

PENGARUH EFISIENSI PENGELOLAAN MODAL KERJA TERHADAP PENCAPAIAN LABA PADA PT. GALATTA LESTARINDO PANCUR BATU MEDAN

Ilham

Dosen Fakultas Ekonomi Al-Ahzar Medan

ABSTRACT

This study investigated the effect of beta and price to book value toward portfolio securities return. The expected returns were measured by Capital Asset Pricing Model. The Single Index-Model was developed to aid portfolio analysis and The Single Index Model called for estimating the beta of each stock that was a potential candidate for inclusion of portfolio.

Price to book value indicated that the prospect of a success company was correlated with return. The research used 39 manufacturer companies in Jakarta Stock Exchange with purposive sampling during the year 1994-2000. The data were collected from secondary data and the collected data processed by SPSS and tested by multiple regression analysis.

The result of the analysis showed that price to book value was significantly affected toward portfolio securities return at significant level 0.0210, but its effect was negative. Beta was not significantly affected toward portfolio securities return at 0.5080. The negative effect was meant at anomaly because Capital Asset Pricing Model was not realistic for counting expected return.

Key Words: Capital Asset Pricing Model, Single Index Model, Price to Book Value, Beta, Portfolio Securities Return, and Anomaly

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Secara garis besar, tugas para manajer keuangan menyangkut keputusan investasi, keputusan pemenuhan kebutuhan dana atau keputusan pembelanjaan dan kebijakan deviden. Pada prinsipnya semua

keputusan yang diambil oleh para manajer keuangan tersebut memiliki tujuan yang sama yaitu mengisyaratkan suatu estimasi hasil yang diharapkan (*expected return*) dan risiko atau kemungkinan tidak diperolehnya hasil seperti yang diharapkan (Sartono, 1990).

Menurut hasil penelitian yang dilakukan Suriyanto (1999) pada Bursa Efek Jakarta, dari ketiga metode untuk mengoreksi beta, Scholes dan William (1977), Dimson (1979) dan Fowler dan Rorke (1983), metode yang paling mampu untuk mengoreksi bias yang terjadi di Bursa Efek Jakarta adalah metode Fowler dan Rorke baik untuk data return yang terdistribusi tidak normal, diperlukan periode koreksi yang cukup panjang, yaitu empat periode mundur (*lag*) dan empat periode maju (*lead*). Data return yang terdistribusi normal membantu mempercepat periode koreksi dari beta yang bias, yaitu hanya dibutuhkan suatu periode mundur (*lag*) dan empat periode maju (*lead*). Data return yang terdistribusi normal membantu mempercepat periode koreksi dari beta yang bias, yaitu hanya dibutuhkan suatu periode mundur (*lag*) dan satu periode maju (*lead*) saja. Menurut Clarke, et al. (1990), *Price to Book Value (PBV)* adalah pengukuran kinerja perusahaan secara umum. Konsep yang dapat diterima secara umum jika perusahaan sedang menginvestasikan *real asset* untuk mendapatkan return yang diinginkan lebih besar dari satu maka nilai PBV seharusnya melebihi satu. Nilai PBV seharusnya melebihi satu diciptakan untuk stockholder. *PBV ratio (price to book value ratio)* adalah rasio antara harga pasar saham perlembar terhadap nilai buku saham perlembar tersebut. *Book Value (BV)* atau nilai buku perlembar saham diperoleh dari modal emiten (saham + agio + laba ditahan) pada periode tertentu dibagi total saham yang diterbitkan. Semakin tinggi PBV

berarti harga pasar saham tersebut tinggi. Hal ini kebalikan dengan BE/ME ratio. BE/ME ratio adalah rasio antara nilai buku saham perlembar terhadap harga pasar saham perlembar pada periode tertentu. Sehingga dapat dikatakan bahwa PBV ratio tinggi maka BE/ME ratio akan rendah.

B. Permasalahan

Dari pembahasan di atas, dapat disampaikan permasalahan sebagai berikut: Apakah ada pengaruh positif antara beta sekuritas portofolio perusahaan terhadap return sekuritas portofolio perusahaan, dan apakah ada pengaruh positif PBV sekuritas portofolio perusahaan terhadap return sekuritas portofolio perusahaan.

