

CROSS SECTION RETURN SAHAM DAN KEBIJAKAN MONETER

Rusdayanti Asma

Fakultas Ekonomi – Manajemen
Universitas Lambung Mangkurat - Banjarmasin

ABSTRACT

This research aimed to analyze the influence of beta, size and price-to-book value to stock return and also to determine whether influence given by those three factors will differ at different monetary condition. Test conducted to 152 stocks which are traded actively in BEJ at period of July 2000 to June 2003. Early test result indicated that independent variables namely beta, size and PBV have a significant influence to stock return. Test reenacted by separating sample between periods which is expansive and restrictive, the result indicated that on expansive period beta did not have significant result, while on restrictive period all of variables have significant result. After conducting the interaction test by including the monetary policy as dummy variable, the test resulted that monetary policy did not affect the relation between PBV and stock return, while beta and size indicated the significant result, it means that the relation of those two variables to stock return is indeed influenced by monetary policy.

Keywords: *beta, size, price-to-book value, stock return, monetary policy*

LATAR BELAKANG

Konsep CAPM yang dikembangkan oleh Sharpe (1964), Lintner (1965) dan Black (1972) menetapkan bahwa *expected stock return* ditentukan oleh tingkat bunga bebas risiko dan premi risiko. Secara rasional, apabila risiko yang dihadapi besar, keuntungan yang diharapkan juga akan besar. Risiko tersebut merupakan fungsi dari respon saham terhadap pergerakan menyeluruh dalam pasar yang diukur dengan koefisien *beta*. Pada awalnya, pengujian empiris umumnya mendukung argumentasi bahwa *beta* merupakan satu-satunya prediktor terhadap perbedaan secara *cross sectional* atas return antara portofolio saham (Fama & Mac Beth, 1973). Tetapi penelitian empiris saat ini tentang *asset pricing* telah mengidentifikasi sejumlah variabel yang membantu menjelaskan perbedaan secara *cross sectional* pada return saham sebagai tambahan terhadap variabel risiko pasar, yang di antaranya seperti yang dikutip oleh Akdeniz et.al (2000) meliputi *firm size* (Banz 1981, Keim, 1983), *leverage* (Bhandari, 1988), *P/E ratio* (Basu, 1983, Ball, 1988), *rasio cash flow to stock price* (Rosenberg et.al 1985), *book to market equity* (Fama & French, 1992) dan *past sales growth* (Lakonishok et.al, 1994). Dengan demikian

beta tidak lagi merupakan variabel satu-satunya yang dapat menjelaskan perubahan return saham.

Faktor *size* yang menunjukkan ukuran perusahaan juga merupakan faktor penting dalam pembentukan return saham. Penelitian Fama dan French (1992) menunjukkan bahwa faktor *size* yang merupakan kapitalisasi pasar lebih konsisten dan lebih signifikan dibandingkan dengan beta dalam mempengaruhi return. Hubungan antara *size* dan return rata-rata dalam portofolio menunjukkan arah hubungan yang berkebalikan. Saham-saham perusahaan yang lebih kecil cenderung mempunyai return yang lebih tinggi daripada saham-saham dari perusahaan yang lebih besar. Oleh karena itu jika seseorang mempertimbangkan *size effect* dalam return saham, mereka akan mengarahkan pada *small firm effect*.

Stattman (1989), Resenberg, Reid dan Lanstein (1985) seperti yang dikutip dari Mahastuti (2002) menemukan bahwa terdapat hubungan yang positif antara *expected return* pada saham U.S. dengan rasio antara *book equity* dan *market equity* (BE/ME). Selanjutnya Fama dan French (1993) merangkum variabel-variabel yang dapat mengungkapkan *expected return* dalam bentuk rumusan model tiga faktor yang menyebutkan bahwa *size* dan ME/BE merupakan proksi bagi risiko.

Implementasi kebijakan moneter dengan menggunakan instrumen moneter berupa suku bunga akan mempengaruhi stabilitas harga saham. Tingkat suku bunga yang stabil menunjukan situasi pasar uang yang tenang dan ada keseimbangan antara permintaan dan penawaran. Ada dua faktor penting yang mendorong investor untuk mengadakan investasi yaitu tingkat keuntungan yang diharapkan investor dari investasi yang ditanamkan dan tingkat suku bunga. Apabila tingkat keuntungan yang diharapkan lebih tinggi daripada tingkat suku bunga maka investasi tersebut akan dilakukan karena mampu memberikan keuntungan. Sebaliknya apabila tingkat keuntungan lebih rendah daripada tingkat suku bunga maka investasi tersebut tidak akan dilakukan karena tidak mampu memberikan keuntungan. Tingkat suku bunga dalam hal ini tidak disertai dengan inflasi.

Berdasarkan penjelasan diatas maka penelitian ini bertujuan untuk mengidentifikasi apakah selain beta, *size* dan *price-to-book value* juga memiliki pengaruh terhadap return saham serta untuk menentukan apakah pengaruh yang diberikan oleh ketiga faktor tersebut akan berbeda pada kondisi moneter yang berbeda.

TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Dalam setiap investasi diharapkan akan diperoleh return yang merupakan harapan investor terhadap hasil investasi tersebut. Bagi investasi yang bebas risiko, besarnya return yang diharapkan akan sebesar tingkat keuntungan bebas risiko. Namun, tidak semua investasi akan terbebas dari risiko. Karena adanya risiko yang ditanggung, maka akan memunculkan premi atas risiko, yang merupakan keuntungan yang diharapkan di atas keuntungan bebas risiko. Semakin besar risiko yang dihadapi, semakin tinggi premi risiko yang diharapkan dari investasi tersebut, sehingga semakin tinggi pula tingkat keuntungan yang diharapkan dari saham tersebut.

Koefisien beta saham dalam model CAPM merupakan indeks sensitivitas pasar yang mengukur perubahan relatif suatu saham terhadap saham rata-rata atau pasar secara keseluruhan (Brigham & Gapenski, 2003). Saham yang mempunyai tingkat sensitivitas tinggi terhadap pasar merupakan saham yang mempunyai risiko yang tinggi dan berarti mempunyai beta yang tinggi. Sebaliknya saham yang mempunyai tingkat sensitivitas rendah terhadap pasar merupakan saham yang mempunyai risiko yang rendah dan berarti mempunyai beta yang rendah. Karena beta mengukur tingkat sensitivitas saham terhadap pasar, maka beta menggambarkan tingkat risiko saham dalam pasarnya.

Pettengill et.al. (1995) menemukan pengaruh yang positif dan signifikan antara beta dan return portofolio secara *cross-sectional*. Bukti positif *tradeoff* risiko-return ditemukan ketika beta digunakan sebagai pengukur risiko. Portofolio dengan beta tertinggi memiliki return yang tinggi. Sharpe dan Cooper (1963) seperti mengutip dari Ni Luh (2002) melakukan pengujian CAPM yang paling sederhana di mana saham-saham NYSC dari tahun 1931 – 1967 dikelompokkan ke dalam sepuluh portofolio yang diranking berdasarkan beta. Kemudian return dan beta untuk tiap portofolio dihitung. Hasilnya menunjukkan adanya hubungan positif antara return dengan beta portofolio. Dari pernyataan di atas maka diajukan hipotesis berikut:

H1: Beta memiliki pengaruh yang positif terhadap return saham

Ukuran perusahaan juga merupakan salah satu faktor yang dipertimbangkan investor dalam melakukan investasi. Besar kecilnya suatu perusahaan dapat ditentukan oleh beberapa hal antara lain total penjualan, total aktiva ataupun kapitalisasi pasar. Perusahaan besar dianggap telah mantap posisi likuiditasnya dan mampu memperoleh tingkat profitabilitas yang tinggi sehingga perusahaan tersebut dapat lebih mudah akses ke pasar modal guna memperoleh kebutuhan dana dari pihak eksternal. Hal ini akan mengakibatkan perusahaan tidak akan menanggung risiko yang terlalu besar sehingga saham perusahaan besar cenderung akan memberikan return yang lebih kecil.

Saham perusahaan yang *size*-nya kecil tidak memiliki tingkat frekuensi perdagangan secepat dan semudah perusahaan yang *size*-nya besar. Perusahaan dengan *size* kecil sangat riskan terhadap perubahan kondisi ekonomi dan cenderung kurang menguntungkan dibanding dengan saham perusahaan dengan *size* besar (Fama & French, 1995). Sehingga saham dari perusahaan yang mempunyai *size* kecil akan menanggung risiko yang lebih besar dibandingkan dengan saham dari perusahaan yang mempunyai *size* besar.

Salah satu ukuran yang dapat digunakan untuk melihat *size* perusahaan adalah dengan menggunakan kapitalisasi pasar yang diperoleh dengan mengalikan jumlah saham yang beredar dengan harga saham, yang mana *average return* pada *small stocks (low ME)* akan tinggi dan pada *large stocks (high ME)* rendah, (Fama & French, 1992). Dari pernyataan di atas maka diajukan hipotesis berikut:

H2: Size memiliki pengaruh secara negatif terhadap return saham

Sesuai dengan teori keuangan PBV dapat digunakan sebagai petunjuk profitability indeks suatu perusahaan. Indeks PBV menunjukkan seberapa besar

kepercayaan pasar dan para pemegang saham terhadap nilai perusahaan, makin tinggi nilai indeks menunjukkan semakin tinggi kepercayaan pasar dan pemegang saham terhadap prospek perusahaan dimasa yang akan datang (Widiastuti, 2002).

Adanya informasi yang dikandung oleh PBV dalam mencerminkan kemampuan perusahaan memberikan nilai bagi pemegang sahamnya, berarti bahwa PBV dapat mencerminkan risiko yang ditanggung dalam investasi saham, maka PBV diduga dapat menjelaskan variasi dalam return saham.

