manajer investasi. Kesuksesan dari *market timing Ability* dari sebuah *portofolio* memiliki hubungan dengan beta yang memiliki nilai tinggi pada saat pasar naik dan memiliki hubungan dengan beta yang memiliki nilai rendah pada saat pasar mengalami penurunan. Dengan kata lain ketika pasar sedang naik ($R_m > R_f$) maka manajer investasi akan merubah komponen *portofolionya* dengan beta yang memiliki nilai yang tinggi ($\beta > 1$) tetapi ketika pasar sedang mengalami penurunan ($R_m < R_f$) maka manajer investasi akan merubah komponen *portofolio* dalam reksa dana dengan beta yang memiliki nilai yang rendah ($\beta < 1$). (Sharpe, W. F. et.al: 1998, p. 754), dalam Gumilang dan Subiyantoro (2008).

Stock Selection Skill

Meningkatnya perkembangan tren pasar modal dalam pembentukan *portofolio* saham guna meningkatkan *return* merupakan tugas utama dari manager investasi dalam memilih saham untuk mendapatkan tingkat pengembalian yang *abnormal (superior)*. sehingga dapat mengangkat kinerja pendanaan saham mereka. Aktivitas *Stock Selection Skill* didasarkan pada *forecast* kejadian khusus perusahaan dan harga sekuritas individu.

Fama dan French (1992) dalam Chen, (2008), menginvestigasi "size effect" yang mengindikasikan dua variabel yang secara konsisten berkaitan ke *stock return*:

1. *Firm size*

2. Firm market/book ratio

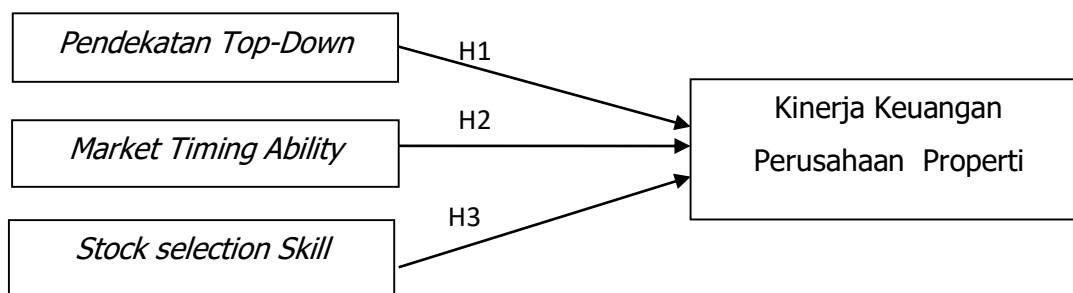
Elton et al (2014) mengemukakan cara untuk melakukan evaluasi saham serta menyeleksi saham menggunakan *Wells Fargo Stock Evaluation System*. Untuk dapat menggunakan *Wells Fargo Stock Evaluation System* dibutuhkan beberapa estimasi antara lain:

1. *Divident* (dan *Earning per share*) dari masing-masing proyeksi saham selama lima tahun kedepan.
2. Nilai normal dari tahun kelima dari *Earning per share, growth rate, and payout*.
3. Nilai stabil *payout* negara yang dan tingkat pertumbuhan (hal ini diasumsikan bahwa setelah lima tahun akan ada pertumbuhan dan tingkat *payout* yang cukup menjelaskan perilaku masa depan perusahaan)
4. Jumlah tahun yang diharapkan sebelum kondisi kestabilan Negara dapat tercapai
5. Pola pertumbuhan yang diharapkan antara tahun kelima dan ketika dimulainya tingkat Pertumbuhan yang stabil.

Estimasi diatas dapat memberikan nilai *dividen* yang diharapkan. Serta dapat digunakan untuk mencari tingkat pengembalian yang diharapkan, yaitu tingkat yang setara dengan dividen yang diharapkan dengan harga sekarang.

PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Pengujian hipotesis dapat dilakukan setelah model regresi terbebas dari adanya gejala multikolinearitas, gejala autokorelasi dan gejala heterokedastisitas. Untuk mencapai tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian maka perlu disusun kerangka pemikiran seperti dalam gambar 1 berikut:



Gambar 1: Kerangka Pemikiran

Melalui pendekatan analisis *Top-Down*, sebelum manager investasi melakukan pemilihan akan berinvestasi saham, maka para manajer investasi akan memulai dengan menganalisa makro ekonomi suatu Negara terlebih dahulu dengan mempertimbangkan berbagai indikator yang akan berefek pada nilai saham. Kemudian melihat lebih detail

pada industri saham yang akan diinvestasikan. Setelahnya melakukan analisa fundamental dan teknikal terhadap saham yang akan diinvestasikan dengan tujuan memperoleh tingkat pengembalian yang tinggi dengan resiko yang rendah. Penelitian ini didukung oleh penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Huffman, et al (2012) yang juga menggunakan variable pendekatan *top-down* dalam menstimulasikan portofolio saham. Berdasarkan konsep diatas maka dapat dibangun suatu hipotesis sebagai berikut:

H1: Pendekatan *Top-down* berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan property

Manager investasi memiliki kemampuan dalam memilih waktu yang tepat pada saat pembelian maupun penjualan sekuritas atau memiliki *market timing ability*. *Market timing ability* memberikan arti bahwa pengelola *portofolio* mempunyai kemampuan meramalkan pasar dalam situasi naik atau turun atau ketika $R_m > R_f$ atau $R_m < R_f$. R_m menyatakan tingkat pengembalian pasar (*return market*) dan R_f menyatakan tingkat pengembalian yang bebas resiko. Kemampuan *market timing* ini akan berpengaruh terhadap kinerja. Semakin baik kemampuan manager investasi dalam menentukan waktu maka semakin tinggi kinerja sahamnya. Penelitian ini didukung oleh penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Putri (2015), yang juga menggunakan variable *market timing ability* terhadap kinerja saham reksadana. Dengan hasil penelitian variable *market timing ability* berpengaruh terhadap kinerja saham reksadana

Berdasarkan konsep diatas maka dapat dibangun suatu hipotesis sebagai berikut:

H2: *Market timing ability* berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan property

Stock Selection Skill dianggap memiliki pengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan properti, hal ini disebabkan setiap saham yang akan dimasukkan ke dalam *portofolio* akan dievaluasi dan dianalisa terlebih dahulu oleh Manajer Investasi, dengan begitu Manajer investas akan membentuk *portofolio* yang akan memberikan *return* yang tinggi dengan tingkat resiko yang rendah sesuai dengan teori *portofolio* oleh Markowitz tahun 1952 (Mulyana, 2004, dalam Putri 2015). Penelitian ini didukung oleh penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Putri (2015), yang juga menggunakan variable *Stock Selection Skill* terhadap kinerja saham reksadana. Dengan hasil penelitian variable *Stock Selection Skill* berpengaruh terhadap kinerja saham reksadana. Serta penelitian yang dilakukan oleh Lim dan Berry (2013), yang juga menggunakan variable

Stock Selection Skill dalam menilai kinerja properti baik melalui *prime market* ataupun *secondary market*. Berdasarkan konsep diatas maka dapat dibangun suatu hipotesis sebagai berikut:

H3: *Stock Selection Skill* berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan property

METODE PENELITIAN

Metode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah pengujian hipotesis dengan subjek penelitian adalah saham properti dan objek penelitian ini adalah: Pendekatan *Top-Down*, *market timing ability*, *Stock Selection Skill* dan kinerja keuangan perusahaan properti.