C. Tujuan Penelitian

Sesuai dengan perumusan masalah di atas, penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *Beta sekuritas portofolio perusahaan*, dan *Price to Book Value (PBV) sekuritas portofolio perusahaan*, terhadap return portofolio sekuritas perusahaan manufaktur yang listing di BEJ.

D. Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat bagi pihak-pihak yang dalam profesinya berkaitan dengan pelaporan keuangan perusahaan, antara lain: para penyusun standar akuntansi, para analis keuangan, dan para investor dan kreditor.

TINJAUAN TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

A. Beta Portofolio Sekuritas yang Dikoreksi dan Return Portofolio

Model indeks tunggal, beta merupakan garis regresi dari suatu persamaan yang menunjukkan bahwa tingkat keuntungan (*return*) suatu saham berkorelasi dengan perubahan pasar yang dinyatakan sebagai tingkat keuntungan indeks pasar. Beta untuk masing-masing perusahaan emiten di peroleh dari hasil persamaan regresi OLS (*Ordinary Least Square*) sebagai berikut ini:

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_m + \varepsilon_i$$

Notasi: R_i = return sekuritas ke i , α_i = nilai ekspektasi dari return sekuritas yang independen terhadap return pasar, β_i =

beta merupakan koefisien yang mengukur R_i akibat perubahan R_m , R_m = tingkat return dari indeks pasar, juga merupakan suatu variabel acak, ε_i = kesalahan residu yang merupakan variabel acak dengan nilai ekspektasinya sama dengan nol atau $E(\varepsilon_i) = 0$ sedangkan return indeks pasar dihitung dengan menggunakan IHSG sebagai berikut:

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

R_{mt} = return indeks pasar saham pada hari ke- t , $IHSG_t$ = IHSG harian pada hari ke- t , $IHSG_{t-1}$ adalah IHSG harian pada hari ke $t-1$.

Price to Book Value Ratio (PBV)

Investor dalam melakukan investasi pada sekuritas akan melakukan penilaian (*valuation*) terhadap perusahaan dengan mengukur kemampuan perusahaan dalam menciptakan nilai terhadap pemegang saham dan calon investor. Penilaian tersebut dapat dilakukan melalui perhitungan *PBV (price to book value)* yaitu rasio antara harga pasar saham terhadap nilai buku saham tersebut pada periode tertentu.

Menurut Clarke, Wilson, dan Daines (1990) menyatakan bahwa *price to book value* adalah pengukuran kinerja secara umum. Konsep yang dapat diterima secara umum jika perusahaan sedang menginvestasikan untuk mendapatkan return lebih besar dari *return* yang diinginkan maka nilai PBV melebihi 1 dan nilai tersebut diciptakan untuk *stockholder*.

Menurut Brigham dan Houston (2001) menyatakan bahwa PBV memberikan indikasi lain bagaimana investor melihat perusahaan tersebut. Jika perusahaan mendapatkan *rate of return* pada assetnya rendah maka PBV akan rendah dibandingkan dari nilai rata-rata perusahaan.

B. Anomali

a. Kesalahan Konsep

Pada kondisi tertentu, ternyata konsep pasar efisien tidak dapat menjelaskan fenomena-fenomena yang

terjadi dalam praktik. Asumsi-asumsi yang mendasari konsep ini sering bertentangan dengan praktik yang sesungguhnya. Dalam konsep pasar efisien sebaiknya harus mempertimbangkan unsur: tersedianya informasi dipasar (Fama, 1970), distribusi informasi (Beaver, 1989), informasi privat dan kecepatan reaksi pasar (Jones, 2000) juga mempertimbangkan alasan ekonomis yang mendasari asumsi-asumsi dalam konsep pasar efisien.

b. Kesalahan Metode

Metode yang dapat menyebabkan kekeliruan pengukuran abnormal return yaitu:

