

**ANALISIS PENGARUH *SIZE*, BETA DAN *PRICE TO BOOK VALUE* TERHADAP *RETURN SAHAM*
(STUDI PADA SAHAM-SAHAM LQ 45 DI BURSA EFEK
JAKARTA)**



TESIS

**Diajukan untuk memenuhi sebagian syarat guna
memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Manajemen
Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro**

**Oleh:
KERTATI SUMEKAR
NIM. C 4A001063**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCA SARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2003**

i

UPT-PUSTAK-UNDIP



Sertifikat

Saya, Kertati Sumekar, yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program magister manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada dipundak saya.

UPT-PUSTAK-UNDIP	
Nr. Daft:	2171/T/mm/ej
Tgl.	06/03 03


Kertati Sumekar

Maret 2003

MOTTO DAN PERSEMBAHAN

Kupersembahkan untuk:

- Ibu tercinta
- Seluruh keluarga
- Teman-teman terbaik (Adi, Didin, Daniel, Lia, P Tatang)

*“ Tidak ada orang yang dapat menanamkan pelajaran sebelum ia sendiri terjaga di fajar
pengetahuan.
(Kahlil Gibran, ‘Sang Nabi’)*

PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa draft tesis berjudul:
ANALISIS PENGARUH *SIZE*, *BETA*, DAN *PRICE TO BOOK VALUE* TERHADAP *RETURN SAHAM*
(STUDI PADA SAHAM-SAHAM LQ 45 DI BURSA EFEK JAKARTA)

yang disusun oleh Kertati Sumekar, NIM C4A001063
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji
pada tanggal 21 Maret 2003 dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima.

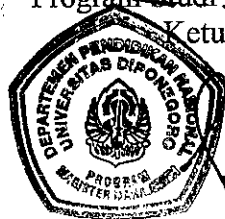
Pembimbing Utama

Pembimbing Anggota

Drs. M. Kholiq Mahfud, MSi

Drs. Basuki Hadiprajitno, MBA, MAcc, Akt

Semarang, 21 Maret 2003
Universitas Diponegoro
Program Pascasarjana
Program Studi magister manajemen
Ketua Program



Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo

ABSTRACT

The purpose of this reseach was to analyze the impact of firm size, beta, and price to book value to LQ 45 stock return in Jakarta Stock Exchange either individually and simultanously.

This research used multiple regression analysis with stock return as a dependent variable and firm size, beta, and price to book value as independent variables. The period which was used was 1999 –2001 with 24 emitents as the samples were collected by purposive sampling method.

The result of this research showed that there were significant impact of firm size, beta and price to book value on LQ 45 stock return simoultaneously. It was proved by trial probability F score below the score 0.05 (significant at α 5%). This research also proved that they were significant influences from firm size, beta, and price to book value individually on stock return. It was showed by the probability score of each variable below the score 0.05 (significant at α 5%).

Keywords: Stock return, firm size, beta, price to book value.

ABSTRAKSI

Investasi yang dilakukan investor diasumsikan selalu didasarkan pada pertimbangan yang rasional sehingga berbagai jenis informasi diperlukan untuk pengambilan keputusan investasi. Dalam dunia yang sebenarnya hampir semua investasi mengandung unsur ketidakpastian atau resiko dan salah satu cara mengukur resiko adalah dengan *beta*. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh *beta*, *size*, dan *price to book value* terhadap *return* saham di Bursa Efek Jakarta baik secara individual maupun secara simultan.

Penelitian ini menggunakan analisis regresi berganda dengan *return* saham sebagai variabel dependen serta *size*, *beta* dan *price to book value* sebagai variabel independen. Periode penelitian ini adalah tahun 1999-2001 dengan 24 emiten sebagai sampel perusahaan yang diambil secara *purposive sampling*.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan antara *firm size*, *beta* dan *price to book value* terhadap *return* secara simultan. Ini dibuktikan dengan nilai probabilitas uji F berada dibawah nilai 0.05 (signifikan pada α 5%). Dalam penelitian ini juga membuktikan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan antara *size*, *beta*, dan *price to book value* secara individual terhadap *return*. Hal ini ditunjukkan dengan nilai probabilitas masing-masing variabel berada dibawah nilai 0.05 (signifikan pada α 5%).

Kata Kunci: *Return*, *size*, *beta*, *price to book value*.

KATA PENGANTAR

Assalamu'alaikum Wr. Wb.

Puji syukur penulis panjatkan kepada Allah SWT yang telah melimpahkan rahmat dan karunia-Nya sehingga dapat terselesaikannya tesis dengan judul:

“ANALISIS PENGARUH SIZE, BETA, DAN PRICE TO BOOK VALUE TERHADAP RETURN SAHAM (STUDI PADA SAHAM-SAHAM LQ 45 DI BURSA EFEK JAKARTA)”

Penulisan tesis ini merupakan salah satu syarat untuk menyelesaikan Program Pasca Sarjana pada program Magister Manajemen Pasca Sarjana Universitas Diponegoro.

Maka dalam kesempatan ini dengan segala kerendahan hati penulis kami haturkan rasa terimakasih sebesar-besarnya kepada:

1. Bapak Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo selaku Ketua Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang.
2. Bapak M. Kholiq Mahfud, Msi, selaku Dosen Pembimbing Utama yang telah banyak memberikan perhatian, meluangkan waktu dan tenaga dalam memberikan pengarahan dan bimbingan dalam penyusunan tesis.
3. Bapak Basuki Hadiprajitno, MBA, Macc, Akt , selaku Dosen Pembimbing Anggota yang telah banyak memberikan perhatian, meluangkan waktu dan tenaga dalam memberikan pengarahan dan bimbingan dalam penyusunan tesis.
4. Bapak dan Ibu Dosen Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro yang telah memberikan ilmu pengetahuan kepada penulis.

5. Keluarga tercinta (Ibu, M Ana, M Lusi, M Dwi, M Ogi, M Komang, Gembleh, Mas Syafaat, Bayek, Widi) yang selalu memberikan dukungan dan doa sepenuhnya dalam penyelesaian studi penulis.
6. Teman-teman semuanya terutama MM Angkatan XV-B sore, pasukan Bodrek dan dewan komisarisnya, Aa, yang telah memberikan support, dukungan yang tak terhingga.
7. P Gino, M Adi, Supri, Edy, M Esti, M Sari dan M Retno serta semua pihak yang telah membantu penulis hingga terselesaikannya tesis ini.

Akhirnya penulis menyadari bahwa tesis ini sangatlah jauh dari sempurna untuk itu segala kritik dan saran membangun sangat diharapkan demi sempurnanya tesis ini. Besar harapan penulis semoga tesis ini dapat berguna dan memberikan manfaat bagi semuanya.

Semarang, Maret 2003

Penulis

Kertati Sumekar

DAFTAR ISI

Halaman Judul	i
Sertifikat.....	ii
Halaman Motto dan Persembahan	iii
Halaman Persetujuan	iv
Abstract	v
Abstraksi	vi
Kata Pengantar	vii
Daftar Riwayat Hidup.....	ix
Daftar Tabel	xii
Daftar Gambar	xiii
Daftar Rumus	xiv
Bab I : Pendahuluan	
1.1. Latar Belakang.....	1
1.2. Perumusan Masalah.....	6
1.3. Tujuan Penelitian.....	7
1.4. Kegunaan Penelitian	7
Bab II : Telaah Pustaka dan Pengembangan Model Penelitian	
2.1. Landasan Teori.....	8
2.1.1. Pengertian Resiko.....	8
2.1.2. Return Saham	9
2.1.3. Resiko dan Tingkat Keuntungan	10
2.1.4. Beta.....	12
2.1.5. Model Indeks Tunggal.....	14
2.1.6. Price to Book Value.....	15
2.2. Penelitian Terdahulu.....	16
2.2.1. Hubungan antara Firm Size dan Return	16
2.2.2. Hubungan antara Price to Book Value dengan Return	18

2.2.3. Hubungan antara Beta dengan Return	21
2.3. Posisi Penelitian dibandingkan dengan penelitian terdahulu.....	24
2.4. Kerangka Pemikiran Teoritis dan perumusan hipotesis	24
2.5. Definisi Operasional Variabel	27
2.5.1. Price to book value	27
2.5.2. Firm Size	27
2.5.3. Beta	28
2.5.4. Return	28
Bab III : Metode Penelitian	
3.1. Jenis dan Sumber Data.....	30
3.2. Populasi dan Sampel	30
3.3. Metode Pengumpulan Data	32
3.4. Analisis Data	32
3.4.1. Perumusan Model	32
3.4.2. Uji Asumsi Klasik	33
3.4.3. Pengujian Hipotesis	38
Bab IV: Analisis Data	
4.1. Gambaran Umum Obyek Penelitian	39
4.1.1. Gambaran Umum BEJ	39
4.1.2. Gambaran Umum Sampel	40
4.1.2.1. Sampel Berdasarkan Sektor Industrinya.....	41
4.1.2.2. Sampel Berdasarkan Total Assetnya.....	42
4.1.2.3. Sampel Berdasarkan Laba Perusahaannya	43
4.1.3. Deskripsi Variabel Penelitian.....	45
4.2. Pengujian dan Analisis Data	46
4.2.1. Pengujian Asumsi Klasik	46
4.2.1.1. Uji Normalitas Data	46
4.2.1.2. Uji Autokorelasi.....	48
4.2.1.3. Uji Heteroskedastisitas.....	49

4.1.2.4. Uji Multikolinearitas	50
4.2.2. Hasil Analisis Regresi Berganda	52
4.2.3. Pengaruh size terhadap return saham.....	53
4.2.4. Pengaruh Beta terhadap Return saham	53
4.2.5. Pengaruh price to book value terhadap return saham	54
4.2.6. Pengaruh beta, price to book value, dan size secara simultan terhadap return.....	55
Bab V : Simpulan dan Implikasi Kebijakan	
5.1. Kesimpulan	56
5.2. Implikasi Kebijakan	57
5.3. Keterbatasan Penelitian	58
5.4. Agenda Penelitian di Masa Datang.....	58
 Daftar Referensi	 60
Lampiran-lampiran.....	63

Daftar Tabel

Tabel 2.1.	Hasil penelitian-penelitian terdahulu.....	(22)
Tabel 3.1.	Nama sampel perusahaan yang memenuhi kriteria penelitian.....	(31)
Tabel 4.1.	Nama sampel perusahaan berdasarkan sektor industrinya.....	(41)
Tabel 4.2.	Sampel Perusahaan berdasarkan Total Asset.....	(42)
Tabel 4.3.	Sampel Perusahaan berdasarkan Laba Perusahaan.....	(44)
Tabel 4.4.	Tabel Dekriptif	(45)
Tabel 4.5.	Hasil uji Kolmogorof Smirnof Satu arah.....	(47)
Tabel 4.6.	Hasil Uji Durbin Watson	(49)
Tabel 4.7.	Hasil Uji Glejser.....	(50)
Tabel 4.8.	Hasil Uji Multikolinearitas untuk persamaan regresi	(51)
Tabel 4.9.	Hasil Regresi Uji T	(52)

Daftar Gambar

- Gambar 2.1. Hubungan antara resiko yang sistematis dengan tingkat keuntungan yang diharapkan(11)
- Gambar 4.1. Kerangka Pemikiran Teoritis(25)

Daftar Rumus

Rumus 1	Return Saham	10
Rumus 2	Price to Book Value	27
Rumus 3	Firm Size.....	27
Rumus 4	Perhitungan Beta	28
Rumus 5	Return.....	28
Rumus 6	Return Pasar	29
Rumus 7	Persamaan Regresi	32
Rumus 8	t hitung	37
Rumus 9	F hitung	38

BAB I

PENDAHULUAN

1. Latar Belakang Penelitian.

Pasar modal di Indonesia makin berkembang dengan adanya serangkaian deregulasi pasar modal yang dilakukan oleh pemerintah. Pasar modal telah menjadi salah satu alternatif pilihan bagi perusahaan untuk mendapatkan dana investasi sehingga perusahaan yang menjual sahamnya dipasar modal semakin meningkat. Dengan semakin banyaknya saham di pasar modal, investor dapat memilih saham apa yang akan dibelinya. Saham yang banyak diminati akan mengalami kenaikan harga demikian sebaliknya.

Perkembangan pasar modal di Indonesia merupakan indikator bahwa pasar modal merupakan alternatif investasi disamping perbankan dan juga menunjukkan bahwa kepercayaan pemodal akan investasi di Pasar Modal Indonesia cukup baik (Husnan, 1996).