1. Kinerja Keuangan Perusahaan Properti

Kinerja keuangan perusahaan properti dapat dilihat dari nilai *NET PROFIT MARGIN* (NPM) sebagai penilaian kinerja keuangan perusahaan properti. *Net Profit Margin* adalah perbandingan antara laba bersih dengan penjualan NPM rasio digunakan untuk menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan bersih. Berikut rumus untuk menghitung NPM:

$$\text{Net Profit Margin} = \text{Net Income} / \text{Net}$$

Sumber: Novaliyanti, 2007

Argumen mendasar atas penggunaan *Net Profit Margin* dikarenakan peningkatan NPM akan meningkatkan daya tarik investor untuk menanamkan saham di perusahaan dengan ekspektasi bahwa seiring dengan peningkatan nilai laba bersih maka *return* yang akan diterima juga akan semakin meningkat

2. Analisis Pendekatan *Top-down*

Salah satu alternatif strategi yang bisa digunakan oleh investor saham untuk berinvestasi secara konservatif di bursa saham, adalah dengan membeli saham yang secara konsisten membagi *dividen* dan berharap dari pendapatan *dividen* tersebut. Dalam hal ini penulis menggunakan *Dividen yield* sebagai indikator penentuam analisis *Top-down*

Dividend yield atau imbal hasil *dividen* adalah rasio nilai *dividen* terhadap harga saham. Dengan asumsi tidak ada kenaikan harga saham, *dividend yield* mencerminkan tingkat keuntungan investasi di suatu saham. Dengan kata lain *dividend Yield* adalah

berapa persen bunga yang dihasilkan setiap tahunnya. Berikut adalah rumus *dividend yield*:

$$\text{Dividend Yield} = \text{annual dividend per share} / \text{stock's price per share}$$

Sumber: Bodie (2014)

Argumen mendasar atas penggunaan *Dividend Yield* adalah *dividend yield* juga memberikan makna fundamental yang lebih penting bagi investor. Semakin tinggi nilai *dividend yield*, maka semakin baik kondisi keuangan perusahaan dan menunjukkan *cash flow* yang stabil serta lancar didukung bisnis yang prospektif.

3. Market Timing Ability

Market Timing Ability Dalam pengukuran *market timing Ability*, penulis menggunakan model Henriksson-Merton (1981) dalam Elton et al (2014). Dimana parameter statistik alpha (konstanta) dari model menjadi nilai proksi dari *Market Timing Ability*.

Pengukuran model Henriksson-Merton (1981) serupa dengan yang model Treynor dan Mazuy, Perbedaannya terletak pada variabel *dummy*. Variabel *dummy* ini mewakili kondisi pasar, *bear* atau *bull*, dengan memerhatikan selisih antara *return market* dengan *risk free*. Apabila $R_m - R_f$ bernilai negative maka $D=0$, yang berarti pasar dalam keadaan *bear*, namun jika $R_m - R_f$ bernilai positif maka $D=1$ yang berarti pasar dalam keadaan *bull*, Dengan model regresi :

$$(R_{it} - R_{ft}) = a_i + b_i(R_{mt} - R_{ft}) - c_i D(R_{mt} - R_{ft}) + e_{it}$$

Dimana :

- R_{it} = *Return* atas Dana i dalam Periode t
 - R_{mt} = *Return* atas index pasar dalam Periode t
 - R_{ft} = Asset Bebas resiko
 - e_{it} = *Residual Return* atas Dana i dalam Periode t
 - a_i, b_i , dan c_i = Konstan
- D = Dummy, dengan ketentuan :
- $D=0$, Jika $(R_{mt} - R_{ft}) < 0$, *Down Market (bearish)* dan
 - $D=1$, Jika $(R_{mt} - R_{ft}) > 0$, *Up Market (bullish)* dan

Nilai *Return* atas investasi dapat diperoleh dengan rumus :

$$\text{Return saham} = (R_{t+1} - R_t) / R_t$$

Dimana :

- R_{t+1} = harga saham periode tahun depan
- R_t = harga saham periode saat ini

Nilai R_{ft} merupakan nilai aset bebas resiko, dimana penulis menggunakan nilai Suku Bunga Bank Indonesia berdasarkan data yang diperoleh dari *website* Bank Indonesia. Nilai R_{mt} merupakan *Return* atas indeks pasar, dimana penulis menggunakan nilai Indeks Harga Saham Gabungan berdasarkan data yang diperoleh dari *website* BEI.