CAPM sebagai model pengukuran *expected return* memiliki kesalahan estimasi yang disebabkan pemakaian beta yang bias entah karena beta yang terlalu rendah atau akibat perdagangan tidak sinkron, parameter model CAPM yang diidentifikasi dari karakteristik perusahaan yang sebenarnya merupakan *proxy* suatu variabel risiko yang terabaikan, penentuan informasi spesifik yang tidak tepat dalam pengujian, penentuan periode waktu yang tidak memadai untuk proses estimasi, pasar sesungguhnya belum efisien namun peneliti memaksakan asumsi-asumsi yang berlaku dalam konsep pasar efisien, serta uji statistik yang digunakan untuk menguji hubungan antara karakteristik-karakteristik tertentu dengan *abnormal return* tidak memadai.

C. Pengembangan Hipotesis

Pengujian CAPM yang paling sederhana dilakukan oleh William, Sharpe dan Cooper (1963). Mereka membentuk portofolio berdasarkan beta. Saham-saham New York Stock Exchange (dari tahun 1931-1967) dikelompokkan ke dalam sepuluh portofolio berdasarkan ranking beta. Kemudian return dan beta untuk tiap portofolio dihitung. Hasilnya menunjukkan adanya hubungan positif antara return dengan beta portofolio.

Rosenberg dan Marathe (1975), menyatakan bahwa data return pasar dapat digunakan untuk memprediksi beta dimasa yang akan datang. Sedangkan penelitian Rosenberg dan Mc Kibben (1973), menunjukkan bahwa beta mempunyai perbedaan yang kuat diantara industri-industri yang berbeda. Beta

mengukur fluktuasi dari return saham terhadap return pasar, koefisien beta diukur dengan slope dari garis karakteristik saham yang diperoleh dengan meregresi return saham dengan return pasar. Namun demikian beta untuk pasar modal yang berkembang perlu disesuaikan, karena beta yang belum disesuaikan masih merupakan beta yang bias disebabkan perdagangan yang tidak sinkron (*Nonsynchronous Trading*). Perdagangan tidak sinkron ini terjadi dipasar yang transaksi perdagangannya jarang terjadi atau disebut dengan pasar tipis (*thin market*). Pasar yang tipis merupakan ciri pasar modal yang sedang berkembang.

Fant dan Peterson (1995), menggunakan analisis regresi untuk meneliti pengaruh beta terhadap return, karena pola musiman yang di deteksi pada studi terdahulu, peneliti disini meneliti pengaruh beta tahunan terhadap return tahunan, pengaruh beta pada bulan Januari terhadap return pada bulan Januari (hanya 1 bulan), serta pengaruh beta pada bulan-bulan berikutnya (Februari sampai Desember) terhadap return pada bulan-bulan berikutnya selama 3 tahun. Hasil penelitian untuk beta tahunan tidak terdapat pengaruh terhadap return tahunan, beta bulan Januari tidak berpengaruh terhadap return, sedangkan pada beta pada bulan-bulan berikutnya terdapat pengaruh terhadap return. Hasil penelitian ini menunjukkan secara signifikan tidak ada pengaruh beta terhadap return. Maka hipotesis yang penulis buat adalah:

H1: terdapat pengaruh positif antara beta sekuritas portofolio perusahaan terhadap return sekuritas portofolio perusahaan.

Dengan menggunakan periode pengamatan yang berbeda, Rosenberg, Reid, et al, (1985), dan Fama dan French (1992), menemukan bahwa rata-rata return saham dari perusahaan-perusahaan di Amerika Serikat mempunyai hubungan yang negatif dengan rasio PBV. Chan, Hamao, dan Lakonshok (1992), juga menemukan bahwa rasio PBV mempunyai pengaruh yang kuat terhadap rata-rata return saham di Jepang. Capaul, Rowley, dan Sharpe (1993), melakukan penelitian rasio PBV pada berbagai negara dan menyimpulkan hal yang sama, yaitu saham dengan rasio PBV yang rendah

cenderung menghasilkan return yang relatif tinggi disemua negara yang diteliti.
H2: Terdapat pengaruh positif antara PBV sekuritas portofolio perusahaan terhadap return sekuritas portofolio perusahaan.