Price to book value ekuivalen dengan *Market-to-book equity* (Mahastuti, 2000). Fama dan French (1992) menyatakan bahwa BE/ME (merupakan kebalikan dari ME/BE) mempunyai pengaruh yang positif terhadap return saham, di mana apabila BE/ME rendah maka return yang diperoleh juga rendah dan bila BE/ME tinggi maka return yang diperoleh juga tinggi. Chow dan Hulburt (2000) adanya hubungan antara BE/ME dengan return portofolio. Mereka meranking beberapa portofolio yang dipilih secara random dengan menggunakan *stochastic dominance* (SD), *lower partial moment* (LPM) dan *Gini-mean difference*. Ditemukan bahwa perusahaan-perusahaan yang memiliki rasio *book-to-market* tinggi memiliki return rata-rata yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan-perusahaan dengan rasio *book-to-market* yang rendah, sehingga diajukan hipotesis:

H3: *Price-to-book value* memiliki pengaruh yang positif terhadap return saham

Pemikiran yang mendasari penggunaan variabel-variabel makro ekonomi adalah nilai setiap aktiva finansial sama dengan jumlah arus kas yang diharapkan setelah didiskontokan. Jadi setiap fenomena ekonomi yang secara sistematis mempengaruhi arus kas yang diharapkan dan faktor diskonto, akan mempengaruhi harga dan return pada aktiva tersebut. Dengan kata lain setiap variabel makro ekonomi yang mempengaruhi dividen diharapkan akan berdampak pada harga saham. Sehingga bisa dikatakan bahwa semua faktor yang mempengaruhi dividen akan mempengaruhi arus kas. Sedangkan faktor-faktor yang mempengaruhi *discount rate* akan mempengaruhi return yang diharapkan oleh investor dari aktiva tersebut. Misalnya perubahan dalam laju inflasi yang diharapkan akan mempengaruhi baik arus kas nominal dan tingkat suku bunga. Perubahan dalam tingkat produksi industri akan mempengaruhi laba dan pada gilirannya akan mempengaruhi return saham.

Waud (1970) seperti yang dikutip oleh Booth & Booth (1997) mengemukakan bahwa perubahan *discount rate* akan mempengaruhi harapan partisipan pasar tentang kebijakan moneter karena a) tingkat perubahan hanya dibuat pada interval yang substansial, b) perubahan mengindikasikan sesuatu instrument kebijakan moneter yang *discontinuous*, dan c) perubahan ditetapkan oleh publik yang memiliki kompetensi dalam memutuskan kebutuhan kredit dan perekonomian. Dengan menggunakan perubahan *discount rate* sebagai ukuran kebijakan yang restriktif dan ekspansif, maka dapat ditunjukkan perilaku kondisi bisnis dan pengaruhnya pada *expected returns* yang secara signifikan dipengaruhi oleh lingkungan moneter.

Studi lain juga menunjukkan hubungan antara kebijakan moneter dengan *return* saham yang mana dikatakan bahwa kebijakan moneter yang *restrictive* (*expansive*) akan menurunkan (meningkatkan) *return* saham portfolio baik yang *small* maupun yang *large*, dan dalam beberapa kasus, juga berpengaruh terhadap *return* obligasi perusahaan (James R. B. & Lena C. B.,1997), sehingga;

- H4a** : *Pengaruh beta terhadap return saham akan berbeda antara kebijakan moneter yang restriktif dan ekspansif*
- H4b** : *Pengaruh size terhadap return saham akan berbeda antara kebijakan moneter yang restriktif dan ekspansif*
- H4c** : *Pengaruh price-to-book value terhadap return saham akan berbeda antara kebijakan moneter yang restriktif dan ekspansif*

METODE PENELITIAN

1. Populasi dan Sampel

Populasi yang menjadi obyek penelitian ini adalah semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Metode penentuan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling*, artinya sampel akan dipilih berdasarkan kriteria tertentu. Kriteria pemilihan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan tercatat secara terus menerus di Bursa Efek Jakarta selama tahun pengamatan dan memiliki data yang diperlukan untuk menghitung nilai-nilai variabel penelitian *return* saham, *beta*, kapitalisasi pasar serta *price to book value* selama periode pengamatan. Berdasarkan kriteria yang telah ditentukan maka jumlah saham yang digunakan dalam sampel sebanyak 152 saham.

2. Data dan Variabel Penelitian

Periode data yang digunakan dalam penelitian ini dimulai sejak Januari 1997 sampai dengan Juni 2003. Sedangkan periode analisis dilakukan dari Juli 2000 sampai dengan Juni 2003.

Data penelitian yang digunakan adalah data harga saham bulanan yang diperoleh dari PPA-UGM dari tahun 1997 – 2003, data harga saham bulanan perusahaan, data IHSG bulanan yang diperoleh dari PPA-UGM dari tahun 1997 – 2003, data *beta* sekuritas yang diperoleh dari hasil regresi dengan menggunakan model indeks tunggal dari tahun 2000 – 2003, data kapitalisasi pasar bulanan yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory*, data PBV yang diperoleh dari *Monthly Jakarta Stock Exchange* dari tahun 2000 – 2003 dan data tingkat bunga yang diperoleh dari SBI yang diambil dari Laporan Bulanan Bank Indonesia dari tahun 2000 – 2003.