4. Stock Selection Skill

Stock Selection Skill dianggap memiliki pengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan properti hal ini disebabkan setiap saham yang akan dimasukkan ke dalam *portofolio* akan dievaluasi dan dianalisa terlebih dahulu oleh Manajer Investasi, dengan begitu Manajer investas akan membentuk *portofolio* yang akan memberikan *return* yang tinggi dengan tingkat resiko yang rendah.

Phillip Fisher (1958), Fisher (1984), Leibowitz (1997), dan O'Shaughnessy (1997), dalam Reilly dan Brown (2012) menyarankan untuk menggunakan *Price to sales ratio* (P/S) sebagai alat dan ukuran *Stock Selection Skill*.

Rumus yang digunakan untuk mencari nilai P/S rasio adalah:

$$\text{Price/Sales Ratio} = \text{Stock Price per Share/Net Sales (Revenue) per Share}$$

Argumen mendasar atas penggunaan P/S adalah karena *sales/revenue* relatif lebih stabil dan tidak banyak dipengaruhi oleh kebijakan akuntansi yang digunakan oleh perusahaan. Keunggulan lain dari P/S adalah kemampuannya untuk memberikan nilai yang selalu positif. Ketika ekonomi sedang terguncang, besar kemungkinan perusahaan merugi. Pada kondisi tersebut, P/S dapat membantu untuk menganalisis kondisi perusahaan seperti itu.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Deskriptif Objek Penelitian

Tabel 1: Deskripsi Nilai Statistik Variabel Penelitian

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Pendekatan <i>Top-down</i>	93	0,00	89,15	4,3439	14,57778
<i>Market timing ability</i>	93	-0,08	0,41	0,2269	0,18894
<i>Stock Selection Skill</i>	93	0,00	38,69	4,2633	5,27418
Kinerja Keuangan	93	-5,31	132,96	29,4859	17,20528
Valid N (listwise)	93				

Sumber: diolah sendiri, 2015

Data tabel diatas menunjukkan deskripsi nilai statistik variabel penelitian (kinerja keuangan perusahaan properti, Pendekatan *Top-down*, *Market Timing ability*, dan *Stock Selection Skill*) selama periode penelitian 2011 sampai dengan 2014. Berdasarkan 93 data sampel yang diperoleh secara deskriptif nilai statistik dari variable pendekatan *top-down* memiliki nilai minimum 0,00 dan maksimum 90,15 dengan nilai mean 4,3439 dan standar deviasi 14,57778, sedangkan *variable market timing ability* memiliki nilai minimum -0,08 hal ini merupakan saldo *market timing ability* pada tahun 2014 yang dikarenakan adanya penurunan nilai IHSG dari 5.226 pada akhir desember 2014 menjadi 4.593 pada akhir tahun 2015 dan maksimum 0,41 dengan nilai mean 0,2269 dan standar deviasi 0,18894. Dan variable *Stock Selection Skill timing* memiliki nilai minimum 0,00 dan maksimum 38,69 dengan nilai mean 4,2633 dan standar deviasi 5,27418, serta variabel kinerja keuangan memiliki nilai minimum -5,31 nilai ini dimiliki oleh kode MTSM pada tahun 2013 dan maksimum 132,96 dengan nilai mean 29,4859 dan standar deviasi 17,20528.