METODE PENELITIAN

A. Populasi Penelitian dan Pemilihan Sampel

Populasi dalam penelitian adalah portofolio sekuritas perusahaan yang

$$ERB_i = \frac{E(R_i) - R_{BR}}{\beta_i}$$

ERB_i = Excess return to beta sekuritas ke I, R_{BR} = Return aktiva bebas risiko, β_i = Beta sekuritas ke I. Sedangkan untuk menghitung nilai *cut-off point* (C*) adalah :

X

σ_{ei} = Jumlah varian dari saham I, σ_m² = Varian dari return indeks pasar

Model penelitian yang digunakan penulis disini adalah menggunakan model *cross-sectional regression* yaitu:

$$\text{Ln}(\text{RARE})_{it} = \alpha_{0t} + \alpha_{1t} \text{Ln}(\text{BETA})_{it} + \alpha_{2t} \text{Ln}(\text{MtoB})_{it} + \alpha_{3t} \text{Ln}(\text{SIZE})_{it} + \alpha_{4t} \text{Ln}(\text{PRIORE})_{it} + e_{it}$$

Ln(RARE)_{it} = log dari return untuk sekuritas portofolio perusahaan ke i di dalam periode t, Ln(BETA)_{it} = log dari beta sekuritas portofolio perusahaan ke I di dalam periode t,

Ln(MtoB)_{it} = log dari rasio *price to book value* untuk sekuritas portofolio perusahaan ke I di dalam periode t,

Ln(SIZE)_{it} = log dari *size sekuritas portofolio* perusahaan ke i di dalam periode t sebagai variabel kontrol,

Ln(PRIORE)_{it} = log dari *prior return* sekuritas portofolio perusahaan ke i di dalam periode t sebagai variabel kontrol, i = jumlah perusahaan, e_{it} = error term, α_{it} = coefisien yang diestimasi, t = adalah 7 tahun.

efektif di BEJ dari tahun 1979 sampai tahun 1993. Data tersebut diambil karena minimal selama 7 tahun sehingga data yang diambil tersebut diharapkan tidak bias. Pengambilan sampelnya dengan *purposive sampling*.

B. Model Penelitian

Model untuk menentukan portofolio optimal maka akan digunakan model indeks tunggal untuk menghitung *excess return to beta ratio* yaitu :

$$C_i = \frac{\sigma_M^2 \sum_{j=1}^i \frac{[E(R_j) - R_{BR}] \beta_j}{\sigma_j^2}}{1 + \sigma_M^2 \sum_{j=1}^i \frac{\beta_j^2}{\sigma_j^2}}$$

C. Diagnosis Model

Model regresi akan menghasilkan estimator yang tidak bias jika terpenuhi asumsi klasik, yaitu: *Normalitas* (data terdistribusi normal), *Autocorrelation* (E(ε)=0), *Homoscedasticity* (σ²_ε tetap), dan *Collinearity* (nilai dari ε, independen).

D. Pengujian Hipotesis

Untuk menguji hipotesis yang diajukan apakah berhasil di dukung atau tidak, dapat dilihat dari p-value (angka sig. T pada output paket SPSS 9) dari tiap-tiap koefisien korelasi variabel independen. Apabila p-value lebih kecil dari tingkat yang digunakan, maka hipotesis nol berhasil ditolak, demikian juga sebaliknya apabila nilai p-value lebih besar dari tingkat yang digunakan berarti Ho gagal ditolak, yang berarti hipotesis alternatif yang diajukan (Ha) tidak didukung oleh data. Untuk menentukan tingkat signifikansi secara keseluruhan digunakan uji F. Sebelum dilakukan uji F dan uji t, terlebih dahulu akan dilakukan uji normalitas data dengan menggunakan uji Kolmogorov-Smirnov, serta akan dilakukan uji untuk mengetahui asumsi klasik lainnya.