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari:

- a. Variabel *Dependen*, yakni *return* portofolio yang merupakan jumlah dari perkalian antara sejumlah *return* sekuritas individu dengan bobot masing-masing dalam suatu portofolio.
- b. Variabel *independen*, yaitu *beta* portofolio, *size* portofolio dan PBV portofolio.
Beta menunjukkan sensitivitas rata-rata dari *return* saham individual terhadap *return* pasar dan merupakan sebuah ukuran risiko pasar atau risiko sistimatis

dari sekuritas. Beta portofolio merupakan rata-rata tertimbang dari beta masing-masing sekuritas.

Size merupakan kapitalisasi pasar yang merupakan hasil perkalian antara harga saham dan jumlah saham yang beredar. Variabel *size* tersebut dihitung setiap bulan selama periode pengamatan dari Juli 2000 sampai dengan Juni 2003.

Price to Book Value merupakan rasio antara nilai pasar terhadap nilai buku suatu saham yang diperoleh dari harga penutupan saham akhir periode dibagi dengan *equity per share*. Data rasio ini biasanya sudah ada dalam *Monthly Jakarta Stock Exchange*.

- c. Variabel Dummy, yaitu kebijakan moneter yang dilihat dari tingkat suku bunga. Kebijakan dikatakan restriktif apabila terjadi kenaikan tingkat suku bunga yang diberi nilai 1, dan dikatakan ekspansif apabila terjadi penurunan tingkat suku bunga dan diberi nilai 0.

Tabel 1 berikut memberikan informasi mengenai perubahan tingkat bunga selama tahun pengamatan:

Tabel 1
Perubahan Tingkat Bunga
2000 – 2003

Peningkatan (1) atau Penurunan (0)	Bulan / tahun perubahan	Banyaknya perubahan	Jumlah bulan yang diobservasi
0	07/00	4	1
1	08/00	3	1
0	09/00	45	11
1	08/01	8	2
0	10/01	6	3
1	01/02	71	18

Sumber: data yang diolah

Dari tabel tersebut dapat dilihat bahwa secara keseluruhan sampel terdiri dari 36 bulan, yang terdiri dari 15 bulan periode ekspansif dan 21 bulan periode restriktif.

3. Pembentukan Portofolio

Portofolio dibentuk berdasarkan tiga kelompok variabel yaitu beta, *size* dan *price to book value*. Pembentukan portofolio mengikuti Fama & French (1992) yang dibentuk secara tahunan setiap akhir bulan Juni. Hal ini dilakukan untuk menjamin bahwa data yang akan dihitung tersedia sebelum pembentukan portofolio.

Pembentukan portofolio dilakukan dengan menggunakan prosedur *triple-sort* yang didasarkan pada beta, *size* dan PBV perusahaan individual. Pada setiap akhir

Juni semua saham diranking berdasarkan beta masing-masing dan dikelompokkan dalam tiga kelompok yakni *high*, *medium* dan *low* dengan menggunakan *breakpoint* paling terendah 30%, sedang 40% dan tinggi 30%. Pengelompokan tersebut membentuk tiga jenis portofolio. Setelah itu saham-saham tersebut dikelompokkan lagi berdasarkan *size* masing-masing dengan menggunakan *breakpoint* yang sama yakni 30% untuk *high*, 40% untuk *medium* dan 30% untuk *low*, sehingga membentuk 9 portofolio. Pengelompokan dilakukan lagi berdasarkan *price-to-book value*, yang mana klasifikasi ditentukan dengan mengacu pada Widiastuti (2002) sebagai berikut: 1) $PBV < 1$ menunjukkan perusahaan kurang mampu menciptakan nilai bagi *share holder* dimasa yang akan datang (dimasukkan dalam kelompok *low*); 2) $1 \leq PBV \leq 2$ menunjukkan perusahaan mampu menciptakan nilai bagi *share holder* dimasa yang akan datang (dimasukkan dalam kelompok *medium*); dan 3) $PBV > 2$ menunjukkan perusahaan sangat mampu menciptakan nilai bagi *share holder* dimasa yang akan datang (dimasukkan dalam kelompok *high*), sehingga setiap tahunnya akan diperoleh 27 portofolio. Tetapi, setelah dilakukan perhitungan dan pembentukan portofolio dengan menggunakan data yang ada, serta dengan berdasarkan pada klasifikasi yang telah ditentukan, maka tidak semua hasil portofolio yang dibentuk memberikan hasil yang sesuai dengan klasifikasi. Sehingga, terdapat perbedaan jumlah portofolio setiap tahunnya, yang mana masing-masing portofolio terdiri dari beberapa saham yang jumlahnya berbeda-beda. Untuk tahun 2000/2001 terdapat 23 portofolio, tahun 2001/2002 sebanyak 21 portofolio dan tahun 2002/2003 terdapat 22 portofolio.