Uji Asumsi Klasik

Uji Multikolenieritas

Tabel 2 : Nilai Statistik Uji Multikolinieritas

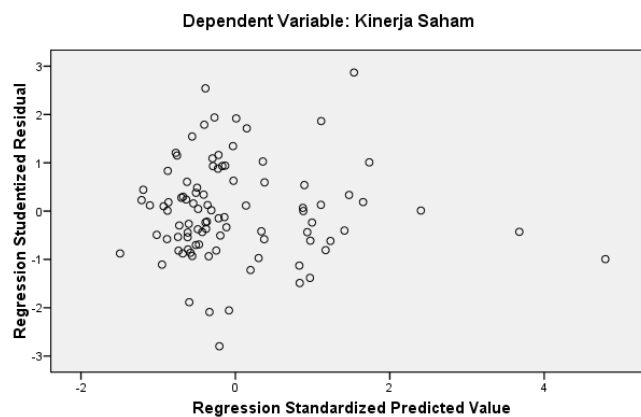
Coefficients

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	29,517	2,357		12,525	,000		
	Top Down	-,109	,089	-,130	-1,232	,221	,895	1,117
	Market Timing	-14,278	6,869	-,220	-2,079	,041	,896	1,116
	Stock Selection	,572	,233	,246	2,455	,016	,996	1,004

a. Dependent Variable: Kinerja Saham

Dari hasil komputasi data menggunakan *software* SPSS versi 21 diperoleh nilai masing-masing *tolerance* dan nilai VIF. Nilai *tolerance* lebih besar dari 0,1 dan VIF lebih kecil dari 10 dari masing-masing variabel bebas Pendekatan *Top-down*, *Market Timing ability* dan *Stock Selection Skill*, maka model pengujian hipotesis yang dihasilkan terbebas dari gejala multikolinieraritas.

Uji Heteroskedasitas



Gambar 2: Grafik Uji Heteroskedastisitas - Scatterplot

Sumber : Output SPSS

Dari hasil Gambar 2 terlihat bahwa data sebaran residual tidak memiliki pola tertentu sehingga model yang dibangun disimpulkan terbebas dari gejala Heteroskedastisitas.

Uji Autokorelasi

Uji Autokorelasi dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat masalah autokorelasi dalam model yang dihasilkan dilakukan uji *Durbin-Watson* atau *d-test*. Berdasarkan hasil komputasi data penelitian diperoleh nilai D-W sebesar 1,859 sedangkan *rule of the thumb* sebesar 2, maka model yang dibentuk adalah terdapat gejala autokorelasi, artinya nilai variabel ini berpengaruh terhadap nilai variabel yang akan datang.

Tabel 3: Parameter Statistik Uji Autokorelasi - Model Summary

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,327 ^a	,107	,077	11,74474	2,077

a. Predictors: (Constant), Stock Selection, Market Timing, Top Down

b. Dependent Variable: Kinerja Saham

Sumber : Output SPSS

Goodness of fit test atau koefisien determinasi (R²) merupakan uji kemampuan variabel bebas menjelaskan perubahan variabel tidak bebas. Berdasarkan nilai *Adjusted R Square* dapat diketahui sebesar 0,077 artinya variabel bebas *top-down, market timing ability* dan *Stock Selection Skill* mampu menjelaskan perubahan kinerja keuangan perusahaan sebesar 7,7% dan sisanya dijelaskan oleh variable lain.

Uji Hipotesis

Uji variabel bebas secara parsial dengan menggunakan uji t. Berdasarkan hasil komputasi data penelitian yang dilakukan menggunakan *software* SPSS versi 21 diperoleh nilai parameter t dari masing-masing variabel Pendekatan *Top-down, Market Timing Ability* dan *Stock Selection Skill*.

Tabel 4: Hasil Uji Hipotesis

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	29,517	2,357		12,525	,000		
	Top Down	-,109	,089	-,130	-1,232	,221	,895	1,117
	Market Timing	-14,278	6,869	-,220	-2,079	,041	,896	1,116
	Stock Selection	,572	,233	,246	2,455	,016	,996	1,004

a. Dependent Variable: Kinerja Saham

Sumber: diolah sendiri, 2015

1. Pengaruh Pendekatan *Top-down* terhadap kinerja keuangan perusahaan perusahaan properti

Berdasarkan tabel 4 diatas, dapat dilihat bahwa pendekatan *top-down* tidak memiliki pengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan properti dengan nilai signifikansi $0,221 / 2 = 0,1105$, $> 0,05$. hal ini berarti hipotesis yang telah dibangun sebelumnya dapat ditolak.