Walaupun pasar modal merupakan alternatif investasi yang semakin memasyarakat, namun banyak hal yang harus diketahui oleh pemodal sebelum memutuskan untuk investasi di pasar modal. Karena investasi di perusahaan publik memiliki risiko yang relatif tinggi, dibandingkan dengan deposito. Secara umum

semakin terbatas informasi, dan keahlian yang dimiliki pemodal, semakin tinggi risiko yang mereka hadapi.

Investasi yang dilakukan investor diasumsikan selalu didasarkan pada pertimbangan yang rasional sehingga berbagai jenis informasi diperlukan untuk pengambilan keputusan investasi. Dalam dunia yang sebenarnya hampir semua investasi mengandung unsur ketidakpastian atau risiko. Pemodal tidak mengetahui dengan pasti hasil yang akan diperoleh dari investasi yang dilakukan. Dengan demikian pemodal akan menghadapi risiko dalam investasi yang dilakukannya. Pemodal hanya dapat memperkirakan berapa tingkat keuntungan (*expected return*) yang diharapkan dan seberapa jauh kemungkinan hasil yang sebenarnya nanti akan menyimpang dari hasil yang diharapkan. Karena pemodal hanya menghadapi kesempatan investasi yang berisiko, pilihan investasi tidak dapat mengandalkan pada tingkat keuntungan yang diharapkan (*expected return*). Apabila kesempatan investasi mempunyai tingkat risiko yang tinggi, maka investor akan mensyaratkan tingkat keuntungan yang tinggi pula. Dengan kata lain, semakin tinggi risiko suatu kesempatan investasi maka akan semakin tinggi pula tingkat keuntungan (*return*) yang disyaratkan oleh investor (Jogiyanto, 2000).

Suad Husnan (1990) menyatakan bahwa salah satu masalah yang sering dihadapi oleh para analis investasi adalah penaksiran risiko yang dihadapi oleh pemodal. Teori keuangan menyatakan bahwa apabila risiko suatu investasi meningkat

maka pemodal mensyaratkan tingkat keuntungan yang semakin besar, dengan demikian risiko merupakan faktor penting dalam keputusan investasi.

Suatu investasi mempunyai risiko berarti bahwa investasi tersebut tidak akan memberikan keuntungan yang pasti. Investor tidak tahu dengan pasti hasil yang akan diperoleh dari investasi yang dilakukannya. Dalam keadaan seperti itu investor hanya akan mengharapkan untuk memperoleh tingkat keuntungan tertentu.

Risiko dalam penelitian ini ditunjukkan dengan beta (β). Beta merupakan suatu pengukur volatilitas return suatu sekuritas terhadap return pasar. Beta sekuritas ke-1 mengukur volatilitas return suatu sekuritas terhadap return pasar, beta merupakan suatu pengukur risiko sistematis (systematic risk) dari suatu pasar. Volatilitas dapat didefinisikan sebagai fluktuasi dari return-return pasar, maka beta dari sekuritas dikatakan bernilai 1, menunjukkan bahwa risiko sistematis suatu sekuritas sama dengan risiko pasar (Jogiyanto, 2000).

Penelitian Fama and French (1992) menunjukkan bahwa beta pasar tidak berpengaruh terhadap return. Penelitian di Indonesia masih memberikan hasil yang berbeda-beda, Suad Husnan (1990) dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa beta yang diukur dengan CAPM tidak berlaku di BEJ demikian pula dengan penelitian yang dilakukan oleh Mamduh Hanafi, et al (1996) yang memberikan kesimpulan yang sama. Penelitian yang dilakukan E. Tandelilin (1997) menunjukkan bahwa beta perusahaan besar signifikan dengan risiko systematic, dan penelitian Eny Pudjiastuti dan Suad Husnan (1993) menyatakan bahwa beta stabil sebagai prediksi dimasa

depan. Tetapi penelitian Adler H. Manurung (1996) menemukan hubungan yang tidak signifikan.

Selanjutnya selain beta sebagai indikator risiko, investor juga harus memperhatikan beberapa variabel lain yang dapat mempengaruhi return saham. Penelitian Fama and French (1992) menunjukkan bahwa 2 variabel yaitu *size* dan *price to book value* merupakan variabel yang paling berpengaruh terhadap *stock return*. Variabel *size* mempunyai pengaruh negatif terhadap *return* karena saham-saham dengan kapitalisasi kecil memberikan *return* yang lebih besar daripada saham-saham besar, sedangkan variabel *price to book value* memberikan pengaruh negatif yang signifikan terhadap *return* saham karena dari penelitian ini *price to book value* yang rendah memberikan *return* yang lebih tinggi daripada saham dengan *price to book value* yang tinggi (Fama and French, 1993).

Banz (1981) yang pertama menyatakan bahwa perusahaan – perusahaan kecil memberikan *return* yang lebih tinggi daripada perusahaan-perusahaan besar di NYSE. Tetapi hasil penelitian yang dilakukan oleh Dimson and Marsh (1999) dan Horowitz, Loughran, and Savin (1999) menunjukkan bahwa *size effect* mungkin telah hilang karena dari hasil studi ini perusahaan yang digolongkan besar (*large cap firm*) mempunyai *return* yang lebih tinggi daripada perusahaan-perusahaan kecil (*small cap firm*). Horowitz, Loughran dan Savin (1999) menguji *firm size premium* dengan menggunakan 3 metodologi untuk menganalisis apakah terdapat *size effect* selama periode 1980-1996, hasil ketiga metodologi tersebut tidak satupun yang menunjukkan

adanya *size effect*.

Fama and French (1992) menyatakan bahwa saham dengan *price to book value* rendah mempunyai kecenderungan untuk memberikan *return* yang lebih tinggi dari rata-rata pasar, penjelasan rasional untuk penemuan ini adalah bahwa perusahaan yang lebih besar atau mempunyai *price to book value* yang tinggi cenderung untuk mempunyai kinerja finansial yang lemah daripada perusahaan dengan karakteristik yang berlawanan. Dengan kinerja finansial yang lebih lemah maka akan meningkatkan tingkat risiko sehingga *return* akan lebih tinggi. Hasil tersebut disanggah oleh hasil penelitian yang dilakukan oleh Sloan, Kothari and Shanken (1995) yang menyatakan bahwa tidak ada hubungan yang signifikan antara *price to book value* dengan *return* saham pada *Standard and Poor Industry-level* data dari tahun 1947 – 1987, bahkan Black (1993) menyatakan bahwa hubungan yang kuat antara *stock return*, *size* dan *price to book value ratio* terjadi tidak lebih disebabkan oleh faktor *data mining* (pengumpulan data). Tetapi dengan penelitian-penelitian yang dilakukan oleh Chan, Hamoa, dan Lakonishock (1991), Davis (1994) dan Fama and French (1998) memberikan bukti yang mendukung bahwa *price to book value* merupakan variabel yang berpengaruh terhadap *return* saham.

Di Indonesia, Utama dan Dewiyani (1999), menyatakan bahwa baik *price to book value* dan *firm size* memberikan pengaruh negatif terhadap *return* saham. Penelitian lain yang dilakukan oleh Utama dan Fitriani (2001) menunjukkan bahwa kinerja dari portfolio perusahaan-perusahaan besar tidak sebaik portfolio dari

perusahaan-perusahaan kecil.

Hasil penelitian yang berbeda-beda menimbulkan pertanyaan apakah *size* dan *price to book value* mempunyai peran yang cukup signifikan terhadap *stock return* dan apakah beta pasar berpengaruh terhadap *return* saham. Untuk itu penelitian ini mengambil judul **Analisis pengaruh *size*, *beta* dan *price to book value* terhadap *return* saham (Studi pada saham-saham LQ 45 di Bursa Efek Jakarta).**

2. Perumusan Masalah.

Bagi investor informasi mengenai faktor-faktor yang berpengaruh terhadap *return* sangat bermanfaat untuk memprediksi hasil dari aktivitas investasinya. Sementara itu penelitian mengenai *size*, *price to book value* dan *beta* masih menunjukkan hasil yang berbeda-beda.

Dengan pertimbangan tersebut maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Apakah *size* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham di BEJ.
2. Apakah *beta* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham di BEJ.
3. Apakah *price to book value* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham di BEJ.
4. Apakah *size*, *beta* dan *price to book value* secara bersama-sama mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham di BEJ.

3. Tujuan dan Kegunaan Penelitian.

3.1. Tujuan Penelitian:

Berdasarkan latar belakang dan perumusan masalah yang telah diuraikan diatas maka tujuan dari penelitian ini adalah:

1. Untuk menganalisis apakah *firm size* berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham.
2. Untuk menganalisis apakah *price to book value* berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham.
3. Untuk menganalisis apakah *beta* berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham.
4. Untuk menganalisis apakah *firm size*, *beta* dan *price to book value* secara simultan berpengaruh terhadap *return* saham.

3.2. Kegunaan Penelitian:

1. Bagi investor diharapkan penelitian ini akan membantu dalam mengetahui faktor-faktor apa yang berpengaruh terhadap *return* saham sehingga dapat menerapkan strategi untuk mendapatkan tingkat keuntungan yang diharapkan dan membantu didalam pengambilan keputusan investasi..
2. Diharapkan penelitian ini dapat melengkapi perbendaharaan penelitian mengenai *size effect*, *beta* dan *price to book value* yang telah dilakukan sebelumnya.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL

PENELITIAN

2.1. Landasan Teori.

2.1.1. Pengertian Risiko

Setiap keputusan investasi selalu menyangkut dua hal, yaitu tingkat risiko dan tingkat keuntungan. Risiko mempunyai hubungan positif dan linier dengan tingkat keuntungan yang diharapkan semakin besar pula risiko yang ditanggung oleh seorang investor. Dalam melakukan keputusan investasinya khususnya pada sekuritas saham, tingkat keuntungan diperoleh dari dua sumber yaitu deviden dan capital gain. Sedangkan tingkat risiko pada investasi tercermin dari variabilitas pendapatan (return saham) yang diperoleh.

Gup (1986) menyatakan bahwa risiko adalah penyimpangan dari tingkat keuntungan yang diharapkan (*expected return*), dan menurut Jones (1991) risiko adalah kemungkinan pendapatan yang diterima (*actual return*) dalam suatu investasi akan berbeda dengan pendapatan yang diharapkan (*expected return*).

Dunia pasar modal membagi risiko total menjadi dua bagian, yaitu risiko sistematis dan risiko tidak sistematis. Investor yang pada dasarnya tidak menyukai risiko akan lebih memperhatikan risiko yang sistematis daripada risiko yang tidak

sistematis. Hal ini dikarenakan risiko yang sistematis tidak dapat dihilangkan dengan melakukan diversifikasi saham melalui portofolio.

Risiko yang sistematis tidak dapat dihilangkan dengan diversifikasi karena risiko ini dipengaruhi oleh berbagai hal seperti perubahan kondisi perekonomian dan kondisi politik, baik nasional maupun internasional yang jelas mempengaruhi semua perusahaan dilantai bursa suatu negara. Ukuran dari risiko yang sistematis disebut juga dengan koefisien beta (β), yaitu ukuran yang menunjukkan kepekaan tingkat keuntungan individual (individual return) suatu saham terhadap perubahan tingkat keuntungan indeks pasar (market return). Sedangkan risiko yang tidak sistematis adalah bagian dari risiko total saham yang secara unik berhubungan dengan kondisi perusahaan atau industri dimana perusahaan beroperasi.

2.1.2. Return Saham

Return saham merupakan *income* yang diperoleh oleh pemegang saham sebagai hasil dari investasinya diperusahaan tertentu. *Return* saham dapat dibedakan menjadi dua jenis (Jogiyanto, 1998:85), yaitu *return* realisasi (*realized return*) dan *return* ekspektasi (*expected return*). *Return* realisasi merupakan *return* yang sudah terjadi yang dihitung berdasarkan data historis. *Return* realisasi ini penting dalam mengukur kinerja perusahaan dan sebagai dasar penentuan *return* dan risiko dimasa mendatang. Sedangkan *return* ekspektasi merupakan *return* yang diharapkan terjadi dimasa mendatang dan masih bersifat tidak pasti.