ANALISIS HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

A. Pengumpulan Data

Objek penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdapat di BEJ mulai dari tahun 1979 sampai dengan tahun 1993. Data yang dipergunakan merupakan data sekunder. Data tersebut bersumber dari Monthly JSE tahun 1994 sampai dengan tahun

2000. SBI yang diambil dari laporan mingguan Bank Indonesia dan data yang ada di PPA UGM dari tahun 1994-2000.

B. Deskripsi Statistik dan Uji Normalitas

Deskripsi statistik dan uji normalitas yang menggunakan model variabel lengkap (lima variabel) disajikan dalam tabel berikut:

Deskripsi Data Awal Sebelum Ditransformasikan

Keterangan	RARE	BETA	MtoB	SIZE	PRIORE
Mean	0.0010	-19.2970	1.6084	3710.4084	0.0010
Std. Error of Mean	0.0003	5.6064	0.2032	383.6459	0.0002
Median	0.0004	1.5409	1.0395	1669.7917	0.0003
Std Deviation	0.0043	88.9994	3.2255	6090.1896	-0.0097
Minimum	-0.0097	-666.5977	-19.5990	139.5833	0.0216
Maximum	0.0260	2.7097	26.6970	44325.0000	0.0216

Untuk mengetahui apakah data berdistribusi normal atau tidak, perlu dilakukan uji normalitas. Hasil uji

Kolmogorov-Smirnov (K-S test) terhadap variabel yang bukan dummy disajikan pada tabel berikut :

**Kolmogorov-Smirnov
Hasil Uji Normalitas Data Awal**

Variabel	Statistic	Df	Sig.
RARE	0.0893	252	0.000
BETA	0.5196	252	0.000
MtoB	0.2745	252	0.000
SIZE	0.2790	252	0.000
PRIORE	0.1070	252	0.000

**Kolmogorov-Smirnov
Hasil Uji Normalitas Data Penelitian**

Variabel	Statistic	Df	Sig.
Ln(RARE)	0.1180	39	0.186
Ln(BETA)	0.1700	39	0.006
Ln(MtoB)	0.0850	39	0.200
Ln(SIZE)	0.1220	39	0.149
Ln(PRIORE)	0.0770	39	0.200

Hasil uji Kolmogorov-Smirnov pada tabel diatas, menunjukkan bahwa dari variabel RARE, BETA, MtoB, SIZE, PRIORE tidak ada yang berdistribusi normal. Variabel yang tidak normal perlu ditransformasikan ke dalam *natural*

logarithm agar berubah menjadi normal sehingga data yang negatif akan dikeluarkan dari sampel penelitian. Hasil uji *Kolmogorov-Smirnov* terhadap variabel yang telah ditransformasikan disajikan pada tabel berikut:

Kolmogorov-Smirnov
Hasil Uji Normalitas Data Penelitian

Variabel	Statistic	Df	Sig.
Ln(RARE)	0.1180	39	0.186
Ln(BETA)	0.1700	39	0.006
Ln(MtoB)	0.0850	39	0.200
Ln(SIZE)	0.1220	39	0.149
Ln(PRIORE)	0.0770	39	0.200

Setelah ditransformasi dalam bentuk natural logarithm dan penghilangan data yang negatif, variabel yang berubah menjadi normal dengan nilai signifikansinya lebih dari 0.05 adalah variabel RARE, MtoB, SIZE, dan PRIORE. Sedangkan variabel BETA belum mencapai nilai yang normal dan nilai signifikansinya tetap pada 0.00 tetapi dapat digunakan sebagai variabel yang diuji karena masih dalam probabilitas normal yang dapat dilihat di *Normal Q-Q Plot*. Gambar Histogram dan gambar Plot

Probabilitas Normal (*Normal probability plot*) dapat digunakan sebagai *judgement* untuk menentukan normalitas (Hair, 1995). Dengan demikian dapat diambil kesimpulan semua variabel yang diuji berdistribusi normal kecuali variabel BETA sehingga data tersebut dapat digunakan untuk analisis regresi.