4. Model Penelitian

Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan persamaan regresi sebagai berikut:

$$R_{pt} = \alpha + \gamma_1(\beta_{pt}) + \gamma_2(\ln(ME)_{pt}) + \gamma_3(\ln(PBV)_{pt}) + \epsilon_{pt}$$

di mana R_{pt} adalah return portofolio, β_{pt} adalah β portofolio, $\ln(ME)_{pt}$ adalah $\ln(ME)$ portofolio dan $\ln(PBV)_{pt}$ merupakan $\ln(PBV)$ portofolio. Model ini merupakan estimasi pengaruh variabel independen terhadap return saham dengan menggunakan seluruh periode untuk menjawab (H1, H2 dan H3).

Sedangkan Hipotesis 4a, 4b dan 4c diuji dengan menggunakan model kedua dengan melakukan uji interaksi variabel dummy dengan variabel independen, yaitu:

$$R_{pt} = \alpha + \gamma_1(\beta_{pt}) + \lambda_1(D_t^* \beta_{pt}) + \gamma_2(\ln(ME)_{pt}) + \lambda_2(D_t^* \ln(ME)_{pt}) + \gamma_3(\ln(PBV)_{pt}) + \lambda_3(D_t^* \ln(PBV)_{pt}) + \alpha^t D_t + \epsilon_{it}$$

Dengan menggunakan model ini, dapat dilihat besaran perubahan yang terjadi untuk menguji secara formal apakah memang terdapat perbedaan yang signifikan dalam koefisien slope di antara periode kebijakan baik yang ekspansif maupun yang restriktif.

HASIL DAN ANALISIS

Alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah menggunakan regresi linier berganda. Hasil statistik deskriptif dari variabel-variabel penelitian dapat dilihat pada tabel 2 berikut:

Tabel 2
Nilai-Nilai Statistik Deskriptif

NILAI	VARIABEL PENELITIAN			
	RETURN	BETA	LnSIZE	LnPBV
Minimum	-0,0840	-0,448	3,97	-2,00
Maksimum	3,2370	2,803	7,26	1,65
Mean	0,157204	0,81193	5,5428	-0,0078
St. Deviasi	0,286317	0,68037	0,7734	0,5484
N	276	276	276	276

dari tabel tersebut dapat dilihat nilai-nilai statistik deskriptif yang memberikan gambaran atau deskripsi data penelitian yang digunakan seperti rata-rata, nilai minimum dan maksimum serta standar deviasi.

Adapun untuk pengujian yang dilakukan dengan menggunakan model pertama untuk seluruh periode diperoleh hasil sebagai berikut:

Tabel 3
Hasil Pengujian Hipotesis Pengaruh Beta , Size dan PBV terhadap Return Saham untuk Seluruh Periode

Variabel	t	Sig.	Keterangan
Beta	3,867	0,000***	Signifikan
LnSize	-4,662	0,000***	Signifikan
LnPBV	7,505	0,000***	Signifikan

*** signifikan pada α 1%

Berdasarkan hasil tersebut maka hipotesis pertama yang menyatakan bahwa beta memiliki pengaruh yang positif terhadap return saham dapat diterima. Hal ini bisa dilihat dari nilai signifikansi yang lebih kecil dari 0,05 yaitu sebesar 0,000 dengan nilai t sebesar 3,867 Dengan demikian diperoleh cukup bukti untuk dapat menerima hipotesis pertama (H1) yang menyatakan bahwa beta berpengaruh positif terhadap return saham.

Sedangkan hasil uji hipotesis 2: *size* memiliki pengaruh yang negatif pada return saham dapat dilihat pada tabel 5 diatas dengan nilai signifikansi sebesar 0,000 dan nilai t statistik sebesar -4,662. Hal ini berarti bahwa saham-saham portofolio yang terdiri dari perusahaan-perusahaan dengan nilai kapitalisasi kecil cenderung memberikan return yang lebih tinggi daripada saham-saham portofolio

yang terdiri perusahaan-perusahaan dengan nilai kapitalisasi besar, sehingga hipotesis 2 dapat diterima.

Untuk hipotesis 3 yang menyatakan bahwa *Price to Book Value* memiliki pengaruh yang positif pada return saham dapat diterima. Hal ini didasarkan pada hasil yang diperoleh di mana PBV memiliki nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 yakni sebesar 0,000 dengan arah yang positif (nilai t statistik sebesar 7,505).

Sedangkan hasil pengujian model pertama dengan memisahkan sampel kedalam dua periode dapat dilihat dalam tabel berikut:

Tabel 4
Hasil Pengujian Hipotesis Pengaruh Beta, Size dan PBV terhadap Return Saham dalam periode yang berbeda

Periode/Variabel	t	Sig.	Keterangan
<i>Ekspansif</i>			
1. Beta	-0,714	0,477	Tidak Signifikan
2. LnSize	-1,662	0,099*	Tidak Signifikan
3. LnPBV	6,217	0,000***	Signifikan
<i>Restriktif</i>			
1. Beta	6,542	0,000***	Signifikan
2. LnSize	-4,231	0,000***	Signifikan
3. LnPBV	5,261	0,000***	Signifikan

*Signifikan pada α 10%

***Signifikan pada α 1%

Setelah dilakukan pengujian dengan memisahkan sampel antara periode restriktif dan ekspansif maka masing-masing variabel independen memberikan hasil yang berbeda dengan pada saat dilakukan regresi secara keseluruhan. Pada periode ekspansif beta memiliki nilai signifikansi sebesar 0,477, sedangkan pada periode restriktif memiliki nilai sebesar 0,000. Hal ini menunjukkan bahwa beta tidak berpengaruh secara positif pada return saham pada saat kebijakan ekspansif dan memiliki pengaruh secara positif pada saat kebijakan restriktif.