Pengukuran *variable topdown* menggunakan *dividen yield* terhadap kinerja keuangan perusahaan properti menggunakan NPM, dimungkinkan kurang dapat mewakili pengaruhnya terhadap pengukuran kinerja keuangan. Hal ini kemungkinan

disebabkan oleh data sampel yang penulis gunakan merupakan data sample dengan range tahunan sedangkan dalam saham cepatnya fluktuasi nilai indikator saham menjadi bagian tersulit manager investasi, karenanya manager investasi perlu menganalisa lebih dalam saham-saham yang akan dipilih kedalam *portofolio* nya. Dengan menganalisa data sample menggunakan range yang lebih kecil seperti range per semester, per *quarter* atau pun per bulan.

Faktor lain bisa juga dilakukan dengan mengganti metode penilaian analisis *Top Down*, seperti menggunakan *Price Earning Ratio (PER)*, dengan interval range data sample yang lebih pendek, sehingga hasil dari analisa fundamental dan teknikal terhadap saham yang akan diinvestasikan lebih akurat agar tujuan memperoleh tingkat pengembalian yang tinggi dengan resiko yang rendah.

2. Pengaruh *Market Timing Ability* terhadap kinerja keuangan perusahaan perusahaan properti

Berdasarkan tabel 4 diatas, dapat dilihat bahwa pendekatan *market timing Ability* memiliki pengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan property dengan nilai signifikansi sebesar $0,041 / 2 = 0,0205 < 0,05$, hal ini berarti hipotesis yang telah dibangun sebelumnya diterima. sehingga setiap peningkatan nilai dari *market timing Ability* akan berpengaruh atau menaikkan nilai kinerja keuangan perusahaan properti. Dalam hal ini adalah berbanding searah atau linier.

Pengukuran pengujian *market timing Ability* yang penulis lakukan dengan menggunakan alat bantu model regresi henriksson merton, hal sama dengan yang dilakukan oleh Putri (2015), akan tetapi terdapat perbedaan objek penelitian yang dilakukan, serta range interval data yang digunakan. Dalam hal ini penulis menggunakan interval data per tahun, sedangkan Putri (2015) menggunakan interval data per semester atau per enam bulanan. Dengan hasil penelitian yang diperoleh sama yaitu berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan. Apabila range interval data yang digunakan lebih singkat misalnya menggunakan data per semester, per quarter, per tri wulan atau per bulan, maka hasil yang dihasilkan pun dapat berbeda pula. Dalam penelitian ini untuk nilai R_m penulis menggunakan data dari IDX atas nilai IHSG quarter akhir tahun. Dan untuk nilai R_f penulis menggunakan data SBI yang diperoleh dari *website* Bank Indonesia.

3. Pengaruh *Stock Selection Skill* terhadap kinerja keuangan perusahaan perusahaan properti

Berdasarkan tabel 4 diatas, dapat dilihat bahwa pendekatan *Stock Selection Skill* memiliki pengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan properti dengan nilai signifikansi $0,016 / 2 = 0,018 < 0,5$, hal ini berarti hipotesis yang telah dibangun sebelumnya dapat diterima. Dalam pelaksanaannya berarti peningkatan *Stock Selection Skill* akan menaikkan kinerja keuangan perusahaan properti.