Komponen penghitungan *return* saham (*total return*) terdiri dari *capital gain* (*loss*) dan *dividen* (D_t). *Return* saham secara keseluruhan dapat dihitung dengan menggunakan rumus:

$$R_i = \frac{P_{(t)} - P_{(t-1)} + D_t}{P_{(t-1)}} \dots\dots\dots (1)$$

Dimana:

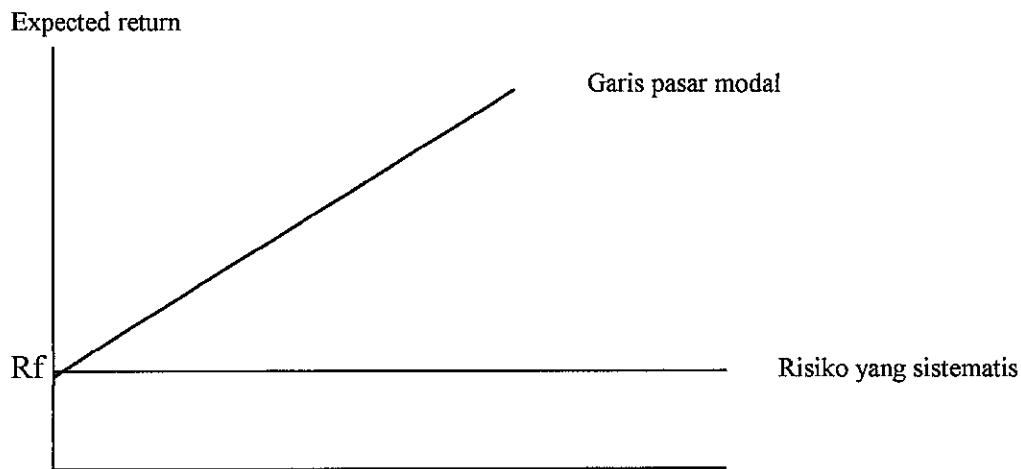
- R_i = return saham I pada bulan ke-t
- $P_{(t)}$ = harga saham pada bulan ke-t
- $P_{(t-1)}$ = harga saham pada bulan ke (t-1)
- D_t = deviden pada bulan ke -t

Rumus diatas dapat diketahui bahwa *return* saham adalah fungsi *earning* perusahaan dan *return* adalah perbedaan harga saham dari dua kurun waktu yang berurutan ($P_{(t)} - P_{(t-1)}$). Dalam penelitian ini kurun waktu yang diambil adalah bulanan.

2.1.3. Risiko dan Tingkat Keuntungan.

Seperti yang telah disebutkan sebelumnya, risiko yang sistematis tidak dapat dihilangkan dengan membentuk portofolio dalam suatu investasi. Oleh karena itu, bagi seorang investor risiko tersebut menjadi lebih relevan untuk dipertimbangkan dalam memilih kombinasi saham dalam portofolio yang dibentuknya. Sehingga untuk menentukan tingkat keuntungan yang disyaratkan atau diharapkan (*expected return*) terhadap suatu saham, maka harus dikaitkan dengan risiko sistematis (yang tidak terhindarkan) dari saham yang bersangkutan.

Menurut Hirschey dan Spencer (1992), faktor-faktor fundamental yang dapat membantu dalam menentukan tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh suatu saham meliputi aliran cash (cash flow) dan risiko (β). Dalam hal ini risiko merupakan ketidakpastian yang diterima atau ditanggung oleh pemodal karena menginvestasikan dananya pada sekuritas atau portofolio. Keuntungan yang diharapkan digambarkan sebagai sumbu vertikal, sedang risiko yang sistematis digambarkan sebagai sumbu horizontal. Tingkat keuntungan bebas risiko digambarkan sejajar dengan sumbu horizontal. Hubungan tersebut dapat dilihat pada gambar dibawah ini:



Gambar 2.1 : Hubungan antara Risiko yang sistematis dengan tingkat keuntungan yang diharapkan.

Garis linier (garis miring) yang menggambarkan hubungan antara risiko yang tidak terhindarkan (sistematis) dengan tingkat keuntungan yang diharapkan disebut dengan garis pasar modal. Dari gambar diatas, terlihat bahwa pada saat risiko sistematis sama dengan nol, maka tingkat keuntungan yang diharapkan akan sama

dengan tingkat keuntungan yang bebas risiko (*risk free rate/Rf*). Tingkat keuntungan bebas risiko tersebut antara lain diwakili dengan besarnya tingkat bunga deposito bank atau tingkat bunga obligasi milik pemerintah.

Sedangkan garis pasar modal menunjukkan bahwa semakin besar risiko yang tidak terhindarkan, akan semakin tinggi pula tingkat keuntungan yang diharapkan (*expected return*) oleh investor. Kemiringan (*slope*) garis pasar modal menunjukkan seberapa jauh seorang investor menunjukkan sifat tidak menyukai risiko (*risk averse*). Semakin curam kemiringan garis pasar modalnya, berarti bahwa seorang investor semakin tidak menyukai risiko. Dari uraian diatas jelas bahwa terdapat hubungan yang positif antara risiko (sistematis) dengan tingkat risiko yang diharapkan (*expected return*).

2.1.4. Beta

Beta merupakan suatu ukuran yang populer didalam mengukur tingkat risiko suatu sekuritas didalam hubungannya dengan pasar sekuritas itu sendiri. Menurut Robert Ang (1997) beta ini digunakan untuk mengukur *nondiversiable risk* atau *market risk* (risiko pasar). Risiko pasar adalah risiko yang dihadapi suatu instrumen investasi yang disebabkan oleh faktor-faktor pasar seperti faktor ekonomi, politik dan sebagainya. Perubahan *return* pasar menggunakan indeks harga saham gabungan misalnya IHSG BEJ. Jika $\beta = 1$ maka kenaikan *return* sekuritas tersebut sebanding (sama dengan) kenaikan *return* pasar (kenaikan IHSG BEJ) dan jika $\beta > 1$ berarti

kenaikan *return* sekuritas lebih tinggi dari kenaikan *return* pasar, beta lebih besar dari 1 ini biasa dimiliki oleh *Aggressive Stocks* (saham yang agresif) terutama *big-cap (blue chip)*. Dan jika $\beta < 1$, maka berarti kenaikan *return* sekuritas tersebut lebih kecil dari kenaikan *return* pasar, beta yang lebih kecil dari satu biasanya dimiliki oleh *defensive stocks (small cap)*, (Robert Ang, 1997).

Beta dapat digunakan untuk perbandingan relatif risiko sistematis dari saham-saham yang berbeda, sehingga dapat digunakan oleh investor untuk memperkirakan risiko suatu saham. Saham-saham dapat diurutkan berdasarkan betanya. Karena varian pasar adalah tetap untuk semua sekuritas pada periode tertentu, maka urutan saham berdasarkan beta sama dengan urutan berdasarkan nilai absolut dari risiko sistematisnya. Saham-saham dengan beta tinggi dikatakan memiliki risiko dan sebaliknya saham-saham dengan beta rendah dikatakan memiliki risiko yang rendah.

Beta suatu sekuritas dapat dihitung dengan teknik estimasi yang menggunakan data historis. Beta yang dihitung berdasarkan data historis ini selanjutnya dapat digunakan untuk mengestimasi Beta masa datang. Bukti-bukti empiris menunjukkan bahwa Beta historis mampu menyediakan informasi tentang Beta masa datang (Elton and Gruber, 1994). Analisis sekuritas dapat menggunakan data historis dan kemudian menggunakan faktor-faktor lain yang diperkirakan dapat mempengaruhi beta masa depan.

Beta historis dapat dihitung dengan menggunakan data historis berupa data pasar (*return-return* sekuritas dan *return* pasar), data akuntansi dan data fundamental.

Beta yang dihitung dengan data pasar disebut dengan beta pasar. Dalam penelitian ini beta yang dihitung adalah beta pasar. Beta pasar dapat diestimasi dengan menggunakan nilai-nilai historis *return* dari sekuritas dan *return* dari pasar selama periode tertentu, misalnya selama 60 bulan untuk *return* bulanaan atau 200 hari untuk *return* harian. Dengan asumsi bahwa hubungan antara *return*-*return* sekuritas dan *return*-*return* pasar adalah linier, maka beta dapat diestimasi secara manual dengan memplot garis antara titik-titik *return* atau dengan teknik regresi.

2.1.5. Model Indeks Tunggal

Model Indeks Tunggal didasarkan pada pengamatan bahwa harga dari suatu sekuritas berfluktuasi searah dengan indeks harga pasar. Secara khusus dapat diamati bahwa kebanyakan saham cenderung mengalami kenaikan harga jika indeks harga saham naik. Kebalikannya juga benar, yaitu jika indeks harga saham turun, kebanyakan saham mengalami penurunan harga. Hal ini menyaranakan bahwa *return*-*return* dari sekuritas mungkin berkorelasi karena adanya reaksi umum (*common response*) terhadap perubahan-perubahan nilai pasar. Dengan dasar ini, *return* dari suatu sekuritas dan *return* dari indeks pasar dapat ditulis kan sebagai hubungan:

$$R_i = \alpha_i + \beta_i \cdot R_M + e_i$$

Dimana :

R_i = *return* sekuritas ke I

α_i = nilai ekspektasi dari return sekuritas yang independen terhadap return pasar.

R_M = Tingkat return dari indeks pasar

β_i = beta, merupakan koefisien yang mengukur perubahan R_i akibat dari perubahan R_m .

e_i = Kesalahan residu yang merupakan variabel acak dengan nilai ekspektasinya sama dengan nol atau $E(e_i)=0$

Model Indeks Tunggal membagi *return* dari suatu sekuritas kedalam dua komponen, yaitu sebagai berikut:

1. Komponen *return* yang unik oleh α_i yang independen terhadap *return* pasar.
2. Komponen *return* yang berhubungan dengan *return* pasar yang diwakili oleh $\beta_i \cdot R_M$.

Bagian *return* pasar yang unik (α_i) hanya berhubungan dengan peristiwa mikro (micro event) yang mempengaruhi perusahaan tertentu saja, tetapi tidak mempengaruhi semua perusahaan-perusahaan secara umum. Contoh dari peristiwa-peristiwa mikro misalnya pemogokan, kebakaran dan lain sebagainya. Bagian *return* yang berhubungan dengan *return* pasar ditunjukkan oleh beta (β_i) yang merupakan sensitivitas *return* suatu sekuritas terhadap *return* dari pasar. Secara konsensus, *return* pasar mempunyai beta bernilai 1. Suatu sekuritas yang mempunyai beta bernilai 1,5 mempunyai arti bahwa perubahan *return* pasar sebesar 1% akan mengakibatkan perubahan *return* dari sekuritas tersebut dengan arah yang sama sebesar 1.5%. (Jogiyanto, 2000).

2.1.6. Price to book value

Price to book value (PBV) merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur kinerja harga pasar saham terhadap nilai bukunya. Nilai buku (*book value* per lembar

saham) menunjukkan aktiva bersih (*net assets*) yang dimiliki oleh pemegang saham dengan memiliki satu lembar saham. Karena aktiva bersih adalah sama dengan total ekuitas pemegang saham, maka nilai buku perlembar saham adalah total ekuitas dibagi dengan jumlah saham beredar. Nilai pasar adalah harga saham yang terjadi dipasar bursa pada saat tertentu yang ditentukan oleh pelaku pasar. Nilai pasar ditentukan oleh permintaan dan penawaran saham bersangkutan di pasar bursa.

Perusahaan yang berjalan dengan baik, umumnya rasio PBV-nya mencapai diatas satu, yang menunjukkan bahwa nilai pasar saham lebih besar dari nilai bukunya. *Price to book value* adalah indikator lain yang digunakan untuk menilai kinerja perusahaan. Semakin besar rasio PBV semakin tinggi perusahaan dinilai oleh para pemodal (investor) relatif dibandingkan dengan dana yang telah ditanamkan diperusahaan. Secara teoritis PBV memiliki pengaruh yang positif terhadap *return* saham.

2.1. Penelitian Terdahulu.

2.2.1. Hubungan antara *Firm Size* dan *Return*.

Banz (1981) menemukan bahwa perusahaan-perusahaan kecil yang tercatat pada NYSE dan AMEX memberikan *return* yang lebih besar dibandingkan dengan *return* yang diberikan oleh perusahaan-perusahaan besar. Sejak itu beberapa penelitian menunjukkan adanya gejala yang sering disebut *small firm size effect* yaitu ketika rata-rata *return* pasar berhubungan secara negatif dengan ukuran kapitalisasi

perusahaan. Fama dan French (1992) meneliti mengenai beta pasar atau prediksi Capital Asset Pricing Model terhadap pengaruh positif beta pasar terhadap rata-rata *return* saham dan menemukan bahwa tidak terdapat pengaruh beta pasar terutama setelah dilakukan penghitungan yang bervariasi terhadap beta yang berhubungan dengan *firm size*. Keim (1983) menunjukkan bahwa *size effect* paling banyak ditemukan terutama pada bulan Januari. Reinganum (1981) menyatakan bahwa *size effect* terjadi karena adanya faktor *tax loss selling* pada bulan Januari dimana pasar menjual saham untuk ditukar dengan saham kecil didalam menghindari biaya kena pajak sebelum kemudian menjualnya lagi untuk ditukar dengan saham-saham besar. Basu (1983) juga menemukan bahwa *size effect* bersama-sama dengan *earning to price ratio* secara rata-rata memberikan *return* yang lebih tinggi daripada saham dengan E/P ratio yang rendah. De Bondt and Thaler (1985) yang menggunakan studi empirik menunjukkan bahwa *size effect* adalah hasil dari reaksi pasar yang berlebihan dimana saham *losers* mengungguli saham *winners*.

