



Munich Personal RePEc Archive

Market Performance and Accounting Information as the Reference of Stocks Portfolio Formation in Indonesia Stock Exchange

Pasaribu, Rowland Bismark Fernando

ABFI Institute Perbanas Jakarta

November 2009

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/36982/>

MPRA Paper No. 36982, posted 28 Feb 2012 05:38 UTC

VOL. 3, NO. 3, NOPEMBER 2009

ISSN: 1978 - 3116

JURNAL

EKONOMI & BISNIS

JEB

PENGARUH PENERAPAN *TOTAL QUALITY MANAGEMENT* DAN *JUST IN TIME* TERHADAP KINERJA OPERASIONAL DAN KEUNGGULAN KOMPETITIF

Agung Utama dan Fahmy Radhi

ASPEK KESEIMBANGAN PASAR PADA FENOMENA KENAIKAN TIKET ANGKUTAN UMUM KERETA API PADA MASA LEBARAN TAHUN 2009

Rudy Badrudin dan Ina Hamsinah

MODEL PENGEMBANGAN DAN PENINGKATAN PENDAPATAN *HOME INDUSTRY* SEPATU/SANDAL MELALUI PENINGKATAN MODAL, KETERAMPILAN, DAN PERLUASAN PASAR DI KEMASAN KRIAN SIDOARJO

Didin Fatihudin, Noto Adam, Misrin Hariyadi, dan Iis Holisin

PENGARUH DEFISIT ANGGARAN PEMERINTAH TERHADAP PERTUMBUHAN EKONOMI INDONESIA

Algifari

KINERJA PASAR DAN INFORMASI AKUNTANSI SEBAGAI PEMBENTUK PORTOFOLIO SAHAM

Rowland Bismark Fernando Pasaribu

FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI TINGKAT KEPUASAN NASABAH DALAM PENGGUNAAN *AUTOMATIC TELLER MACHINE (ATM)* BERSAMA PADA PT BANK TABUNGAN NEGARA (PERSERO), TBK SURABAYA

Lya Dwi Astutik dan Nur Fadrijh Asyik



Rp7.500,-

JEB	VOL. 3	NO. 3	Hal 167-237	November 2009	ISSN: 1978 - 3116
-----	--------	-------	-------------	---------------	-------------------

DAFTAR ISI

**PENGARUH PENERAPAN *TOTAL QUALITY MANAGEMENT* DAN *JUST IN TIME*
TERHADAP KINERJA OPERASIONAL DAN KEUNGGULAN KOMPETITIF**

Agung Utama
Fahmy Radhi
167-174

**ASPEK KESEIMBANGAN PASAR PADA FENOMENA KENAIKAN TIKET ANGKUTAN UMUM
KERETA API PADA MASA LEBARAN TAHUN 2009**

Rudy Badrudin
Ina Hamsinah
175-185

**MODEL PENGEMBANGAN DAN PENINGKATAN PENDAPATAN *HOME INDUSTRY* SEPATU/SANDAL
MELALUI PENINGKATAN MODAL, KETERAMPILAN, DAN PERLUASAN PASAR
DI KEMASAN KRIAN SIDOARJO**

Didin Fatihudin
Noto Adam, Misrin Hariyadi, dan Iis Holisin
187-191

PENGARUH DEFISIT ANGGARAN PEMERINTAH TERHADAP PERTUMBUHAN EKONOMI INDONESIA

Algifari
193-201

KINERJA PASAR DAN INFORMASI AKUNTANSI SEBAGAI PEMBENTUK PORTOFOLIO SAHAM

Rowland Bismark Fernando Pasaribu
203-223

**FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI TINGKAT KEPUASAN NASABAH DALAM PENGGUNAAN
AUTOMATIC TELLER MACHINE (ATM) BERSAMA PADA PT BANK TABUNGAN NEGARA (PERSERO),
TBK SURABAYA**

Lya Dwi Astutik
Nur Fadrijh Asyik
225-237

KINERJA PASAR DAN INFORMASI AKUNTANSI SEBAGAI PEMBENTUK PORTOFOLIO SAHAM

Rowland Bismark Fernando Pasaribu

Asian Banking Finance and Informatics Institute of Perbanas
Jalan Perbanas, Karet Kuningan, Setiabudi, Jakarta 12940
Telepon +62 21 527 8788 ext. 33, Fax. +62 21 522 2645
E-mail: rowland.pasaribu@gmail.com

ABSTRACT

This study aimed to a stock portfolio formed with composite of companies market (PER, PBV, ROE, EPS, PSR, and B/M, VaR) and accounting performance (ROE, and EPS) also their market capitalization in Indonesia Stock Exchange period 2003-2006. Some clarification need to achieved, such as: real difference among variabel refer to their market capitalization and influence of predictor to stock return. The result show; a) Levenne-test confirmed there is no significant influence relatively to variabel refer to their market capitalization; b) Simultaneously, the predictors have a significant influence to stock return in each period, but partially only 4 variable having an significant effect to return i.e (VaR, B/M, and PER, and PBV). Hereinafter, the performance of selected portfolio (based on their rank) were evaluated (Sharpe-Index, Treynor-Index, and Jensen-Apha). The evaluation result conclude that stock portfolio formed refer to their market capitalization and composite of market and accounting performance do not at moment's notice guarantee will yield an consensus of subject about accepted risk which reliable versus expected return.

Keywords: Indonesia Stock Exchange, portfolio performance, value at risk, sharpe ratio, treynor-index, jensen alpha

PENDAHULUAN

Teori portofolio modern dimulai dengan karya fundamental Markowitz, yang memberikan definisi matematika yang jelas terhadap risiko dalam analisis portofolio. Penelitian sebelumnya belum ada yang mampu memberikan penjelasan matematis untuk fakta bahwa diversifikasi mengurangi risiko dalam portofolio saham. Markowitz sendiri tidak secara aktual menggunakan kata risiko dalam penelitiannya, tetapi menggunakan varians dalam tingkat pengembalian sebagai kuantitas yang diharapkan minimal dan di satu sisi memaksimalkan tingkat pengembalian. Penelitiannya tetap menjelaskan alat analitis utama dalam memilih portofolio optimal. Dalam praktisnya, sebahagian besar kinerja manajer portofolio telah hampir selesai dalam hal persiapan *input* untuk model Markowitz (*forecast* untuk tingkat pengembalian dan varians portofolio), dan dalam menginterpretasikan *output* model tersebut. Pada tahap perkembangan selanjutnya, terdapat banyak pendekatan yang melatarbelakangi pembentukan portofolio saham (dapat dari sisi kinerja pasar, informasi akuntansi, atau periode formasi pembentukan). Dengan pendekatan kinerja pasar, indikator yang digunakan bisa mengacu kepada kinerja rasio B/M, rasio P/B, rasio P/E, dan kapitalisasi pasar. Sedangkan pendekatan data informasi akuntansi dapat mengacu kepada kinerja tahunan aspek profitabilitas emiten (ROE, ROA, EPS, atau rasio E/P).

Intuisi bahwa kinerja indikator pasar dan informasi data akuntansi dapat dimanfaatkan sebagai

pembentukan portofolio saham adalah karena pengaruhnya yang signifikan terhadap tingkat pengembalian saham. Beberapa penelitian terdahulu membuktikan bahwa terdapat reaksi harga yang signifikan sebagai respons terhadap informasi *earnings* emiten terhadap pasar (Desyetti, 1998; Affandi dan Utama, 1998; Beza dan Na'im, 1998; Utami dan Suharmadi, 1986). Intuisi yang sama juga terjadi pada penelitian terdahulu perihal pengaruh kinerja pasar terhadap tingkat pengembalian saham, yakni signifikansi pengaruh terhadap tingkat pengembalian saham. Beberapa di antaranya adalah ukuran perusahaan (Banz, 1981; Reinganum, 1981), rasio P/E (Basu, 1983), rasio P/B (Stattman, 1980; Rosenberg et al. 1985; Chan et al. 1991). Fama dan French (1992) juga membuktikan bahwa *size* dan rasio P/B membantu menjelaskan variasi dalam tingkat rata-rata tingkat pengembalian saham. Chan dan Chui (1996) memberikan tambahan bukti bahwa tidak terjadi hubungan antara beta dan tingkat pengembalian rata-rata, dan hanya rasio P/B yang berpengaruh signifikan terhadap rata-rata tingkat pengembalian saham.

Di Indonesia, beberapa penelitian terdahulu (Utama dan Dewiyani, 1999; Utama dan Santosa, 1998) menjelaskan pengaruh rasio P/E, rasio P/B, ukuran perusahaan, dan koefisien beta terhadap tingkat pengembalian saham kontemporer. Penelitian mereka menyatakan bahwa beberapa rasio tersebut memiliki hubungan yang signifikan dengan tingkat pengembalian saham. Utama dan Santosa (1998) menjelaskan hubungan antara rasio P/B dan tingkat pengembalian saham, hasil penelitiannya adalah hubungan negatif antara kedua variabel. Utama dan Dewiyani (1999) melakukan investigasi pengaruh koefisien beta, ukuran perusahaan, PBV, dan PER terhadap rata-rata tingkat pengembalian saham. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa keempat variabel memiliki pengaruh negatif terhadap tingkat pengembalian saham dan tidak memiliki pengaruh yang signifikan.

O'Shaugnessy (1997) melakukan evaluasi terhadap kinerja beragam portofolio yang dibentuk dengan menggunakan data pasar dan data akuntansi. O'Shaugnessy membentuk portofolio berdasarkan indikator PER, PBV, PSR, dan ROE serta selanjutnya mengevaluasi kinerja portofolio tersebut dan menyatakan bahwa portofolio saham yang terdiri dari

saham dengan PER, PBV, PSR yang rendah, dan ROE yang tinggi memiliki kinerja yang baik. Fitriani dan Utama (2001) mereplikasi penelitian tersebut dengan hasil kinerja portofolio dengan PER, PBV, dan PSR yang rendah memiliki kinerja yang lebih baik dibanding portofolio dengan PER, PBV, dan PSR yang tinggi. Penelitian ini mencoba mereplikasi penelitian Fitriani dan Utama (2001) dengan menambahkan indikator rasio B/M, ROE dan EPS dalam pembentukan portofolio saham. Adapun perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya adalah dalam hal periode penelitian, klarifikasi pendahuluan dengan *Levenmetest*, uji signifikansi multiregresi dan penggunaan *Value at Risk* sebagai indikator risiko portofolio.

