MILIK PERPUSTAKAAN
UNIV. NEGERI PADANG

LAPORAN PENELITIAN

DIPA

MILIK PERPUSTAKAAN UNIV. NEGERI PADANG
DITERIMA TGL. : 7 maret 2012
SUMBER HARGA : Hb
KOLEKSI : K.1.
NO. INVENTARIS : 59/HO/2012-a.1(1)
KLASIFIKASI : 332.63 Yan a-t

ANOMALI *SIZE EFFECT* DI BURSA EFEK INDONESIA

Oleh :

RAMEL YANUARTA RE, SE, MSM

Dibiayai Dana DIPA Universitas Negeri Padang
Nomor : 0192.0/023-04.2/III/2009
Direktorat Jenderal Pendidikan Tinggi
Departemen Pendidikan Nasional

FAKULTAS EKONOMI

UNIVERSITAS NEGERI PADANG

DESEMBER, 2009

HALAMAN PENGESAHAN LAPORAN HASIL

PENELITIAN DIPA UNP

1. Judul Penelitian : Anomali *Size Effect* di Bursa Efek Indonesia

2. Bidang Penelitian : Ekonomi

3. Ketua Peneliti
   a. Nama Lengkap : Ramel Yanuarta RE, SE, MSM
   b. Jenis Kelamin : Laki-laki
   c. NIP : 19720103 200604 1 001
   d. Pangkat/Golongan : Penata Muda Tk.1, III/b
   e. Jabatan : Asisten Ahli
   f. Fakultas/Jurusan : Ekonomi

4. Jumlah Tim Peneliti : 0 orang

5. Waktu Penelitian : 6 Bulan

6. Jumlah Biaya yang Diusulkan : Rp 5.000.000,-

Mengetahui :
Dekan Fakultas Ekonomi

Prof. Dr. Syamsul Amar B, MS
NIP : 19571021 198603 1 001

Padang, Desember 2010
Ketua Peneliti

Ramel Yanuarta RE, SE, MSM
NIP : 19720103 200604 1 001

Menyetujui :
Ketua Lembaga Penelitian

Prof. Dr. Ahmad Fauzan, M.Pd, M.Sc
NIP : 19660430 199001 1 001

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk melihat apakah fenomena *size effect* terjadi di Bursa Efek Indonesia (BEI). *Size effect* merupakan anomali yang terjadi dimana portofolio yang dibentuk dari saham-saham berukuran kecil akan memberikan return yang lebih tinggi dari portofolio saham-saham berukuran besar. Dengan karakteristik pasar yang berbeda dan belum banyaknya penelitian sejenis, fenomena *size effect* ini perlu diteliti karena bermanfaat bagi pengembangan ilmu pengetahuan dan dapat dimanfaatkan dalam strategi transaksi saham.

Dalam penelitian ini sampel dipilih secara *purposive* dengan mengambil kelompok saham-saham yang termasuk indeks LQ-45 periode 2005-2007 dan kemudian mengelompokkannya menjadi dua portofolio saham yaitu portofolio saham-saham berukuran kecil dan besar. Pengelompokan dilakukan dengan dua pendekatan yaitu berdasarkan kapitalisasi pasar dan total aset. Selanjutnya analisis dilakukan dengan dua metode yaitu uji beda berpasangan terhadap rata-rata *return* bulanan kedua portofolio. Metode kedua yaitu dengan melakukan analisis regresi dengan menggunakan model pasar yang disesuaikan dengan variabel ukuran perusahaan dalam bentuk *dummy*.

Kesimpulan yang diperoleh yaitu bahwa rata-rata return portofolio saham berukuran kecil tidak lebih tinggi dibandingkan portofolio saham berukuran besar baik dengan pendekatan kapitalisasi pasar maupun nilai total aset. Hasil tambahan yang diperoleh adalah risiko portofolio saham berukuran kecil, lebih besar daripada portofolio saham berukuran besar yang terlihat dari nilai simpangan baku yang lebih besar.

PENGANTAR

Kegiatan penelitian mendukung pengembangan ilmu serta terapannya. Dalam hal ini, Lembaga Penelitian Universitas Negeri Padang berusaha mendorong dosen untuk melakukan penelitian sebagai bagian integral dari kegiatan mengajarnya, baik yang secara langsung dibiayai oleh dana Universitas Negeri Padang maupun dana dari sumber lain yang relevan atau bekerja sama dengan instansi terkait.

Sehubungan dengan itu, Lembaga Penelitian Universitas Negeri Padang bekerjasama dengan Pimpinan Universitas, telah memfasilitasi peneliti untuk melaksanakan penelitian tentang ***Anomali Size Effect di Bursa Efek Indonesia***, berdasarkan Surat Perjanjian Kontrak Nomor : 490/H35/KU/DIPA/2009 Tanggal 2 April 2009.

Kami menyambut gembira usaha yang dilakukan peneliti untuk menjawab berbagai permasalahan pembangunan, khususnya yang berkaitan dengan permasalahan penelitian tersebut di atas. Dengan selesainya penelitian ini, Lembaga Penelitian Universitas Negeri Padang akan dapat memberikan informasi yang dapat dipakai sebagai bagian upaya penting dalam peningkatan mutu pendidikan pada umumnya. Di samping itu, hasil penelitian ini juga diharapkan memberikan masukan bagi instansi terkait dalam rangka penyusunan kebijakan pembangunan.

Hasil penelitian ini telah ditelaah oleh tim pembahas usul dan laporan penelitian, kemudian untuk tujuan diseminasi, hasil penelitian ini telah diseminarkan ditingkat Universitas. Mudah-mudahan penelitian ini bermanfaat bagi pengembangan ilmu pada umumnya dan khususnya peningkatan mutu staf akademik Universitas Negeri Padang.

Pada kesempatan ini, kami ingin mengucapkan terima kasih kepada berbagai pihak yang membantu terlaksananya penelitian ini, terutama kepada pimpinan lembaga terkait yang menjadi objek penelitian, responden yang menjadi sampel penelitian, dan tim pereviu Lembaga Penelitian Universitas Negeri Padang. Secara khusus, kami menyampaikan terima kasih kepada Rektor Universitas Negeri Padang yang telah berkenan memberi bantuan pendanaan bagi penelitian ini. Kami yakin tanpa dedikasi dan kerjasama yang terjalin selama ini, penelitian ini tidak akan dapat diselesaikan sebagaimana yang diharapkan dan semoga kerjasama yang baik ini akan menjadi lebih baik lagi di masa yang akan datang.

Terima kasih.

Padang, Desember 2009
Ketua Lembaga Penelitian
Universitas Negeri Padang,

Prof. Dr. Ahmad Fauzan, M.Pd., M.Sc.
NIP. 19660430 199001 1 001

PRAKATA

Syukur alhamdulillah penulis persembahkan kehadirat Allah SWT, karena dengan rahmat dan hidayah-NYA lah penelitian ini dapat diselesaikan, walaupun tidak sesuai dengan jadwal yang direncanakan. Semuanya diluar kemampuan peneliti karena berkaitan dengan musibah gempa bumi yang terjadi. Tidak lupa pula peneliti kirimkan shalawat beriring salam teruntuk nabi Muhammad SAW yang telah menerangi dunia dengan ilmu pengetahuan yang dibawanya.

Terima kasih kepada Lembaga Penelitian UNP yang telah memberikan bantuan dana dalam penyelesaian penelitian ini. Begitu juga kepada semua pihak yang telah ikut berperan baik langsung maupun tidak langsung dalam penelitian ini, tidak lupa peneliti ucapkan terima kasih.

Akhirnya, peneliti mohon maaf karena masih banyak kekurangan dalam penelitian ini. Saran dan masukan sangat diharapkan demi penyempurnaan penelitian dan penulisan laporan ini.

Padang, Desember 2009

Peneliti

DAFTAR ISI

		Halaman
	ABSTRAK	I
	Prakata	Ii
	Daftar Isi	Iii
	Daftar Tabel	Iv
	Daftar Lampiran	V
BAB I	PENDAHULUAN	1
	A. Latar Belakang	1
	B. Perumusan Masalah	3
BAB II	TINJAUAN PUSTAKA	5
	A. Pasar Modal dan Instrumen Keuangan	5
	B. Konsep Return dan Risiko	6
	C. Effisiensi Pasar Modal	8
	D. Pengujian Hipotesis Pasar Effisiensi	10
	E. Anomali Size Effect	11
	F. Kerangka Konseptual dan Hipotesis	12
BAB III	TUJUAN DAN MANFAAT PENELITIAN	14
BAB IV	METODE PENELITIAN	15
	A. Populasi dan Sampel	15
	B. Data dan Pengumpulan Data	16
	C. Metode Analisis Data	17
	D. Definisi Operasional	18
BAB V	HASIL DAN PEMBAHASAN	19
	A. Gambaran Umum LQ-45	19
	B. Pengujian Beda Return	20
	C. Analisis Regresi	22
	1. Uji Multikolinearitas	22
	2. Uji Heteroskedastisitas	23
	3. Uji Otokorelasi	24
	4. Uji Normalitas	25
	5. Estimasi Model Regresi	25
	D. Pembahasan	29

BAB VI KESIMPULAN DAN SARAN 33
A. Kesimpulan 33
B. Saran 34
DAFTAR PUSTAKA 35
LAMPIRAN 37

DAFTAR TABEL

		Halaman
Tabel 1	*Return* Tahunan Saham dan Nilai Kapitalisasi Pasar Pada Tahun 2007	2
Tabel 2	Rata-rata *Return* Bulanan Portofolio Kelompok Kecil dan Besar dengan Pendekatan Kapitalisasi Pasar dan Total Aset	19
Tabel 3	Perbedaan Rata-rata *Return* Bulanan Portofolio Kelompok Kecil dan Besar Dengan Pendekatan Kapitalisasi Pasar dan Total Aset	20
Tabel 4	Nilai Tolerance dan VIF Model Regresi Model 1 dan Model 2	22
Tabel 5	Tabel Regresi Uji Glejser Model 1 dan Model 2	23
Tabel 6	Tabel Model Summary SPSS Model 1 dan Model 2	24
Tabel 7	*One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test*	24
Tabel 8	Tabel Koefisien Regresi dan Tingkat Signifikansi Model 1 dan Model 2	25
Tabel 9	Tabel ANOVA SPSS Model 1 dan Model 2	26

DAFTAR LAMPIRAN

		Halaman
LAMPIRAN 1	Kelompok Saham (Emiten) Sampel Tahun 2005-2207	37
LAMPIRAN 2	Print Out SPSS Uji Beda Portofolio Saham-Saham Berukuran Kecil (S) dengan Besar (L)	38
LAMPIRAN 3	Print Out SPSS Analisis Regresi dan Uji Asumsi Model 1 (Ukuran Kapitalisasi Pasar)	39
LAMPIRAN 4	Print Out SPSS Analisis Regresi dan Uji Asumsi Model 2 (Ukuran Total Aset)	42
LAMPIRAN 5	Daftar Riwayat Hidup Peneliti	45

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Indonesia merupakan negara yang kaya dengan berbagai macam sumber daya ekonomi. Jumlah penduduk yang banyak, negara yang luas dan kaya akan kekayaan alam, sangat menarik untuk investasi. Kondisi ini secara tidak langsung juga berdampak bagi pasar modal di Indonesia (Bursa Efek Indonesia – BEI). Maraknya investasi di sektor riil akan sejalan dengan investasi pada aset-aset keuangan. BEI sebagai alternatif sarana pendanaan telah berkembang dengan pesat sebagai *emerging market* yang menarik bagi investor.