Pengukuran yang penulis gunakan dalam menentukan *Stock Selection Skill* ini adalah P/S rasio dan objek penelitian yang digunakan merupakan saham properti, berbeda dengan yang digunakan oleh Putri (2015) dimana hasil yang diperoleh menunjukkan, *Stock Selection Skill* memiliki pengaruh alfa signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan reksadana. Sedangkan Lim dan Berry (2013), melakukan penelitian mengenai "*Prime versus secondary real esate: When to bu and sell*" menggunakan data IPD periode Q1 2001 sampai dengan Q4 2011 dengan menginvestigasi kinerja return tahunan dan kuartal. dalam penelitiannya ditemukan bahwa para investor sangat optimis terhadap kinerja properti melalui *Stock Selection Skill* dengan hasil bahwa *Secondary Stocks* industri properti terlihat lebih volatile dibandingkan dengan *Prime Stocks*

KESIMPULAN

Berdasarkan pembahasan dan hasil penelitian dapat disimpulkan yaitu:

1. Pendekatan *Top-down* tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan properti
2. Kemampuan *Market timing Ability* berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan properti
3. Kemampuan *Stock Selection Skill* berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan property

KETERBATASAN

Keterbatasan Penelitian

1. Variabel penelitian ini hanya membahas Pendekatan *Top-down*, *Market timing Ability* dan Kemampuan *Stock Selection Skill* saja selama periode 2011-2014 data yang diambil merupakan data quarter ke-4 bulan Desember tiap tahunnya, sehingga pengukuran kemampuan strategi manajer investasi dalam menghadapi kondisi pasar saham yang berfluktuasi sangat cepat dan penuh dengan ketidakpastian kurang akurat dan data cenderung bias. Mengingat sangat banyaknya indikator yang perlu dianalisa lebih dalam

2. Pengukuran variabel kinerja keuangan perusahaan properti yang penulis gunakan terbatas pada nilai *Net Profit Margin* atas saham properti.
3. Objek penelitian yang penulis ambil hanya saham – saham sektor properti yang go public periode tahun 2011-2014.

SARAN

1. Untuk penelitian selanjutnya diharapkan menggunakan range data yang lebih pendek / singkat antara lain: per semester, *per quarter*, per tri wulan, atau pun per bulan. Sehingga hasil yang diperoleh lebih dapat digunakan sebagai acuan untuk menentukan saham-saham yang memiliki tingkat pengembalian yang lebih tinggi.
1. Memperluas sample yang akan digunakan dalam penelitian dengan objek penelitian menggunakan sektor industri yang berbeda, juga dengan objek penelitian diluar produk saham seperti obligasi, Serta menambah sumber penelitian lainnya seperti dari www.schroders.com/id
2. Menggunakan faktor-faktor lain yang dapat mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan seperti: *Sales Growth, gross profit growth, operating profit margin*, atau *market capitalization*. Sehingga mampu memberikan gambaran yang lebih komprehensif terhadap hasil penelitian.

DAFTAR PUSTAKA

- Bodie, ZVI; Kane, A, dan Marcus, A. J, 2014, *Investments 10th edition*, The McGraw-Hill/Irwin series in finance, insurance and real estate.
- Bursa Efek Indonesia, *Data Statistik*, <http://www.idx.co.id>. Di Unduh Mei 2016
- Chen, H. H.,2008, *Stock Selection using data envelopment analysis, Industrial Management and Data System*, Vol 108 No. 9, pp. 1255-1268
- Elton Edwin J. Martin J. Gruber, Stephen J. Brown, dan William N. Goetzmann. 2014. *Modern Portfolio Theory And Investment Analysis*, Ninth Edition, Wiley.
- Gumilang T. F., dan Heru Subiyantoro, 2008, *Reksadana Pendapatan Tetap di Indonesia: Analisis Market Timing dan Stock Selection - Periode 2006 – 2008*, Jurnal Keuangan dan Moneter; Badan Kebijakan Fiskal; Departemen Keuangan: Vol. 11 (1); pp. 114-146.
- Hidayat, Rony Wahyu, 2014, *Peluang Dan Tantangan Investasi Properti Di Indonesia*, Universitas Negeri Surabaya.
- Huffman, P. Stephen,; Scott, B. Beyer, dan Michael H. Schellenger, 2012, *Integrating The Top-down, approach in a simulated trading program, Managerial Finance* Vol. 38 No. 9, pp. 860-872
- Irawaty, 2015, Pengaruh tingkat Bunga SBI, Inflasi, IHSG, kurs tengah BI USD, Harga Emas, Likuiditas dan Profitabilitas terhadap Return Saham Pada Perusahaan Ritel di Bursa Efek Indonesia, *Tesis, Program Magister Akuntansi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Trisakti*.