Berdasarkan uraian pendahuluan maka dapat dirumuskan beberapa permasalahan penelitian sebagai berikut 1) apakah terdapat perbedaan yang nyata perihal tingkat pengembalian saham, rasio P/E, rasio P/B, ROE, rasio E/PS, rasio P/S, dan rasio B/M, dan VaR yang dikaitkan dengan kapitalisasi pasar emiten; 2) bagaimana pengaruh PER, PBV, ROE, EPS, PSR, dan rasio B/M, VaR serta kapitalisasi pasar terhadap tingkat pengembalian saham; 3) kinerja *return* portofolio terbaik berdasarkan masing-masing indikator (PER, PBV, ROE, EPS, PSR, rasio B/M, dan *Value at Risk*) masing-masing periode penelitian; dan 4) kinerja portofolio terbaik berdasarkan indeks Sharpe, Jensen-alpha, dan indeks Treynor,

Tujuan penelitian ini adalah 1) mengklarifikasi perbedaan nyata variabel penelitian dalam hal kapitalisasi pasar; 2) mengklarifikasi pengaruh PER, PBV, ROE, EPS, PSR, dan rasio B/M, VaR serta kapitalisasi pasar terhadap tingkat pengembalian saham; 3) melakukan pemeringkatan tingkat pengembalian portofolio berdasarkan masing-masing indikator pembentukan (PER, PBV, ROE, EPS, PSR, rasio B/M, dan *Value at Risk*); dan 4) melakukan evaluasi kinerja portofolio sharpe ratio, Jensen Ratio, dan indeks Treynor.

MATERI DAN METODE PENELITIAN

Hubungan *price earning ratio* (P/E) terhadap tingkat pengembalian saham. Rasio P/E dihitung dengan membagi harga penutupan saham dengan EPS perusahaan saat ini. Pelaku pasar menggunakan rasio P/E sebagai alat untuk mengidentifikasi peluang

investasi yang bagus. Intuisi ini muncul karena rasio P/E dianggap merefleksikan pertumbuhan *earning* masa mendatang yang diharapkan secara relatif terhadap tingkat *earning* kontemporer. PER dihitung dengan menggunakan rumus:

$$\text{PER} = \text{Harga penutupan Saham} / \text{EPS}$$

Rasio P/E yang tinggi juga merefleksikan faktor-faktor eksogen yang tidak berhubungan kepada fundamental perusahaan seperti 1) eksesi likuiditas di pasar yang mengarah kepada inflasi rasional dan irrasional dalam harga *asset*; 2) eksesi permintaan dan atau shock preferensi untuk jenis *asset* saham dimaksud; dan 3) *negatif shock temporer* terhadap *earning*. Konsekuensinya P/E secara luas tergantung pada sektor industri, siklus bisnis, perdagangan saham, likuiditas saham, kualitas estimasi *earning*, dan seterusnya. Basu (1977) menunjukkan bahwa portofolio yang terbentuk oleh saham dengan rasio P/E yang rendah memiliki kinerja yang lebih baik dibanding portofolio yang terbentuk oleh saham dengan PER yang tinggi. Penelitian Trevino dan Robertson (2002) menunjukkan bahwa rasio P/E saat ini tidak memiliki korelasi dengan *sub-sequent* rata-rata *return* jangka pendek (3 tahun). Hasil penelitian lainnya menunjukkan bahwa berinvestasi pada saham dengan PER yang tinggi mengarah kepada tingkat pengembalian jangka panjang yang semakin rendah (jangka waktu > 5 tahun) atau dengan kata lain, secara historis, rasio P/E yang sangat tinggi akan diikuti dengan tingkat pengembalian saham yang rendah baik jangka pendek atau jangka panjang.

Hubungan *price book ratio* (P/B) terhadap tingkat pengembalian saham. Rasio P/B merepresentasikan harga pasar dari satu uni modal fisik perusahaan. Semakin tinggi harga ini, maka semakin menguntungkan bagi modal perusahaan. Sebagai contoh, emiten sektor teknologi memiliki rasio P/B yang sangat tinggi karena kapital mereka secara relatif kecil dikaitkan dengan *earning* yang diharapkan. Dengan mengkonstruksi (mengambil modal tetap) ke dalam perhitungan, P/B lebih rendah dibanding P/E (<10) dan lebih merefleksikan variasi harga saham daripada rasio P/E (Stowe et.al, 2004). PBV dihitung dengan formula: PBV = Harga Pasar per Lembar Saham Biasa / Ekuitas per Saham

Untuk perusahaan yang berjalan baik, umumnya ratio PBV mencapai di atas satu, menunjukkan bahwa nilai pasar saham lebih besar dari pada nilai bukunya. Semakin tinggi ratio PBV semakin tinggi perusahaan dinilai oleh pemodal relatif dibandingkan dengan dana yang telah ditanamkan di perusahaan. Oleh karena itu, dapat disimpulkan semakin tinggi PBV semakin tinggi tingkat kepercayaan pasar terhadap prospek perusahaan, maka akan menjadi daya tarik bagi investor untuk membelinya. Sehingga permintaan akan saham tersebut akan naik, kemudian mendorong harga saham naik.

Hubungan ROE dan EPS terhadap tingkat pengembalian saham. Pengembalian modal perusahaan (ROE) merupakan salah satu ukuran yang dipakai untuk menilai kinerja keuangan perusahaan. Menurut Ross et.al (2006) kinerja keuangan perusahaan merupakan suatu ukuran yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan pengembalian atas modal yang ditanamkan pemilik saham. Pengembalian modal perusahaan merupakan ukuran seberapa besar laba yang dihasilkan atas seluruh investasi dalam modal yang dilakukan oleh pemilik modal perusahaan. ROE merupakan salah satu rasio dalam profitabilitas yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk mendapatkan laba dari setiap modal yang ditanamkan pemilik perusahaan. Pengembalian atas ekuitas/modal sendiri dihitung dengan membandingkan antara laba bersih terhadap ekuitas perusahaan. Formula yang digunakan untuk melakukan perhitungan *return on equity* (ROE) adalah sebagai berikut:

$$\text{ROE} = \text{Laba Bersih} / \text{Modal Sendiri}$$

Laba yang dihasilkan atas investasi berbentuk modal perusahaan dalam rasio keuangan yang dikenal *return on equity* atau ROE mengukur pengembalian absolut yang akan diberikan perusahaan kepada para pemegang saham atau pemilik perusahaan (Ross et.al, 2006). ROE yang semakin tinggi menunjukkan bahwa investasi yang dilakukan pemilik perusahaan menghasilkan *return* saham yang semakin tinggi. Selanjutnya, rasio E/P merupakan salah satu rasio keuangan yang berpengaruh positif terhadap harga saham, hal ini sesuai dengan teori bahwa semakin besar EPS maka laba setelah pajak yang dihasilkan juga

semakin baik, sehingga harga saham perusahaan tersebut semakin meningkat.

Hubungan *price to sales ratio* (P/S) terhadap tingkat pengembalian saham. Rasio P/S sangat berguna, bahkan bagi perusahaan yang mengalami *financial distress*, karena nilai penjualan selalu positif. Pendapatan dari penjualan tidak mudah untuk dimanipulasi sebagaimana halnya EPS dan nilai buku yang secara signifikan dipengaruhi oleh konvensi akuntansi. Rasio P/S tidak *se-volatile* multiplier P/E. Hal inilah yang membuat rasio P/S lebih *reliable* dalam analisis valuasi pada saat *earning* untuk tahun tertentu sangat tinggi atau sangat rendah dibanding rata-rata jangka panjang. Rasio P/S sangat berguna untuk valuasi saham dalam industri yang dewasa atau musiman serta perusahaan tanpa data historis *earnings*. Rasio ini juga sering digunakan untuk menilai manajemen investasi perusahaan dan kemitraan. Seperti rasio P/E dan P/B, penelitian empiris menyatakan bahwa perbedaan dalam P/S secara signifikan terkait terhadap perbedaan dalam rata-rata perbedaan tingkat pengembalian saham jangka panjang. Formula yang digunakan untuk melakukan perhitungan rasio P/S adalah sebagai berikut:

Rasio P/S = Nilai Pasar Ekuitas / Penjualan

Hubungan rasio b/m terhadap tingkat pengembalian saham. Penelitian empiris di masa lalu telah menyajikan bukti-bukti yang membantah prediksi model CAPM-nya Sharpe (1964), Lintner (1965) dan Black (1972) bahwa tingkat pengembalian yang diharapkan secara lintas sektor adalah linier di dalam beta. Penelitian sebelumnya menyatakan bahwa penyimpangan dari risiko *trade-off* dan tingkat pengembalian CAPM memiliki hubungan diantara *variable-variabel* lainnya; ukuran perusahaan (Banz, 1981), *earning yield* (Basu, 1977 dan 1983), *leverage* (Bhandari, 1988) dan rasio nilai buku perusahaan terhadap nilai pasarnya (Stattman, 1980; Rosenberg et al., 1985; Chan et al., 1991). Secara umum, terdapat hubungan positif antara tingkat pengembalian saham dan *earning yield*, arus kas *yield* dan rasio BE/ME serta hubungan negatif antara tingkat pengembalian saham dan ukuran perusahaan (Fama dan French, 1992). Secara khusus Basu (1977, 1983), Banz (1981), Reinganum (1981), Lakonishok dan Shapiro (1986), Kato

dan Shallheim (1985) dan Ritter (2003), melakukan studi empiris mengenai pengaruh *earning yield* dan ukuran perusahaan terhadap tingkat pengembalian saham. Hasil penelitian mereka beragam dalam hal arah hubungan dan signifikansi pengaruh.

Fama dan French (1992,1993) berpendapat bahwa ukuran perusahaan dan BE/ME memainkan suatu peran dominan dalam menjelaskan perbedaan tingkat pengembalian diharapkan *cross-sectional* perusahaan non-finansial. Namun, Barber dan Lyon (1997), menyatakan bahwa hubungan antara ukuran perusahaan, rasio BE/ME, dan tingkat pengembalian saham adalah sama untuk perusahaan keuangan dan non-keuangan. Mereka mengusulkan suatu model alternatif yang memasukkan terlepas dari faktor pasar, faktor berhubungan dengan BE/ME.

Bukti bahwa proksi perusahaan dan BE/ME untuk sensitivitas faktor risiko dalam tingkat pengembalian adalah konsisten dengan *rational-pricing* untuk peran ukuran perusahaan dalam tingkat pengembalian rata-rata. Ukuran perusahaan dapat menjadi proksi untuk risiko kelalaian dan BE/ME dapat menjadi indikator pada prospek relatif perusahaan. Tidak sama dengan model CAPM, model Fama dan French bukan suatu model keseimbangan. Belum ada teori yang mengatakan apa yang memunculkan faktor SMB dan HML. Sebagaimana pendapat Cochrane (1996 dan 2001) bahwa model *asset-pricing* yang menggunakan tingkat pengembalian portofolio sebagai suatu faktor mungkin dapat menjelaskan tingkat pengembalian *asset* secara memadai, tetapi tidak mampu menjelaskan faktor tersebut secara parsial karena model ini tetap meninggalkan pertanyaan yang tak terjawab perihal tingkat pengembalian berdasarkan faktor tersebut.