Walau sudah memperlihatkan kemajuan yang cukup signifikan, masih banyak kendala yang dihadapi BEI terutama sekali berkaitan dengan infrastruktur, fasilitas dan pengetahuan yang belum sepenuhnya menunjang perdagangan yang efisien. Semua kendala tersebut pada dasarnya menciptakan hambatan dalam aliran informasi, yang pada akhirnya menimbulkan ketidaksesuaian harga (Reilly, 2000: 180).

Terbentuknya harga saham seharusnya merupakan cerminan dari semua informasi yang ada. Setiap adanya informasi baru, pasar akan segera bergerak dan menyesuaikan dengan nilai informasi yang ada tanpa adanya *lag*. Semua perubahan juga hanya terjadi karena informasi yang secara fundamental berkaitan dengan perusahaan. Hal inilah yang dijelaskan dalam hipotesis pasar efisien. Ketika adanya ketidaksesuaian harga saham maka hal itu merupakan bentuk dari ketidaksempurnaan penyerapan informasi. Hal ini bertentangan dengan hipotesis pasar modal yang efisien (Reilly, 2000: 180).

Namun di sisi lain ketidaksesuaian harga ini akan memberikan kesempatan bagi investor dan pelaku pasar lainnya untuk mendapatkan portofolio yang akan memberikan return yang lebih tinggi (*outperform*). Dalam hipotesis pasar efisien, ketidaksesuaian

harga merupakan bentuk dari tidak efisiennya pasar yang berimplikasi pada semakin banyaknya kesempatan untuk mendapatkan return yang *abnormal*. Yaitu dengan menerapkan berbagai strategi pemilihan saham yang berdasarkan semua informasi ketidaksesuaian harga tersebut. Dalam beberapa penelitian empiris di luar negeri sudah terbukti secara universal adanya ketidaksesuaian harga ini. Beberapa diantaranya adalah berkaitan dengan ukuran perusahaan/*size effect* (Banz: 1981), *price earning ratio* (Basu: 1977), dan *book to market ratio* (Stattman: 1980).

Inilah yang disebut dengan anomali. Diantara semua anomali yang ditemukan, maka *size effect* merupakan anomali yang sangat dominan hampir di semua pasar modal (Banz, 1981 di Amerika, Cook and Rozeff, 1984 di Belgia, Kanada, Perancis, Xu, 2002 di Cina, Sehgal and Tripathi, 2004 di India, dll). *Size effect* yang dikenal juga dengan istilah *small firm effect*, menggambarkan fenomena bahwa perusahaan-perusahaan kecil memberikan *return* yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan besar. Sehingga strategi pemilihan portofolio berdasarkan *size effect* ini akan memberikan *return* yang *outperform*.

Berkaitan dengan fenomena *size effect* ini, dalam Tabel 1 diperlihatkan data *return* saham tahunan pada tahun 2007 untuk beberapa emiten dengan nilai kapitalisasi pasar yang berbeda di BEI. Secara umum, dari Tabel 1 terlihat bahwa ada kecenderungan semakin besarnya ukuran sebuah perusahaan maka semakin tinggi *return* tahunan saham tersebut. Dalam Tabel 1 besarnya perusahaan yang diukur dengan parameter kapitalisasi pasar yang diperoleh dari perkalian harga pasar saham dengan jumlah saham beredar. TLKM (PT. Telekomunikasi Indonesia, Tbk) yang merupakan saham dengan kapitalisasi pasar terbesar memberikan *return* tahunan yang negatif sebesar -1,93 persen. Sedangkan saham yang memberikan return tahunan tertinggi adalah TINS (PT. Timah, Tbk) sebesar 410,67 persen di tahun 2007. Secara rata-rata return yang diberikan adalah sebesar 99,18 persen.

Tabel 1 *Return* Tahunan Saham dan Nilai Kapitalisasi Pasar Pada Tahun 2007

No.	Saham	Kapitalisasi Pasar (Mill. Rp)	Harga Awal Periode (Rp)	Harga Akhir Periode (Rp)	Return Tahunan(%)
1.	TLKM	190.511.993	10.350	10.150	-1,93
2.	BBRI	64.495.986	5.250	7.400	40,95
3.	ISAT	32.603.601	6.750	8.650	28,14
4.	INTP	19.694.590	5.750	8.200	42,60
5.	BMTR	12.162.369	725	1.050	44,82
6.	MEDC	11.413.646	3.600	5.150	43,05
7.	LPKR	5.988.871	428	690	62,21
8.	BNBR	4.638.888	304	580	90,78
9.	APEX	4.590.989	1.740	2.100	20,68
10.	TINS	3.950.921	562	2.870	410,67
11.	CPRO	3.058.745	205	430	109,75
12.	UNSP	2.354.310	980	2.275	132,14
13.	CPIN	746.065	290	1.060	265,51
				Rata-rata	**99,18**
				Tertinggi	**410,67**
				Terendah	**-1,93**

Sumber : IDX Monthly Statistics 2007 dan IQPlus

Penelitian ini berangkat dari anomali *size effect* yang telah diteliti di pasar modal negara lain, namun masih menjadi pertanyaan di pasar modal Indonesia. Keutamaan inilah yang penting untuk diteliti. Dengan karakteristik dan kondisi pasar modal yang berbeda dibandingkan pasar modal di negara lain, dimungkinkan akan didapat hasil yang berbeda. Hasil yang diharapkan dari penelitian ini adalah jawaban dan kesimpulan apakah anomali *size effect* juga terjadi di BEI dan sekaligus untuk menguji tingkatan hipotesis pasar efisein di Indonesia. Pada akhirnya penelitian ini kan berimplikasi dalam perdagangan saham di Indonesia.

B. Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan dalam bab pendahuluan di atas, rumusan masalah yang akan dianalisis adalah:

1. Apakah *return* portofolio saham-saham perusahaan kecil lebih tinggi dari *return* portofolio saham-saham perusahaan besar (*size effect*) di Bursa Efek Indonesia.

2. Apakah pemilihan ukuran (*size*) perusahaan berdasarkan pendekatan kapitalisasi pasar akan memberikan kesimpulan yang sama dengan pendekatan aset perusahaan.

Untuk memberikan arahan pada rumusan masalah maka perlu disampaikan beberapa batasan penelitian sebagai berikut :

1. *Size effect* ditentukan berdasarkan dua kriteria ukuran perusahaan yaitu kapitalisasi pasar dan aset perusahaan.
2. Periode penelitian adalah tahun 2005 dan 2007.
3. Penelitian akan dilakukan pada semua saham-saham yang termasuk ke dalam indeks LQ-45 dengan pertimbangan banyaknya saham yang tidak aktif diperdagangkan dalam satu tahun, sehingga harga pasar saham tersebut tidak menggambarkan nilai intrinsiknya.
4. Penelitian hanya dilakukan pada sektor non keuangan.
5. Pendekatan strategi yang digunakan adalah *buy and hold* dalam observasi return.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Pasar Modal dan Instrumen Keuangan

Pada dasarnya, pasar modal (*capital market*) merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik dalam bentuk hutang ataupun modal sendiri. Kalau pasar modal merupakan pasar untuk surat berharga jangka panjang, maka pasar uang (*money market*) pada sisi yang lain merupakan pasar surat berharga jangka pendek. Baik pasar modal maupun pasar uang merupakan bagian dari pasar keuangan (*financial market*). Undang-Undang Pasar Modal No. 8 tahun 1995 memberikan pengertian Pasar Modal yang lebih spesifik yaitu "kegiatan yang bersangkutan dengan Penawaran Umum dan perdagangan Efek, Perusahaan Publik yang berkaitan dengan Efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan Efek".

Pasar Modal memiliki peran besar bagi perekonomian suatu negara karena pasar modal menjalankan dua fungsi sekaligus, fungsi ekonomi dan fungsi keuangan (Darmadji, 2001). Pasar modal dikatakan memiliki fungsi ekonomi karena pasar menyediakan fasilitas atau wahana yang mempertemukan dua kepentingan yaitu pihak yang memiliki kelebihan dana (investor) dan pihak yang memerlukan dana (*issuer*). Dengan adanya pasar modal maka pihak yang memiliki kelebihan dana dapat menginvestasikan dana tersebut dengan harapan memperoleh imbalan (*return*) sedangkan pihak *issuer* (dalam hal ini perusahaan) dapat memanfaatkan dana tersebut untuk kepentingan investasi tanpa harus menunggu tersedianya dana dari operasi perusahaan. Pasar modal dikatakan memiliki fungsi keuangan, karena pasar modal memberikan kemungkinan dan kesempatan memperoleh *return* bagi pemilik dana, sesuai dengan karakteristik investasi yang dipilih. Dengan adanya pasar modal diharapkan aktivitas perekonomian menjadi meningkat karena pasar modal merupakan

alternatif pendanaan bagi perusahaan-perusahaan sehingga perusahaan dapat beroperasi dengan skala yang lebih besar dan pada gilirannya akan meningkatkan pendapatan perusahaan dan kemakmuran masyarakat luas.

Jika di pasar modal diperjualbelikan instrumen keuangan seperti saham, obligasi, *waran*, *right*, obligasi konvertibel, dan berbagai produk turunan (derivatif) seperti opsi (*put* atau *call*), maka di pasar uang diperjualbelikan antara lain Sertifikat Bank Indonesia (SBI), Surat Berharga Pasar Uang (SBPU), *Commercial Paper*, *Promissory Notes*, *Call Money*, *Repurchase Agreement*, *Banker's Acceptence*, *Treasury Bills* dan lain-lain (Darmadji, 2001).

Dengan adanya pasar modal dengan semua kelengkapan instrumennya, menurut peneliti tentulah sangat bermanfaat dalam perekonomian sebuah negara. Secara ekonomi akan menciptakan alokasi optimal dalam distribusi modal baik dari sisi perusahaan yang membutuhkan dana maupun investor yang marupakan pihak yang surplus modal. Kemundian juga pastilah akan menciptakan distribusi pendapatan pada semua pihak karena adanya kesempatan untuk mendapatkan aliran kas melalui pemilikan surat berharga yang tersedia di pasar modal.

B. Konsep *Return* dan Risiko

Dalam berinvestasi, seorang investor akan berusaha memaksimalkan return yang berupa aliran kas (*yield*) atau perubahan harga aset keuangan (*capital gain/loss*), dimasa yang akan datang. Harapan akan return ini belum tentu akan terealisasi dimasa yang akan datang karena banyak perubahan yang akan terjadi. Inilah yang disebut dengan risiko; ketidakpastian akan pendapatan dimasa yang akan datang (Tandelilin, 2001: 48).

Return dan risiko ini mempunyai *trade off* yang searah (Tandelilin, 2001). Tingginya harapan return terhadap sebuah sekuritas dimasa yang akan datang,

berimplikasi pada besarnya risiko yang dihadapi. *High risk high return.* Hal ini harus disadari investor. Saham menjanjikan *return* yang lebih tinggi dibandingkan obligasi, tapi risiko investasi di saham juga lebih besar dibandingkan obligasi.

Risiko yang tinggi artinya tingginya ketidakpastian akan harapan *return* dimasa yang akan datang. Beberapa faktor yang membentuk risiko investasi (Tandelilin, 2001: 49) adalah :

1. Perubahan tingkat suku bunga.
2. Perubahan tingkat inflasi.
3. Risiko pasar.
4. Risiko bisnis.
5. Risiko finansial.
6. Risiko likuiditas.
7. Perubahan nilai kurs mata uang.
8. Risiko negara.