- Lim, L. C., dan James Berry, 2013, Prime versus secondary real estate : When to buy and sell. *Journal of Property Investment & Finance*, Vol 31 No.3, pp.254-266.
- Novaliyanti, 2007, Analisis pengaruh kinerja keuangan Terhadap abnormal return saham Perusahaan properti di bursa efek Jakarta Periode 2000 – 2005, *Fakultas ekonomi Universitas Sebelas Maret*, Surakarta
- Putri L, 2015, Analisa Pengaruh Market Timing dan Stock Selection Terhadap Reksadana Saham di Indonesia, *Tesis*, Program Pasca Sarjana Universitas Trisakti.
- Reilly, Frank K dan Brown, Keith C, 2012, *Investment Analysis and Portfolio Management*, Tenth Edition, South Western Cengage Learning, USA
- Setianto B, 2016, *Benchmarking Ratio Keuangan Perusahaan public sub sector Trading, Services & Investment di BEI dengan Perusahaan public di NYSE: Data laporan keuangan Q3 dan Q4 tahun 2015*, BSK Capital.
- Setijaningsih, H. T., 2012, Teori Akuntansi Positif Dan Konsekuensi Ekonomi, *Jurnal Akuntansi*, Vol. XVI, No. 03, pp. 427-438, Fakultas Ekonomi Universitas Tarumanagara
- Subalno. 2009. Analisis Pengaruh Faktor Fundamental Dan Kondisi Ekonomi Terhadap Return Saham (Study Kasus Pada Perusahaan Otomotif Dan Komponen Yang Listed Di Bursa Efek Indonesia Periode 2003-2007). *Tesis*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- <http://www.britama.com/index.php/2012/10/sejarah-dan-profil-singkat-bsde/>, diakses pada tanggal 20 November 2015
- <http://propertyandthecity.com/component/content/article/203-golden-developer/majalah-edisi-8-2015/300-5-perusahaan-emiten-properti-terbaik-2014.html>, diakses pada Mei 2015.
- <http://www.sinarmasland.com/site/assets/files/upload/BSDE%20-%20Annual%20Report%202011.pdf>, Annual Report BSDE, diakses pada Agustus 2016
- <https://www.seputarforex.com/artikel/pengertian-net-profit-margin-npm-207266-34> website seputar forex diakses pada Agustus 2016
- <http://www.bi.go.id/id/moneter/bi-rate/data/Default.aspx> website Bank Indonesia diakses pada Agustus 2016
- <http://rudiyanto.blog.kontan.co.id/2012/06/20/strategi-investasi-income-investing-2-mengenal-dividend-yield/> diakses pada Agustus 2016
- <https://m.tempo.co/read/news/2012/02/23/090385868/bapepam-investor-saham-domestik-baru-0-2-persen> diakses pada Agustus 2016
- https://books.google.co.id/books?id=KkbQCwAAQBAJ&pg=PT5&lpg=PT5&dq=rasio+investor+pasar+modal+domestik&source=bl&ots=UD5mF_bxEZ&sig=qMaDP4NQuCWrGV_RQEWBwX1xOk&hl=en&sa=X&ved=0ahUKEwin39qh1M_OAhUJN48KHUyFAIsQ6AEIjAB#v=onepage&q=rasio%20investor%20pasar%20modal%20domestik&f=false diakses pada Agustus 2016