Beberapa peneliti sampai sekarang mencoba untuk memberi suatu penjelasan untuk faktor ukuran perusahaan (SMB) dan BE/ME (HML) dalam 3FM dan terutama mengapa saham dengan rasio BE/ME yang tinggi menghasilkan *return* yang tertinggi. Fama dan French (1993) menyajikan beberapa tes yang menyatakan bahwa rasio BE/ME dan ukuran perusahaan pada kenyataannya adalah proksi untuk *loading* perusahaan atas faktor risiko yang memiliki harga tertentu: Pertama, mereka menunjukkan bahwa harga pada saham yang memiliki rasio BE/ME yang tinggi dan ukuran perusahaan yang kecil cenderung untuk untuk bergerak ke atas dan ke bawah bersama-

sama dengan cara yang adalah *suggestive* dari suatu faktor risiko yang umum. Kedua, mereka menemukan bahwa *loading* atas faktor biaya portofolio adalah nol berdasarkan ukuran (SMB) dan rasio *book-to-market* (HML) bersama dengan suatu nilai tertimbang portofolio pasar menjelaskan kelebihan tingkat pengembalian pada suatu kumpulan portofolio *book-to-market* dan *size*. Pendek kata, mereka membantah bahwa asosiasi antara karakteristik ini (ukuran, BE/ME) dan tingkat pengembalian meningkat sebab karakteristik tersebut adalah proksi untuk faktor risiko yang tidak bisa didiversifikasi.

Sebaliknya Lakonishok et al. 1994 (selanjutnya disingkat dengan LSV) menyatakan bahwa tingkat pengembalian yang tinggi diasosiasikan dengan saham dengan BE/ME yang tinggi dihasilkan oleh investor yang salah meramalkan tingkat pertumbuhan *earning* masa lalu perusahaan. Mereka menyarankan bahwa para investor terlalu optimis mengenai perusahaan yang telah berprestasi baik dan terlalu pesimis mengenai perusahaan yang belum berprestasi. LSV juga saham dengan BE/ME yang rendah lebih menarik daripada saham dengan BE/ME yang tinggi dan karenanya menarik investor *naïve* yang menaikkan harga dan menurunkan tingkat pengembalian yang diharapkan dari saham-saham ini. Penelitian LSV ini didukung oleh Gregory et al. (2003) untuk negara Inggris, Bundo (2006), Rogers dan Sekurato (2007) untuk negara Brazil.

Fama dan French (1995) di dalam usaha mereka untuk menjelaskan model tiga faktor yang didukung oleh hal berikut: 1) Membantah bahwa sejak harga rasional saham adalah potongan harga dari tingkat penghasilan masa depan yang diharapkan (arus kas bersih), dan kalau faktor risiko ukuran perusahaan dan BE/ME dalam tingkat pengembalian (tingkat perubahan harga saham yang tidak diharapkan) adalah hasil pada *pricing* rasional maka kemudian faktor tersebut diarahkan oleh faktor umum dalam fluktuasi *earning* yang diharapkan yang berhubungan kepada ukuran perusahaan dan BE/ME; 2) Jika tentu saja ukuran dan BE/ME dihubungkan dengan profitabilitas, maka hal tersebut menyatakan bahwa ada suatu faktor yang terkait dengan ukuran dan BE/ME dalam variabel fundamental yang mungkin mendorong ke arah suatu faktor risiko pada hubungan antara ukuran perusahaan dan BE/ME dalam tingkat pengembalian; dan 3) Fakta

bahwa faktor umum di dalam tingkat pengembalian mencerminkan faktor umum di dalam *earning* yang menyatakan bahwa faktor pasar, ukuran perusahaan dan BE/ME di dalam *earning* adalah sumber faktor yang berhubungan di dalam tingkat pengembalian. Namun usaha mereka untuk menjelaskan model 3FM belum begitu berhasil. Mereka menunjukkan kegagalan mereka pada permasalahan kesalahan pengukuran data *earning* perusahaan.

Knez dan Ready (1997) menggunakan prosedur Fama dan Macbeth (1973) yang sempurna dalam rangka mengisolasi pengamatan yang berpengaruh untuk membantu membongkar mengapa ukuran dan *book-to-market* seolah bermanfaat untuk menjelaskan variasi *cross-sectional* dalam tingkat pengembalian. Mereka menemukan bahwa premi risiko pada ukuran perusahaan yang diperkirakan Fama dan French (1992) sepenuhnya menghilang manakala dilakukan pengamatan paling ekstrim 1% per bulan. Mereka juga menunjukkan bahwa hal nilai rata-rata negatif koefisien ukuran perusahaan bulanan yang dilaporkan oleh Fama dan French dapat diterangkan secara keseluruhan dengan koefisien paling ekstrim selama 16 bulan. Pada sisi lain, Daniel dan Titman (1997), menemukan bukti bahwa premi tingkat pengembalian pada saham dengan kapitalisasi yang kecil dan BE/ME yang tinggi tidak muncul karena *co-movement* pada saham-saham ini dengan faktor yang bersifat *pervasive*. Hal tersebut adalah lebih kepada karakteristik daripada struktur kovarian (risiko) pada tingkat pengembalian yang tampak untuk menjelaskan variasi *cross-section* dalam tingkat pengembalian saham. Harus dicatat bahwa karakteristik model dimaksud adalah bertentangan dengan dalil Modigliani dan Miller (1958), maka jika kita ingin melakukan mengambil model penetapan harga berdasarkan karakteristik secara lebih serius, harus dipikirkan kembali sebahagian besar pemahaman mengenai keuangan perusahaan (Daniel, Titman 1997). Lebih dari itu, Daniel et al. (2001) menolak model 3 faktor Fama dan French untuk kasus negara Jepang, tetapi gagal untuk menolak model karakteristik.

Gregory et al. (2003) berdasarkan hasil penelitian mereka di Inggris tidak menemukan bukti untuk menyarankan bahwa nilai portofolio lebih penuh risiko dibanding daya tariknya. Beberapa nilai strategis di Inggris mampu menghasilkan kelebihan tingkat pengembalian yang tidak nampak berhubungan

dengan faktor risiko yang diketahui saat ini. Penafsiran mereka adalah bahwa hasil penelitian mereka lebih konsisten dengan penjelasan yang *mis-pricing* dibanding suatu risiko yang masuk akal.

Qi (2004) menyatakan bahwa kedua model (CAPM dan 3FM) memiliki daya penjas yang cukup bagus. Secara statistik tidak ada superioritas antara model yang satu dengan yang lainnya dalam hal kinerja ke 2 model. Tapi hal ini dibantah oleh Bundoo (2006), Rogers dan Securato (2007), bahwa untuk kategori *emerging market*, model 3FM menghasilkan kemampuan yang baik dalam menjelaskan pengaruh ukuran perusahaan dan rasio BE/ME dan pasar dalam memprediksi tingkat pengembalian saham yang diharapkan emiten.

Penelitian O'Shoughnessy (1997) menggunakan gabungan antara kinerja pasar dan informasi data akuntansi dalam melakukan pembentukan portofolio seperti PER, PBV, PSR, dan ROE. Hasil penelitiannya menyatakan bahwa portofolio saham dengan PER, PBV, PSR yang rendah serta ROE yang tinggi memiliki kinerja yang lebih baik dibanding portofolio yang memiliki kinerja akuntansi yang tinggi.

Cara pembentukan portofolio seperti ini kemudian dilanjutkan oleh Fitriani dan Utama (2001) yang melakukan pembentukan portofolio dengan mengacu kepada nilai PER, PBV, PSR, dan ROE. Perbedaannya pada alat evaluasi kinerja portofolio (mengikutsertakan pengukuran indeks Sharpe atas portofolio yang terbentuk). Hasil penelitiannya kinerja portofolio dengan PER, PBV, dan PSR yang rendah lebih baik dibanding portofolio dengan PER, PBV, dan PSR yang tinggi.

Ukuran populer terhadap risiko adalah volatilitas, namun demikian masalah utama dengan volatilitas adalah tidak memperhitungkan arah dari pergerakan investasi sehingga: suatu saham mungkin saja sangat *volatile* oleh karena secara mendadak harganya berfluktuasi naik. Bagi seorang investor, risiko adalah *odds* kehilangan uang dan *Value at Risk* didasarkan atas hal ini. Dengan menganggap bahwa investor sangat peduli terhadap *odds* kerugian besar, maka dengan menggunakan VaR, para investor dapat menentukan kebijakan investasi mereka, baik yang bersifat pasif (VaR sebagai laporan rutin), defensif (VaR digunakan untuk alat kontrol risiko) maupun pendekatan aktif, dimana laporan VaR dapat digunakan

untuk mengendalikan risiko dan maksimisasi profit seperti alokasi modal, dana investasi, dan sebagainya. Kalkulasi VaR dalam periode harian harus menggunakan besaran *return* dan standar deviasi harian. Untuk menghitung besaran VaR, dapat digunakan 3 metode (Crouchy, Galai, dan Mart, 2001) yaitu: *variance-covariance*, *historical simulation* dan *monte carlo simulation*. Dalam penelitian ini akan digunakan metode *variance-covariance* dalam kalkulasi VaR. Rumus yang digunakan untuk kalkulasi risiko menggunakan VaR adalah:

Skenario 1

VaR individu saham = 1,656 x Nilai nominal investasi
VaR Portofolio Saham = 1,65 x " $X_t \hat{O}_{t+1} X_t$ "

Skenario 2

VaR individu saham = 2,336 x Nilai nominal investasi
VaR Portofolio Saham = 2,33 x " $X_t \hat{O}_{t+1} X_t$ "

Keterangan:

Besaran 1,65 adalah indikator á sebesar 5%

Besaran 2,33 adalah indikator á sebesar 1%

X_t adalah jumlah investasi atau posisi nominal investasi
 \hat{O}_{t+1} adalah estimasi terhadap matriks *variance-covariance return* saham dalam portofolio