Penelitian terakhir menunjukkan bahwa *size effect* kembali dipertanyakan. Horowitz, Loughran, and Savin (1999) menyatakan bahwa anomali pasar ini sudah tidak lagi ditemukan dan mungkin *size premium* sudah menunjukkan waktu pembalikannya. Dari studi mereka ditemukan bahwa perusahaan-perusahaan berkapitalisasi besar memberikan *return* yang tinggi daripada perusahaan-perusahaan berukuran kecil. Melanjutkan penelitian mereka sebelumnya Horowitz, Loughran, and Savin (2000) melakukan analisis mengenai *size effect* menggunakan 3 model

analisis yaitu *annual compound return*, *monthly cross-sectional regression* dan *linear spline regression* selama tahun 1980-1996. Dari ketiga model tersebut tidak satupun yang mendukung adanya *size effect*.

Di Indonesia, Utama dan Dewiyani (1999), menyatakan bahwa baik *price to book value* dan *firm size* memberikan pengaruh negatif terhadap *return* saham. Penelitian lain yang dilakukan oleh Utama dan Fitriani (2001) menunjukkan bahwa kinerja dari portfolio perusahaan-perusahaan besar tidak sebaik portfolio dari perusahaan-perusahaan kecil.

2.2.2. Hubungan antara *Price to book value* dengan *Return*.

Rasio keuangan yang digunakan dalam pengambilan keputusan investasi salah satunya adalah rasio harga saham terhadap nilai buku perusahaan (*price to book value ratio*), dimana nilai buku dihitung sebagai hasil bagi dari ekuitas pemegang saham dengan jumlah saham yang beredar. Rasio ini menunjukkan seberapa jauh suatu perusahaan mampu menciptakan nilai perusahaan relatif terhadap jumlah modal yang diinvestasikan; semakin tinggi rasio tersebut semakin berhasil perusahaan menciptakan nilai bagi pemegang saham. Fama and French (1992) menemukan bahwa ternyata rasio *price to book value* mempunyai hubungan yang negatif dengan *return* saham. Dengan demikian semakin tinggi *price to book value* semakin rendah *return* saham yang bersangkutan. Temuan ini mengindikasikan adanya kemungkinan bahwa rasio *price to book value* merupakan suatu alat pengukur atau *proxy* dari faktor

risiko yang *nondiversifiable* (Fama and French, 1993).

Tingginya *price to book value ratio* atau sering disebut *value premium* berusaha dijelaskan dengan beberapa cara, salah satunya adalah bahwa *value premium* terjadi karena diakibatkan oleh *data mining* (pengumpulan data) dan hasilnya tidak akan konsisten jika diujikan diluar sampel originalnya (Black, 1993; Mc Kinley, 1995). Tetapi penjelasan tersebut ditolak dengan penelitian selanjutnya yang dilakukan oleh Chan, Hamao, and Lakonishok (1991) yang menguji pasar modal Jepang dan menemukan bahwa *price to book value ratio* mempunyai hubungan yang signifikan dengan *return* saham. Penjelasan yang lain adalah bahwa *value premium* adalah premi dari risiko, atau paling tidak premi yang didapat merupakan bagian dari premi risiko terutama jika dihubungkan dengan *size*. Penjelasan tersebut diberikan oleh Fama and French yang menyatakan bahwa *return* yang diharapkan pada portofolio adalah hasil selisih dari rate bebas risiko yang merupakan hasil selisih *return* pada portofolio pasar ditambah faktor-faktor yang berhubungan dengan *size* dan *price to book value*.

Fama and French (1995) menunjukkan bahwa slope dari garis SMB (small minus Big) dan HML (high minus low) dapat merupakan proxy bagi beberapa perusahaan yang mengalami kesulitan (*distress firm*). Perusahaan dengan harga saham yang relatif rendah dari *price to book value*-nya cenderung mempunyai *earning* yang rendah daripada perusahaan yang *price to book value*-nya lebih rendah daripada harga sahamnya tetapi mereka tidak dapat menjelaskan hubungan ekonomis

yang mendasari variabel-variabel yang memunculkan *earning* menjadi *return* yang berhubungan dengan *size* dan rasio *price to book value*.

Daniel and Titman (1997) menjelaskan bahwa *value premium* sebagai pilihan perilaku pasar terhadap saham-saham yang berkembang (*growth stock*) dan merupakan hubungan yang berbalikan terhadap nilai saham dibandingkan jika dianggap sebagai cerminan dari risiko.

Penjelasan yang lain mengenai *value premium* adalah sebagai akibat dari penilaian investor yang berlebihan terhadap kinerja perusahaan. Investor yang menilai pasar saham secara berlebihan terhadap saham yang mengalami suatu periode pertumbuhan *earning* yang kuat menjadi terlalu optimis dengan prospek pertumbuhan saham dimasa datang. Mereka juga menilai secara tidak rasional saham-saham yang kinerjanya buruk dan menilai dengan terlalu rendah. Koreksi dari penilaian yang berlebihan ini yang kemudian menimbulkan *price to book value effect*.

Penelitian yang dilakukan oleh Utama dan Santosa (1998) berusaha mengungkapkan seberapa jauh *price to book value* ratio berkaitan dengan *return* saham dan seberapa jauh rasio *price to book value* berkaitan dengan faktor-faktor fundamental perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa rasio *price to book value* dapat digunakan untuk menentukan strategi investasi karena dengan menggunakan rasio *price to book value* dapat memperkirakan saham-saham yang mengalami *undervalue* dan *overvalue*, dan memperoleh hasil *return* saham yang signifikan. Penelitian ini menemukan adanya hubungan yang negatif antara rasio

price to book value dengan *return* saham, konsisten dengan temuan penelitian lainnya yang dilakukan diberbagai negara.

Utama dan Fitriani (2001) melakukan evaluasi dari beberapa macam portofolio dengan menggunakan data akuntansi dan pasar seperti *Price Earning Ratio* (PER), *Price to book value* (PBV), *Price to Sales Ratio* (PSR) dan *Return On Equity* (ROE) di Jakarta Stock Exchange dari tahun 1993-1998. Dari penelitian tersebut menunjukkan bahwa kinerja portofolio dengan PER, PBV dan PSR yang rendah lebih baik daripada kinerja portofolio dengan PER, PBV dan PSR yang tinggi, lebih lanjut kinerja portofolio dengan kapitalisasi yang besar secara umum lebih buruk daripada kinerja portofolio yang lain.

Penelitian yang dilakukan oleh Agung Hery Nugroho (1999) menunjukkan bahwa PBV berpengaruh positif secara signifikan terhadap return, hal ini sesuai dengan teori yang ada bahwa semakin tinggi harga saham akan semakin meningkatkan return dari saham tersebut.

2.2.3. Hubungan antara *Beta* dengan *Return*.

Dalam pembuatan keputusan investasi, investor memerlukan ukuran risiko sistematis yang akurat dan tidak bias. Hal ini sangat penting bagi investor, sebagai dasar untuk memperkirakan besarnya risiko maupun return investasi di masa depan. Dengan melihat perilaku koefisien beta dari waktu ke waktu, investor akan bisa memperkirakan besarnya risiko sistematis dimasa depan. Oleh karena itu secara

implisit bisa diartikan bahwa jika beta bersifat stabil, maka beta saham juga bisa diprediksikan. Selanjutnya beta yang stabil dan bisa diprediksikan akan meningkatkan kehandalan beta sebagai suatu komponen penting untuk menentukan return dan strategi investasi (Nassir dan Shamsher, 1996).

Penelitian yang dilakukan oleh Suad Husnan (1990) menyimpulkan bahwa CAPM tidak berlaku di BEJ. Penelitian Adler H. Manurung (1996) dengan non parametrik ditemukan hubungan tidak signifikan. E. Tandelilin (1997) yang meneliti stabilitas beta saham individual terhadap 95 beta saham-saham sampel menunjukkan adanya indikasi stabilitas beta saham di Bursa Efek Jakarta, adanya stabilitas beta saham secara implisit berarti beta saham tersebut juga bisa diprediksikan. perusahaan besar signifikan dengan risiko sistematis dan penelitian Suad Husnan dan Eny Pudjiastuti (1993) menunjukkan adanya korelasi positif yang cukup tinggi pada beta saham-saham di Pasar modal Indonesia. Hasil ini menunjukkan adanya stabilitas beta saham di pasar modal Indonesia sebagai prediksi masa depan.

Penelitian-penelitian empiris terdahulu disajikan dalam tabel berikut ini :

Tabel 2.1
Hasil penelitian – penelitian terdahulu

No	Peneliti	Pengujian yang dilakukan	Pengukuran	Hasil penelitian
1	Fama and French (1992)	Menguji pengaruh <i>beta, size, leverage, book to market equity, earning price ratio</i> terhadap <i>return</i>	Regresi Portofolio	Size dan <i>book market equity to</i> merupakan variabel yang paling berpengaruh menjelaskan <i>average return</i> .

2	Elfakhani, Lockwood, Zaher (1998)	Menguji pengaruh market beta, <i>firm size</i> dan book to market value terhadap average return di Kanada (1975-1992)	Regresi Portofolio	Tidak ada pengaruh antara beta dengan <i>return</i> , pengaruh positif antara <i>book to market value</i> dan <i>firm size</i> .
3	Siddharta Utama, dan Budi Santosa (1998)	Menguji seberapa jauh rasio PBV berkaitan dengan <i>return</i> .	Regresi berganda dan model Rasio PBV/ROE	Terdapat pengaruh yang negatif antara rasio PBV dengan <i>return</i> saham.
4	Agung Hery Nugroho (1999)	Menguji beberapa variabel fundamental terhadap return saham pada industri manufacture.	Regresi linier berganda.	Terdapat pengaruh positif antara variabel PBV dengan return saham.
5	Horowitz, Loughran, Savin (2000)	Menguji hubungan <i>size</i> dengan <i>return</i>	Sp line regression, cross sectional regression, dan annual compound <i>return</i>	Dari 3 pengukuran tidak ditemukan hubungan yang signifikan antara <i>size</i> dengan <i>return</i> .
6	Pinfold, Wilson, dan Li (2001)	Menguji <i>size</i> dan <i>book to market</i> sebagai determinan dari <i>return</i> pada small illiquid market (studi kasus di New Zealand)	Cross Sectional regression	Book to market berpengaruh terhadap <i>return</i> tetapi variabel <i>size</i> tidak memberikan pengaruh yang signifikan terhadap <i>return</i> .
7	Eduardus Tandelilin, Lantara (2001)	Menguji stabilitas dan prediktabilitas beta saham di Bursa Efek Jakarta.	Single Indeks Model dengan portofolio saham.	Beta stabil sebagai prediksi masa depan.
8	Rini Fitriani, Siddharta Utama (2001)	Menguji kinerja portofolio menggunakan accounting data (PER, PBV, PSR, ROE)	Sharpe's measure of portofolio	Portofolio dengan PER, PBV dan PSR rendah lebih baik daripada portofolio dengan PER, PBV dan PSR tinggi.

Sumber: Data sekunder yang diolah.

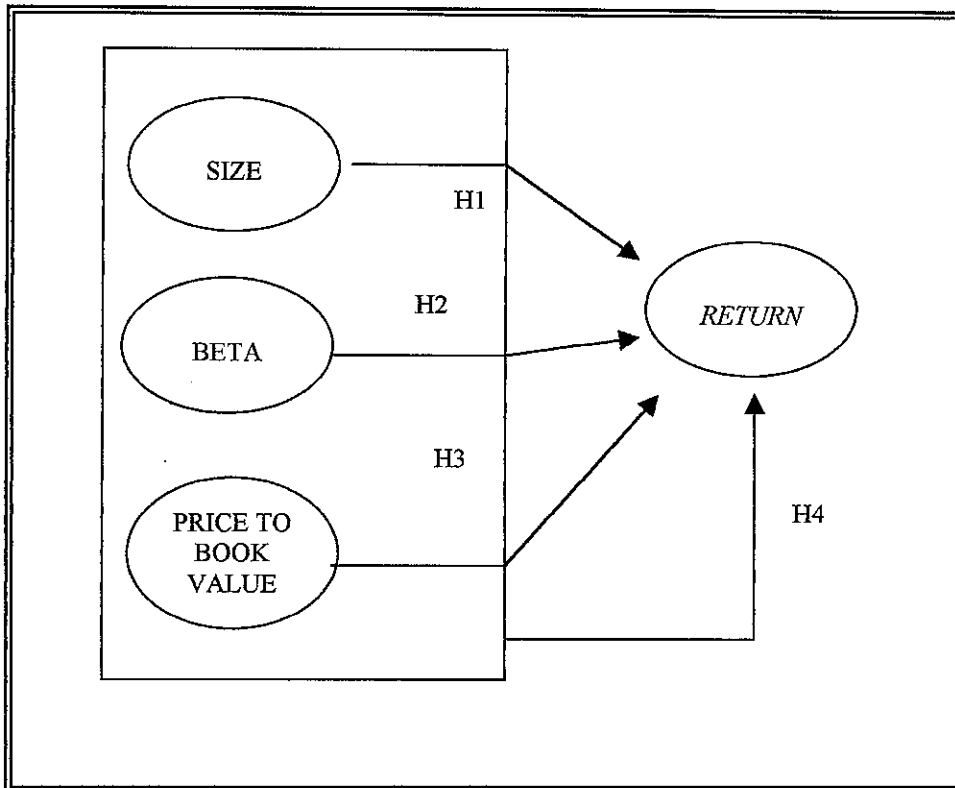
2.3. Posisi penelitian dibandingkan dengan penelitian terdahulu.