Semua risiko di atas secar garis besar dapat dikelompokan menjadi dua (2) bentuk risiko yaitu risiko sistematis dan risiko tidak sistematis. Risiko sistematis merupakan semua risiko/perubahan yang berkaitan dengan pasar keseluruhan. Risiko ini tidak bisa dikendalikan oleh perusahaan. Sedangkan risiko tidak sistematis berkaitan dengan semua karakteristik dan kondisi spesifik setiap perusahaan. Setiap perusahaan akan mempunyai risiko tidak sistematis yang berbeda karena mempunyai kondisi fundamental yang berbeda (Bodie, et all, 2009: 195). Risiko ini bisa dikelola oleh perusahaan. Dalam manajemen portofolio, risiko sistematis tidak bisa diminimalkan. Berbeda dengan risiko tidak sistematis bisa diminimalkan dengan melakukan diversifikasi investasi pada beberapa macam jenis aset keuangan maupun aset riil.

Return dihitung berdasarkan perbedaan harga penjualan aset dengan harga perolehannya ditambah dengan aliran kas yang diterima selama masa investasi.

Sedangkan risiko, secara umum diukur berdasarkan penyimpangan *return* yang realisasi terhadap *return* yang diharapkan (standar deviasi).

C. Efisiensi Pasar Modal

Dalam manajemen investasi, konsep efisiensi pasar ditekankan pada aspek informasi. Pasar modal yang efisien adalah pasar dimana harga semua sekuritas yang diperdagangkan telah mencerminkan semua informasi yang tersedia (Bodie, et all, 2009: 346). Pengertian ini dilihat dari pendekatan eksternal. Sedangkan secara internal pasar yang efisien adalah pasar dimana broker dan dealer berkompetisi secara wajar sehingga biaya transaksi menjadi rendah dan kecepatan transaksi tinggi.

Tercapainya model pasar modal yang efisien mempunyai beberapa asumsi yang harus dipenuhi (Tandelilin, 2001: 113) yaitu :

1. Ada banyak investor yang rasional dan berusaha memaksimalkan keuntungan tetapi tidak ada yang dapat mempengaruhi harga (*price taker*).
2. Semua pelaku pasar dapat memperoleh informasi pada saar yang bersamaan dengan mudah dan tanpa biaya.
3. Informasi bersifat acak.
4. Investor memperhatikan harga pasar dan menyesuaikan portofolionya secara cepat terhadap informasi baru.

Fama (1970) dalam Bodi, et all (2009: 349) mengklasifikasikan bentuk pasar modal yang efisien ke dalam tiga hipotesis (*Efficent Market Hypothesis – EMH*) berdasarkan jenis dan bentuk informasi yang terjadi, yaitu :

1. Pasar modal efisien bentuk lemah (*weak-form EMH*). Pasar efisien dalam bentuk lemah ini berarti semua informasi perdagangan (harga dan volume) di masa lalu akan tercermin ke dalam harga yang terbentuk saat ini. Implikasinya adalah bahwa tidak ada seorang pun yang dapat menggunakan informasi masa lalu

tersebut untuk memprediksi perubahan harga di masa depan. Pemanfaatan data historis harga dan volume untuk memprediksi perubahan harga saham di masa yang akan datang ini dikenal dengan Analisis Teknikal.

2. Pasar modal efisien bentuk setengah kuat (*semi-strong EMH*), merupakan bentuk pasar efisien yang lebih komprehensif dan ideal karena dalam bentuk ini, disamping dipengaruhi oleh informasi tarnsaksi perdagangan masa lalu, harga saham juga dipengaruhi oleh semua informasi yang dipublikasikan baik itu dalam laporan keuangan, *corporate action*, RUPS dan informasi lainnya. Implikasinya, tidak ada seorang pun yang dapat memanfaatkan informasi yang ada untuk memperoleh return abnormal baik dengan analisis teknikal maupun analisis fundamental (analisis yang mencoba mengestimasi nilai intrinsik sekuritas berdasarkan data-data yang dipublikasikan).
3. Pasar modal efisien bentuk kuat (*strong-form EMH*). Pasar bentuk ini semua informasi baik yang terpublikasi ataupun tidak sudah tercermin dalam harga yang terbentuk saat sekarang.

Efisien atau tidaknya sebuah pasar diukur dengan beberapa metode. Pasar efisien bentuk lemah diuji dengan prediktabilitas return (Tandelilin, 2001:116). Memprediksi return dengan menggunakan data-data masa lalu. Beberapa pengujian yang telah dilakukan yaitu melihat pola *return* musiman (harian, mingguan dan bulanan), memprediksi harga dimasa yang akan datang dengan data-data harga dan volume di masa lalu (uji autokorelasi, *run test*, *filter test* dan *relative strength*) serta pengujian hubungan *return* dengan karakteristik perusahaan (struktur modal, dividen, kinerja operasional dan lain-lain) .

Sedangkan pasar efisien bentuk setengah kuat diuji dengan melihat kemampuan pasar dalam menyerap semua informasi yang berkaitan dengan perusahaan (Tandelilin, 2001: 116). Pengujian ini dinamakan dengan *event study*, penelitian terhadap

perubahan harga saham perusahaan (atau sekuritas lain) pada saat adanya kejadian baru pada perusahaan yang bersangkutan. Pasar yang efisien adalah pasar dimana harga hanya akan berubah pada saat informasi yang berkaitan dengan perusahaan terjadi. Pengujian pada efisien pasar bentuk kuat adalah dengan melihat adanya *insider trading* yang pada dasarnya merupakan pihak/kelompok yang mempunyai akses pada informasi terlebih dahulu (Tandelilin, 2001: 129). Pihak *insider* ini bisa mendapatkan informasi sebelum infomasi tersebut dipublikasikan.

D. Pengujian Hipotesis Pasar Efisien

Hipotesis pasar efisien ini merupakan sebuah konsep yang sangat sulit terjadi. Dalam kenyataan, harapan agar semua informasi dapat tersebar dengan merata, dalam waktu sesaat dan reaksi pasar yang homogen tidak akan pernah terjadi. Jika pasar efisien maka semua informasi bisa diakses secara mudah dan biaya yang murah oleh semua pihak sehingga harga akan segera berubah menuju keseimbangan baru (Tandelilin, 2001: 111). Dalam kenyataannya sulit ditemukan baik itu pasar yang benar-benar efisien maupun yang tidak efisien.

Berdasarkan klasifikasi hipotesis pasar efisien dari Fama (1970) maka sangat penting bagi investor untuk mengetahui seberapa besar tingkat efisien pasar yang terjadi. Untuk mengetahui itu maka ada beberapa pengujian yang dapat dilakukan. Pengujian hipotesis pasar efisien dapat dibagi dalam 3 kelompok berdasarkan klasifikasi hipotesis pasar efisien. Menurut Reilly (2000: 179) pengujian tersebut adalah :

1. Hipotesis pasar modal efisien dalam bentuk lemah bisa diuji dengan pengujian prediktabilitas return yang meliputi pengujian pola return (harian, mingguan maupun bulanan), dan pengujian hubungan return dengan karakterisik perusahaan. Dalam pengujian ini dicari adanya *abnormal return* berkaitan

dengan karakteristik perusahaan seperti ukuran (*size*), *market to book value*, *earning ratio*.

2. Hipotesis pasar modal efisien dalam bentuk setengah kuat dapat dilakukan dengan *event study* yang bertujuan untuk mengamati perubahan harga saham terhadap adanya informasi baru.
3. Hipotesis pasar modal efisien dalam bentuk kuat bisa dilakukan dengan pengujian *private information*.

E. Anomali *Size Effect*

Size effect merupakan pengujian *abnormal return* yang terkait dengan karakteristik perusahaan. Hasil pengujian ini menggambarkan adanya anomali di pasar modal. Anomali merupakan salah satu bentuk penelitian Anomali secara umum berarti penyimpangan yang terjadi dari model keseimbangan yang ada (Bodi, et all, 2009: 361). Dalam model keseimbangan, *return* sebuah saham akan sebanding dengan risiko yang melekat pada saham itu. *Return* saham akan berubah jika premi risiko atau sensitifitasnya berubah juga. Jika tidak ada perubahan maka tidak akan terjadi perubahan dengan harga saham perusahaan (*return*).

Anomali *size effect* merupakan anomali yang sudah terbukti secara universal pada beberapa penelitian di luar negeri (Banz, 1981 di Amerika, Cook and Rozeff, 1984 di Belgia, Kanada, Perancis, Xu, 2002 di Cina, Sehgal and Tripathi, 2004 di India, dll). Menurut Asnawi dan Wijaya (2005: 180) fenomena ini berkaitan dengan penyimpangan dari model keseimbangan Capital Asset Pricing Model (CAPM). Dalam CAPM, sensitifitas sebuah saham diukur terhadap pasar, sehingga keluarlah konsep beta saham. Nilai beta (sensitifitas) yang tinggi menggambarkan risiko yang lebih tinggi juga. Ketika beta dalam CAPM tidak bisa menjelaskan perbedaan *return* sebuah saham maka itulah keadaan dimana terjadinya anomali, salah satunya adalah *size effect* . Dalam hal ini, CAPM tidak

bisa menjelaskan fenomena lebih tingginya *return* saham-saham dari perusahaan yang berukuran relatif lebih kecil secara rata-rata.

Anomali *size effect* pertama kali ditemukan oleh Banz (1981) di pasar modal Amerika dan diperkuat oleh Reinganum (1981). Banz menemukan bahwa terjadi hubungan terbalik (negatif) antara ukuran perusahaan dengan *return* saham. Artinya, saham-saham perusahaan kecil akan memberikan *return* yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan besar.

Fenomena ini bertentangan dengan konsep pasar efisien, dimana tidak ada satupun informasi yang dapat digunakan pelaku pasar untuk mendapatkan return yang llebih tinggi (Tandelilin, 2001). Dengan adanya anomali *size effect* ini, maka pelaku pasar dapat menggunakan strategi pemilihan portofolio yang terdiri dari saham-saham perusahaan kecil untuk mendapatkan *return* yang lebih tinggi (*outperform*).

Kesimpulan anomali *size effect* juga ditemukan oleh Fama and French (1993, 1995, 1996) dan Berk (1996) dan terjadi di 15 negara Eropa (Annaert, Crombez, Spinel and Hole, 2002), Cina (Xu, 2002), India (Mohanty, 2001) dan negara lainnya secara universal.

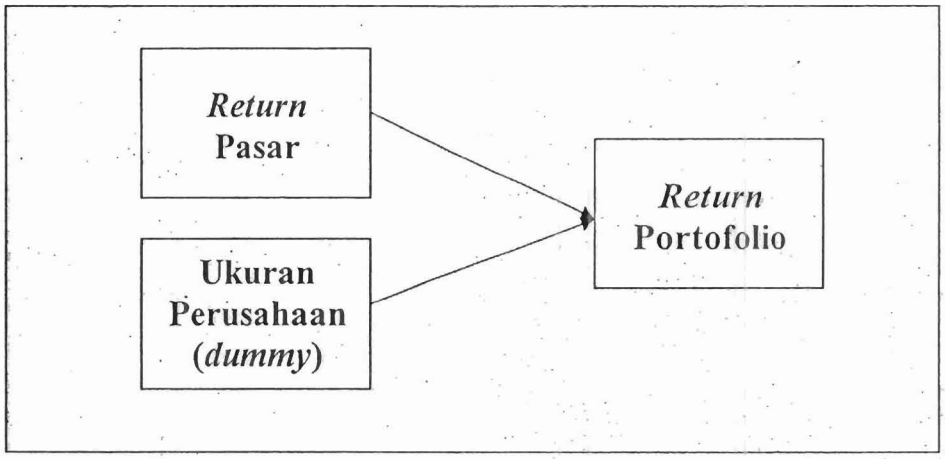
E. Kerangka Konseptual dan Hipotesis

Dalam model keseimbangan pasar dan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), risiko yang relevan bagi sebuah saham maupun portofolio adalah risiko pasar yang parameternya dinilai dengan beta. Artinya bahwa return setiap portofolio sangat berhubungan dengan return pasar. Jika portofolio terdiversifikasi dengan sempurna yang dinamakan dengan portofolio pasar, maka return portofolio dapat ditentukan dengan melihat kovarians portofolio tersebut terhadap pasar (nilai beta).