Berdasarkan hasil penelitian terdahulu, penelitian ini mencoba mengkaitkan antara kapitalisasi pasar saham dengan tinggi rendahnya masing-masing rasio indikator acuan pembentuk portofolio (PER, PBV, ROE, EPS, PSR, dan rasio B/M) baik aspek *return* maupun risikonya. Untuk melakukan penelitian ini, dibutuhkan data keuangan per emiten berupa (harga saham, *market value*, dan *book value*) periode harian, IHSG, dan SBI-1 bulan periode 2003-2006, sehingga data yang diperlukan dalam penelitian ini merupakan data historis. Data diperoleh dengan pendekatan sebagai berikut; 1) untuk data keuangan per emiten, dan data IHSG selama periode tahun 2003-2006 diperoleh dengan cara *men-download* melalui *website* Bursa Efek Jakarta (BEJ) yaitu <http://www.jsx.co.id>. Adapun kriteria emiten yang dijadikan sampel dalam penelitian ini adalah 1) telah terdaftar di BEJ sejak tahun 2002; 2) pernah tergabung ke dalam Indeks LQ-45; 3) tidak pernah di *delisting* selama periode penelitian; dan 4) perdagangan harian saham pasif selama 1 tahun fiskal

maksimal 4 periode perdagangan (20 hari) dan tidak secara berturut-turut. Berdasarkan kriteria tersebut diperoleh 63 emiten yang menjadi sampel penelitian. Penelitian ini membentuk portofolio saham berdasarkan klasifikasi kapitalisasi pasar dan PER, PBV, ROE, EPS, PSR, dan rasio B/M sesuai dengan hasil penelitian terdahulu. Nilai median keseluruhan sampel digunakan sebagai *breakpoint* untuk menetapkan perbedaan antara 2 kategori. Emiten dengan kapitalisasi pasar kurang dari nilai median dianggap sebagai emiten dengan kapitalisasi pasar yang kecil dan sebaliknya mereka yang lebih besar dari nilai median dianggap sebagai emiten dengan kapitalisasi pasar besar. Klasifikasi saham berdasarkan PER, PBV, ROE, EPS, PSR, dan rasio BE/ME juga akan membagi saham ke dalam 2 kategori yang didasarkan nilai median keseluruhan indikator per tahun yaitu kategori tinggi dan kategori rendah. Dengan menggunakan jenis klasifikasi tersebut, maka dimungkinkan untuk membentuk 36 portofolio, yakni High PER, Low PER, High PER-Big MarCap, Low PER-Big MarCap, High PER-Small MarCap, Low PER-Small MarCap, High PBV, Low PBV, High PBV-Big MarCap, Low PBV-Big MarCap, High PBV-Small MarCap, Low PBV-Small MarCap, High ROE, Low ROE, High ROE-Big MarCap, Low ROE-Big MarCap, High ROE-Small MarCap, Low ROE-Small MarCap, High EPS, Low EPS, High EPS-Big MarCap, Low EPS-Big MarCap, High EPS-Small MarCap, Low EPS-Small MarCap, High PSR, Low PSR, High PSR-Big MarCap, Low PSR-Big MarCap, High PSR-Small MarCap, Low PSR-Small MarCap, High B/M, Low B/M, High B/M-Big MarCap, Low B/M-Big MarCap, High B/M-Small MarCap, dan Low B/M-Small MarCap.

Sebelum dilakukan pembentukan portofolio akan dilakukan dua uji-pendahuluan awal perihal signifikansi variabel penelitian dikaitkan dengan kapitalisasi pasarnya. Selanjutnya signifikansi pengaruh dan koefisien determinasi (*adjusted R²*) dari prediktor terhadap *return* saham. Berikut ini merupakan sistematika *pre-test*, yaitu Uji Levenne *test*. Untuk mengetahui signifikansi variabel penelitian dikaitkan dengan kapitalisasi pasarnya maka akan dilakukan pengujian dengan *levenne-test* dengan hipotesis:

H1 : Varians populasi adalah identik (varians populasi variabel kapitalisasi pasarnya besar kecil adalah sama).

Uji pengaruh PER, PBV, ROE, EPS, PSR, dan rasio B/M terhadap *return* menggunakan kerangka kerja multiregresi dengan model sebagai berikut:

$$R_i(t) = a + \beta PER_i(t) + \beta PBV_i(t) + \beta ROE_i(t) + \beta EPS_i(t) + \beta PSR_i(t) + \beta B/M_i(t)$$

Keterangan:

Rit = Rata-rata *return* emiten *i* periode *t*

PER = Rasio P/E emiten *i* periode *t*

PBV = Rasio P/B emiten *i* periode *t*

ROE = Tingkat pengembalian ekuitas saham emiten *i* periode *t*

EPS = Rasio E/P emiten *i* periode *t*

PSR = Rasio P/S emiten *i* periode *t*

B/M = Rasio B/M emiten *i* periode *t*

Variabel dependen dalam persamaan regresi adalah nilai rata-rata *return* saham emiten. Variabel independent adalah PER, PBV, ROE, EPS, PSR, dan rasio B/M. Dengan menggunakan model regresi, akan dilakukan uji F-simultan dan t-parsial. Untuk mengantisipasi terjadinya selisih jumlah saham yang membentuk tiap-tiap portofolio, maka uji F dan uji t dilakukan secara parsial pertahun.

Evaluasi dilakukan hanya pada portofolio yang memiliki peringkat tertinggi berdasarkan kriteria tingkat pengembalian (nilai rata-rata harian), tingkat risiko portofolio (*risk reduce*), dan nilai kapitalisasi pasar portofolio dengan menggunakan alat ukur Indeks-Sharpe, Indeks-Treynor, dan Jensen-Alpha. Treynor pertama kali menunjukkan metode ini di tahun 1965 untuk mengukur kinerja suatu portofolio. Treynor mengemukakan bahwa risiko terdiri dari dua komponen yaitu risiko yang timbul akibat fluktuasi pasar dan risiko yang muncul dari fluktuasi unik sekuritas individual dari suatu portofolio (Reilly dan Brown, 2000). Selanjutnya diasumsikan bahwa portofolio terdiversifikasi dengan optimum karenanya risiko unik sekuritas individual dapat diabaikan. Melalui asumsi ini, Treynor mengukur kinerja portofolio berdasarkan risiko sistematis atau beta yang merupakan risiko fluktuatif relatif terhadap risiko pasar (Sharpe, Alexander dan Bailey, 1999). Pengukuran dengan metode Treynor diformulasikan sebagai berikut (Jones, 2000):

$$\text{Treynor Indeks} = (\text{Erp} - \text{Rf}) / \hat{\alpha}_p$$

ER(p) : *Expected Return Portfolio*

Rf : *Risk Free Rate*

β_p : *Beta Portfolio*

Semakin tinggi nilai positif rasio Treynor, makin baik kinerja portofolio.

Jensen pertama kali memperkenalkan metode ini dalam mengukur kinerja investasi Reksa Dana pada tahun 1968. Metode Jensen mengukur kinerja investasi suatu portofolio yang didasarkan atas pengembangan CAPM. Menurut Jones (2000:587) perhitungan dengan metode Jensen diformulasikan sebagai berikut:

$$\alpha_p = (\text{Rp} - \text{Rf}) - [\beta_p(\text{Rm} - \text{Rf})]$$

α_p : *Jensen Alpha*

Rp : *Return Portfolio*

Rf : *Risk Free Rate*

β_p : *Beta Portfolio*

Kinerja dari portofolio dapat dilihat dari nilai alpha, dimana apa bila alpha bernilai positif berarti menunjukkan kinerja portifolio yang lebih tinggi daripada kinerja pasar. Pengukuran kinerja suatu reksadana dapat dilakukan dengan dua metode koefisien indeks yaitu, Indeks Sharpe dan Indeks Treynor. Pengukuran dengan metode indeks Sharpe, didasarkan pada apa yang disebut *premium* atas risiko atau *risk premium*. *Risk premium* adalah perbedaan (selisih) antara *return* rata-rata portofolio dan investasi bebas risiko. Indeks Sharpe membagi *risk premium* dengan standar deviasi portofolio selama pengukuran, dimana standar deviasi merupakan risiko total. Dengan demikian, Shape mengukur *risk premium* yang dihasilkan dari setiap unit risiko yang ada. Dengan perhitungan tersebut, semakin tinggi nilai pengukuran, semakin baik kinerja yang dihasilkan. Pengukuran Indeks Sharpe diformulasikan sebagai berikut :

$$S_j = (\text{R}_i - \text{R}_f) / \sigma_j$$

Sj = *Indeks Sharpe*

Rj = *return rata-rata portfolio j selama jangka waktu pengukuran*

Rf = *return rata-rata aset bebas risiko selama jangka*

waktu pengukuran

σ_j = standar deviasi *portfolio j* selama jangka waktu pengukuran

HASIL PENELITIAN

Pada bagian ini akan diuraikan deskripsi statistik variabel pembentuk portofolio saham selama periode penelitian. Berdasarkan Tabel 1, diperoleh informasi bahwa rata-rata tingkat pengembalian harian saham selama periode penelitian semakin menurun hampir 0,29% selama periode penelitian, yakni dari 0,52% pada tahun 2003 menjadi 0,23% pada tahun 2006. Menurunnya tingkat pengembalian saham juga dilengkapi oleh menurunnya tingkat pengembalian ekuitas tahunan emiten (meski sempat meningkat 3,74% pada tahun 2004) dari 13,86% pada 2003 menjadi hanya 5,94% pada 2006. Selain ROE, yang ikut mengalami penurunan adalah tingkat risiko harian saham, yakni dari 10,45% pada 2003 menjadi 7% pada 2006. Sedangkan untuk indikator lainnya (PER, PBV, EPS, PSR, B/M dan kapitalisasi pasar) rata-rata memiliki pola yang fluktuatif dimana setelah penurunan yang terjadi pada periode 2004-2005, hampir semuanya mengalami peningkatan pada tahun 2006. Untuk variabel PER misalnya, setelah mengalami penurunan pada tahun 2004, rata-rata *price earning ratio* sampel mengalami peningkatan hingga mencapai lebih dari 100% pada tahun 2006 c.b.y (*compare base year 2004*).

Tabel 1
Deskripsi Statistik

Variabel	2003	2004	2005	2006
	Mean			
Return	0.52%	0.32%	0.25%	0.23%
PER	19.8	15.72	20.46	38.99
PBV	1.82	1.78	1.74	2.24
ROE	13.86%	17.60%	12.59%	5.94%
EPS	168.8	141.16	168.97	165.33
PSR	1.35	1.98	1.25	2.45
B/M	10.03	25.38	19.73	28.23
Var.95%	10.45%	8.64%	9.23%	6.99%
Log. MktCap	25.91	26.51	26.92	26.8

Berdasarkan Tabel 2 diperoleh informasi bahwa berdasarkan klasifikasi pada kapitalisasi pasar emiten (kapitalisasi pasar yang besar dan kecil), memang terjadi perbedaan pada seluruh nilai rata-rata indikator

pembentuk portofolio. Selama periode penelitian diperoleh informasi berikut: 1) tingkat pengembalian saham dengan kapitalisasi kecil lebih besar dibanding *return* saham berkapitalisasi besar; 2) *price earning ratio* emiten yang berkapitalisasi pasar besar lebih besar dibanding PER emiten dengan kapitalisasi pasar yang kecil untuk tahun 2004 dan 2005, hal sebaliknya terjadi pada periode 2005 dan 2006; 3) PBV, ROE, EPS, dan PSR emiten berkapitalisasi besar lebih tinggi dibanding emiten dengan kapitalisasi yang kecil; 4) dan rasio B/M dan VaR emiten berkapitalisasi besar lebih rendah dibanding emiten dengan kapitalisasi kecil. Berdasarkan informasi tersebut akan dilakukan analisis untuk mengetahui apakah perbedaan tersebut memang nyata atau tidak dengan menggunakan data standar deviasi dan *standar error*. Berdasarkan uji Levenne

selama periode penelitian diperoleh hasil sebagai berikut: 1) untuk periode 2003, berdasarkan nilai sig.F diperoleh tiga indikator yang memang varians populasinya tidak identik antara emiten berkapitalisasi besar dan kecil (PBV, EPS, dan rasio B/M); 2) pada 2004, terdapat empat indikator yang varians populasinya tidak identik antara emiten berkapitalisasi besar dan kecil (*return*, PBV, EPS, dan rasio B/M); dan 3) untuk periode 2005, terdapat empat indikator yang varians populasinya tidak identik antara emiten berkapitalisasi besar dan kecil (*return*, ROE, rasio B/M, dan VaR); pada tahun 2006, terdapat empat indikator yang varians populasinya tidak identik antara emiten berkapitalisasi besar dan kecil (*return*, PBV, rasio B/M, dan VaR).