Setelah adanya transformasi data, data yang dipakai dalam model penelitian deskripsinya menjadi seperti pada tabel dibawah ini :

Deskripsi Data Awal Sebelum Ditransformasikan

Keterangan	Ln(RARE)	Ln(BETA)	MtoB	SIZE	PRIORE
Mean	-5.5198	0.1644	0.2300	7.6874	-6.2305
Std. Error of Mean	0.1103	0.0079	0.1173	0.2035	0.1783
Median	-5.5872	0.3267	1.2013	7.4457	-6.1782
Std Deviation	0.6886	0.4559	0.7323	1.2710	1.1136
Minimum	-7.2087	-0.8095	-1.0595	5.2878	-8.2079
Maximum	-4.9283	0.7756	1.5313	9.9988	-3.8340

C. Diagnosis Model

Model yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi linier berganda. Agar hasil regresi reliable harus terpenuhi uji asumsi klasik.

a. Uji Autokorelasi

Untuk mendeteksi adanya *Autokorelasi* dapat dilihat dari Durbin Watson. Nilai Durbin Watson dari penelitian menunjukkan angka sebesar 1.604 yang berarti lebih kecil dari nilai teoritisnya (1,634) sehingga terjadi *Autokorelasi*.

b. Uji Multikolenieritas

Untuk menguji adanya multikolenieritas dilihat dari nilai *tolerance value* atau *variance inflation factor (VIF)*. Batas dari *tolerance value* adalah 0,10 dan batas VIF adalah 10 (Hair et al. 1995). Hasil analisis menunjukkan bahwa nilai VIF semua variabel independen di bawah nilai 10 dan *tolerance value* di atas 0.10, dengan demikian terjadi *multikolenieritas*.

c. Uji Heteroscedastisitas

Untuk mendeteksi adanya heteroscedastisitas digunakan metode grafik, yaitu dengan membuat *plot error* (residu) dengan *predicted value*. Dalam model regresi diharapkan terjadi *homoscedastisitas*. Dari hasil plot tidak menunjukkan adanya pola sistematis. Pada uji perangkat Spearman dapat dilakukan dengan meregresikan residual (res-1) dengan masing-masing variabel independen dengan residu kurang dari 0.7 maka tidak terjadi *heteroscedastisitas*. Data dalam penelitian ini adalah tidak terjadi *heteroscedastisitas*.

d. Pengujian Hipotesis

Dua model persamaan regresi yang dilakukan tetapi model kedua yang diambil untuk penelitian. Hipotesis penelitian diuji dengan melihat F-value dan t-value pada regresi berganda dengan model sebagai berikut:

$$\text{Ln(RARE)}_{it} = \alpha_{0i} + \alpha_{1i} \text{Ln(BETA)}_{it} + \alpha_{2i} \text{Ln(MtoB)}_{it} + \alpha_{3i} \text{Ln(SIZE)}_{it} + \alpha_{4i} \text{Ln(PRIOR E)}_{it} + e_{it}$$

Hasil analisis yang meliputi R-

Square, F-Value, Koefisien parameter (beta), t-value, maupun Sig.t dapat dilihat dalam tabel berikut ini:

Hasil Analisis

Variabel	Coefficients ^(a)	T	Sig.	Collinearity Statistic	
				Tolerance	VIF
(Constant)	-6.3840	-6.7170	0.0000		
Ln(BETA)	-0.1500	-0.6700	0.5080	0.9220	1.0840
Ln(MtoB)	-0.4750	-2.4380	0.0200	0.5600	1.7850
Ln(SIZE)	0.1160	1.0130	0.3180	0.5390	1.8570
Ln(PRIORE)	4.718E-02	0.6360	0.6360	0.9340	1.0600

a) Dependent Variabel : Ln(RARE)

R: 0.4260 R Square : 0.1810 Adjusted R Square : 0.0850 F test : 1.8850
Sig. F : 0.1360

Matrik Korelasi

Keterangan	Ln(RARE)	Ln(BETA)	Ln(MtoB)	Ln(SIZE)	Ln(PRIORE)
Ln(RARE)	1.0000	-0.1580	-0.3840	-0.1520	0.0400
Ln(BETA)	-0.2789	1.0000	0.1900	0.2590	-0.1260
Ln(MtoB)	-0.3511	0.1900	1.0000	0.6490	0.0430
Ln(SIZE)	-0.1520	0.2590	0.6490	1.0000	-0.1340
Ln(PRIORE)	-0.0097	-0.1260	0.0430	-0.1340	1.0000

Hasil regresi menunjukkan angka F sebesar 1.8850 dan angka signifikansinya sebesar 0.1360 berarti variasi variabel independen tidak dapat menjelaskan variasi variabel dependennya.