Namun, dalam kenyataan portofolio pasar tersebut hanya sebuah model yang digunakan untuk menjelaskan setiap perilaku investor dalam memilih portofolio. Salah

satu perilaku yang terjadi di pasar modal adalah *size effect* yaitu sebuah fenomena dimana rata-rata *return* saham yang berukuran kecil lebih tinggi daripada *return* saham yang berukuran besar. Size effect ini merupakan anomali terhadap model pasar dan CAPM.

Berdasarkan itu, maka dibangun kerangka berpikir berdasarkan konsep bahwa return portofolio akan dipengaruhi oleh return pasar secara positif dan secara terbalik dengan ukuran perusahaan yang diukur dengan kapitalisasi pasar dan total aset. Kerangka konseptual ini tergambar di gambar 1.



Gambar 1 Kerangka Konseptual

Sedangkan hipotesis penelitian yang akan diuji adalah :

1. *Return* portofolio saham-saham perusahaan kecil lebih tinggi dari *return* portofolio saham-saham perusahaan besar (fenomena *size effect*) di Bursa Efek Indonesia.
2. *Size effect* terjadi pada saham-saham perusahaan kecil yang dipilih berdasarkan pendekatan kapitalisasi pasar dan aset perusahaan.

BAB III

TUJUAN DAN MANFAAT PENELITIAN

Penelitian ini pada prinsipnya merupakan pengujian terhadap hipotesis pasar efisien dalam bentuk lemah. Secara khusus, berdasarakan perumusan masalah yang telah dijelaskan sebelumnya maka dirumuskan tujuan khusus sebagai berikut :

1. Untuk membuktikan bahwa *return* portofolio saham-saham perusahaan berukuran kecil lebih tinggi dari *return* portofolio saham-saham perusahaan berukuran besar (fenomena *size effect*) di Bursa Efek Indonesia.
2. Untuk membuktikan anomali *size effect* yang terjadi pada perusahaan kecil yang dipilih berdasarkan pendekatan ukuran kapitalisasi pasar maupun besarnya aset perusahaan.

Pencapaian tujuan penelitian di atas diharapkan akan memberikan kontribusi dan manfaat bagi berbagai pihak, dalam bentuk :

1. Sebagai pengembangan ilmu pengetahuan bagi peneliti yang berkaitan manajemen investasi dan khususnya tentang anomali *size effect*, konsep dan teori pasar efisien dan penilaian aset.
2. Dalam dunia praktis penelitian ini akan memberikan panduan bagi investor dan analis pasar modal dalam pemilihan strategi investasi saham secara nyata. Startegi ini berkaitan dengan pemilihan saham berdasarkan ukuran perusahaan. Sehingga akan memberikan *expected return* yang *outperform*.
3. Selanjutnya penelitian ini diharapkan dapat menjadi acuan bagi akademisi dan peneliti lainya dalam pengembangan maupun penyempurnaan analisis yang lebih luas.

BAB IV

METODE PENELITIAN

Dalam penelitian anomali *size effect* ini akan dilihat perbedaan return antara kelompok perusahaan kecil dengan perusahaan besar di BEI. Penelitian ini merupakan bentuk *explanatory study* yang mencoba melihat secra kuantitatif perbedaan return antara portofolio yang terdiri dari saham-saham perusahaan berukuran kecil dengan portofolio saham-saham perusahaan berukuran besar. Penelitian dilanjutkan dengan analisis kausalitas dengan menggunakan model regresi untuk melihat hubungan return portofolio dengan return pasar yang disesuaikan dengan kelompok ukuran perusahaan.

A. Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini adalah semua saham yang tercatat di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2005-2007 yang berjumlah 343 saham. Sampel yang digunakan diambil secara *purposive sampling* yaitu dari kelompok saham-saham yang termasuk ke dalam indeks LQ-45. Ada dua alasan kenapa kelompok sampel ini layak dijadikan sampel yaitu :

1. Kapitalisasi pasar saham-saham dalam kelompok LQ-45 lebih dari 60% kapitalisasi Bursa Efek Indonesia. Sehingga saham-saham indeks LQ-45 dapat mewakili kelompok saham di BEI.
2. Saham-saham dalam kelompok LQ-45 merupakan saham-saham yang terlikuid diperdagangkan, yang berimplikasi pada kondisi bahwa sangat banyak investor yang terlibat yang semuanya mendapatkan informasi dan tidak ada yang dapat mengendalikan harga di pasar. Sehingga harga diasumsikan sudah mendekati harga sebenarnya.

Tahap kedua adalah mengurutkan semua saham-saham yang termasuk dalam indeks LQ-45 berdasarkan ukuran perusahaan (kapitalisasi pasar dan total aset) dan mengelompokkan atas dua (2) grup yaitu kelompok Saham Berukuran Besar (SBB), dan

Saham Berukuran Kecil (SBK). Pengelompokan ini sebenarnya mewakili bentuk strategi yang akan diambil investor yaitu strategi investasi pada kelompok saham yang besar (SBB) atau kelompok saham yang kecil (SBK).

Adapun kriteria teknis yang digunakan dalam penyeleksian sampel adalah sebagai berikut :

1. Saham-saham perusahaan yang termasuk LQ-45 dari tahun 2005-2007.
2. Aktif ditransaksikan dengan reguler di pasar sekunder (likuid).
3. Terdaftar di BEI tahun 2005, 2006 atau 2007.
4. Tersedianya laporan keuangan selama tiga tahun tersebut.
5. Mempunyai nilai ekuitas postitif.

Dari kriteria di atas maka didapatkan sekitar 38-43 saham dalam setiap tahunnya dan ditetapkan 40 saham per tahun dengan tujuan kemudahan dalam pengelompokan portofolio menjadi 2 kelompok.

B. Data dan Pengumpulan Data

Data merupakan data sekunder yang dikumpulkan dari *Indonesian Capital Market Directory*, data transaksi IQP yang ada di Pojok BEI-Galery VAS FEUNP serta data dari Bursa Efek Indonesia. Data yang dikumpulkan adalah data-data selama periode 2005-2007 yang berupa :

1. Jumlah, nama dan informasi emiten yang listing di BEI.
2. Emiten yang termasuk ke dalam indeks LQ45.
3. Harga pentupan harian saham-saham LQ45.
4. Harga penutupan bulanan saham-saham yang termasuk LQ45.
5. Total aset perusahaan yang sahamnya termasuk LQ45.
6. Jumlah saham beredar dari kelompok LQ45.

MILIK PERPUSTAKAAN
UNIV. NEGERI PADANG
332.63
Yan
a. 1
59/HD/2012 - a.(1)

C. Metode Analisis Data

Metode analisis yang digunakan adalah dengan uji beda dua sampel yang tidak berhubungan (*paired sample t test*) serta dilihat konsitensi dan besaran premi risikonya dengan analisis regresi, dengan tahapan sebagai berikut :

1. Mengelompokkan sampel yang merupakan 40 emiten dari saham-saham LQ45 menjadi 2 kategori berdasarkan besarnya perusahaan dengan dua pendekatan yaitu kapitalisasi pasar dan total aset (berdasarkan metode dan model Fama dan Fench, 1995). Pengelompokan ini merupakan cara untuk membentuk portofolio yang menjadi pilihan investasi.
2. Melakukan penyesuaian (*adjustment*) *return* bulanan setiap saham berkaitan dengan dilusi yang terjadi sebagai akibat jika terjadinya pemecahan saham, dividen dan *right issue* dan dilanjutkan dengan mencari rata-rata return sederhana portofolio yang terbentuk dari saham-saham pada kelompok ukuran besar (SBB) dan kecil (SBK).
3. Dilakukan uji beda dua sampel (*paired sample t test*) *return* terhadap kelompok 1/2 saham-saham berukuran besar (SBB) dengan kelompok 1/2 perusahaan terkecil (SBK) berdasarkan metode dalam Fama and French (1996) yang masing-masing berjumlah 20 saham.
4. Pengujian lanjutan juga dilakukan dengan analisis regresi. Dalam analisis dilakukan terlebih dahulu uji validitas model (uji asumsi klasik) untuk mendapatkan model yang efisien dan tidak bias. Analisis regresi akan dilakukan dengan dua model yang sama persamaannya. Model 1 adalah model regresi dengan faktor dummy ukuran perusahaan berdasarkan kapitalisasi pasar dan model 2 menggunakan variabel dummy ukuran perusahaan berdasarkan nilai total aset perusahaan.

Model yang digunakan adalah :

$$R_t = a + b_1.RM_t + b_2.SML_t + e_t \quad \text{.....1)}$$

R_t : return bulanan portofolio periode t

RM_t : return bulanan portofolio pasar periode t

SML_t : selisih return bulanan portofolio saham kelompok ukuran kecil kurang portofolio saham kelompok ukuran besar (premi risiko)

e_t : kesalahan

a : intersep

$b_{1.2}$: Koefisien regresi

D. Definisi Operasional

1. Return portofolio (R_t) : merupakan variabel tingkat pengembalian bulanan dari portofolio, yang diukur dengan perbedaan harga penutupan saham di akhir bulan dan harga penutupan di awal bulan yang sama dibagi dengan harga penutupan di awal bulan. Harga saham yang digunakan telah disesuaikan terhadap kegiatan perusahaan (*corporate action*) seperti *stock split, right issue* dll.
2. Return pasar (RM_t) : merupakan variabel tingkat pengembalian bulanan dari portofolio pasar yang diwakili oleh Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Return ini diukur dengan perbedaan harga penutupan IHSG di akhir bulan dan harga penutupan di awal bulan yang sama dibagi dengan harga penutupan di awal bulan.
3. Selisih return portofolio (*SML*) : merupakan variabel dummy (kualitatif) yang dibentuk untuk membedakan dua kelompok portofolio (2 kategori) yaitu portofolio yang terdiri dari saham-saham perusahaan berukuran kecil (Indikator *SML* = 1) dan kelompok perusahaan yang berukuran besar (Indikator *SML* = 0).

BAB V

HASIL DAN PEMBAHASAN

A. Gambaran Umum LQ-45

Pasar modal di Indonesia belumlah berkembang seperti di negara maju. Bahkan kalau diperbandingkan dengan negara-negara di Asia, kita masih terbilang kecil. Bursa Efek Indonesia yang menjadi pasar modal di Indonesia dinilai sebagai *emerging market*, terhitung masih sangat kecil dimana data terakhir terdapat hanya 401 emiten yang listing dengan nilai kapitalisasi pasar sekitar Rp. 1.937 triliun atau USD 187 miliar (Sumber IDX, September 2009), yang nilainya hanya 0,3% dari kapitalisasi pasar bursa saham dunia yang USD 56,7 triliun. Bandingkan juga dengan kapitalisasi di Asia, kita juga bisa melihat nilai kapitalisasi pasar bursa saham Jepang yang mencapai USD 4,6 triliun atau 8% dari nilai kapitalisasi pasar dunia. Contoh lain adalah nilai kapitalisasi pasar bursa saham Malaysia yang telah mencapai USD 276, 7 miliar atau 0,49% dari kapitalisasi pasar bursa dunia.