Penelitian-penelitian terdahulu masih memberikan hasil yang berbeda-beda. Penelitian beta dengan menggunakan CAPM maupun dengan Single Index Model memberikan hasil yang belum kongklusif. *Price to book value* juga masih memberikan hasil penelitian yang belum konsisten dengan hasil penelitian yang berbeda-beda oleh karena itu penelitian ini berusaha untuk menambah perbendaharaan penelitian mengenai beta, *firm size* dan *price to book value* terhadap *return*.

2.4. Kerangka Pemikiran Teoritis dan Perumusan Hipotesis.

Dari penjelasan tinjauan teoritis dan hasil dari penelitian-penelitian terdahulu maka yang menjadi variabel-variabel didalam penelitian ini adalah: *firm size*, *beta*, *price to book value* sebagai variabel *independen* (variabel bebas) dan *return* saham sebagai variabel *dependent* (variabel terikat). Dan kerangka pikir yang terbentuk adalah sebagai berikut:

Gambar 4.1
Kerangka Pemikiran Teoritis tentang pengaruh antara *size*, *beta*, *price to book value* terhadap *return*



Sumber: Dikembangkan untuk tesis ini

Penelitian dari Fama and French menunjukkan bahwa *size* berpengaruh secara negatif terhadap *return*, walaupun hal ini bertentangan dengan teori yang melandasinya bahwa *size* berpengaruh secara positif terhadap *return*.

Penelitian dari beberapa peneliti seperti Suad Husnan, Tandelilin, dan

Manurung menunjukkan hasil yang berbeda-beda mengenai pengaruh beta terhadap return. Dalam Penelitian ini mengajukan hipotesis bahwa beta berpengaruh positif terhadap return, ini sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa semakin tinggi risiko maka akan semakin besar return yang didapat.

Sedangkan penelitian mengenai price to book value juga memberikan hasil yang belum kongklusif. Fama and French menyatakan bahwa price to book value berpengaruh negatif terhadap return saham, sedangkan secara teoritis semakin besar rasio price to book value semakin tinggi tingkat returnnya karena harga saham lebih besar dari nilai bukunya. Dalam penelitian ini hipotesis yang diajukan adalah bahwa price to book value berpengaruh positif terhadap return.

Hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini berdasarkan penjelasan diatas adalah:

- H1 : Terdapat pengaruh yang signifikan negatif antara *firm size* dengan *return* saham
- H2 : Terdapat pengaruh yang signifikan positif antara Beta dengan *return*
- H3 : Terdapat pengaruh yang signifikan positif antara *price to book value* dengan *return*.
- H4 : Terdapat pengaruh yang signifikan secara simultan antara *firm size*, beta, dan *price to book value* terhadap *return*.

2.5. Definisi Operasional Variabel.

2.5.1. *Price to book value.*

Rasio *price to book value* merupakan perbandingan antara harga saham dan nilai buku ekuitas dari suatu perusahaan. Rasio *price/book value* aktual yang dianalisa merupakan perbandingan antara harga saham per bulan pada tahun yang diteliti dengan nilai buku ekuitas per bulan pada tahun yang sama.

$$PBV = \frac{Ps}{BVS} \dots\dots\dots (2)$$

Dimana:

- PBV = price to book value
- Ps = Harga per lembar saham pada bulan ke t
- BVS = nilai dari book value per lembar saham pada bulan ke t

2.5.2. *Firm Size.*

Firm size diukur dengan menggunakan ukuran kapitalisasi pasar. Kapitalisasi pasar diukur dengan menggunakan jumlah saham yang ada di pasar dengan harga pasar pada saat itu.

$$ME = \text{jumlah saham beredar} \times \text{Closing Price per share} \dots\dots\dots (3)$$

Size sebagai ukuran perusahaan atau nilai pasar dari ekuitas perusahaan pada umumnya menunjukkan nilai yang besar, sehingga dalam suatu model penelitian bilangan tersebut biasanya dilogaritmakan.

2.5.3. Beta.

Beta pasar merupakan rata-rata tertimbang dari beta masing-masing sekuritas dipasar. Jika tidak terjadi bias, maka beta pasar hasil dari rata-rata tertimbang ini akan sama dengan 1 (satu).

Rumus perhitungan Beta sekuritas dengan menggunakan Model Index Tunggal adalah sebagai berikut:

$$R_i = \alpha_i + \beta_i \cdot R_M + e_i \dots\dots\dots(4)$$

Dimana :

- R_i = return sekuritas ke I
- α_i = nilai ekspektasi dari return sekuritas yang independen terhadap return pasar.
- β_i = beta, merupakan koefisien yang mengukur perubahan R_i akibat dari perubahan R_m .
- R_M = Tingkat return dari indeks pasar
- e_i = Kesalahan residu yang merupakan variabel acak dengan nilai ekspektasinya sama dengan nol atau $E(e_i)=0$

2.5.4. Return

Return saham secara keseluruhan dapat dihitung dengan menggunakan rumus:

$$R_i = \frac{P_{(t)} - P_{(t-1)} + D_t}{P_{(t-1)}} \dots\dots\dots(5)$$

Dimana:

- R_i = return saham I pada bulan ke-t
- $P_{(t)}$ = harga saham pada bulan ke-t
- $P_{(t-1)}$ = harga saham pada bulan ke (t-1)
- D_t = deviden pada bulan ke -t

Return pasar dihitung menggunakan Indeks LQ 45 sebagai berikut:

$$R_M = \frac{\text{Indeks LQ 45}_{(t)} - \text{Indeks LQ 45}_{(t-1)}}{\text{Indeks LQ 45}_{(t-1)}} \dots\dots\dots(6)$$

Dimana:

- R_M = return pasar pada bulan ke t
- Indeks LQ_(t) = indeks LQ45 pada bulan ke t
- Indeks LQ 45_(t-1) = indeks LQ 45 pada bulan ke t-1

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari *Capital Market Directory 2001* dan *JSX (Jakarta Stock Exchange) Monthly Statistic*, terutama *table trading* dan *financial ratios* mulai bulan Desember 1998 sampai dengan Desember 2001 secara bulanan. *Table trading* digunakan untuk mendapatkan data harga penutupan (*closing price*) pada bulan Januari 1999 – Desember 2001, mendapatkan nilai index pasar untuk menghitung beta, dan *financial ratios* digunakan untuk memperoleh data-data rasio *price to book value* dan *market capitalization*.

3.2. Populasi dan Sampel.

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh saham yang aktif diperdagangkan pada LQ 45. Dipilihnya saham LQ 45 karena saham-saham pada LQ 45 adalah saham yang paling konsisten dan aktif diperdagangkan pada Bursa Efek Jakarta. Dari perusahaan yang masuk kategori LQ 45 dan konsisten diperdagangkan selama periode pengamatan 1999 sampai dengan 2001 ditunjukkan pada Tabel 3.1.

Dari total sampel perusahaan yang memenuhi kriteria tersebut diperoleh jumlah sampel sebanyak 24 saham.

Tabel 3.1.
Nama Sampel Perusahaan yang memenuhi kriteria penelitian

No	Nama Perusahaan	Jenis Industri
1	Astra Argo Lestari	Agriculture
2	Aneka Tambang	Mining
3	Astra Internasional	Miscellaneous Industry
4	Bimantara Citra	Wholesale
5	Citra Marga Nusaphala	Infrastructure, Utilities & transport
6	Gudang Garam	Consumer Goods
7	H.M Sampoerna	Consumer Goods
8	Indofood Sukses makmur	Consumer Goods
9	Indorama Synthetics	Miscellaneous Industry
10	Indocement Tunggul	Basic Industry
11	Indosat	Infrastructure
12	Kalbe Farma	Basic Industry & chemical
13	Bank Lippo	Finance
14	Lippo Securities	Finance
15	Makindo	Finance
16	Multi Industrindo	Basic Industry
17	Multipolar	Finance
18	Matahari Putra Prima	Wholesale
19	Mayora Indah	Consumer Goods
20	Bank Pan Indonesia	Finance
21	Ramayana Lestari Sentosa	Wholesale
22	Semen Gresik	Basic Industry & chemical
23	Timah	Mining
24	Telekomunikasi Indonesia	Infrastructure

Sumber: data sekunder yang diolah.

Teknik sampling yang digunakan adalah purposive sampling dengan sampel saham-saham yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta yang dipilih dengan menggunakan kriteria sebagai berikut:

1. Telah terdaftar sebelum Januari 1998 dan tetap diperdagangkan hingga 31 Desember 2001.

2. Pemilihan sampel ditentukan berdasarkan tingkat keaktifan saham selama diperdagangkan. Oleh karena itu ditentukan kriteria bahwa calon sampel adalah saham-saham yang mempunyai kapitalisasi pasar besar dan masuk dalam kategori 45 Leading Company in the market (LQ 45) selama periode tahun 1999-2001

3.3. Metode Pengumpulan Data.

Data diperoleh dengan menggunakan metode dokumentasi, yaitu metode pengumpulan data dengan cara mengumpulkan dokumen yang berhubungan dengan data sekunder, yaitu laporan Capital Market Directory yang telah dipublikasikan di Bursa Efek Jakarta, Closing Price, dan Index LQ 45.

3.4. Analisis Data

3.4.1. Perumusan Model

Setelah ditentukan variabel dependen dan variabel independen yang akan diuji, selanjutnya adalah penentuan model penelitian yang menjelaskan hubungan variabel dependen dan variabel independen. Model yang digunakan adalah regresi berganda, yang dinyatakan dengan fungsi sebagai berikut:

$$Y = b_0 + b_1size + b_2beta + b_3PBV + e \dots\dots\dots (7)$$

Dimana:

Y = *return* saham

Size = *firm size*

Beta = beta saham

PBV = *price to Book Ratio*

Bo = Intercept

E = error term

b1, b2, b3, adalah koefisien regresi dari *firm size*, *beta*, dan *price to book ratio*

3.4.2. Uji Asumsi Klasik.

Penggunaan model regresi berganda dalam penelitian ini menyebabkan perlu dilakukan pengamatan terhadap adanya kemungkinan penyimpangan asumsi klasik. Pengujian gejala asumsi klasik dilakukan agar hasil analisis regresi memenuhi kriteria BLUE (Best, Linear, Umbiased Estimator). Uji asumsi klasik ini terdiri dari uji normalitas data, uji autokorelasi, uji multikolinearitas, dan uji heteroskedastisitas.

1. Uji Normalitas Data.

Uji normalitas data dilakukan untuk melihat bahwa suatu data terdistribusi secara normal atau tidak. Uji normalitas data dilakukan dengan menggunakan uji Kolmogorof Smirnov satu arah. Hair et al (1998:66) mengemukakan bahwa normalitas data dapat dilihat dengan uji Kolmogorof Smirnov. Apabila nilai Z statistiknya tidak signifikan maka suatu data disimpulkan terdistribusi secara normal. Uji Kolmogorof Smirnov dipilih dalam penelitian ini karena uji ini dapat secara langsung menyimpulkan apakah data yang ada terdistribusi normal secara statistik atau tidak.

2. Tidak terjadi Autokorelasi.

Autokorelasi diartikan sebagai korelasi antara nilai residual time series pada waktu yang berbeda (Mendenhall dan Sincich, 1986). Uji autokorelasi ini untuk mengetahui apakah dalam persamaan regresi mengandung korelasi serial atau tidak diantara variabel pengganggu. Masalah autokorelasi biasanya dijumpai pada data deret waktu (time series). Sedangkan pada data cross section, masalah autokorelasi relatif jarang terjadi karena gangguan pada observasi yang berbeda berasal dari individu/kelompok yang berbeda.