Variabel *Size* mengindikasikan hasil yang berbeda, di mana pada periode ekspansif diperoleh nilai signifikansi sebesar 0,099 (signifikan pada alpha 10%) dan pada periode restriktif sebesar 0,000 dalam arah yang negatif. Sehingga *size* memiliki pengaruh yang negatif terhadap return saham pada saat kebijakan ekspansif dan restriktif.

Sedangkan untuk variabel PBV, hasilnya sama dengan yang diperoleh sebelumnya, yang mana dalam kedua periode variabel tersebut memberikan tingkat signifikansi yang sama yakni sebesar 0,000. Ini berarti variabel tersebut memiliki pengaruh yang sama terhadap return saham dalam kedua periode, baik ekspansif maupun restriktif.

Untuk melihat besaran perubahan masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen dalam seluruh periode digunakan model kedua yang mana akan dilakukan uji interaksi antara variabel independen dengan variabel dummy. Hasil yang diperoleh dari pengujian adalah sebagai berikut:

Tabel 5
Hasil uji interaksi dengan variabel dummy

Variabel	t	Sig.	Keterangan
Beta	-0,695	0,488	Tidak Signifikan
D*Beta	5,465	0,000***	Signifikan
LnSize	-1,617	0,107	Tidak Signifikan
D*LnSize	-1,816	0,070*	Signifikan
LnPBV	6,050	0,000***	Signifikan
D*LnPBV	-1,243	0,215	Tidak Signifikan

*signifikan pada α 10%

***signifikan pada α 1%

Setelah dilakukan uji interaksi dengan variabel dummy, ternyata hasilnya memberikan indikasi yang berbeda dengan hasil pengujian sebelumnya. Dari hasil pengujian tersebut, hanya koefisien PBV yang tidak memberikan hasil signifikan, artinya bahwa pengaruh PBV terhadap return saham tidak berbeda antara kebijakan restriktif dan ekspansif, sehingga hipotesis 4c tidak dapat diterima sedangkan hipotesis 4a dan hipotesis 4b dapat diterima.

Analisis Hasil

Pada saat dilakukan regresi secara keseluruhan dengan menggunakan model pertama, seluruh variabel independen yang terdiri dari beta, *size* dan PBV memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham. Tetapi pada saat pengujian dilakukan secara terpisah antara periode ekspansif dan restriktif, masing-masing variabel menunjukkan hasil yang berbeda.

Pada periode ekspansif, variabel beta tidak memberikan hasil yang signifikan, sedangkan variabel *size* dan PBV menunjukkan hasil yang signifikan. Sedangkan pada periode restriktif, ketiga variabel baik beta, *size* maupun PBV memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham. Perbedaan hasil ini disebabkan karena pada periode ekspansif, penurunan tingkat bunga mengakibatkan biaya modal akan turun, sehingga akan meningkatkan pengeluaran akan investasi. Pada periode ini, semua perusahaan baik yang *size*-nya kecil maupun besar mampu memberikan *return* yang tinggi, sehingga beta tidak menjadi variabel yang signifikan dalam keputusan investasi. Temuan ini konsisten dengan beberapa penelitian sebelumnya. Seperti yang dikutip dari Tandelilin (2003), Tandelilin (2001) menemukan bahwa beta portofolio saham mampu menjelaskan *return* portofolio dengan memisahkan pengukuran beta pada pasar *bullish* dan *bearish*. Poerwanto (2001) yang menyelidiki hubungan antara beta dan return, menemukan

bahwa untuk *market excess return* positif terdapat hubungan positif antara beta dan return, sedangkan untuk *market excess return* negatif terdapat hubungan negatif antara beta dan return.

Selain itu Ridjani (1993) mengutip dari Ni luh (2002) melakukan pengujian CAPM dengan menggunakan data di Indonesia yang membagi sampel dalam sampel yang berisi beta yang signifikan dan beta yang tidak signifikan. Hasil regresi *cross-section* antara return dengan beta yang signifikan menunjukkan ada hubungan positif antara return dengan beta untuk data tahun 1990, sedangkan hasil regresi untuk semua beta (signifikan dan yang tidak) pada tahun 1991 tidak menunjukkan hasil hubungan positif antara return dan beta.

Variabel *size* juga menunjukkan hasil yang sama pada saat dilakukan pengujian secara terpisah. Pada kedua periode *size* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap return saham, tetapi pada periode restriktif pengaruhnya lebih kuat. Hal ini bisa dilihat bahwa pada periode restriktif nilainya signifikan pada α 1%. Hal ini disebabkan karena pada kondisi di mana tingkat bunga naik, investor akan lebih selektif dalam mengambil keputusan dengan mempertimbangkan berbagai risiko yang akan ditanggung apabila menanamkan uang dengan membeli saham daripada menyimpan dalam bentuk deposito.