Dari 400-an emiten di BEI, dikelompokan 45 emiten yang terdiri dari saham-saham perusahaan besar, bagus dan yang penting termasuk ke dalam kelompok saham yang mempunyai likuiditas transaksi tertinggi. Kelompok ini disebut dengan LQ-45. Penentuan saham-saham yang masuk dalam LQ-45 dilakukan dua kali dalam setahun yakni periode Februari sampai Juli dan Agustus sampai Januari.

Masuknya sebuah emiten ke dalam LQ-45 menjadi penilaian positif bagi emiten tersebut. Artinya investor percaya dengan emiten yang bersangkutan dan aktif memperdagangkan saham emiten tersebut. Dengan kata lain saham tersebut likuid yang artinya dapat dijadikan kas dalam waktu yang cepat. Sejalan dengan itu, dalam konteks pasar efiien, dengan asumsi sangat banyaknya pelaku pasar (investor) maka dapat dikatakan pembentukan harga merupakan proses persaingan pasar.

B. Pengujian Beda *Return*

Berdasarkan hasil pengolahan data yang sudah dilakukan maka dapat dilihat bahwa memang terjadi perbedaan rata-rata *return* portofolio baik pada pengelompokan berdasarkan kapitalisasi pasar maupun total aset. Namun hasil yang diperoleh bertolak belakang, seperti terlihat pada Tabel 2. Pada pasangan (*Pair 1*), pengelompokan portofolio dilakukan berdasarkan nilai kapitalisasi pasar (*market capitalization*). Rata-rata *return* bulanan untuk kelompok saham dengan kapitalisasi besar (LMCAP) bernilai 0,038742 dengan simpangan baku 0,0588525, sedangkan pada kelompok kecil (SMCAP) adalah 0,035 dengan simpangan baku 0,08378. Terjadi penurunan *return* pada saham-saham yang mempunyai kapitalisai pasar yang kecil. Hasil ini berbeda dengan hipotesis awal berkaitan dengan *size effect*, bahwa *return* saham berkapitalisasi kecil akan lebih tinggi dari kelompok saham berkapitalisasi besar. Rata-rata *return* SMCAP lebih rendah sebesar 0,003.

Tabel 2 Rata-rata *Return* Bulanan Portofolio Kelompok Kecil dan Besar dengan Pendekatan Kapitalisasi Pasar dan Total Aset

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	LMCAP	.038742	36	.0588525	.0098087
	SMCAP	.035142	36	.0837806	.0139634
Pair 2	LTASET	.028749	36	.0321554	.0053592
	STASET	.030245	36	.0385556	.0064259

Sedangkan jika saham dikelompokan ukurannya berdasarkan total aset yang terlihat pada pasangan 2 (*pair 2*) Tabel 2, rata-rata *return* portofolio yang terdiri dari saham-saham yang mempunyai total aset kecil lebih tinggi dari kelompok saham yang mempunyai total aset yang besar. Pada portofolio saham berukuran kecil (STASET) rata-rata *return* bulanan adalah 0,030245 dengan simpangan baku 0,0385556. *Return* ini lebih tinggi 0,001496 dari portofolio kelompok saham berukuran kecil (LTASET) yang bernilai 0,028749 dengan simpangan baku 0,0321554.

Walaupun terjadi perbedaan pada rata-rata return, terdapat kesamaan interpretasi berkaitan dengan nilai simpangan baku. Kelompok portofolio yang berukuran kecil, baik berdasarkan kapitalisasi pasar maupun total aset mempunyai kecenderungan nilai simpangan baku yang lebih besar. Jika pengelompokan portofolio dilakukan berdasarkan nilai kapitalisasi pasar, simpangan baku SMCAP 0,08378, lebih besar dibandingkan LMCAP yang hanya 0,0588525. Sedangkan jika dikelompokan berdasarkan total aset, simpangan baku STASET sebesar 0,0385556, yang juga lebih besar dibandingkan LTASET yang hanya 0,0321554.

Untuk menguji hasil yang diperoleh, maka dilakukan uji beda portofolio secara berpasangan dalam periode bulan yang sama. Setelah dilakukan pengujian terhadap rata-rata return bulanan portofolio selama 3 tahun, hasil ditampilkan dalam Tabel 3.

Tabel 3 Perbedaan Rata-rata *Return* Bulanan Portofolio Kelompok Kecil dan Besar Dengan Pendekatan Kapitalisasi Pasar dan Total Aset

		Paired Differences			T	Df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean			
Pair 1	LMCAP – SMCAP	.00360	.06294	.01049	.343	35	.734
Pair 2	LTASET – STASET	-.00149	.03042	.00507	-.295	35	.770

Pengelompokan saham untuk membentuk portofolio berdasarkan kapitalisasi pasar sejalan dengan tabel, menghasilkan perbedaan rata-rata return sebesar 0,0036 dengan portofolio yang dibentuk dari saham-saham yang berukuran besar mempunyai return yang lebih besar. Sedangkan sebaliknya pada portofolio yang dibentuk dari saham-saham yang mempunyai total aset yang kecil, menhasilkan rata-rata return yang lebih tinggi dengan perbedaan -0,00149.

Namun dari uji statistik t, terlihat bahwa sebenarnya perbedaan tersebut tidak signifikan. Nilai signifikansinya 0,734 untuk uji beda rata-rata return bulanan portofolio berdasarkan kapitalisasi pasar dan 0,770 untuk kelompok portofolio yang dibentuk berdasarkan total aset. Artinya dari sampel yang penelitian, tidak bisa ditarik kesimpulan

akan adanya perbedaan rata-rata *return* bulanan dari dua portofolio yang terdiri dari saham-saham berukuran kecil dengan saham berukuran besar.

C. Analisis Regresi

Untuk melihat hubungan antara return portofolio dengan nilai ukuran perusahaan maka digunakan model pasar yang disesuaikan dengan faktor *dummy* ukuran perusahaan sebagai berikut :

$$R_t = a + b_1.RM_t + b_2.SML_t + e_t$$

Sebagai langkah awal dilakukan uji variabel yang bertujuan untuk melihat apakah variabel yang digunakan telah memenuhi persyaratan uji regresi sehingga menghasilkan estimasi yang bersifat *Best Linier Unbiased Estimation* (BLUE) (Pindyck, 1998: 61). Uji variabel terdiri dari uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas dan uji otokorelasi.

1. Uji Multikolinearitas

Mulitikolinearitas merupakan kondisi dimana terdapatnya hubungan sempurna atau mendekati sempurna antara variabel-variabel bebas yang akan mengganggu perhitungan koeisien regresi. Kondisi ini berakibat fatal bagi model regresi karena akan menyebabkan bias pada parameter regresi. Secara teknis hubungan antar variabel ini akan umum terjadi pada persamaan regresi berganda, namun tidak membahayakan proses estimasi. Pengujian multikoliniearitas dilakukan dengan melihat nilai *Tolerance* dan VIF (*Variance Inflation Factor*) dengan rumus :

$$VIF = \frac{1}{1 - r_{12}^2} \qquad Tolerance = \frac{1}{VIF}$$

Jika nilai Toleransi kurang dari 0,1 atau nilai VIF melebihi 10 maka hal tersebut menunjukkan bahwa multikolinearitas adalah masalah yang pasti terjadi antar variabel bebas.

Tabel 4 Nilai Tolerance dan VIF Model Regresi Model 1 dan Model 2

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	(Constant)		
	Return Market	1.000	1.000
	Kelompok Portofolio	1.000	1.000
2	(Constant)		
	Return Market	1.000	1.000
	Kelompok Portofolio	1.000	1.000

Tabel 3 memperlihatkan nilai Tolerance dan VIF untuk model regresi yang diolah dengan SPSS versi 15. Model 1 dan model 2 memperlihatkan nilai Tolerance dan VIF sama dengan 1. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinearitas antara variabel bebas return pasar dan kelompok portofolio.

2. Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas merupakan kondisi dimana tidak konstannya varians residual disepanjang garis regresi. Kondisi ini tidak terlalu membahayakan dalam perhitungan regresi dengan OLS, tapi akan berakibat pada tidak efisiennya model regresi yang dihasilkan (lemahnya tingkat signifikansi). Pengujian heteroskedastisitas dengan metode grafik lazim dipergunakan meskipun menimbulkan bias, karena pengamatan antara satu peneliti dengan peneliti lain bisa menimbulkan perbedaan persepsi. Oleh karena itu, penggunaan uji statistik diharapkan menghilangkan unsur bias tersebut. Salah satu uji statistik yang lazim dipergunakan adalah uji Glejser (di samping uji yang lain, misalnya uji Park, atau uji White). Uji Glejser dilakukan dengan meregresikan variabel-variabel bebas terhadap nilai absolut residualnya (Gujarati, 2003). Sebagai pengertian dasar, residual adalah selisih antara nilai observasi dengan nilai prediksi, dan absolut adalah nilai mutlaknya.

Tabel 5 memperlihatkan hasil regresi uji Glejser residual absolut terhadap variabel bebas model regresi awal yaitu return pasar dan kelompok portofolio. Nilai

signifikansi yang lebih besar dari 0,05 merupakan indikasi bahwa pola data adalah homoskedastis. Dengan nilai probabilitas tersebut menunjukkan bahwa tidak ada alasan untuk menolak hipotesis nol yang menyatakan kondisi homoskedastisitas pada residual dengan tingkat signifikansi 5%.

Tabel 5 Tabel Regresi Uji Glejser Model 1 dan Model 2

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.028	.005		5.996	.000
	Return Market	-.053	.059	-.103	-.899	.372
	Kelompok Portofolio	.016	.009	.299	1.672	.051
2	(Constant)	.017	.003		6.340	.000
	Return Market	.007	.033	.026	.223	.824
	Kelompok Portofolio	.008	.006	.273	1.361	.071

a Dependent Variable: ABS_RES_1

3. Uji Otokorelasi

Nilai Durbin Watson (dW) dari persamaan yang terlihat di Tabel 6 adalah 1.768 untuk model 1 dan 1,435 untuk model 2. Sebagai persyaratan tidak terjadinya otokorelasi adalah nilai dW harus lebih besar dari d_U dan lebih kecil dari 4 - d_U. Sementara itu, untuk nilai n = 72 dan k = 2; diperoleh nilai d_L = 1,55 dan d_U = 1,67. Dengan demikian, 4 – d_L = 2,45 dan 4 – d_U = 2.33, sehingga kriteria (1,67) $d_U \leq d \leq 4 - d_U$ (2,33) terpenuhi. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi otokorelasi antar variabel.

Tabel 6 Model Summary SPSS Model 1 dan Model 2

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.786(a)	.617	.606	.0451278	1.768
2	.668(a)	.447	.431	.0266015	1.685

a Predictors: (Constant), Kelompok Portofolio, Return Market
b Dependent Variable: Return Portofolio

4. Uji Normalitas

Normalitas merupakan asumsi mendasar yang harus dipenuhi dalam analisis regresi dengan pendekatan *ordinary least square* (OLS). Kondisi ini berkaitan dengan normalnya distribusi frekuensi residual model. Pengujian dilakukan dengan uji Kolmogorov Smirnov terhadap residual. Dari pengujian terhadap 72 sampel, diperoleh nilai Z K-S hitung sebesar 0,507 dengan tingkat signifikansi 0,950 untuk model 1, dan untuk model 2 nilai Z K-S hitung 0,439 dengan signifikansi pada level 0,991. Dengan nilai signifikansi yang lebih besar dari 0,05 maka dapat disimpulkan bahwa asumsi normalitas pada model 1 dan model 2 sudah terpenuhi.