BETA mempunyai nilai signifikansi sebesar 0.5080 yang berarti lebih besar dari tingkat signifikansi 5%. Dengan demikian bahwa variabel BETA tidak berpengaruh terhadap RARE. Nilai koefisien regresi menunjukkan angka -0.1500 dan angka koefisien korelasi -0.2789.

MtoB mempunyai nilai signifikansi sebesar 0.0200 yang berarti lebih kecil dari tingkat signifikansi 5%. Dengan demikian bahwa variabel MtoB berpengaruh negatif terhadap RARE. Nilai koefisien regresi menunjukkan angka -0.4750 dan koefisien koerelasi menunjukkan angka sebesar -0.3511.

SIZE mempunyai nilai signifikansi sebesar 0.3180 yang berarti lebih besar dari tingkat signifikansi 5%. Dengan demikian bahwa variabel SIZE tidak berpengaruh terhadap RARE. Nilai koefisien regresinya menunjukkan angka 0.1160 dan koefisien korelasi sebesar -0.1520.

PRIORE mempunyai nilai signifikansi sebesar 0.6360 yang berarti lebih besar dari tingkat signifikansi 5%. Dengan demikian bahwa variabel PRIORE tidak berpengaruh terhadap RARE. Nilai

koefisien regresinya menunjukkan angka sebesar 0.0047 dan koefisien korelasinya sebesar 0.0400.

D. Analisis Hasil

Dari hasil pengujian statistik SPSS menunjukkan bahwa hasilnya tidak mendukung hipotesis yang ada. Hasil pengujian menunjukkan adanya pengaruh *price to book value* terhadap *return* tetapi berpengaruh yang negatif. Keadaan ini dapat dilihat dari nilai signifikansi F sebesar 1.8850 serta nilai signifikansi t *price to book value* sebesar 0.0200. Koefisien korelasi variabel *price to book value* dengan *return* sebesar -0.3511.

Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh beberapa peneliti yang ada di Indonesia seperti Ridjani (1993), melakukan pengujian CAPM dengan menggunakan data Indonesia. Untuk data hasil pengujian (1991) tidak diperoleh hubungan yang signifikan, sampel yang digunakan adalah 86 saham dengan data dari Januari 1990 sampai dengan Desember 1991. Dia membagi sampel dalam sampel yang berisi beta yang signifikan dengan beta yang tidak signifikan untuk semua sampel. Hasil regresi *cross-section* antara *return* dengan beta yang signifikan menunjukkan ada hubungan positif antara *return*

dengan beta untuk data tahun 1990. Sedangkan hasil regresi *cross-section* untuk semua beta (signifikan dan yang tidak) pada tahun 1991 tidak menunjukkan hasil hubungan positif antara *return* dengan beta. Perbedaan yang dilakukan pada penelitian penulis dengan Ipania Noer Ridjani (1993) adalah waktu tahun yang diambil lebih banyak, menambahkan variabel *PBV* (*Price to Book Value*) dan *beta* yang dipakai adalah beta yang telah dikoreksi, serta penulis disini menggunakan model regresi berganda uji *Asumsi Klasik* supaya model benar-benar cukup layak dipakai untuk dan hasilnya cukup signifikan.

Adanya pengaruh negatif yang berlawanan dengan teori atau hipotesis yang penulis sebutkan disebut dengan *Anomali*. Penyebab dari *Anomali* diduga karena: pertama, CAPM bukan model yang memadai dalam menilai suatu *return* yang diharapkan atau aktiva karena banyak asumsi-asumsi yang membatasinya, kedua, CAPM menggunakan satu faktor (*market return portfolio*) untuk menjelaskan tingkat keuntungan yang diharapkan. Alternatif pemecahannya adalah dengan menggunakan model alternatif untuk pengujian selain model CAPM yang sudah dilakukan yaitu model *APT* (*Arbitrage Pricing Theory*) atau *multifactor* terhadap *return* saham perusahaan. *APT* menekankan padatingkat keuntungan yang diharapkan tergantung pada pengaruh faktor-faktor mikro ekonomi dan faktor makro ekonomi (Husnan, 1996).