Temuan ini konsisten dengan Jensen dan Mercer (2002) bahwa *size* memiliki pengaruh yang berbeda terhadap return pada saat pengujian dipisahkan antara periode yang ekspansif dan restriktif. Mahastuti (2000) juga menemukan bahwa di Bursa Efek Jakarta *size* memiliki hubungan yang negatif dengan *expected return*. Selain itu Hadinugroho (2002) juga menemukan adanya pengaruh *size* terhadap return saham di mana return rata-rata dari portofolio *size* terkecil lebih besar dari return rata-rata portofolio *size* terbesar.

Hasil yang diberikan oleh variabel PBV memberikan indikasi yang sama. Pada kedua periode baik ekspansif dan restriktif, variabel tersebut secara signifikan memiliki pengaruh yang positif terhadap return saham, sehingga PBV dapat dijadikan sebagai dasar keputusan investasi untuk kedua periode. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa saham-saham portofolio yang terdiri dari perusahaan yang memiliki nilai PBV yang tinggi mampu memberikan return yang lebih tinggi dari pada saham-saham portofolio yang terdiri dari perusahaan dengan PBV yang rendah, dan temuan ini konsisten dengan Fama & French (1992), Akdeniz et.al (2001) dan Hadinugroho (2002).

Setelah dilakukan uji interaksi dengan variabel dummy maka diperoleh hasil menunjukkan bahwa hanya variabel PBV yang tidak signifikan, hal ini berarti bahwa kebijakan moneter memang tidak mempengaruhi hubungan antara PBV dengan return saham, sehingga dapat dikatakan bahwa pengaruh PBV terhadap return saham memang tidak berbeda di antara kondisi ekspansif dan restriktif. Sedangkan hasil yang diberikan oleh variabel beta dan *size* menunjukkan hasil yang signifikan, sehingga terdapat bukti yang kuat bahwa hubungan kedua variabel dengan return saham memang dipengaruhi oleh kebijakan moneter. Dengan demikian, perbedaan hasil yang diberikan oleh variabel beta dan *size* pada kedua periode disebabkan oleh kebijakan moneter.

Suatu model dikatakan baik apabila model tersebut telah memenuhi kriteria dari serangkaian uji asumsi klasik yang melandasinya. Pengujian asumsi klasik digunakan untuk mendukung kebenaran hasil analisis dengan model regresi. Pengujian asumsi klasik yang meliputi uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi juga telah dilakukan terhadap model yang digunakan dalam penelitian ini dan hasilnya menunjukkan bahwa tidak ditemukan adanya multikolinearitas, heteroskedastisitas dan autokorelasi dalam model yang digunakan.

SIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

Berdasarkan analisis hasil penelitian yang dilakukan diperoleh kesimpulan sebagai berikut:

- a. Variabel beta, *size* dan PBV memiliki pengaruh yang signifikan terhadap return saham, sehingga hipotesis pertama, kedua dan ketiga dapat diterima.
- b. Pada saat dilakukan pengujian secara terpisah antara periode ekspansif dan restriktif terdapat perbedaan pengaruh masing-masing variabel independen. Pada periode ekspansif, variabel beta tidak memiliki pengaruh yang signifikan sedangkan variabel *size* dan PBV memiliki pengaruh yang signifikan, sehingga pada periode tersebut beta tidak dapat dijadikan sebagai dasar pengambilan keputusan investasi. Pada periode restriktif, ketiga variabel menunjukkan menunjukkan hasil yang signifikan. Hal ini berarti bahwa pada periode tersebut ketiga variabel tersebut dapat dijadikan sebagai dasar pengambilan keputusan investasi.
- c. Untuk mengetahui apakah hubungan antara variabel dependen dengan variabel independen dipengaruhi oleh kebijakan moneter serta untuk melihat besaran perubahan masing-masing variabel independen pada kedua periode dilakukan uji interaksi dengan variabel dummy, dan hasilnya menunjukkan bahwa hanya variabel PBV yang tidak memberikan hasil signifikan. Artinya memang tidak terdapat perbedaan pengaruh PBV terhadap return saham antara periode ekspansif dan restriktif, sehingga hipotesis 4c tidak dapat diterima, sedangkan hipotesis 4a dan 4b dapat diterima.

Sedangkan keterbatasan dari penelitian ini terletak pada periode penelitian yang sangat singkat yakni selama 3 tahun (2000 – 2003) mengakibatkan hasil penelitian ini tidak dapat digeneralisasi untuk periode berikutnya. Selain itu adanya perbedaan jumlah saham dalam setiap portofolio menyebabkan adanya perbedaan dalam jumlah bobot masing-masing saham, yang mana penentuan bobot dilakukan dengan cara yang sederhana (*equally weighted*), sehingga dapat mempengaruhi kemampuan masing-masing portofolio dalam menentukan nilai masing-masing variabel. Beta yang digunakan adalah beta yang diperoleh dari regresi dengan menggunakan model indeks tunggal, bukan beta koreksi sehingga adanya saham-saham yang tidak diperdagangkan secara terus menerus (*thin market*) akan membuat estimasi beta menjadi bias.