Tabel 2
Hasil Uji Levenne Varians dan Uji Beda Rata-rata

Variabel	Kapitalisasi Pasar	2003						
		Mean	F	Sig.	t	Sig. (2-tailed)	Std. Deviation	Std. Error Mean
Return	Small Market Capitalization	0.54%	0.00	0.979	0.14	0.888	0.0070	0.0013
	Big Market Capitalization	0.51%						
PER	Small Market Capitalization	15.94	1.10	0.298	-0.74	0.465	28.7219	5.1586
	Big Market Capitalization	23.54						
PBV	Small Market Capitalization	0.73	8.25	0.006	-2.67	0.010	1.2990	0.2333
	Big Market Capitalization	2.88						
ROE	Small Market Capitalization	5.35%	0.59	0.447	-1.48	0.143	0.3181	0.0571
	Big Market Capitalization	22.11%						
EPS	Small Market Capitalization	89.49	8.88	0.004	-1.94	0.057	197.9733	35.5571
	Big Market Capitalization	245.64						
PSR	Small Market Capitalization	1.27	1.22	0.274	-0.30	0.764	2.7968	0.5023
	Big Market Capitalization	1.44						
BM	Small Market Capitalization	17.55	11.54	0.001	1.31	0.195	63.8449	11.4669
	Big Market Capitalization	2.74						
VaR	Small Market Capitalization	12.18%	0.12	0.725	1.50	0.138	0.0915	0.0164
	Big Market Capitalization	8.76%						

		2004						
	Kapitalisasi Pasar	Mean	F	Sig.	t	Sig. (2-tailed)	Std. Deviation	Std. Error Mean
Return	Small Market Capitalization	0.44%	5.74	0.020	1.38	0.173	0.0087	0.0016
	Big Market Capitalization	0.22%			1.36	0.183	0.0022	0.0004
PER	Small Market Capitalization	14.37	0.08	0.780	-0.23	0.816	51.2384	9.2027
	Big Market Capitalization	17.03			-0.23	0.817	38.2547	6.7625
PBV	Small Market Capitalization	1.62	0.18	0.669	-0.54	0.592	2.5255	0.4536
	Big Market Capitalization	1.95			-0.54	0.592	2.2634	0.4036
ROE	Small Market Capitalization	9.76%	0.02	0.889	-2.09	0.041	0.3316	0.0596
	Big Market Capitalization	25.19%			-2.08	0.042	0.2507	0.0443
EPS	Small Market Capitalization	48.79	11.44	0.001	-2.40	0.019	183.7316	32.9992
	Big Market Capitalization	230.63			-2.43	0.019	380.6122	67.2834
PSR	Small Market Capitalization	1.29	1.75	0.191	-1.49	0.142	2.0047	0.3601
	Big Market Capitalization	2.65			-1.50	0.140	4.7146	0.8334
BM	Small Market Capitalization	50.12	9.43	0.003	1.62	0.110	169.8377	30.5038
	Big Market Capitalization	1.40			1.60	0.121	1.4429	0.2551
VaR	Small Market Capitalization	10.97%	9.20	0.004	2.42	0.019	0.1037	0.0186
	Big Market Capitalization	6.39%			2.38	0.023	0.0270	0.0048

		2005						
	Kapitalisasi Pasar	Mean	F	Sig.	t	Sig. (2-tailed)	Std. Deviation	Std. Error Mean
Return	Small Market Capitalization	0.34%	5.40	0.023	1.22	0.227	0.0079	0.0014
	Big Market Capitalization	0.16%			1.21	0.235	0.0031	0.0005
PER	Small Market Capitalization	24.25	2.12	0.151	0.90	0.372	39.0818	7.0193
	Big Market Capitalization	16.79			0.89	0.375	25.6102	4.5273
PBV	Small Market Capitalization	1.22	0.13	0.721	-1.95	0.055	2.2792	0.4094
	Big Market Capitalization	2.25			-1.95	0.056	1.8966	0.3353
ROE	Small Market Capitalization	5.90%	7.15	0.010	-3.41	0.001	0.1195	0.0215
	Big Market Capitalization	19.07%			-3.43	0.001	0.1803	0.0319
EPS	Small Market Capitalization	75.11	2.87	0.095	-2.14	0.037	273.6558	49.1500
	Big Market Capitalization	259.90			-2.15	0.036	399.3320	70.5926
PSR	Small Market Capitalization	0.94	0.06	0.805	-1.90	0.062	1.4969	0.2688
	Big Market Capitalization	1.54			-1.89	0.064	0.9768	0.1727
BM	Small Market Capitalization	39.11	12.18	0.001	1.99	0.051	108.5995	19.5050
	Big Market Capitalization	0.96			1.96	0.060	0.7626	0.1348
VaR	Small Market Capitalization	12.52%	6.05	0.017	2.27	0.027	0.1419	0.0255
	Big Market Capitalization	6.04%			2.25	0.029	0.0760	0.0134

		2006						
	Kapitalisasi Pasar	Mean	F	Sig.	t	Sig. (2-tailed)	Std. Deviation	Std. Error Mean
Return	Small Market Capitalization	0.24%	4.24	0.044	0.24	0.813	0.0031	0.0006
	Big Market Capitalization	0.23%			0.24	0.815	0.0019	0.0003
PER	Small Market Capitalization	62.48	3.82	0.055	1.04	0.301	250.2810	44.9518
	Big Market Capitalization	16.24			1.03	0.313	16.4631	2.9103
PBV	Small Market Capitalization	1.51	1.63	0.207	-3.24	0.002	1.6590	0.2980
	Big Market Capitalization	2.96			-3.24	0.002	1.8787	0.3321
ROE	Small Market Capitalization	-5.89%	1.75	0.191	-1.62	0.110	0.7963	0.1430
	Big Market Capitalization	17.39%			-1.60	0.120	0.1581	0.0279
EPS	Small Market Capitalization	81.79	1.23	0.271	-1.71	0.093	320.2101	57.5114
	Big Market Capitalization	246.27			-1.72	0.092	433.9219	76.7073
PSR	Small Market Capitalization	2.07	1.58	0.213	-0.81	0.423	4.8717	0.8750
	Big Market Capitalization	2.82			-0.80	0.430	2.0128	0.3558
BM	Small Market Capitalization	56.08	0.62	0.005	1.92	0.060	161.8283	29.0652
	Big Market Capitalization	1.25			1.89	0.069	1.3898	0.2457
VaR	Small Market Capitalization	9.16%	48.38	0.000	4.21	0.000	0.0552	0.0099
	Big Market Capitalization	4.89%			4.15	0.000	0.0151	0.0027

Tabel 3
Hasil Uji Hipotesis

Variabel	2003	2004	2005	2006
	<i>Sigt</i>			
PER	0.9915869	0.7848982	0.2037749	0.0031037
PBV	0.8450644	0.8659319	0.3072300	0.0565085
ROE	0.4108308	0.1586727	0.2904877	0.6982072
EPS	0.7200667	0.2270029	0.2739055	0.3351186
PSR	0.2039665	0.6427425	0.2756253	0.9356679
BM	0.6721520	0.0090612	0.2499015	0.5022648
VaR 95%	0.0000000	0.0000000	0.0000000	0.0000045
Log_MarCap	0.1008403	0.3561986	0.8201397	0.1839181
Adj R ²	0.7296	0.8330	0.8402	0.5567
Sig. F	0.0000000	0.0000000	0.0000000	0.0000000
DW	2.12	2.24	1.87	1.90

Berdasarkan Tabel 3 diperoleh informasi sebagai berikut; 1) secara simultan, seluruh prediktor (PER, PBV, ROE, EPS, PSR, B/M, VaR, dan Log MarCap) berpengaruh signifikan ($\text{sig.} F < 0,05$) terhadap *return* saham selama periode penelitian; 2) secara parsial hanya 4 variabel yang berpengaruh signifikan terhadap *return* saham, yakni VaR (2003-2004), rasio B/M (2004), serta PER dan PBV (2006); 3) kemampuan seluruh variabel dalam menjelaskan variasi *return* saham sangat memadai dengan kisaran sebesar 55,67%-84,02%; dan 4) dengan mengacu kepada ketentuan Durbin-Watson, kecuali tahun 2004 (*inconclusive*), dapat disimpulkan tidak terjadi autokorelasi pada persamaan multiregresi. Berdasarkan Tabel 4, dapat disimpulkan tidak terjadi gejala multikolinearitas pada persamaan multiregresi karena nilai VIF <10 dan nilai *Tolerance* > 0,1 pada

seluruh prediktor selama periode penelitian.

Berdasarkan Tabel 5 dapat diketahui dampak multiplier prediktor memiliki arah yang negatif dan positif terhadap tingkat *return* saham harian emiten selama periode penelitian. Misalnya untuk nilai rata-rata konstanta sebesar -0,66% *ceteris paribus*, berarti tingkat pengembalian saham akan menurun sebesar 0,66%. Pada PER, peningkatan positif, *ceteris paribus* justru akan menurunkan nilai *return* saham sebesar 0,0002%. Sementara rasio PBV memiliki multiplier *effect* positif (*ceteris paribus*) terhadap *return* saham, dimana peningkatannya akan memberikan kenaikan *return* sebesar 0,112%. Demikian seterusnya untuk prediktor *return* yang lain, dimana fluktuasi positif pada prediktor akan meningkatkan nilai *return* dan sebaliknya jika yang terjadi adalah fluktuasi negatif.