SIMPULAN, KETERBATASAN DAN IMPLIKASI

A. Simpulan

Berdasarkan hasil analisis, *price to book value* berpengaruh negatif terhadap *return sekuritas portfolio* perusahaan pada tingkat signifikansi 0.0200 (lebih kecil dari 0.0500). Uji korelasi terhadap variabel *price to book value* dengan variabel *return sekuritas portfolio* perusahaan sebesar -0.3511 .

Adanya pengaruh negatif yang berlawanan dengan teori atau hipotesis yang penulis sebutkan disebut dengan *Anomali*.

B. Keterbatasan

Keterbatasan penelitian ini adalah tidak membahas tentang teori *APT* (*Asset Pricing Theory*), karena disini penulis hanya membahas dan memfokuskan pada penilaian *expected return* berdasarkan teori *CAPM* dan memfokuskan pemilihan *portfolio* berdasarkan *Single Index-Model*.

C. Implikasi

Hasil penelitian ini memberikan tambahan bukti empiris bahwa *price to book value* sekuritas *portfolio* perusahaan berpengaruh terhadap *return sekuritas portfolio* perusahaan tetapi menunjukkan hubungan yang negatif.

Kontribusi dari penelitian ini adalah menunjukkan bahwa teori *CAPM* dan pemilihan *portfolio* berdasarkan *Single Index-Model* masih menimbulkan *Anomali* dengan hasil penelitian penulis. Hasil penelitian sama seperti yang dilakukan Franklin dan Peterson tetapi penulis disini melakukan penelitian terhadap *portfolio* bukan terhadap saham, serta beta pasar yang dikoreksi dengan menggunakan metode Fowler dan Rorke.

DAFTAR PUSTAKA

- Beaver, William H., (1981). "Market Efficiency", *The Accounting Review*, Vol LVI, No. 1, pp. 23-37.
- Black, Fischer (1972). Capital Market Equilibrium with Restricted Borrowing, *Journal of Business*, VI. 45; pp. 444-455.
- Brigham Eugene F., Houston Joel F., (2001). *Fundamentals of Financial Management*, 9th Edition. Orlando, Florida: Horcourt Inc.
- Chan, L. K., Y. Hamoa, and J. Lakonishok, (1991). Fundamentals and Stock Return in Japan, *Journal of Finance*, Vol. 46, pp 1739-1789.
- Capaul, C., I. Rowley, and W. F. Sharpe, (1993). International Value and Growth Stock Returns, *Financial Analysts*, Vol 49, pp. 27-36.

- Chow K. Victor and Hulburt M. Heather,
Spring (2000). Vale, Size, and
Portfolio Efficiency, *The Journal of
Portfolio Management*.
- Clarke Roger G., Wilson Brent, Daines
Robert H., and Nadauld Stephen D.,
(1990). *Strategic Financial
Management*, 1st Edition. Tokyo,
Jepang: Toppan Co. Ltd
- Corrado, Charles J., Jordan Bradford D.,
(2000). *Valuation and Management*,
, Singapore: Mc, Graw-Hill Co.
- Dimson, E., (1979). "Risk Measurement
When Shares are Subject to
Infrequent Trading", *Journal of
Finance Economics*, Vol. 7, pp.
197-226.
- Fant L. Franklin, Peterson David R.,
Summer (1995). "The Effect of Size,
Book to Market Equity, Prior
Returns, and Beta on Stock
Returns: January Versus The
Remainder of The year", *The
Journal of Financial Research*, Vol.
XVIII No. 2, pp. 129-142.
- Fama, Eugene F., (1970). "Efficient
Capital Markets: A Review of
Theory and Empirical Work",
Journal of Finance, No. 25, pp. 383-
417.