Akibat-akibat yang terjadi pada penaksir-penaksir apabila metode kuadrat kecil diterapkan pada data yang mengandung autokorelasi yaitu variabel dari taksiran kuadrat terkecil akan bias ke bawah (*biased downwards*) atau *under estimate*. Akibat yang lain adalah peramalan (prediksi) akan menjadi tidak efisien. Dengan kata lain, prediksi yang dilakukan atas dasar penaksiran kuadrat terkecil akan keliru karena prediksi tersebut memiliki variabel-variabel yang besar. Untuk menguji keberadaan autokorelasi dilakukan dengan uji Durbin Watson.

3. Tidak ada Multikolinearitas.

Istilah multikolinearitas digunakan untuk menunjukkan adanya hubungan linear diantara variabel-variabel bebas dalam model regresi. Bila variabel-variabel bebas berkorelasi secara sempurna, maka metode kuadrat terkecil tidak dapat digunakan. Adanya multikolinearitas mengakibatkan penaksir-penaksir kuadrat

terkecil menjadi tidak efisien. Oleh karena itu, masalah multikolinearitas harus dianggap sebagai satu kelemahan (*black mark*) yang mengurangi keyakinan dalam uji signifikansi konvensional terhadap penaksir-penaksir kuadrat terkecil.

Ada beberapa indikator untuk mendeteksi ada tidaknya multikolinearitas antara lain:

1. Pengujian asumsi ini adalah dengan cara meregresikan model analisis dan melakukan uji korelasi antar independent variabel dengan menggunakan Variance Inflating Factor (VIF). Batas dari VIF adalah 10 dan nilai tolerance value adalah 0.1. Jika nilai VIF lebih besar dari 10 dan nilai tolerance value kurang dari 0.1 maka terjadi multikolinearitas.
2. Menurut Gujarati (1991) tanda yang paling jelas dari multikolinearitas adalah ketika R^2 sangat tinggi tetapi tidak satupun koefisiensi regresi signifikan secara statistik atas dasar uji T.

Penanggulangan gejala multikolinearitas ini dilakukan dengan cara mengeluarkan salah satu variabel yang memiliki R^2 paling rendah dari model.

4. Tidak ada Heteroskedastisitas (Heteroskedasticity).

Salah satu asumsi penting dari model regresi linear klasik adalah bahwa gangguan (*disturbance*) U_i yang muncul dalam fungsi regresi populasi adalah homoskedastik, yaitu semua gangguan tadi mempunyai varians yang sama. Akan tetapi ada kasus dimana seluruh faktor gangguan tidak memiliki varians yang satu

atau varians-nya tidak konstan. Kondisi varians nir-konstan atau varians nir-homogen ini disebut Heteroskedastisitas.

Akibat adanya Heteroskedastisitas sama dengan akibat autokorelasi, yaitu varians dari taksiran kuadrat terkecil akan salah dan peramalan (prediksi) akan menjadi tidak efisien.

Heteroskedastisitas dapat dideteksi dengan uji Glejser. Dalam uji Glejser, model regresi linier yang digunakan dalam penelitian ini diregresikan untuk mendapatkan nilai residualnya. Kemudian nilai residual tersebut diabsolutkan dan dilakukan regresi dengan semua variabel independen, bila terdapat variabel independen yang berpengaruh secara signifikan terhadap residual absolut maka terjadi heteroskedastisitas dalam model regresi ini (Gunawan Sumodiningrat, 1996:271).

3.4.3. Pengujian Hipotesis.

Sesuai dengan hipotesis yang dikemukakan didepan maka pengujian hipotesis dilakukan sebagai berikut:

1. Pengujian koefisien regresi secara parsial. Untuk menguji koefisien regresi secara parsial digunakan uji t, dengan langkah-langkah sebagai berikut:

- a. Merumuskan hipotesis

$H_0 : b_1=0$ artinya tidak ada pengaruh yang signifikan dari variabel X_i terhadap Y_i

Ha : $b_1 \neq 0$ artinya terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel X_i terhadap Y_i .

- b. Menentukan tingkat signifikansi yaitu 5% dan $df = n-k$ untuk menentukan nilai t tabel.
- c. Menghitung t hitung dengan rumus:

$$t_{\text{hit}} = \frac{X_i - \mu}{S_x} \dots\dots\dots (8)$$

Dimana:

- X_i = variabel bebas X_i
- S_x = standar deviasi sampel
- μ = rata-rata sampel

Hasil t hitung dibandingkan dengan t tabel dengan kriteria penerimaan:

Ho diterima bila t hitung < t tabel

Ha diterima bila t hitung > t tabel

2. Menguji koefisiensi regresi secara serempak. Untuk menguji koefisien secara serempak digunakan uji F dengan langkah sebagai berikut:

a. Ho : $b_i = 0$ berarti secara serempak tidak ada pengaruh variabel independen X_i terhadap Y_i .

Ha : $b_i \neq 0$ berarti secara serempak ada pengaruh yang signifikan dari X_i terhadap Y_i .

b. Menentukan tingkat signifikansi yaitu 5% untuk menentukan nilai F tabel yang merupakan patokan daerah perkiraan dan penolakan hipotesis.

c. Menghitung F hitung dengan rumus:

$$F = \frac{R^2 / (k-1)}{(1-R^2) / (N-k)} \dots\dots\dots(9)$$

d. Hasil F hitung dibandingkan dengan F tabel dengan kriteria :

Ho diterima bila F hitung < F tabel

Ha diterima bila F hitung > F tabel

Semakin besar nilai R^2 berarti semakin besar variasi dari variabel Y_i dapat dijelaskan oleh variasi variabel X_i .

BAB IV

ANALISIS DATA

4.1. Gambaran Umum Obyek Penelitian

4.1.1. Gambaran Umum BEJ

Pasar modal atau bursa efek secara sederhana adalah tempat pertemuan antara pembeli dan penjual efek yang terdaftar di bursa tersebut (listed stock). Di bursa ini, pembeli dan penjual mengadakan transaksi jual beli efek dengan harapan transaksi bisnis yang terjadi dapat menciptakan harga yang wajar berdasarkan permintaan dan penawaran. Tujuan dibentuknya bursa efek memang untuk menyelenggarakan perdagangan efek yang wajar dan tertib.

Di Indonesia, anggota bursa efek sekaligus merupakan pemegang saham bursa efek karena di Indonesia bursa efek didirikan dalam bentuk perseroan terbatas, namun perusahaan efek yang berhak menjadi anggota bursa efek adalah perusahaan yang telah memiliki izin usaha perantara pedagang efek yang telah memiliki izin usaha perantara perdagangan efek yang dikeluarkan oleh Bapepem (Badan Pengawas Pasar Modal). Keanggotaan pada bursa efek ini sangat penting, karena tanpa keanggotaan mereka tidak dapat melakukan perdagangan efek di lantai bursa.

Pasar Modal di Indonesia melalui Keppres No. 1958/KMK.013/1991, pada bulan Desember 1991 resmi menjadi PT. Bursa Efek Jakarta. Perubahan ini

berdasarkan Keppres No 53 Th 1990, yang memperbolehkan pasar modal dilaksanakan oleh pihak swasta. Maksud dari swastanisasi BEJ ini adalah untuk meningkatkan efisiensi pasar modal, baik secara teknis operasional maupun dalam penyelenggaraan manajemen.

4.1.2. Gambaran Umum Sampel.

PT. Bursa Efek Jakarta pada tanggal 24 Februari 1997 memperkenalkan indeks baru, yaitu Indeks LQ 45, kepada para pelaku pasar dan investor dipasar modal untuk memantau kecenderungan pasar dan perkembangan tingkat harga saham yang diperdagangkan. Indeks LQ 45 mencakup 45 saham dari perusahaan yang sudah go publik, tetapi memiliki nilai pasar dan likuiditas tinggi. Perusahaan yang masuk LQ 45 diseleksi secara murni dan obyektif, sehingga harga saham-saham aktif yang diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta saja yang akan lolos seleksi. Hal inilah yang mendorong dipilihnya saham-saham dalam LQ 45 sebagai sampel penelitian ini, yaitu untuk menghindari saham-saham tidur yang dapat menyebabkan kebutuhan data penelitian tidak menjadi terpenuhi.

Penelitian ini menggunakan 45 sampel dari saham-saham yang masuk LQ 45, dari 45 sampel tersebut yang memenuhi persyaratan hanya sebanyak 24 sampel. Untuk memenuhi gambaran umum tentang perusahaan yang listing secara terus menerus di BEJ dan secara konsisten masuk ke saham-saham LQ 45, maka akan

disajikan sampel penelitian yang ditinjau berdasarkan sektor industri, total asset dan laba perusahaan.

4.1.2.1. Sampel Berdasarkan Sektor Industri.

Jenis industri yang terdapat di Bursa Efek Jakarta ada sebanyak 9 sektor industri (Agriculture, basic Industry and Chemical, Consumer Goods, Finance, Infrastructure, Mining, Miscellaneous industry, Wholesale, dan Properti and Real estate). Dari 9 sektor industri tersebut yang masuk dalam sampel penelitian hanya sebanyak 8 sektor industri seperti tampak pada tabel 4.1 dibawah ini:

Tabel 4.1.
Nama Sampel Perusahaan berdasarkan sektor industrinya

No	Jenis Industri	Jumlah	Persentase
1	Agriculture	1 perusahaan	4.16 %
2	Basic Industry & chemical	4 perusahaan	16.66 %
3	Consumer Goods	4 perusahaan	16.66 %
4	Finance	5 perusahaan	20.83 %
5	Infrastructure	3 perusahaan	12.5 %
6	Mining	2 perusahaan	8.33 %
7	Miscellaneous Industry	2 perusahaan	8.33 %
8	Wholesale	3 perusahaan	12.5 %
	Jumlah	24 perusahaan	100 %

Sumber: data sekunder yang diolah

Dari data pada tabel 4.1, sampel perusahaan dari sektor keuangan (finance) menempati urutan dengan jumlah sampel terbanyak yaitu 5 perusahaan yang meliputi 20.83% dari total persentase obyek penelitian., sektor Consumer Goods dan Basic Industry masing-masing sebanyak 4 perusahaan atau 16.66%, dari sektor infrastruktur 3 perusahaan atau 12.5%, sektor Mining dan sektor Miscellaneous Industry masing-

masing sebanyak 2 perusahaan atau 8,33%, sedangkan dari sektor Agriculture sebanyak 1 perusahaan atau 4.16%.

4.1.2.2. Sampel Berdasarkan Total Asset.

Total Asset perusahaan sampel yang diambil dari data total asset pada tahun terakhir penelitian yaitu tahun 2001 adalah sebagai berikut:

Tabel 4.2.
Sampel Perusahaan Berdasarkan Total Asset.

No	Nama Perusahaan	Total Asset (dlm juta rupiah)
1	Telekomunikasi Indonesia	26,329,654
2	Bank Lippo	23,779,365
3	Astra Internasional	22,203,518
4	Bank Pan Indonesia	11,334,609
5	Indofood Sukses makmur	10,637,680
6	Indocement Tunggal	9,851,099
7	Bimantara Citra	9,520,988
8	Gudang Garam	8,076,916
9	Semen Gresik	7,166,301
10	H.M Sampoerna	6,492,685
11	Indorama Synthetics	4,654,444
12	Multi Industrindo	4,045,615
13	Matahari Putra Prima	2,733,370
14	Astra Argo Lestari	2,137,642
15	Aneka Tambang	2,082,469
16	Kalbe Farma	2,005,780
17	Timah	1,736,497
18	Citra Marga Nusaphala	1,629,974
19	Ramayana Lestari Sentosa	1,487,656
20	Mayora Indah	1,310,161
21	Lippo Securities	853,420
22	Indosat	5,755.4
23	Multipolar	1,090
24	Makindo	1,042

Sumber: data sekunder yang diolah.

Dari data pada Tabel 4.2 menunjukkan 5 perusahaan dengan jumlah total asset terbesar adalah Telekomunikasi Indonesia sebesar 26,329,654 juta rupiah, Bank Lippo sebesar 23,779,365 juta rupiah, Astra Internasional sebesar 22,203,518 juta rupiah, Bank Pan Indonesia sebesar 11,334,609 juta rupiah, dan Indofood Sukses Makmur sebesar 10,637,680 juta rupiah.

Perusahaan dengan jumlah total asset terendah adalah Mayora Indah sebesar 1,310,161 juta rupiah, Lippo Sekurities sebesar 853,420 juta rupiah, Indosat sebesar 5,755.4 juta rupiah, Multipolar sebesar 1,090 juta rupiah dan Makindo sebesar 1,042 juta rupiah.