Tabel 4
Hasil Uji Multikolinearitas

Variabel	2003		2004		2005		2006	
	<i>Tolerance</i>	VIF	<i>Tolerance</i>	VIF	<i>Tolerance</i>	VIF	<i>Tolerance</i>	VIF
PER	0.96	1.05	0.91	1.10	0.96	1.05	0.63	1.58
PBV	0.67	1.49	0.74	1.35	0.43	2.34	0.61	1.64
ROE	0.83	1.21	0.68	1.46	0.36	2.75	0.80	1.25
EPS	0.70	1.43	0.78	1.29	0.63	1.59	0.68	1.47
PSR	0.59	1.69	0.81	1.23	0.61	1.65	0.81	1.24
BM	0.86	1.16	0.40	2.49	0.63	1.60	0.61	1.65
VaR	0.61	1.63	0.39	2.55	0.71	1.40	0.43	2.35
Log_MarCap	0.64	1.56	0.42	2.39	0.44	2.26	0.39	2.55

Tabel 5
Sensitivitas Indikator

Variabel	2003	2004	2005	2006	Rata-rata
	Koefisien β				
(Constant)	-0.0113206	-0.0082189	-0.0014703	-0.005603	-0.6653%
PER	0.0000001	-0.0000021	-0.0000122	0.0000048	-0.0002%
PBV	-0.0000313	-0.0000272	0.000224	0.0002823	0.0112%
ROE	0.0008854	0.001896	0.0032407	0.0001629	0.1546%
EPS	-0.0000006	0.0000015	0.0000012	0.0000007	0.0001%
PSR	0.0003328	0.0000464	-0.0003342	0.0000053	0.0013%
BM	-0.0000045	0.0000117	0.0000057	0.0000016	0.0003%
VaR	0.0620538	0.0677343	0.0486023	0.0372085	5.3900%
Log_MarCap	0.0003748	0.0001798	-0.0000366	0.0001656	0.0171%

Untuk mengetahui pola asosiasi antara variabel independen dan dependen, digunakan pengukuran *pearson correlation*. Berikut adalah hasil olah data empiris:

Dikaitkan dengan aspek likuiditas pasar, berikut adalah peringkat portofolio berdasarkan nilai kapitalisasi pasarnya (Tabel 7). Portofolio High ROE-

Tabel 6
Hasil Korelasi Pearson

	<i>Correlations</i>	<i>Return</i>			
		2003	2004	2005	2006
PER	<i>Pearson Correlation</i>	0.037279	-0.07804	-0.03317	0.614143
	<i>Sig (2-tailed)</i>	0.772	0.543	0.796	0.000
PBV	<i>Pearson Correlation</i>	0.011466	-0.01591	-0.03192	0.196726
	<i>Sig (2-tailed)</i>	0.929	0.902	0.804	0.122
ROE	<i>Pearson Correlation</i>	0.032074	-0.20061	-0.13818	-0.03942
	<i>Sig (2-tailed)</i>	0.803	0.115	0.280	0.759
EPS	<i>Pearson Correlation</i>	-0.14299	-0.10637	-0.11385	0.118045
	<i>Sig (2-tailed)</i>	0.264	0.407	0.374	0.357
PSR	<i>Pearson Correlation</i>	0.498947	0.129141	0.103047	0.201459
	<i>Sig (2-tailed)</i>	0.000	0.313	0.422	0.113
B/M	<i>Pearson Correlation</i>	0.023256	0.750922	0.26278	0.038972
	<i>Sig (2-tailed)</i>	0.856	0.000	0.037	0.762
VaR	<i>Pearson Correlation</i>	0.854077	0.901869	0.907861	0.571471
	<i>Sig (2-tailed)</i>	0.000	0.000	0.000	0.000
Log.MarCap	<i>Pearson Correlation</i>	-0.16281	-0.55074	-0.37167	-0.092
	<i>Sig (2-tailed)</i>	0.202	0.000	0.003	0.473

Berdasarkan Tabel 6, dapat dinyatakan beberapa hal berikut 1) PER memiliki pola asosiasi moderat ($r=0,61$) yang positif dan signifikan dengan *return* (2006), hasil ini serupa dengan penelitian Fitriani dan Utama (2001) yang menyatakan hubungan positif yang signifikan antar ke 2 variabel; 2) PBV memiliki asosiasi yang lemah dan tidak signifikan terhadap *return* saham. Hasil empiris ini mendukung penelitian Utama dan Santosa (1998) serta Utama dan Dewiyani (1999), khusus untuk periode 2004-2005; 3) PSR memiliki asosiasi positif yang signifikan pada periode 2003; rasio B/M memiliki asosiasi positif yang signifikan untuk periode 2004-2005. Kapitalisasi pasar justru memiliki asosiasi negatif yang signifikan terhadap tingkat pengembalian saham emiten; 4) VaR memiliki asosiasi positif yang signifikan pada tingkat pengembalian saham selama periode penelitian (2003-2006). Hal ini semakin memperkuat *adagium* bahwa semakin tinggi *return*, semakin tinggi pula potensi risiko yang muncul.

Big MarCap memiliki nilai kapitalisasi pasar terbesar selama 2 periode, yakni 3,8 triliun (tahun 2003) dan 9,8 triliun (tahun 2006); sementara untuk tahun 2004 portofolio High EPS-Big MarCap adalah yang memiliki kapitalisasi pasar terbesar dengan nilai sebesar Rp 5,9 triliun; untuk tahun 2005, portofolio High PER-Big MarCap adalah yang terbesar dengan nilai kapitalisasi pasar sebesar Rp 11,67 triliun.

Tabel 7
Peringkat Portofolio Berdasarkan Nilai Kapitalisasi Pasar (Juta Rupiah)

Portofolio	2003		2004		2005		2006	
	Nilai	Rank	Nilai	Rank	Nilai	Rank	Nilai	Rank
High PER	1,861,118	14	3,356,497	13	6,257,350	12	6,130,128	13
Low PER	997,028	17	1,341,676	19	2,381,101	20	1,885,132	18
High PER-Big MarCap	3,094,765	5	5,861,822	2	11,673,701	1	9,295,001	3
Low PER-Big MarCap	2,293,159	11	2,886,649	15	4,739,936	14	5,052,329	14
High PER-Small MarCap	58,094	31	135,364	27	118,818	32	88,097	36
Low PER-Small MarCap	60,934	30	69,345	35	4,739,936	14	143,173	30
High PBV	2,594,111	8	4,036,488	8	7,464,773	8	7,191,721	8
Low PBV	240,390	23	639,749	23	1,134,728	24	789,294	23
High PBV-Big MarCap	3,424,996	4	5,817,090	3	10,279,320	4	9,522,401	2
Low PBV-Big MarCap	801,463	19	1,794,991	18	3,680,846	18	2,779,129	17
High PBV-Small MarCap	101,457	25	119,164	30	272,043	27	199,680	26
Low PBV-Small MarCap	45,234	35	89,634	32	93,135	35	97,178	35
High ROE	2,299,356	10	3,663,812	10	7,161,359	9	6,796,193	10
Low ROE	544,653	22	1,024,447	21	1,447,930	23	1,197,581	21
High ROE-Big MarCap	3,816,188	1	5,047,108	5	10,322,692	3	9,806,947	1
Low ROE-Big MarCap	1,238,771	16	3,315,821	14	4,245,275	16	3,501,782	16
High ROE-Small MarCap	82,447	27	128,722	29	206,426	29	172,536	29
Low ROE-Small MarCap	43,346	36	87,067	33	115,861	33	100,342	33
High EPS	2,255,757	12	3,972,194	9	7,066,363	10	6,982,147	9
Low EPS	589,659	21	706,118	22	1,545,990	22	1,005,628	22
High EPS-Big MarCap	3,565,300	3	5,971,946	1	10,693,187	2	9,247,978	4
Low EPS-Big MarCap	1,442,134	15	1,865,001	17	4,090,458	17	3,602,396	15
High EPS-Small MarCap	73,186	29	154,484	25	142,426	31	184,653	27
Low EPS-Small MarCap	51,253	33	68,732	36	146,533	30	102,405	32
High PSR	2,032,712	13	3,633,753	11	6,757,425	11	6,241,794	12
Low PSR	819,899	18	1,055,476	20	1,864,894	21	1,769,864	19
High PSR-Big MarCap	2,923,319	6	5,000,073	6	9,304,217	6	8,261,312	6
Low PSR-Big MarCap	2,429,857	9	3,436,023	12	6,172,776	13	6,562,394	11
High PSR-Small MarCap	73,375	28	142,046	26	248,957	28	183,240	28
Low PSR-Small MarCap	53,252	32	81,616	34	102,579	34	102,896	31
High B/M	207,937	24	548,729	24	955,199	25	245,851	25
Low B/M	2,703,537	7	4,240,016	7	7,854,289	7	7,959,225	7
High B/M-Big MarCap	620,609	20	1,924,757	16	3,580,354	19	1,280,112	20
Low B/M-Big MarCap	3,609,831	2	5,438,659	4	10,037,881	5	8,773,221	5
High B/M-Small MarCap	46,457	34	90,053	31	80,147	36	98,099	34
Low B/M-Small MarCap	97,941	26	130,382	28	367,687	26	361,921	24

Tabel 8
Peringkat Portofolio Berdasarkan Nilai Rata-rata *Return* Harian Per Periode (%)