Tabel 7 ***One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test***

		Unstandardized Residual Model 1	Unstandardized Residual Model 2
N		72	72
Normal Parameters(a,b)	Mean	.0000000	.0000000
	Std. Deviation	.02622412	.04448767
Most Extreme Differences	Absolute	.051	.060
	Positive	.051	.059
	Negative	-.044	-.060
Kolmogorov-Smirnov Z		.507	.436
Asymp. Sig. (2-tailed)		.959	.991

a Test distribution is Normal.

b Calculated from data.

Keempat pengujian di atas memperlihatkan bahwa data yang digunakan sudah memenuhi persyaratan dalam uji regresi untuk mendapatkan hasil yang BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*).

5. Estimasi Model Regresi

Dengan menggunakan perangkat pengolahan statistik SPSS versi 15, hasil pengolahan model regresi dapat dilihat dalam Tabel 8 dan dapat diturunkan persamaan umum regresi berganda sebagai berikut :

Model 1 :

$$R_t = 0{,}007 + 1{,}074 * RM_t - 0{,}004 * SML_t \quad \text{.....2)}$$

$$(0{,}406) \quad (0{,}000) \qquad (0{,}736)$$

Model 2 :

$$R_t = 0{,}015 + 0{,}448 * RM_t + 0{,}001 * SML_t \quad \text{.....3)}$$

$$(0{,}002) \quad (0{,}000) \qquad (0{,}812)$$

Model 1 (Besaran ukuran perusahaan berdasarkan Kapitalisasi Pasar)

Pada model 1 yang merupakan model penyesuaian model CAPM terhadap nilai kapitalisasi pasar diperoleh konstanta bernilai 0,007 yang merupakan nilai return portofolio pada saat return pasar (RMt) nol dan kelompok portofolio saham berukuran besar (SMLt) dengan nilai nol. Koefisien variabel return pasar (RMt) didapatkan 1,074 yang artinya setiap kenaikan (penurunan) return pasar maka akan terjadi kenaikan (penurunan) return portofolio (Rt) sebesar 1,074.

Sedangkan untuk variabel SMLt merupakan variabel *dummy* dengan nilai koefisien sebesar -0,004 yang artinya bahwa perbedaan return antara porotofolio saham berukuran kecil dengan perusahaan besar adalah -0,004. Persamaan 2) dapat dijelaskan menjadi 2 bentuk berdasarkan ukuran portofolio yaitu :

Kategori perusahaan besar, SMLt = 0 :

$$R_t = 0{,}007 + 1{,}074 * RM_t - 0{,}004 * 0$$

$$R_t = 0{,}007 + 1{,}074 * RM_t \quad \text{.....4)}$$

Kategori perusahaan besar, SMLt = 1 :

$$R_t = 0{,}007 + 1{,}074 * RM_t - 0{,}004 * 1$$

$$R_t = 0{,}003 + 1{,}074 * RM_t \quad \text{.....5)}$$

Setelah dilakukan penyesuaian maka didapatkan bahwa nilai konstanta berbeda untuk kedua kelompok ukuran perusahaan. Persamaa 4) nilai konstanta tetap 0,007 sedangkan untuk kelompok portofolio ukuran kecil sesuai persamaan 5) mempunyai nilai konstanta 0,003, lebih rendah 0,004 sesuai koefisien SMLt.

Model 2 (Besaran ukuran perusahaan berdasarkan Total Aset)

Pada model 2 diperoleh konstanta bernilai 0,015 yang merupakan nilai return portofolio pada saat return pasar (RMt) nol dan kelompok portofolio saham berukuran besar (SMLt) dengan nilai nol. Koefisien variabel return pasar (RMt) didapatkan 0,448 yang artinya setiap kenaikan (penurunan) return pasar maka akan terjadi kenaikan (penurunan) return portofolio (Rt) sebesar 0,448.

Sedangkan untuk variabel SMLt merupakan variabel *dummy* dengan nilai koefisien sebesar 0,001 yang artinya bahwa perbedaan return antara porotofolio saham berukuran kecil dengan perusahaan besar adalah 0,001. Persamaan 3) tersebut dapat dijelaskan menjadi 2 bentuk berdasarkan ukuran portofolio yaitu :

Kategori perusahaan besar, SMLt = 0 :

$$R_t = 0{,}015 + 0{,}448 * RM_t + 0{,}001 * 0$$

$$\mathbf{R_t = 0{,}015 + 0{,}448 * RM_t} \quad \ldots\ldots 6)$$

Kategori perusahaan besar, SMLt = 1 :

$$R_t = 0{,}015 + 0{,}448 * RM_t + 0{,}001 * 1$$

$$\mathbf{R_t = 0{,}016 + 0{,}448 * RM_t} \quad \ldots\ldots 7)$$

Setelah dilakukan penyesuaian maka didapatkan bahwa nilai konstanta juga berbeda untuk kedua kelompok ukuran perusahaan. Persamaa 4) nilai konstanta tetap 0,015 sedangkan untuk kelompok portofolio ukuran kecil sesuai persamaan 7) mempunyai nilai konstanta 0,016, lebih tinggi 0,001 sesuai koefisien SMLt.

Persamaan di atas akan diuji validitas dan akurasi variabel bebasnya dalam menjelaskan return portofolio dalam kelompok ukuran perusahaan. Beberapa uji tersebut adalah *Goodness of Fit* (R^2), uji F dan uji t.

a. Uji *Goodness of Fit* (R^2) dan Uji F

Dengan nilai *R-squared* 0,617 dan 0,447 dalam Tabel 6 berarti 61,7% variasi variabel terikat yang dapat diterangkan oleh variabel bebas untuk model 1 dan 44,7%

variasi variabel terikat yang dapat diterangkan oleh variabel bebas untuk model 2. Masih banyak variabel lain yang mempengaruhi *return* portofolio yang belum dimasukan ke dalam model.

Tabel 8 Koefisien Regresi dan Tingkat Signifikansi Model 1 dan Model 2

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.007	.008		.835	.406
	Return Market	1.074	.102	.785	10.543	.000
	Kelompok Portofolio	-.004	.011	-.025	-.338	.736
2	(Constant)	.015	.005		3.224	.002
	Return Market	.448	.060	.668	7.461	.000
	Kelompok Portofolio	.001	.006	.021	.239	.812

a Dependent Variable: Return Portofolio

Walaupun demikian, model secara keseluruhan dapat diterima karena mempunyai nilai F hitung yang sangat besar 55,637 untuk model 1 dan 27, 861 untuk model 2 dengan nilai signifikansi kedua model 0,000 seperti dalam Tabel 8. Nilai probabilitas tersebut lebih rendah dari taraf signifikan 5%. Dapat disimpulkan bahwa model dengan keseluruhan variabel bebasnya secara simultan, dapat digunakan untuk menjelaskan variasi return portofolio.

Tabel 9 ANOVA SPSS Model 1 dan Model 2

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.227	2	.113	55.637	.000(a)
	Residual	.141	69	.002		
	Total	.367	71			
2	Regression	.039	2	.020	27.861	.000(a)
	Residual	.049	69	.001		
	Total	.088	71			

a Predictors: (Constant), Kelompok Portofolio, Return Market
b Dependent Variable: Return Portofolio

b. Uji Statistik t

Pengujian ini bertujuan untuk melihat variabel bebas mana yang mempunyai pengaruh secara parsial terhadap variabel terikat dan sekaligus merupakan pengujian

hipotesis. Dengan melihat nilai probabilitas koefisien setiap variabel bebas pada Tabel 7, dapat disimpulkan bahwa hanya variabel return pasar yang mempunyai pengaruh tambahan yang signifikan secara statistik terhadap variabel return portofolio.

Pada model 1, variabel return pasar mempunyai koefisien regresi sebesar 1,074 dan signifikan pada tingkat 0,000. Sedangkan variabel kelompok portofolio mempunyai koefisien sebesar -0,004 dan tidak berpengaruh secara signifikan baik pada tingkat 0,05 maupun 0,10. Hal ini berarti bahwa tidak ada perbedaan return antara kelompok portofolio. Portofolio saham-saham yang mempunyai kapitalisasi lebih kecil tidak mempunyai return yang lebih tinggi dari return portofolio saham berkapitalisasi lebih besar sesuai dengan fenomena *size effect.*

Model 2 memperlihatkan hasil yang sama bahwa hanya variabel return pasar yang secara signifikan mempunyai pegaruh tambahan terhadap return protofolio dengan koefisien 0,448 dan tingkat signifikansi 0,000. Sedangkan variabel kelompok portofolio tidak berpengaruh secara signifikan baik pada level 0,05 maupun 0,10. Artinya bahwa return portofolio yang terdiri dari kelompok saham yang mempunyai total aset yang lebih kecil tidak lebih tinggi dari return portofolio saham-saham yang mempunyai total aset yang lebih besar.

D. Pembahasan

Dalam penelitian ini digunakan dua pendekatan dalam penentuan ukuran perusahaan yaitu berdasarkan kapitalisasi pasar dan nilai total aset. Kedua pendekatan ini memperlihatkan hasil estimasi yang berbeda dan tidak dapat mendukung hipotesis secara signifikan. Pengujian terhadap beda return yang dilakukan terhadap dua kelompok portofolio yang disusun berdasarkan kapitalisasi pasar menunjukkan hasil yang berbeda dengan hipotesis *size effect* dimana return saham dari perusahaan kecil justru lebih rendah dibandingkan dengan return saham perusahaan yang berukuran

besar dengan rata-rata 0,0036. Uji beda ini tidak signifikan dengan nilai signifikan 0,734 yang lebih besar dari 0,05. Hasil ini sejalan dengan persamaan regresi yang sudah diestimasi dengan nilai koefisien sebesar -0,004 (pembulatan dari -0,0036) dengan tingkat signifikansi 0,736. Walaupun tidak signifikan namun secara rata-rata return saham-saham perusahaan yang berukuran kecil lebih rendah dibandingkan kelompok perusahaan besar sebesar 0,4%.

Penggunaan pendekatan ukuran perusahaan berdasarkan kapitalisasi pasar ini memperlihatkan hasil yang bertolak belakang dengan Banz (1981), Fama dan French (1993, 1995, 1996), dan Xu (2002) yang menemukan anomali *size effect*. Perbedaan ini diperkirakan karena memang karakter pasar modal Indonesia yang berbeda. Dalam kelompok sampel ini, perbedaan return tidak berbeda dengan nol. Secara teori hasil ini secara tidak langsung memperlihatkan bahwa penelitian ini tidak bisa membuktikan hipotesis pasar yang tidak efisien dalam bentuk lemah melalui pengujian hubungan return dengan karakteristik perusahaan, dalam hal ini ukuran perusahaan.

Secara teknis perbedaan ini juga disebabkan perbedaan metode analisis yang digunakan, terutama sekali berkaitan dengan pemilihan sampel, dan teknik pembentukan portofolio serta penyesuaian portofolio. Dalam penelitian ini sampel dipilih dalam kelompok saham-saham terlikuid (LQ-45) dan dikelompokan menjadi dua kelompok berdasarkan ukuran perusahaan. Sedangkan pada Fama dan French (1993, 1995, 1996) dan lainnya, pemilihan portofolio menggunakan populasi secara keseluruhan. Kemudian semua saham diurutkan berdasarkan ukuran perusahaan dan dikelompokan menjadi 5 kelompok. Sampel yang diambil untuk diuji adalah kelompok 20% saham-saham berukuran lebih kecil dengan kelompok 20% saham-saham berukuran lebih besar. Sehingga kelompok portofolio memang berbeda secara ekstrim.