4.1.2.3. Sampel Berdasarkan Laba Perusahaan.

Labanya perusahaan sampel penelitian yang terdapat pada tabel 4.3 adalah laba perusahaan bersih atau profit after tax dari data tahun terakhir penelitian yaitu tahun 2001.

Dari data pada tabel 4.3 menunjukkan 5 perusahaan dengan laba perusahaan terbesar adalah Gudang Garam yaitu 2,276,632 juta rupiah, Telekomunikasi Indonesia sebesar 2,172,321 juta rupiah, Astra Internasional sebesar 1,487,296 juta rupiah, H.M Sampoerna sebesar 1,412,659 juta rupiah, Indofood Sukses Makmur sebesar 1,395,399 juta rupiah.

Tabel 4.3.
Nama Sampel Perusahaan berdasarkan laba perusahaan

No	Nama Perusahaan	Laba Perusahaan (dlm juta rupiah)
1	Gudang Garam	2,276,632
2	Telekomunikasi Indonesia	2,172,321
3	Astra Internasional	1,487,296
4	H.M Sampoerna	1,412,659
5	Indofood Sukses makmur	1,395,399
6	Indocement Tunggol	523,423
7	Timah	318,039
8	Semen Gresik	240,586
9	Aneka Tambang	225,188
10	Matahari Putra Prima	225,049
11	Kalbe Farma	209,163
12	Ramayana Lestari Sentosa	208,724
13	Astra Argo Lestari	172,892
14	Mayora Indah	45,364
15	Lippo Securities	41,833
16	Bank Pan Indonesia	35,340
17	Indorama Synthetics	16,018
18	Multipolar	1,090
19	Indosat	636,1
20	Makindo	104.05
21	Citra Marga Nusaphala	(117,437)
22	Multi Industrindo	(436,099)
23	Bimantara Citra	(758,676)
24	Bank Lippo	(1,639,825)

Sumber: data sekunder yang diolah.

Perusahaan dengan laba perusahaan terendah bahkan menunjukkan angka negatif adalah Citra Marga Nusaphala sebesar -117,437 juta rupiah, Multi Industrindo sebesar -436,099 juta rupiah, Bimantara Citra sebesar -758,676 juta rupiah, dan Bank Lippo sebesar -1,639,825 juta rupiah.

4.1.3 Deskripsi Variabel Penelitian.

Data deskriptif yang meliputi rata-rata, standar deviasi, maksimum, dan minimum dari beta, lnsize, PBV dan return dapat dilihat dalam tabel 4.4. dibawah ini:

Tabel 4.4.
Data Deskriptif

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
BETA	24	-.4430	.9090	.356252	.3088247
PBV	24	.3167	8.9600	2.760973	2.4409557
RETURN	24	-.4252	.9040	.058265	.3574867
LNSIZE	24	12.78	17.25	14.7610	1.24627
Valid N (listwise)	24				

Sumber: data sekunder yang diolah.

Dari tabel 4.4. dapat diketahui bahwa variabel Lnsize memiliki rata-rata tertinggi yaitu sebesar 14.7610 dan variabel beta memiliki rata-rata terendah yaitu sebesar 0.356252. Untuk variabel PBV memiliki standar deviasi tertinggi yaitu sebesar 2.4409557, sedangkan variabel beta memiliki standar deviasi terendah yaitu sebesar 0.308825. Yang memiliki nilai maksimum tertinggi yaitu pada variabel Lnsize sebesar 17.25 dan nilai minimum terendah yaitu pada variabel return sebesar -0.4430.

4.2. Pengujian dan Analisis Data.

4.2.1. Pengujian Asumsi Klasik.

Suatu model dinyatakan baik untuk alat prediksi apabila mempunyai sifat-sifat *best linear unbiased estimator* (Gujarati, 1995). Di samping itu suatu model dikatakan cukup baik dan dapat dipakai untuk memprediksi apabila sudah lolos dari serangkaian uji asumsi ekonometrik yang melandasinya.

Uji asumsi klasik dilakukan untuk mengetahui kondisi data yang ada agar dapat menentukan model analisis yang paling tepat digunakan. Uji asumsi klasik dalam penelitian ini terdiri dari uji Kolmogorov Smirnov satu arah untuk menguji normalitas data secara statistik, uji autokorelasi dengan menggunakan Durbin Watson statistik, uji heteroskedastisitas dengan menggunakan uji Glejser dan uji multikolinearitas dengan menggunakan *Variance Inflation Factors* (VIF).

4.2.1.1. Uji Normalitas Data

Uji normalitas data dilakukan untuk melihat bahwa suatu data terdistribusi secara normal atau tidak. Uji normalitas data dilakukan dengan menggunakan uji Kolmogorov Smirnov satu arah. Hair *et al* (1998) menyatakan bahwa data terdistribusi tidak normal akan diuji dengan nilai Z. Lebih lanjut Hair *et al* (1998) mengemukakan bahwa normalitas data dapat dilihat dengan uji Kolmogorov Smirnov. Apabila nilai Z statistiknya tidak signifikan maka suatu data disimpulkan terdistribusi secara normal.

Hal yang sama juga ditegaskan oleh Imam Ghozali (2001) yang menyatakan bahwa apabila nilai Z hitung > Z tabel, maka distribusi tidak normal, cara lain adalah dengan melihat tingkat signifikansi nilai Z, apabila tingkat signifikansi lebih besar dari 5% maka data terdistribusi normal. Pada Tabel 4.5. berikut ini akan disajikan hasil uji Kolmogorov Smirnov satu arah untuk tiap-tiap variabel penelitian yang digunakan.

Tabel 4.5.
Hasil Uji Kolmogorov Smirnov Satu Arah

Nama Variabel	Kolmogorov Smirnov Z Statistik	Signifikansi
Beta	.720	.678
PBV	.837	.486
LnSize	.581	.888
Return	.827	.500

Sumber : data sekunder yang diolah

Dari Tabel 4.5. tersebut di atas dapat dilihat bahwa semua variabel yang digunakan dalam penelitian memiliki nilai Z dengan tingkat signifikansi yang lebih besar dari 5% yang berarti bahwa nilai Z semua variabel tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5%. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis yang menyatakan data tidak normal ditolak dan menerima hipotesis bahwa data terdistribusi secara normal.

4.2.1.2. Uji Autokorelasi

Autokorelasi menunjukkan adanya korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode $t-1$ (sebelumnya). Konsekuensi dari adanya autokorelasi dalam suatu model regresi adalah varians sampel tidak dapat menggambarkan varians populasinya. Lebih jauh lagi, model regresi yang dihasilkan tidak dapat digunakan untuk menaksir nilai variabel dependen pada nilai variabel independen tertentu.

Untuk mendiagnosis adanya autokorelasi dalam suatu model regresi dilakukan melalui pengujian Durbin Watson dengan ketentuan sebagai berikut:

Kurang dari 1,1	Ada autokorelasi
1,1 hingga 1,54	Tanpa kesimpulan
1,55 hingga 2,46	Tidak ada autokorelasi
2,46 hingga 2,9	Tanpa kesimpulan
Lebih dari 2,9	Ada autokorelasi

Tabel 4.6.
Hasil Uji Durbin Watson

Persamaan Regresi	Nilai Durbin Watson	Kesimpulan
	1.919	Tidak ada autokorelasi

Sumber : Data sekunder yang diolah

Berdasarkan Tabel 4.6. di atas dapat diketahui bahwa besarnya nilai Durbin Watson pada setiap persamaan regresi pada penelitian ini adalah berada pada kisaran tidak ada autokorelasi, oleh sebab itu dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat autokorelasi pada semua persamaan regresi dalam penelitian ini.

4.2.1.3. Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas berarti varians variabel dalam model tidak sama (konstan). Konsekuensi adanya heteroskedastisitas dalam model regresi adalah penaksir (*estimator*) yang diperoleh menjadi tidak efisien, baik dalam sampel kecil maupun sampel besar meskipun penaksir yang diperoleh menggambarkan populasinya dan bertambahnya sampel yang digunakan akan mendekati nilai sebenarnya (konsisten). Hal ini disebabkan variansnya yang tidak minimum atau dengan kata lain tidak efisien.

Dalam penelitian ini pengujian heteroskedastisitas dilakukan dengan uji Glejser. Uji Glejser dilakukan dengan meregresi variabel-variabel bebas dalam persamaan regresi dengan nilai *absolute error* (*absolute residual*) sebagai variabel

terikatnya. Apabila hasilnya signifikan maka dapat dikatakan terjadi heteroskedastisitas (Gunawan Sumodiningrat, 1996). Hasil uji Glejser untuk setiap persamaan regresi yang digunakan pada penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 4.7.

Tabel 4.7.
Hasil Uji Glejser

Variabel	t statistik	Signifikansi
BETA	0.088	0.931
PBV	0.482	0.635
LNSIZE	-1.688	0.105

Sumber : data sekunder yang diolah

Dari uji Glejser untuk setiap persamaan regresi yang digunakan dalam penelitian ini seperti yang terlihat pada Tabel 4.7. diketahui bahwa semua variabel bebas yang digunakan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap variabel terikat yaitu *absolute residual* dari masing-masing persamaan regresi. Hal ini dapat dilihat dari tingkat signifikansi dari masing-masing variabel bebas yang diteliti, di mana tingkat signifikansi dari masing-masing variabel bebas tersebut lebih besar dari 5%. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak ada heteroskedastisitas dalam setiap persamaan regresi yang dipergunakan dalam penelitian ini.

4.2.1.4. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas ini dimaksudkan untuk mengetahui apakah terdapat inter korelasi yang sempurna di antara beberapa variabel bebas yang digunakan dalam

model. Apabila terjadi gejala multikolinearitas, maka bisa mengakibatkan hal-hal sebagai berikut (Algifari, 1997):

1. Nilai koefisien regresi menjadi kurang dapat dipercaya.
2. Kesulitan dalam memisahkan pengaruh masing-masing variabel bebas terhadap variabel tergantung.

Uji multikolinieritas dilakukan dengan menggunakan *tolerance value* atau *Variance Inflation Factors (VIF)*. Batas *tolerance value* adalah 0,10 dan *Variance Inflation Factors (VIF)* adalah 10 (Hair, et al., 1998 : 48). Jika nilai *tolerance value* di bawah 0,10 atau nilai *Variance Inflation Factors (VIF)* di atas 10 maka terjadi multikolinieritas. Hasil uji multikolinieritas untuk masing-masing persamaan regresi yang digunakan dapat dilihat pada Tabel 4.8. berikut ini:

Tabel 4.8.
Hasil Uji Multikolinieritas
Untuk Persamaan Regresi

Variabel	Tolerance	VIF
BETA	.933	1.072
PBV	.808	1.237
LNSIZE	.805	1.242

Sumber : data sekunder yang diolah.

Dari Tabel 4.8. di atas dapat dilihat bahwa nilai *tolerance value* semua variabel bebas berada di atas 0,10 dan nilai *Variance Inflation Factors (VIF)* di bawah 10, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinieritas dalam persamaan regresi berganda yang digunakan dalam penelitian ini.

4.2.2. Hasil Analisis Regresi Berganda.

Dalam penelitian ini regresi berganda digunakan untuk menguji seberapa besar pengaruh variabel independen terhadap return baik secara parsial maupun secara simultan sebagaimana tampak pada Tabel 4.9 secara parsial variabel *beta*, *size* dan *price to book value* berpengaruh secara signifikan terhadap *return* dengan tingkat alpha 5%.

Tabel 4.9.
Hasil Regresi Uji T

Variabel Bebas	Unstandardized Coefficiens	t-statistics	Sig. T
(constant)	7.309E-02	0.072	.093
BETA	.238	2.867	.009
PBV	2.756E-02	5.512	.000
LNSIZE	-1.68E-04	-2.435	.023
R Square : .588			
Adj. R Square : .570			
F statistics : 9.508			
Sig.-F : .000			

Sumber: Data sekunder yang diolah (lampiran)

Hasil perhitungan diatas didapatkan persamaan regresi sebagai berikut:

$$\text{Return} = 0.07309 + .238\text{Beta} + 0.02756\text{PBV} - 0.000168\text{LnSize}$$

Koefisien determinasi pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Dalam penelitian ini dihasilkan nilai Adjusted R² sebesar 0.570 seperti tampak pada Tabel 4.9. Hal ini menunjukkan bahwa 57% variasi dari *return* dapat dijelaskan oleh variasi ketiga variabel

independen, yaitu *beta*, *price to book value* dan *firm size*, sedangkan yang 43% dijelaskan oleh variabel yang lain atau sebab-sebab diluar model regresi ini.