Portofolio	2003		2004		2005		2006	
	Nilai	Rank	Nilai	Rank	Nilai	Rank	Nilai	Rank
High PER	0.43%	31	0.22%	29	0.15%	30	0.25%	14
Low PER	0.62%	10	0.43%	8	0.35%	5	0.22%	25
High PER-Big MarCap	0.52%	18	0.18%	33	0.10%	35	0.21%	26
Low PER-Big MarCap	0.50%	22	0.26%	22	0.22%	22	0.25%	13
High PER-Small MarCap	0.30%	35	0.27%	21	0.21%	24	0.32%	2
Low PER-Small MarCap	0.71%	2	0.57%	3	0.46%	2	0.20%	29
High PBV	0.38%	34	0.30%	19	0.23%	19	0.27%	9
Low PBV	0.68%	7	0.35%	14	0.26%	16	0.20%	30
High PBV-Big MarCap	0.44%	29	0.15%	35	0.13%	32	0.26%	11
Low PBV-Big MarCap	0.74%	1	0.36%	12	0.24%	18	0.12%	35
High PBV-Small MarCap	0.21%	36	0.64%	2	0.51%	1	0.28%	4
Low PBV-Small MarCap	0.65%	8	0.34%	16	0.27%	14	0.23%	22
High ROE	0.51%	21	0.19%	31	0.17%	29	0.26%	10
Low ROE	0.54%	15	0.46%	6	0.33%	10	0.20%	28
High ROE-Big MarCap	0.39%	33	0.18%	34	0.12%	33	0.27%	7
Low ROE-Big MarCap	0.69%	3	0.32%	18	0.23%	21	0.13%	34
High ROE-Small MarCap	0.68%	5	0.24%	25	0.28%	13	0.25%	12
Low ROE-Small MarCap	0.43%	30	0.52%	4	0.37%	4	0.24%	19
High EPS	0.45%	27	0.25%	23	0.18%	27	0.25%	15
Low EPS	0.60%	11	0.40%	11	0.32%	11	0.22%	24
High EPS-Big MarCap	0.41%	32	0.15%	36	0.14%	31	0.24%	17
Low EPS-Big MarCap	0.69%	4	0.34%	15	0.19%	26	0.19%	31
High EPS-Small MarCap	0.53%	17	0.46%	7	0.25%	17	0.27%	6
Low EPS-Small MarCap	0.54%	16	0.43%	9	0.39%	3	0.23%	21
High PSR	0.57%	14	0.35%	13	0.23%	20	0.28%	3
Low PSR	0.48%	23	0.30%	20	0.26%	15	0.18%	32
High PSR-Big MarCap	0.51%	19	0.21%	30	0.19%	25	0.27%	8
Low PSR-Big MarCap	0.51%	20	0.23%	27	0.06%	36	0.10%	36
High PSR-Small MarCap	0.68%	6	0.71%	1	0.33%	9	0.33%	1
Low PSR-Small MarCap	0.47%	24	0.32%	17	0.35%	6	0.21%	27
High B/M	0.59%	12	0.42%	10	0.28%	12	0.23%	23
Low B/M	0.46%	26	0.23%	26	0.21%	23	0.24%	16
High B/M-Big MarCap	0.64%	9	0.19%	32	0.11%	34	0.15%	33
Low B/M-Big MarCap	0.46%	25	0.23%	28	0.17%	28	0.24%	20
High B/M-Small MarCap	0.57%	13	0.49%	5	0.34%	8	0.24%	18
Low B/M-Small MarCap	0.45%	28	0.25%	24	0.34%	7	0.27%	5

Berdasarkan nilai rata-rata *return* harian (Tabel 8), portofolio low PBV-Big MarCap memiliki nilai *return* harian tertinggi yakni sebesar 0,74% pada tahun 2003. Tahun 2004 portofolio high PSR-Small MarCap memiliki nilai *return* tertinggi untuk 2 periode dengan tingkat *return* sebesar 0,71% (tahun 2004) dan 0,33% (tahun 2006). Periode berikutnya adalah portofolio High PBV-Small MarCap dengan tingkat *return* harian sebesar 0,51%.

Data dan informasi beta serta varian saham selanjutnya digunakan untuk pembentukan estimasi matrik varian-kovarian¹ untuk per portofolio selama periode penelitian. Dalam menghitung besaran VaR 95%, akan dilakukan simulasi investasi dimana proporsi alokasi dana dilakukan berdasarkan asumsi *equally weighted* yang sama besar untuk jumlah investasi sebesar Rp 100 juta. Adapun untuk pemeringkatan dilakukan dengan mengacu kepada *risk reduce* (Jumlah individual VaR – VaR Portofolio). Hasil pemeringkatan dapat dilihat pada Tabel 9. Selama 4 tahun terakhir terdapat 3 portofolio yang memiliki persentase *risk reduce terbesar*, yakni portofolio *low-ROE* (2003 dan 2004), *high B/M* (2005), dan *low EPS- small MarkCap*

(2006). Untuk tahun 2003, dengan membentuk portofolio yang mengacu kepada indikator saham yang memiliki ROE yang rendah, nilai risiko investasi harian sebesar Rp 100 juta berkurang sebesar Rp 7,9 atau sebesar Rp 3,07 juta dibanding jika

Untuk tahun 2003, nilai VaR sebesar Rp 3,26 juta pada *low-ROE* portofolio menggambarkan *potential loss* yang dapat terjadi dalam periode harian dengan probabilitas 95%. Dengan indikator VaR yang sama, dapat disimpulkan bahwa terdapat 5% probabilitas tingkat kerugian akan melebihi Rp 3,26 juta dalam periode harian. Portofolio *low-ROE* mampu mengurangi *potential loss* harian hampir Rp 8 juta. Tahun 2004 nilai VaR portofolio *low-ROE* juga masih memiliki persentase *risk reduce* harian terbesar yaitu sebesar Rp 8,1 juta dengan nilai VaR portofolio sebesar Rp 3,05 juta. Selanjutnya pada tahun 2005, portofolio *high B/M* memiliki persentase *risk reduce* terbesar yaitu 68,22% (atau Rp 6,8 juta) dengan VaR portofolio sebesar Rp 3,2 juta. Pada tahun 2006, portofolio *low ROE-Small MarCap* memiliki persentase *risk reduce* terbesar (71,83%) dengan nilai VaR harian sebesar Rp 7,15 juta.

Tabel 9
Peringkat Portofolio Berdasarkan Risk Reduce VaR Per Periode (%)

Portofolio	2003		2004		2005		2006	
	%	Rank	%	Rank	%	Rank	%	Rank
High PER	69.40%	5	64.30%	16	62.67%	12	66.26%	17
Low PER	68.07%	9	70.93%	3	65.57%	6	69.99%	7
High PER-Big MarCap	58.62%	25	56.86%	26	48.30%	28	52.55%	30
Low PER-Big MarCap	55.70%	32	51.22%	28	48.22%	29	53.53%	29
High PER-Small MarCap	65.35%	17	60.31%	19	58.19%	19	62.29%	21
Low PER-Small MarCap	64.22%	18	66.59%	14	61.03%	14	67.90%	12
High PBV	63.51%	19	67.83%	11	60.52%	16	67.11%	15
Low PBV	69.68%	4	68.27%	9	67.10%	4	70.05%	6
High PBV-Big MarCap	62.62%	22	59.21%	20	52.88%	21	58.85%	23
Low PBV-Big MarCap	46.65%	35	45.25%	34	40.66%	33	37.80%	36
High PBV-Small MarCap	57.62%	26	50.69%	29	49.40%	27	56.80%	26
Low PBV-Small MarCap	68.04%	10	69.15%	7	65.19%	8	70.88%	3
High ROE	66.68%	15	62.93%	17	60.82%	15	65.90%	18
Low ROE	70.90%	1	72.65%	1	67.59%	3	70.06%	5
High ROE-Big MarCap	57.03%	28	58.54%	21	53.93%	20	59.44%	22
Low ROE-Big MarCap	57.27%	27	45.14%	35	40.63%	34	39.96%	34
High ROE-Small MarCap	56.83%	30	57.34%	25	50.12%	25	57.32%	25
Low ROE-Small MarCap	68.34%	7	70.50%	4	64.83%	9	70.46%	4
High EPS	67.46%	13	65.60%	15	59.61%	17	63.54%	20
Low EPS	70.87%	2	69.93%	6	67.78%	2	71.27%	2
High EPS-Big MarCap	58.70%	24	56.29%	27	51.77%	22	58.60%	24
Low EPS-Big MarCap	55.93%	31	48.58%	31	43.83%	32	39.01%	35
High EPS-Small MarCap	61.01%	23	57.37%	24	50.08%	26	52.07%	33
Low EPS-Small MarCap	67.08%	14	67.92%	10	64.70%	10	71.83%	1
High PSR	68.77%	6	67.66%	13	62.01%	13	68.47%	11
Low PSR	67.52%	12	67.79%	12	65.35%	7	68.62%	9
High PSR-Big MarCap	63.43%	20	58.07%	23	51.66%	23	53.94%	27
Low PSR-Big MarCap	46.28%	36	47.08%	33	40.29%	35	52.44%	32
High PSR-Small MarCap	51.93%	33	49.09%	30	46.24%	31	67.48%	13
Low PSR-Small MarCap	68.16%	8	68.40%	8	64.43%	11	66.85%	16
High B/M	70.24%	3	71.36%	2	68.22%	1	69.42%	8
Low B/M	66.58%	16	62.74%	18	58.52%	18	67.31%	14
High B/M-Big MarCap	47.44%	34	43.86%	36	46.93%	30	52.54%	31
Low B/M-Big MarCap	63.04%	21	58.18%	22	50.96%	24	53.84%	28
High B/M-Small MarCap	67.69%	11	69.97%	5	66.63%	5	68.53%	10
Low B/M-Small MarCap	56.95%	29	48.36%	32	38.75%	36	65.52%	19

Berdasarkan kriteria Treynor-Index, selama 3 tahun periode penelitian, kinerja portofolio belum maksimal (ditunjukkan dengan indeks portofolio yang masih negatif). Sampai tahun 2006, hanya portofolio Low EPS-Small MarCap yang menunjukkan perkembangan kinerja yang baik (dari -0,0871 menjadi 0,6753) sementara 2 portofolio lainnya belum mencapai level positif. Hal ini berarti *expected return* portofolio masih lebih kecil dibanding *risk free rate* sehingga bila dikomparasi terhadap risiko fluktuatif relatif terhadap risiko pasar menghasilkan nilai indeks yang negatif.

Tabel 10
Evaluasi Kinerja Portofolio

Portofolio	Treynor Index	Jensen Alpha 2003	Sharpe Index
Low FBV-Big MarCap	-0.0098	0.0201	-1.3819
Low ROE	-0.0095	-0.0121	-2.8711
High ROE-Big MarCap	-0.1019	-0.0138	-3.1036
Low ROE	-0.0071	-0.0175	-2.2791
High EPS-Big MarCap	-0.0098	-0.0161	-3.0311
High PSR-Small MarCap	-0.6550	-0.0129	-1.9679
High PER-Big MarCap	-0.0029	0.0091	-4.0711
High PBV-Small MarCap	-0.0071	0.0042	-1.9701
High B/M	-0.1011	-0.0190	-2.7815
High ROE-Big MarCap	-0.1502	-0.0182	-5.7492
Low EPS-Small MarCap	0.6753	-0.1165	-2.4981
High PSR-Small MarCap	-0.1917	-0.0457	-4.0141

Dengan pendekatan Jensen-Alpha, kinerja dari portofolio dapat dilihat dari nilai alpha; dimana apabila alpha bernilai positif berarti menunjukkan kinerja portofolio yang lebih tinggi daripada kinerja pasar. Berdasarkan hasil data empiris, diperoleh perkembangan yang fluktuatif untuk kinerja portofolio. Untuk tahun 2003 misalnya, nilai alpha dari dua portofolio menunjukkan angka negatif (*low ROE* dan *high ROE-Big MarCap*) yang berarti kinerjanya masih dibawah kinerja pasar. Kinerja ini masih belum membaik pada periode berikutnya (2004). Baru pada tahun 2005, dua dari tiga portofolio menghasilkan kinerja yang lebih tinggi dari kinerja pasar (*high PER-Big MarCap* dan *high PBV-Small MarCap*). Tahun 2006, kinerja portofolio kembali memburuk dibanding kinerja pasar. Secara ringkas dapat dikatakan tingkat pengembalian

portofolio selama periode penelitian masih *inferior* terhadap risiko sistematisnya yang disatu sisi berfungsi sebagai multiplier pada kinerja pasar.