Pendekatan kedua yang dilakukan dalam penentuan ukuran perusahaan berdasarkan total aset juga tidak bisa mendukung hipotesis secara signifikan. Walaupun

demikian berbeda dengan pendekatan yang pertama, estimasi yang diperoleh baik dari uji beda dan analisis regresi memperlihatkan arah yang konsisten dengan hipotesis *size effect* yang sudah ditemukan. Portofolio saham-saham perusahaan kecil memberikan return yang lebih tinggi dibandingkan saham-saham berukuran besar. Perbedaan itu sebesar 0,001. Artinya return portofolio dalam kelompok perusahaan kecil lebih tinggi 0,1%. Namun perbedaan ini tidak signifikan, dengan tingkat signifikansi sebesar 0,812 yang lebih besar dari 0,05.

Jadi dari hasil yang diperoleh, kedua pendekatan menghasilkan kesimpulan yang berbeda. Pendekatan nilai pasar yang menggunakan nilai kapitalisasi pasar dan pendekatan akuntansi yang mengukur perusahaan dengan total aset, pada kelompok saham-saham LQ-45 tahun 2005-2007 tidak memperlihatkan hasil yang konsisten dan tidak dapat membuktikan hipotesis *size effect* di Bursa Efek Indonesia secara signifikan.

Namun ada hal menarik yang terlihat dalam pengujian perbedaan return kedua kelompok portofolio. Dari nilai simpangan baku, portofolio kelompok perusahaan kecil mempunyai nilai simpangan baku yang lebih tinggi artinya fluktuasi harganya sangat besar. Portofolio saham-saham sampel yang berkapitalisasi kecil mempunyai simpangan baku sebesar 0,083 lebih tinggi dari portofolio saham berkapitalisasi besar yang hanya sebesar 0,058. Hasil tersebut dapat dikatakan bahwa portofolio dari kelompok saham berukuran kecil mempunyai risiko yang lebih besar.

Hasil ini juga terlihat pada pendekatan kedua dimana perusahaan diukur berdasarkan total aset. Portofolio yang disusun dari saham-saham perusahaan yang mempunyai total aset kecil juga memperlihatkan nilai simpangan baku yang yang lebih besar juga.

Nilai simpangan baku dalam pendekatan Markowitz merupakan proksi bagi risiko, berkaitan dengan ketidakpastian *return* portofolio di masa datang. Risiko sebuah portofolio seharusnya sejalan dengan *return* yang akan diberikan. Portofolio yang

mempunyai risiko yang tinggi juga akan memberikan *return* yang tinggi (*high risk high return*). Sedangkan dalam penelitian ini, tingginya risiko yang tinggi tidak sejalan dengan tingkat pengembalian yang tinggi pula. Berdasarkan pendapat Kausenidis (2005), peneliti menilai bahwa tidak konsistennya return dengan risiko ini bisa disebabkan oleh penyesuaian yang harus dilakukan. Selain penyesuaian yang dilakukan seperti Fama dan French (1996), maka juga harus disesuaikan terhadap *market timing* artinya harus diperhatikan juga variabel arah pergerakan pasar di saat terjadinya trend kenaikan harga dan penurunan harga dalam periode observasi.

Dengan demikian penelitian ini tidak dapat membuktikan hipotesis yang telah dijelaskan di atas berkaitan dengan anomali size effect yang terjadi di Bursa Efek Indonesia tahun 2005-2007.

BAB VI

KESIMPULAN DAN SARAN

A. Kesimpulan

Berdasarkan analisis *return* portofolio yang termasuk ke dalam kelompok LQ-45 di Bursa Efek Indonesia tahun 2005-2007, dapat disimpulkan bahwa :

1. Dari data yang digunakan dalam penelitian ini, return portofolio saham-saham perusahaan yang berukuran kecil tidak berbeda dengan return porotofolio saham-saham perusahaan besar. Artinya bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh pada return portofolio saham perusahaan tersebut. Hasil pengujian ini memberikan bukti secara empiris bahwa anomali *size effect* tidak terjadi di Bursa Efek Indonesia tahun 2005-2007. Dengan tidak dapat dibuktikannya anomali return yang berkaitan dengan karakteristik besarnya perusahaan ini, dapat dikatakan bahwa kita tidak dapat menyimpulkan bahwa pasar modal Indonesia tidak efisien dalam bentuk lemah.
2. Pemilihan portofolio berdasarkan dua pendekatan yang berbeda yaitu pendekatan nilai pasar yang menggunakan nilai kapitalisasi pasar dan pendekatan akuntansi yang mengukur perusahaan dengan total aset, pada kelompok saham-saham LQ-45 tahun 2005-2007 tidak dapat membuktikan hipotesis bahwa return portofolio saham-saham perusahaan kecil lebih tinggi dari return portofolio saham-saham perusahaan berukuran besar secara signifikan. Artinya kedua pendektan tidak dapat membuktikan secara empiris anomali *size effect* di Bursa Efek Indonesia secara signifikan. Kedua pendekatan juga menghasilkan estimasi yang berbeda. Pengelompokan saham berdasarkan nilai kapitalisasi memberikan estimasi yang bertolak belakang dengan anomali *size effect*. Return portofolio berkorelasi positif dengan ukuran perusahaan. Sedangkan dengan pendekatan pengelompokan berdasarkan nilai total aset memperlihatkan hasil yang sejalan dengan anomali *size*

effect, dimana portofolio kelompok saham-saham perusahaan berukuran kecil memberikan return yang lebih tinggi dari kelompok saham-saham berukuran besar.

B. Saran

Dalam penelitian ini, masih banyak penyempurnaan yang dapat dilakukan untuk menemukan kesimpulan yang lebih spesifik dan lebih kuat. Beberapa hal yang peneliti catat dapat dijadikan penyempurnaan penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Mengingat banyaknya keterbatasan, maka data yang digunakan masih sedikit maka untuk penelitian selanjutnya dapat menggunakan total populasi sebagai dasar pemilihan portofolio. Populasi saham-saham di BEI diurutkan dan dikelompokan berdasarkan ukuran perusahaan menjadi lima portofolio dari yang terkecil samapi terbesar. Kemudian kelompok sampel yang dipilih adalah 20% terkecil untuk mewakili kelompok portofolio yang berukuran lebih kecil dan 20% terbesar sebagai portofolio saham-saham berukuran lebih besar.
2. Dalam pengolahan data, bisa dilakukan proses penyesuaian dan penyusunan portofolio setiap bulan atau setiap enam bulan tergantung dari pendekatan strategi transaksi yang dipilih sebagai acuan analisis.
3. Sesuai dengan hasil yang diperoleh di atas bahwa portofolio saham-saham berukuran kecil mempunyai risiko yang lebih besar, maka untuk penyempurnaan analisis dalam pengolahan data perlu dipertimbangkan untuk memasukan strategi *market timing*. Periode analisis perlu dipisahkan berdasarkan tren pergerakan harga pasar, yaitu tren naik dan turun yang diperlihatkan dengan IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan).
4. Untuk memperbesar jumlah sampel, perlu juga dipertimbangkan untuk menggunakan periode pengamatan yang lebih panjang.

DAFTAR PUSTAKA

Asnawi, Said K., dan Wijaya, Chandra. 2005. *Riset Keuangan; Pengujian-Pengujian Empiris*. Jakarta: Gramedia Pustaka Utama.

Banz, Rolf W. 1981. The Relationship between Return and Market Value of Common Stock. *Journal of Financial Economics*. March 1981, pp.3-18.

Basu, Sanjoy. 1977. Investment Performance of Common Stocks in Relation to their Price-Earnings Ratios: A Test of Efficient Market Hypothesis. *Journal of Finance*, vol.32, pp.663-682.

Bodie, Zvi; Kane, Alex and Marcus, Alan J. 2009 *Investments*, Eghth edition. New Yorl: McGraw-Hill.

Cook, Thomas J. and Rozeff Michael. 2004. Size and Earnings/Price Ratio Anomalies: One Effect or Two?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, pp.449-466.

Darmadji, Tjiptono dan Fakhruddin, Hendy M. 2001. *Pasar Modal Indonesia, Pendekatan Tanya Jawab*. Edisi pertama. Jakarta: Salemba Empat.

DeBondt, W. and Thaler, Richard. 1985. Does the Stock Market Overreact ? *Journal of Finance* 40. Hal.793-808.

Easton, P.D., and G.A. Sommers. 2000. "Scale and scale effects in market-based accountingresearch". *Working Paper*. The Ohio State University.

Elton, Edwin J. and Gruber, Martin J. 1995. *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. Fifth edition. John Willey & Sons.

Fama, E. and French K. 1995. Size and Book to Market Factors in Earnings and Returns".*Journal of Finance* 50. pp.131-155.

Fama, Eugene and French Kenneth R. 1996. Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies. *Journal of Finance* 51, Hal.55-84.

Hauhen, Robert A. 1996. *Modern Investment Theory*. Second edition. New Jersey: Prentice Hall.

Ibbotson, Roger G. 1975. Price Performance of Common Stock New Issues. *Journal of Finance* 2. Hal.235-272.

Kausenidis, Dimitrios V. 2005. Earnings - Returns Relation in Greece: Some Evidence on the Size Effect and on the Life-Cycle Hypothesis. *Managerial Finance*,

Volume 31. Issue 2, pp.24-54.

Miller, Edward M. 1977. Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion, *Journal of Finance*, Vol.32. No.4, Hal.1151-1168.

Pedhazur,E.J.1997. *Multiple regression in behavioral research.* Wadsworth: Thomson Learning.

Reilly, Frank K. and Brown, Keith C. 2000. *Investment Analysis and Portfolio Management.* Sixth edition. Orlando : The Dryden Press, Harcourt College Publ.

Rodoni, Ahmad and Yong, Othman. 2002. *Analisa Investasi & Teori Portofolio.* Cetakan pertama. Jakarta: Murai Kencana.

Stattman, D. 1980. Book Values and Stock Returns. *The Chicago MBA - A Journal of Selected Papers.* 4, pp.25-45.

Tandelilin, Eduardus. 2001. *Analisa Investasi & Manajemen Portofolio.* Edisi pertama. Yogyakarta : BPFE.

Tsay, Ruey S. 2005. *Analysis of Financial Time Series.* Second edition. New Jersey: John Willey & Sons.

Xu, J. 2002. The Size Effect of the Stock Returns in the Chinese Market. *SSRN Working Paper*, China: Peking University.