Bukti yang diperoleh dalam penelitian ini memberikan implikasi pada investor dan analis pasar modal bahwa pada saat kebijakan moneter yang ekspansif

di mana terjadi penurunan tingkat bunga, maka β dan $size$ tidak dapat dijadikan sebagai dasar keputusan investasi. Tetapi pada saat terjadi kenaikan tingkat bunga atau periode restriktif, maka ketiga variabel memberikan hasil yang signifikan dan dapat dijadikan dasar dalam menentukan keputusan investasi. Dengan demikian kebijakan moneter yang dalam hal ini diprosikan sebagai tingkat bunga dapat dijadikan sebagai dasar pertimbangan untuk menentukan keputusan investasi bagi investor dan analisis pasar modal. Sedangkan bagi pemerintah, hasil yang diperoleh dalam penelitian ini dapat dijadikan sebagai pertimbangan pengambilan kebijakan moneter yang akan diterapkan, terutama pada saat akan melakukan perubahan terhadap tingkat suku bunga, karena akan berdampak pada kinerja pasar modal Indonesia.

Riset selanjutnya dapat dikembangkan untuk meneliti kembali kekuatan hubungan antar variabel dengan menggunakan estimasi β yang lebih baik. Selain itu juga dapat ditambahkan variabel lain seperti *dividen yield* dan PER, atau dengan menggunakan pembentukan portofolio yang berbeda. Periode penelitian juga dapat diperpanjang sehingga kemungkinan mampu memberikan hasil yang lebih baik dalam mengestimasi *return* saham.

DAFTAR PUSTAKA

- Akdeniz, Levint, Aslihan Altay Salih & KursatAydogan, 2000, A Cross Section of Expected Stock Returns on Istanbul Stock Exchange, *Russian and East European Finance and Trade*, vol. 36, no.5
- Black, Fisher, 1972, Capital Market Equilibrium with Restricted Borrowing, *Journal of Business*, 45, 444-455
- Booth, J.R., dan Lena C. B., 1997, Economic Factors, Monetary Policy, and Expected Returns on Stocks and Bonds, *FRBSF Economic Review* 2, 32-42
- Brigham, F. Eugene and Gapenski C. Louis, 2003, Intermediate Financial Management, Fifth Edition, *The Dryden Press*, New York.
- Chow, K.V. and Hulburt, H.M., 2000, Value, Size and Portfolio Efficiency, *The Journal OF Portfolio Management*, p.78-89
- Fama, E. F. dan James Mac Beth, 1973, Risk, Return, and Equilibrium Empirical Tests, *Journal of Political Economy*, 81, 607-636
- Fama, E. F. dan K.R. French, 1992, Cross-Section of Expected Stock Return, *The Journal of Finance* 46, 427-465.
- Fama, E. F. dan K.R. French, 1995, Size and Book to Market Factor in Earning and Returns, *The Journal of Finance*, 50, 131 – 155
- Hadinugroho, B., 2002, Pengaruh β , Size, Book to Market Equity, dan Earning Yields terhadap Return Saham, *Tesis*, Program Pasca Sarjana FE-Universitas Gadjah Mada.
- Jensen, G.R., dan J. M. Mercer, 2002, Monetary Policy and Cross section of Expected Stock Returns, *Journal of Financial Research* 25, 125-139
- Lintner, John., 1965, The Valuation of Risk Assets & The Selection of Risky Investments In Stock Portfolios & Capital Budgets, *The Reviews of Economics & Statistics*, Vol. XLVII, No. 1, Feburari, p. 13-37.

- Mahastuti, Agoeng, 2002, Pengaruh Beta, Size, ME/BE, PER terhadap Expected Return Saham di Bursa Efek Jakarta, *Tesis*, Program Pasca Sarjana FE-Universitas Gadjah Mada.
- Sharpe, W.F., 1964, Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk, *The Journal of Finance*, Vol. XIX, No.3, September, p.653-670
- Ni Luh, Supadmi., 2002, Analisis Hubungan antara Beta, Ukuran Perusahaan dan Total Risiko dengan Return Saham pada Perusahaan Manufaktur di BEJ, *Tesis*, Program Pasca Sarjana FE-Universitas Gadjah Mada.
- Pettengil, G.N., Sundaram, S. , dan Mathur, Ike, 1995, The conditional relation between beta and returns, *Journal of financial and quantitative analysis*, Vol. 30. No. 1, March, p. 101-169
- Tandelilin, E., 2003, Risiko Sistematik (Beta): Berbagai Isu Pengestimasi dan Keterterapannya Dalam Penelitian dan Praktik, *Pidato Pengukuhan Jabatan Guru Besar*, Yogyakarta.
- Widiastuti, Theresia Diah, 2002, Analisis Faktor Kepemilikan Manajerial, Ukuran Perusahaan dan Price to Book Value sebagai dasar Pembentukan Portfolio Saham: Studi Empiris di Bursa Efek Jakarta, *Tesis*, Program Pasca Sarjana FE-Universitas Gadjah Mada.