Hasil perhitungan regresi ini seperti terlihat pada tabel 4.9 diatas didapatkan nilai konstanta sebesar 0.07309, hal ini menunjukkan bahwa apabila variabel lain dianggap konstan maka variabel return sebesar 0.07309.

4.2.3. Pengaruh *size* terhadap *return* saham.

Penelitian ini menunjukkan bahwa variabel *size* berpengaruh negatif secara statistik dengan signifikansi pada taraf $\alpha = 5\%$ terhadap *return*. Dari Tabel 4.9. dapat dilihat bahwa nilai probabilitas *size* sebesar 0.023 berada dibawah nilai 0.05 dengan koefisien regresi sebesar -0.000168 . Ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan merupakan variabel yang berpengaruh dan dapat digunakan sebagai salah satu faktor dalam memilih investasi, dimana setiap kenaikan *size* sebesar satu satuan maka akan menurunkan return sebesar 0.000168. Artinya semakin besar ukuran perusahaan maka semakin kecil *return* yang diperoleh. Ini sesuai dengan hasil penelitian dari Fama and French (1992), Chan, Hamao, dan Lakonishock (1991), dan Utama dan Dewayani (1999).

4.2.4. Pengaruh Beta terhadap *Return* saham.

Penelitian ini dapat membuktikan bahwa variabel *beta* berpengaruh positif terhadap *return* secara statistik dengan taraf signifikansi $\alpha 5\%$. Dari tabel 4.9. dapat

dilihat bahwa nilai probabilitas dari *beta* sebesar 0.009 yang berada dibawah nilai 0.05 (tingkat signifikansi α 5%) dengan koefisien regresi sebesar 0.238, hal ini menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif yang signifikan dari *beta* terhadap *return* saham. Sehingga apabila risiko meningkat sebesar satu satuan maka akan meningkatkan *return* saham sebesar 0.238. Hal ini sesuai dengan teori bahwa *beta* berpengaruh positif terhadap *return*.

4.2.5. Pengaruh *price to book value* terhadap *return* saham.

Penelitian ini menunjukkan bahwa variabel *price to book value* berpengaruh positif terhadap *return* saham dengan taraf signifikansi α 5%. Dari tabel 4.9. dapat dilihat bahwa nilai probabilitas dari *price to book value* adalah sebesar 0.00 yang berada dibawah dibawah nilai 0.05 dimana tingkat signifikansi 5% dan tingkat koefisien regresi adalah sebesar 0.02756. Ini menunjukkan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan positif antara *price to book value* dengan *return* saham. Artinya setiap terjadi peningkatan *price to book value* sebesar satu satuan akan meningkatkan *return* saham sebesar 0.02756. Hal ini sesuai dengan teori yang ada bahwa jika harga meningkat maka akan meningkatkan *return* saham. Hasil ini juga mendukung penelitian yang dilakukan oleh Agung Hery Nugroho (1999) yang membuktikan bahwa *price to book value* berpengaruh positif secara signifikan.

4.2.6. Pengaruh *beta*, *price to book value* dan *size* secara simultan terhadap *return*.

Untuk mengetahui pengaruh *beta*, *price to book value* dan *firm size* secara simultan terhadap *return* saham dilakukan dengan menggunakan uji F. Hasil uji F seperti terlihat pada Tabel 4.9. Nilai F adalah sebesar 9.508 dengan signifikansi 0.00 maka model regresi dapat digunakan untuk memprediksi *return* saham karena nilai probabilitas sebesar 0.00 artinya signifikan pada α 1% atau dapat dikatakan bahwa variabel *beta*, *price to book value*, dan *firm size* secara simultan berpengaruh terhadap *return* saham.

Dari ketiga variabel *size*, *beta* dan *price to book value*, variabel *beta* merupakan variabel yang paling dominan. Ini dilihat dari nilai koefisien *beta* merupakan koefisien yang terbesar diantara ketiga koefisien variabel *size*, *beta*, dan *price to book value*.

BAB V

SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5.1. Kesimpulan.

Dari hasil pengujian dan analisis yang telah dilakukan mengenai pengaruh *size*, *beta* dan *price to book value* terhadap *return* saham maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut:

1. Hasil penelitian diperoleh nilai *Adjusted R²* sebesar 0.57 ini berarti bahwa 57% variasi dari *return* dapat dijelaskan oleh ketiga variabel yaitu *firm size*, *beta* dan *price to book value* tersebut, sedangkan yang 43% dijelaskan oleh variabel diluar model.
2. Variabel *firm size* berpengaruh secara signifikan negatif dengan *return* saham, hasil penelitian ini sesuai dengan hipotesis pertama yang menyatakan bahwa *size* berpengaruh negatif terhadap *return* saham. Hasil regresi didapatkan signifikansi 0.023 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi $\alpha = 0.05$. Ini menunjukkan bahwa semakin besar *size* suatu perusahaan akan memberikan *return* yang lebih kecil.
3. Variabel *price to book value* berpengaruh secara signifikan positif, sesuai dengan hipotesis yang kedua bahwa rasio PBV berpengaruh positif terhadap *return* saham. Dari hasil regresi didapatkan signifikansi 0.00 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi $\alpha = 0.05$. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar rasio PBV semakin tinggi *return* saham yang didapatkan.

4. Variabel *beta* berpengaruh secara signifikan positif, sesuai dengan hipotesis yang ketiga bahwa *beta* berpengaruh secara signifikan positif terhadap *return* saham. Hasil regresi menunjukkan signifikansi 0.009 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi $\alpha = 0.05$. hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi *beta* maka semakin tinggi *return* yang didapatkan.
5. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa hipotesis keempat yang menyatakan variabel *firm size*, *price to book value* dan *beta* secara simultan berpengaruh terhadap *return* saham. Dari uji F dihasilkan nilai F sebesar 9.508 dengan nilai probabilitas sebesar 0.00 yang lebih kecil dari 0.05 (tingkat signifikansi $\alpha = 0.05$). Hasil ini menunjukkan bahwa *firm size*, *price to book value* dan *beta* secara simultan berpengaruh terhadap *return*.
6. Hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa dari ketiga variabel yang diteliti variabel *beta* mempunyai pengaruh paling dominan terhadap *return* saham.

5.2.Implikasi Kebijakan.

Implikasi kebijakan dalam penelitian ini adalah:

1. Bagi para investor dipasar modal diharapkan dapat menggunakan variabel-variabel *firm size*, *PBV* dan *beta* sebagai salah satu faktor yang dipertimbangkan dalam melakukan investasi di pasar modal.
2. Dari ketiga variabel yang diteliti diketahui bahwa variabel *Beta* yang paling besar pengaruhnya terhadap *return*, artinya pasar merespon tingkat resiko yang salah

satu alat pengukuranya beta sebagai variabel yang dominan didalam melakukan investasi di pasar modal dan investor perlu mempertimbangkan variabel ini dalam menentukan investasinya di saham.

5.3.Keterbatasan penelitian.

Penelitian ini mempunyai keterbatasan, terutama dalam hal:

1. Penelitian ini dengan 3 variabel hanya memapu menjelaskan 57 % dari *return* saham, sedangkan 43% dijelaskan oleh variabel yang lain sehingga masih banyak variabel yang berpengaruh namun tidak dimasukkan dalam model ini.
2. Dalam penelitian ini terbatas pada saham yang masuk dalam kelompok LQ 45 di Bursa Efek Jakarta periode 1999-2001 sehingga masih banyak emiten yang belum masuk dalam penelitian ini, misalnya saham *blue chip* dan *non blue chip*.

5.4.Agenda Penelitian di Masa Datang.

Bagi peneliti dimasa datang yang tertarik meneliti *firm size*, *price to book value* dan *beta* terhadap *return* diharapkan dapat lebih memperhatikan:

1. Masih banyak variabel-variabel yang lain diluar model penelitian ini yang mempengaruhi *return* saham. Penelitian berikutnya disarankan untuk menambahkan variabel-variabel lain selain size, beta, dan price to book value yang telah digunakan, seperti ROA, ROE, Dividend Payout, nilai tukar rupiah, dan lain-lain.

2. Dalam penelitian mendatang diharapkan menggunakan periode waktu yang lebih panjang daripada penelitian ini sehingga dapat lebih menggambarkan hasil *return* saham di Bursa Efek Jakarta.

DAFTAR REFERENSI

- Algifari, 2002, **Analisis Regresi: Teori, Kasus & Solusi, Edisi 2**, BPFE Yogyakarta
- Barry, Goldreyer, Lockwood, and Rodriguez, "Robustness of Size and Value Effects in Emerging Equity Markets, 1985-2000", **Financial Analyst Journal**, May 2001.
- Capaul, Rawley and Sharpe, "International Value and Growth Stock *Returns*", **Financial Analyst Journal**, January-February 1993.
- Chan, Hamao, and Lakonishok, "Can Fundamentals Predict Japanese Stock Returns?", **Financial Analyst Journal**, July-August 1993.
- Davis, Fama, and French, "Characteristics, Covariance, and Average Returns: 1929 to 1997", **The Journal of Finance**, Vol. LV No 1, Februari 2000.
- Elfakhani, Lockwood, and Zaher, "Small Firm and Value Effects In The Canadian Stock Market", **The Journal of Financial Research**, Vol.XXI, No.3, p.277-291, Fall 1998.
- Fama and French, "The Cross-Section of Expected Stock Returns", **The Journal of Finance**, Vol XLVII, No.2, June 1992.
- Fletcher, Jonathan, 2000, "On the Conditional Relationship Between Beta and return in International Stock Returns", **International Review of Financial Analysis**, Vol:9, Iss: 3, p.235.
- Gujarati, D.N., 1995, **Basic Econometric**, 3rd Edition, Mc Graw Hill, Inc.
- Gunawan Sumodiningrat, 1996, **Ekonometrika Pengantar**, BPFE UGM, Yogyakarta.
- Hair, JR, Joseph F., Ralph E. A., Ronald L. T., and William C. B., 1998, **Multivariate Data Analysis With Regarding**, 5th Edition, Prentice Hall, Inc.
- Horowitz, Loughran, and Savin, "Three Analysis of the Firm *Size*", **Working Papers the University of Iowa**, March 11, 2000

- Husnan, Suad, **Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang) Buku 1**, BPFE Yogyakarta, 1998.
- Husnan, Suad. dan Pudjiastuty E, 1993, "Konsistensi Beta: Pengamatan di Bursa Efek Jakarta", **Usahawan**, 12, hal.2-5.
- Ibbotson, R. G., Paul D. Kaplan, dan James D. Peterson, 1997, "Estimates of Small-Stock Betas Are Much Too Low", **The Journal of Portfolio Management**, Summer, p.104-111
- Imam Gozhali, 2001, **Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS**, Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Jacobs, B.I., dan Kenneth N.L., 1989, "Forecasting the Size Effect", **Financial Analysts Journal**, May-June, 38-54.
- Jogiyanto, **Teori Portofolio dan Analisis Investasi Edisi 2**, BPFE Yogyakarta, 2000.
- Jones, C.P., 1998, **Investment: Analysis and Management**, 6th ed., John Willey & Sons, New York.
- Keim, D.B., 1983, "Size Related Anomalies and Stock Return Seasonality: Further Empirical Evidence", **Journal of Financial Economics**, 12, 13-32.
- Nassir, A. Md., dan Shamsheer, M., 1996, "**Stock Pricing in Malaysia**", Longman Singapore Publisher Ltd., Singapore.
- Pinfold, Wilson, and Li, "Book To Market And Size as Determinants Of Returns In Small Illiquid markets: The New Zealand Case", **Working Papers Series No:01.12**, Departement of Commerce, Massey University, Auckland.
- Schewert, G.William, **Handbook of the Economics of Finance**, North-Holland Publishing Company, 2001.
- Sekaran, Uma, 1992, **Research Methods for Business: A Skill Building Approach**, Second Edition, John Willey & Sons, New York.
- Shefrin and Statman, "Making Sense of Beta, Size, and Book to market", **The Journal of Portfolio Management**, Winter 1995.

Tandelilin, dan Lantara, 2001, "Stabilitas dan Prediktabilitas Beta Saham: Studi Empiris Di Bursa Efek Jakarta", **Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia**, Vol 16, No.2, 2001, 164-176.

Utama dan Fitriani, 2001, "The Performance Evaluation Of Stock Portfolios Formed Using Accounting And Market Data In The Jakarta Stock Exchange", **Gajah Mada International Journal of Business**, September 2001, Vol 3. Pp 367-378.

Utama dan Santosa, 1998, "Kaitan antara Rasio Price/Book Value dan Imbal hasil Saham pada Bursa Efek Jakarta", **Jurnal Riset Akuntansi Indonesia**, Vol 1, No.1., Januari 1998, hal 127-140.