LAMPIRAN 1

Kelompok Saham (Emiten) Sampel Tahun 2005-2207

No.	Kategori	EMITEN 2005	Kapitalisasi (Rp. Jutaan)	EMITEN 2006	Kapitalisasi (Rp. Jutaan)	EMITEN 2007	Kapitalisasi (Rp. Jutaan)
1	Kecil	ELTY	441,000	MLPL	505,377	GJTL	1,900,800
2	Kecil	RMBA	875,306	ADMG	719,498	ADHI	1,981,452
3	Kecil	UNSP	955,710	TINS	875,745	EPMT	2,052,000
4	Kecil	PLAS	982,886	JIHD	936,069	CTRS	2,335,061
5	Kecil	TINS	1,107,264	BRPT	1,020,809	APOL	2,428,869
6	Kecil	JIHD	1,254,525	PLAS	1,053,938	KIJA	2,962,888
7	Kecil	CTRS	1,355,522	CTRS	1,187,319	UNSP	3,543,120
8	Kecil	ADHI	1,495,096	ADHI	1,188,871	SULI	3,914,551
9	Kecil	EPMT	1,618,800	CMNP	1,200,000	TSPC	4,455,000
10	Kecil	KIJA	1,722,609	GJTL	1,647,360	BRPT	4,868,475
11	Kecil	BRPT	1,806,047	KIJA	1,791,513	CMNP	5,150,000
12	Kecil	CMNP	1,840,000	APOL	1,904,114	APEX	5,725,939
13	Kecil	ADMG	1,866,806	MPPA	2,029,496	CTRA	5,789,194
14	Kecil	SMRA	1,929,735	UNSP	2,074,500	TINS	6,115,119
15	Kecil	LSIP	2,382,124	SMRA	2,301,630	INKP	6,182,211
16	Kecil	GJTL	2,502,720	TKIM	3,105,508	ELTY	6,468,000
17	Kecil	BNBR	3,236,433	BTEL	3,286,392	LSIP	7,118,990
18	Kecil	PTBA	3,574,653	LSIP	3,805,922	SMCB	7,279,755
19	Kecil	BLTA	3,699,376	BNBR	4,045,542	BTEL	7,714,754
20	Kecil	TKIM	3,739,966	SMCB	4,291,224	BNBR	7,956,232
21	Besar	SMCB	4,367,853	INKP	4,814,465	BLTA	8,523,231
22	Besar	ANTM	4,578,461	LPKR	5,044,981	ENRG	11,520,651
23	Besar	AALI	6,259,611	BLTA	7,192,600	MEDC	12,996,561
24	Besar	RALS	6,300,000	PTBA	7,258,015	KLBF	14,116,860
25	Besar	KLBF	7,147,008	INDF	8,310,886	BMTR	14,845,572
26	Besar	INKP	7,385,827	ANTM	8,823,075	PTBA	15,092,064
27	Besar	ENRG	7,972,814	ENRG	9,360,529	INDF	19,124,483
28	Besar	INDF	10,388,608	AALI	10,235,843	TRUB	19,192,760
29	Besar	UNTR	10,618,746	MEDC	12,413,382	GGRM	21,453,581
30	Besar	MEDC	12,580,004	KLBF	12,695,018	AALI	21,652,744
31	Besar	INTP	12,700,249	BUMI	14,941,080	INTP	23,007,698
32	Besar	PGAS	12,851,824	UNTR	15,398,689	UNTR	23,525,775
33	Besar	INCO	14,059,919	INTP	15,461,173	ANTM	23,941,534
34	Besar	BUMI	16,105,320	GGRM	18,278,836	ISAT	35,320,568
35	Besar	GGRM	24,339,713	INCO	19,425,542	PGAS	42,901,921
36	Besar	ISAT	29,120,427	ISAT	23,090,643	BUMI	44,144,100
37	Besar	UNVR	31,092,250	UNVR	31,473,750	UNVR	51,121,000
38	Besar	HMSP	36,817,200	ASII	39,471,464	INCO	55,146,680
39	Besar	ASII	51,414,112	PGAS	50,972,291	ASII	68,417,205
40	Besar	TLKM	100,799,996	TLKM	148,175,995	TLKM	225,791,992

LAMPIRAN 2

Print Out SPSS Uji Beda Portofolio Saham-Saham Berukuran Kecil (S) dengan Besar (L)

T-Test

Paired Samples Statistics

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	LMCAP	.038742	36	.0588525	.0098087
	SMCAP	.035142	36	.0837806	.0139634
Pair 2	LTASET	.028749	36	.0321554	.0053592
	STASET	.030245	36	.0385556	.0064259

Paired Samples Correlations

		N	Correlation	Sig.
Pair 1	LMCAP & SMCAP	36	.661	.000
Pair 2	LTASET & STASET	36	.643	.000

Paired Samples Test

		Paired Differences				
					95% Confidence Interval of the Difference	
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	Lower	Upper
Pair 1	LMCAP - SMCAP	.0036000	.0629481	.0104913	-.0176986	.0248986
Pair 2	LTASET - STASET	-.0014961	.0304205	.0050701	-.0117889	.0087967

t	df	Sig. (2-tailed)
.343	35	.734
-.295	35	.770

LAMPIRAN 3

Print Out SPSS Analisis Regresi dan Uji Asumsi Model 1 (Ukuran Kapitalisasi Pasar)

Regression

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
Return Portofolio	.036942	.0719087	72
Return Market	.029753	.0525530	72
Kelompok Portofolio	.50	.504	72

Variables Entered/Removed(b)

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Kelompok Portofolio, Return Market(a)	.	Enter

a All requested variables entered.
b Dependent Variable: Return Portofolio

Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.786(a)	.617	.606	.0451278	1.768

a Predictors: (Constant), Kelompok Portofolio, Return Market
b Dependent Variable: Return Portofolio

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.227	2	.113	55.637	.000(a)
	Residual	.141	69	.002		
	Total	.367	71			

a Predictors: (Constant), Kelompok Portofolio, Return Market
b Dependent Variable: Return Portofolio

Coefficients(a)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	.007	.008		.835	.406		
Return Market	1.074	.102	.785	10.543	.000	1.000	1.000
Kelompok Portofolio	-.004	.011	-.025	-.338	.736	1.000	1.000

a Dependent Variable: Return Portofolio

NPar Tests

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		72
Normal Parameters(a,b)	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.04448767
Most Extreme Differences	Absolute	.060
	Positive	.059
	Negative	-.060
Kolmogorov-Smirnov Z		.507
Asymp. Sig. (2-tailed)		.959

a Test distribution is Normal.
b Calculated from data.

Nonparametric Correlations

Correlations

			Unstandardized Residual	Return Market	Kelompok Portofolio
Spearman's rho	Unstandardized Residual	Correlation Coefficient	1.000	-.095	-.043
		Sig. (2-tailed)		.428	.721
		N	72	72	72
	Return Market	Correlation Coefficient	-.095	1.000	.000
		Sig. (2-tailed)	.428		1.000
		N	72	72	72
	Kelompok Portofolio	Correlation Coefficient	-.043	.000	1.000
		Sig. (2-tailed)	.721	1.000	
		N	72	72	72

Regression

Variables Entered/Removed(b)

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Kelompok Portofolio, Return Market(a)	.	Enter

a All requested variables entered.
b Dependent Variable: ABS_RES_1

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.317(a)	.100	.074	.0262914

a Predictors: (Constant), Kelompok Portofolio, Return Market

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.005	2	.003	3.841	.026(a)
	Residual	.048	69	.001		
	Total	.053	71			

a Predictors: (Constant) Kelompok Portofolio, Return Market
b Dependent Variable: ABS_RES_1

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta	B	Std. Error
1	(Constant)	.028	.005		5.996	.000
	Return Market	-.053	.059	-.103	-.899	.372
	Kelompok Portofolio	.016	.009	.299	1.672	.051

a Dependent Variable: ABS_RES_1

LAMPIRAN 4

Print Out SPSS Analisis Regresi dan Uji Asumsi Model 2 (Ukuran Total Aset)

Regression

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
Return Portofolio	.029497	.0352572	72
Return Market	.029755	.0525556	72
Kelompok Portofolio	.50	.504	72

Variables Entered/Removed(b)

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Kelompok Portofolio, Return Market(a)		Enter

a All requested variables entered.
b Dependent Variable: Return Portofolio

Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.668(a)	.447	.431	.0266015	1.685

a Predictors: (Constant), Kelompok Portofolio, Return Market
b Dependent Variable: Return Portofolio

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.039	2	.020	27.861	.000(a)
	Residual	.049	69	.001		
	Total	.088	71			

a Predictors: (Constant), Kelompok Portofolio, Return Market
b Dependent Variable: Return Portofolio

Coefficients(a)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	.015	.005		3.224	.002		
Return Market	.448	.060	.668	7.461	.000	1.000	1.000
Kelompok Portofolio	.001	.006	.021	.239	.812	1.000	1.000

a Dependent Variable: Return Portofolio

NPar Tests

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		72
Normal Parameters(a,b)	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.02622412
Most Extreme Differences	Absolute	.051
	Positive	.051
	Negative	-.044
Kolmogorov-Smirnov Z		.436
Asymp. Sig. (2-tailed)		.991

a Test distribution is Normal.
b Calculated from data.

Nonparametric Correlations

Correlations

			Unstandardized Residual	Return Market	Kelompok Portofolio
Spearman's rho	Unstandardized Residual	Correlation Coefficient	1.000	.088	.016
		Sig. (2-tailed)		.464	.894
		N	72	72	72
	Return Market	Correlation Coefficient	.088	1.000	.000
		Sig. (2-tailed)	.464		1.000
		N	72	72	72
	Kelompok Portofolio	Correlation Coefficient	.016	.000	1.000
		Sig. (2-tailed)	.894	1.000	
		N	72	72	72

Regression

Variables Entered/Removed(b)

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Kelompok Portofolio, Return Market(a)	.	Enter

a All requested variables entered.
b Dependent Variable: ABS_RES_1

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.275(a)	.075	.049	.0148176

a Predictors: (Constant), Kelompok Portofolio, Return Market

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.001	2	.001	2.812	.067(a)
	Residual	.015	69	.000		
	Total	.016	71			

a Predictors: (Constant), Kelompok Portofolio, Return Market
b Dependent Variable: ABS_RES_1

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta	B	Std. Error
1	(Constant)	.017	.003		6.340	.000
	Return Market	.007	.033	.026	.223	.824
	Kelompok Portofolio	.008	.006	.273	1.361	.071

a Dependent Variable: ABS_RES_1

LAMPIRAN 5

DAFTAR RIWAYAT HIDUP PENELITI

MILIK PERPUSTAKAAN
UNIV. NEGERI PADANG

Nama Lengkap		: Ramel Yanuarta RE, SE, MSM
Tempat/Tgl.Lahir		: Padang/ 3 Januari 1972
Jenis Kelamin		: Laki-Laki
Alamat		: Komplek Palimo Residence A.6, Jl. Sungai Balang, Pauh Padang
Institusi		: Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Padang
Displin Ilmu		: Manajemen Keuangan, Manajemen Investasi dan Teknik Proyeksi Bisnis
Pendidikan	S2	: Pasca Sarjana Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia (Manajemen Keuangan)
	S1	: Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia (Manajemen)

Seminar/Pelatihan :

1. Pelatihan Teknik Pemodelan Bisnis dengan Excel dan VBA (Peserta); Laboratorium Studi Manajemen, Dept. Manajemen Fak. Ekonomi Universitas Indonesia; 22-23 Mei 2008.
2. Seminar dan Pelatihan Pasar Modal (Pembicara); Fak. Ekonomi Universitas Bung Hatta; 4 Desember 2006
3. *Securities Investment Training & Education* (Peserta); Fak. Ekonomi Universitas Indonesia, 23-25 April 2002

Artikel/Penelitian :

1. Pengembangan Standar Mutu Program Studi Pendidikan Ekonomi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang, 2008, Penelitian I'M HERE, FEUNP.
2. Fenomena *Underperform* pada Saham-Saham IPO di BEJ, 2007, Jurnal Economac Vol.7 No.2, FEUNP.
3. Analisis Return Jangka Panjang Saham-Saham Initial Public Offering (IPO) Tahun 1999-2001 di Bursa Efek Jakarta", 2005, FEUI. Thesis.
4. Manajemen Saat-Saat Kebenaran; Penerapan Sistem Pelayanan Zona untuk Memperbaiki Saat-Saat Kebenaran Yang Tidak Optimal di PT. SAP – Perusahaan Jasa Service Central AC",2000, FEUI.