Mengacu kepada Indeks-Sharpe, secara umum premi risiko dari seluruh portofolio masih tinggi selama periode penelitian. Bahkan portofolio Low-ROE yang memiliki kemampuan *risk reduce* tertinggi selama 2 periode (2003 dan 2004) masih belum mampu menghasilkan nilai Indeks Sharpe yang positif. Atau dengan kata lain, tingkat pengembalian portofolio masih lebih rendah dibanding *return* rata-rata aset bebas risiko.

Berdasarkan hasil evaluasi dengan 3 alat ukur dapat diperoleh informasi bahwa aspek kapitalisasi pasar, tidak serta merta menjamin portofolio yang terbentuk akan menghasilkan suatu konsensus perihal *accepted risk* yang *reliable* versus tingkat pengembalian yang diharapkan. Pernyataan ini semakin dikonfirmasi bila kriteria pembentuk portofolio mempertimbangkan kinerja pasar dan informasi kinerja akuntansi emiten.

SIMPULAN, KETERBATASAN, DAN IMPLIKASI

Simpulan

Penelitian ini bertujuan untuk membentuk portofolio saham dengan mengacu kepada kinerja pasar saham (PER, PBV, ROE, EPS, PSR, dan rasio B/M, VaR) dan informasi akuntansi kinerja emiten (ROE, dan EPS) serta kapitalisasi pasar. Sebelum sampai kepada tahap membentuk portofolio berdasarkan kriteria tersebut, dilakukan beberapa klarifikasi seperti: perbedaan nyata antara tingkat pengembalian pada portofolio yang memiliki kapitalisasi besar dan kecil. Selanjutnya menghitung pengaruh signifikan kinerja pasar dan akuntansi tersebut terhadap tingkat pengembalian saham. Hasil penelitian menunjukkan perbedaan *return* portofolio yang terjadi tidak seluruhnya memiliki pengaruh yang signifikan, hasil konfirmasi kedua, menyatakan bahwa secara simultan seluruh prediktor berpengaruh signifikan terhadap *return* saham selama periode penelitian tapi secara parsial hanya 4 variabel yang berpengaruh signifikan terhadap *return* saham, yakni VaR, rasio B/M, serta PER dan PBV; kemampuan seluruh variabel dalam menjelaskan variasi *return* saham juga cukup tinggi. Berdasarkan hasil evaluasi

portofolio menunjukkan aspek kapitalisasi pasar, kinerja pasar dan informasi kinerja akuntansi emiten tidak serta merta menjamin portofolio yang terbentuk akan menghasilkan suatu konsensus perihal *accepted risk* yang *reliable* versus tingkat pengembalian yang diharapkan.

Keterbatasan

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan sebagai berikut 1) periode penelitian hanya 4 tahun, dimana periode pembentukan portofolio hanya tahunan; 2) dalam penelitian ini tidak diikutsertakan kriteria antara saham yang *losser* dan *winner*; 3) penggunaan kriteria risiko portofolio hanya mengacu kepada value at risk 95%; dan 4) informasi kinerja akuntansi hanya tingkat pengembalian ekuitas (ROE) dan *earning per share* (EPS).

Implikasi

Berdasarkan keterbatasan penelitian tersebut, hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan saran atau implikasi bagi penelitian selanjutnya, yaitu 1) jika dimungkinkan menambah periode pembentukan portofolio, misalnya: bulanan, triwulan, kwartal, dan per semester sehingga dapat memberikan informasi yang lebih komprehensif mengenai kinerja portofolio yang terbentuk dengan pendekatan yang digunakan; 2) menambah kriteria saham pembentuk portofolio, seperti saham yang termasuk dalam kategori *winner* dan *looser*; 3) menambah ukuran risiko portofolio, misalnya: VaR 90%, VaR 99%. Atau opsi risiko lainnya seperti risiko sistematis portofolio, risiko unik portofolio, atau total risiko portofolio; dan 4) informasi akuntansi perusahaan bisa ditambah dengan rasio *price to cash flow* (PCF), EBITDA, EVA, dan aspek pendapatan residual emiten

DAFTAR PUSTAKA

- Affandi, U dan Siddharta Utama. 1998. Uji Efisiensi Bentuk Setengah Kuat Pada Bursa Efek Jakarta. Manajemen Usahawan Indonesia
- Banz, Rolf W. 1981. The Relationship Between Return and Market Value of Common Stock. *Journal of Financial Economics*. Vol. 9, pp. 3-18.
- Barber, Brad M. and John D. Lyon. 1997. Firm size, book-to-market ratio and security returns: A holdout sample of financial firms. *Journal of Finance*, Vol. LII, No 2.
- Basu, S. 1977. Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earning Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis. *Journal of Finance*, 12: 129-156.
- _____. 1983. The relationship between earnings yield, market value, and return for NYSE common stocks: Further evidence. *Journal of Financial Economics* 12, 129-156.
- Bhandari, L. 1988. Debt / Equity Ratio and Expected Common Stock Returns: Empirical Evidence. *Journal of Finance*, 43: 507-528.
- Black, Fisher. 1972. Capital Market Equilibrium with Restricted Borrowing. *Journal of Business* 45: 444-455.
- Bundoo, Sunil K. 2006. An Augmented Fama and French Three-Factor Model: New Evidence From An Emerging Stock Market. Department of Economics & Statistics, University of Mauritius. Reudit, Mauritius.
- Chan L., Hamao Y., dan Lakonishok J. 1991. Fundamentals and Stock Returns in Japan. *Journal of Finance*, Vol. XLVI, No 5.
- Chan, A dan A.P. Chui. 1998. An Empirical Re-Examination of The Cross-section of Expected Returns: UK Evidence. *Journal of Business Finance and Accounting*, 23:1435-1452.

- Cochrane, J. H. 1996. A Cross-Sectional Test of an Investment Based Asset Pricing Model. *Journal of Political Economy* 104, 572-621.
- _____ 2001. *Asset Pricing*. Princeton University Press.
- Crouchy, Michael; Dan Galai; dan Robert Mark. 2001. *Risk Management*. New York: Mc-Graw Hill.
- Daniel K., Titman S. 1997. Evidence of the Characteristics of Cross Sectional Variation in Stock returns. *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 1, 1-33.
- Desyetti. 1998. Kaitan Pengumuman Laba Akuntansi Dengan Harga Saham dan Volume Perdagangan Saham Di Pasar Modal Indonesia. Tesis (Tidak Dipublikasikan), Universitas Indonesia.
- Fama, E. and MacBeth, J. 1973. Tests of the Multiperiod Two-Parameter Model. *Journal of Financial Economics*, Vol. 1, 43-66.
- Fama, Eugene F, dan Kenneth R. French. 1992. The cross section of expected returns. *Journal of Finance*, Vol. XLVII, No. 2.
- _____ 1993. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics* 33, 3-56.
- _____ 1995. Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns. *Journal of Finance*, Vol. L, No.1.
- Gregory A., Harris R., Michou M. 2003. Contrarian investment and macroeconomic risk. *Journal of Business Finance and Accounting*, 30(1) & (2), 0306-686X.
- Jones, Charles P., 2000, *Investments: Analysis and Management*, 7th Edition, John Wiley & Sons Inc., New York.
- Kato, K., and J. Shallheim. 1985. Seasonal and Size anomalies in the Japanese stock market. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 20, 243-260.
- Knez, P., dan M. Ready. 1997. On the robustness of size and book-to-market in cross-sectional regressions. *Journal of Finance*, Vol. LII, No. 4.
- Lakonishok J., Shleifer A. and Vishny R. 1994. Contrarian investment, extrapolation, and risk. *Journal of Finance*, 49, 1541-1578.
- Lakonishok, Josef and Alan C. Shapiro. 1986. Systematic Risk, Total Risk, and Size as Determinants of Stock Market Returns." *Journal of Banking and Finance*. 10:1, pp. 115-132.
- Lintner, John. 1965. The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets, *Review of Economics and Statistics* 47, 13-37
- Modigliani, Franco, and Merton H. Miller, 1958, The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment, *American Economic Review* 48, 261-297.
- O'Shoughnessy, J.P. 1997. *What Works on Wall Street*. New York: McGraw-Hill Co.
- Qi, Howard. 2004. An Empirical Study Comparing the CAPM and the Fama-French 3-Factor Model. *SSRN Papers – Id556671*.
- Reilly K.F. and Brown C.K., 2000, *Investment Analysis and Portfolio Management*, The Dryden Press, USA.
- Reinganum, Marc R. 1981. A New Empirical Perspective on the CAPM. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 16:4, pp. 439-462.
- Ritter, Jay R. 2003. Investment banking and securities issuance, *Handbook of the Economics of Finance*, (edited by George M. Constantinides, Milton Harris, and Rene Stulz), Elsevier Science B.V.

Rogers, Pablo dan José Roberto Securato. 2007. Comparative Study of CAPM, Fama and French And Reward Beta Approach In The Brazilian Market. *SSRN Papers – Id1027134*.

Rosenberg, B., Reid, K. and Lanstein, R. 1985. Persuasive evidence of market inefficiency. *Journal of Portfolio Management*, 11, 9-17.

Ross, Stephen. A, Randolph W. Westerfield, dan Bradford D. Jordan. 2006. Corporate Finance Fundamentals. 7th Edition. McGraw-Hill Irwin

Sharpe, William F. 1964. Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance*, 19, 425-442.

Sharpe, William F., Gordon J. Alexander, & Jeffery V. Bailey, 1999, *Investasi*, Terjemahan oleh Hanry dan Agustiono, Edisi Revisi, Jilid I, Penerbit Prehallindo, Jakarta.

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

Stowe, John. D, Thomas R. Robinson, dan Jerald E. Pinto. 2004. *Analysis of Equity Investment: Valuation*. United Book Press, Inc., Baltimore, MD

Trevino, R. and F. Robertson “P/E Ratios and Stock Market Returns” *Journal of Financial Planning* (February 2002)

Utama, S dan A.B. Santosa. 1998. Kaitan Antara Rasio Price/Book dan Imbal Hasil Saham Pada Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Riset Akuntansi*, 1:127-140.

Utama, S dan L. Dewiyani. 1999. An Empirical Examination of the Cross-Section Expected Return: Indonesia Evidence. *Asia Pacific Journal of Finance*, Vol.2 Issue: 183-190.

Utami, W dan Suharmadi. 1998. Pengaruh Informasi Penghasilan Perusahaan Terhadap Harga Saham Di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Riset Akuntansi*, 1: 255-268.