

Pengaruh Perubahan *Book to Market Value*, Nilai Tukar, dan Ukuran Perusahaan terhadap Perubahan *Return Saham*

Etna Nur Afri Yuyetta
Universitas Diponegoro

ABSTRACT

Capital market theory is concerned with the equilibrium relationship between risk and expected return on risky assets (Drew, et al (2003)). This study aims to investigate the effects of book-to-market value, exchange rate and firm's size changes on the stock returns. The use of Engle-Granger's Error Correction Model completed with Cointegration Test, allow this study to test the short term as well as the long term relationship between variables. The evidence show that book-to-market value and exchange rate changes do predict the stock return changes, but not for the firm's size. The interpretations and the implications are discussed.

Keywords: book to market value, nilai tukar, ukuran perusahaan dan return saham

PENDAHULUAN

Return merupakan alasan kenapa investor menginvestasikan uangnya. *Return* mengandung dua komponen, yaitu: *yield* dan *capital gain (Loss)*. *Yield* merupakan komponen pendapatan dari *return* sekuritas, sedangkan *capital gain (loss)* merupakan perubahan harga sekuritas pada beberapa periode waktu.

Keputusan investor untuk berinvestasi dilandasi oleh *trade-off* antara *return* yang diharapkan dan risiko yang dihadapinya. Setiap investor pada umumnya mengharapkan *return* yang sebesar-besarnya. Namun hal ini tidak selalu dapat dicapai karena adanya kendala-kendala yang dihadapi investor. Kendala utama yang dihadapi investor adalah risiko. Risiko merupakan suatu kemungkinan bahwa *return* aktual atas suatu investasi akan berbeda dengan *return* yang

diharapkan. Seorang investor tidak akan bersedia menanggung suatu risiko jika tidak ada harapan untuk memperoleh kompensasi (*return*) akibat menanggung risiko tersebut. Ada suatu *trade-off* antara *return* dan risiko. Risiko bisa bersumber dari sekuritas/perusahaan (risiko spesifik) yang bersangkutan dan dari lingkungan pasar tempat sekuritas diperdagangkan (risiko umum/risiko pasar). Fluktuasi nilai tukar mata uang merupakan salah satu risiko pasar yang dihadapi investor.

Teori pasar modal membahas mengenai keseimbangan hubungan antara risiko dan *return* yang diharapkan dari suatu aset yang berisiko. Banyak penelitian yang mengkaitkan hubungan tersebut. Salah satu diantaranya adalah penelitian yang dilakukan oleh Drew *et.al* (2003). Drew *et.al* (2003) meneliti mengenai hubungan antara ukuran perusahaan, *Book-to-market equity* dan *return*

sekuritas. Mereka menyimpulkan bahwa rata-rata *return* saham dipengaruhi oleh baik *book-to-market equity* maupun ukuran perusahaan berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham. Sementara itu, Bailey dan Bhaopichitr (2004) memberikan bukti adanya hubungan antara fluktuasi nilai tukar dengan *return* saham.

Kedua penelitian tersebut didukung oleh penelitian Black (2003) yang meneliti mengenai kegunaan komponen-komponen laporan keuangan dalam penilaian suatu perusahaan. Salah satu komponen laporan keuangan adalah *book-to-market equity*. Penelitian tersebut juga tidak menyimpang dengan apa yang diuraikan oleh Guay (2000) mengenai penggunaan informasi laporan keuangan historis untuk menentukan nilai investasi. Selain itu, uraian Davis et.al (2000) juga mendukung kedua penelitian dalam hal konsep mengenai pergerakan *return* saham.

Penggunaan regresi biasa sebagai alat analisis pada sebagian besar penelitian tersebut tidak berhasil menangkap hubungan keseimbangan jangka pendek dan jangka panjang seperti yang dikehendaki oleh teori. Selain itu, data pasar modal yang digunakan pada umumnya berbentuk *time series* (runtun waktu). Pada umumnya, data runtun waktu mempunyai masalah dalam hal stasionaritas. Penggunaan data yang tidak stasioner akan menghasilkan regresi lancung atau *spurious regression* (Insukindro, 1994).

Berdasarkan uraian di atas, dengan dilandasi oleh kelima penelitian (Drew et.al (2003), Bailey dan Bhaopichitr (2004), Black (2003), Guay (2000), dan Davis et.al (2000)), maka penelitian ini mencoba untuk meneliti pengaruh perubahan *book-to-market equity*, nilai tukar, dan ukuran perusahaan terhadap perubahan *return* saham.

Penelitian ini akan menggunakan *Error Correction Model* yang didahului dengan uji stasionaritas dan uji kointegrasi. Dengan metoda ini, diharapkan akan diperoleh suatu bukti mengenai adanya hubungan keseimbangan (baik jangka pendek maupun jangka panjang) antarvariabel penelitian.

Tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Memprediksi adanya hubungan keseimbangan jangka pendek sekaligus jangka panjang antara perubahan *book-to-market equity*, nilai tukar, ukuran perusahaan dan perubahan *return* saham
2. Menguji pengaruh perubahan *book-to-market equity*, nilai tukar, dan ukuran perusahaan terhadap perubahan *return* saham, sehingga dapat diketahui pengaruh pasar/faktor-faktor makro maupun faktor-faktor unik perusahaan. Hal ini bisa menjadi bahan masukan bagi pembuat kebijakan, khususnya yang terkait dengan pasar modal.
3. Penggunaan *Error Correction Model* akan dapat mengatasi permasalahan

data yang berbentuk *time series*. Penelitian ini juga memperoleh keunggulan penggunaan ECM yang lain.

TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Secara konseptual, *return* dipengaruhi tidak hanya oleh faktor-faktor unik yang dimiliki suatu sekuritas, namun juga dipengaruhi oleh faktor-faktor makro yang melingkupinya. Teori pasar modal membahas mengenai keseimbangan hubungan antara faktor-faktor tersebut dengan *return* yang diharapkan dari suatu aset yang berisiko.

Macam-macam risiko yang dihadapi investor berdasarkan sumbernya adalah sebagai berikut (Jones, 1998):

1. *Interest Rate Risk*-variabilitas *return* sekuritas yang diakibatkan oleh perubahan tingkat bunga.
2. *Market Risk*-variabilitas *return* sekuritas yang diakibatkan oleh fluktuasi pasar agregat.
3. *Inflation Risk*-variabilitas *return* sekuritas yang diakibatkan oleh perubahan daya beli (inflasi).
4. *Business Risk*-Risiko melakukan bisnis dalam suatu industri atau lingkungan tertentu.
5. *Financial Risk*-Risiko yang terkait dengan pendanaan perusahaan melalui utang.

6. *Liquidity Risk*-Risiko yang terkait dengan pasar sekunder tertentu dimana sekuritas diperdagangkan.
7. *Exchange Rate Risk*-Variabilitas *return* sekuritas yang diakibatkan oleh fluktuasi *currency*.
8. *Country Risk*-Risiko yang terkait dengan negara (disebut juga *political risk*).

Dari jenis-jenis *risk* tersebut, bisa disimpulkan bahwa risiko bisa bersumber dari sekuritas/perusahaan (risiko spesifik) yang bersangkutan dan dari lingkungan pasar tempat sekuritas diperdagangkan (risiko umum/risiko pasar). Jika dirumuskan, maka akan tampak sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{Risiko Total} &= \text{Risiko Umum} + \text{Risiko Spesifik} \\ &= \text{Risiko Pasar} + \text{Issuer Risk} \\ &= \text{Risiko Sistematis} + \text{Risiko Non-Sistematis} \end{aligned}$$

Risiko sistematis merupakan risiko yang dapat diatributkan pada faktor-faktor makro yang mempengaruhi seluruh sekuritas. Sedangkan risiko non-sistematis adalah risiko yang dapat diatributkan pada faktor-faktor unik suatu sekuritas.

***Book-to-Market Equity* dan Ukuran Perusahaan**

Banyak penelitian yang mengkaitkan antara komponen-komponen dalam laporan keuangan dengan *return* saham. Komponen

tersebut misalnya aset, yang digunakan sebagai proksi untuk ukuran perusahaan. Ukuran perusahaan dikaitkan dengan *return* saham. Hal ini tidak mengherankan karena komponen utama *return* saham adalah harga saham, dan harga saham seringkali digunakan sebagai indikator nilai perusahaan. Sehingga, semakin besar perusahaan maka semakin besar pula nilai perusahaan tersebut. Penelitian Drew *et.al* (2003) adalah salah satu contohnya dan mereka berhasil membuktikan bahwa hubungan antara ukuran perusahaan dan *return* saham secara statistik signifikan.

Komponen lain yang juga sering digunakan adalah *book-to-market value*. Banyak penelitian yang menguji hubungan antara *book-to-market value* dengan *return* saham. Fama dan French (1992) serta Lakonishok *et.al* (1994) menguji *return* saham pada perusahaan yang *book-to-market value*-nya tinggi dengan perusahaan yang *book-to-market value*-nya rendah. Fama dan French berhasil memberikan bukti bahwa perusahaan dengan *book-to-market value* yang tinggi dinilai lebih baik dibandingkan perusahaan yang *book-to-market value*-nya rendah. *Book-to-market value* merupakan contoh risiko sistematis sekaligus non sistematis yang secara teori diprediksikan mempengaruhi *return* saham, sedangkan ukuran perusahaan merupakan salah satu jenis risiko non sistematis.

Nilai Tukar Mata Uang

Bailey dan Bhaopichitr (2004) menguraikan hal berikut ini. Nilai tukar mata uang terkait dengan kegiatan perekonomian dan keuangan internasional. Jika konsumen, perusahaan dan entitas ekonomik lainnya tidak secara mudah bisa melakukan *hedging* terhadap fluktuasi nilai tukar mata uang negaranya, maka fluktuasi tersebut bisa mempengaruhi konsumsi dan kesejahteraan agregat, kekompetitifan ekspor dan profitabilitas perusahaan serta kondisi ekonomi dan politik secara keseluruhan. Harga saham merefleksikan estimate konsensus mengenai dampak fluktuasi nilai tukar dan *regime shifts* pada laba perusahaan berikutnya. Lebih lanjut, harga saham menggambarkan berbagai macam industri yang mungkin merespon nilai tukar secara berbeda dan sehingga menggambarkan efeknya pada berbagai macam sektor yang berbeda dalam suatu perekonomian.

Nilai tukar mata uang sangat erat kaitannya dengan kondisi perekonomian suatu negara secara relatif dibandingkan dengan kondisi perekonomian negara lain. Kondisi perekonomian sangat erat kaitannya dengan risiko kegiatan investasi. Negara yang terpuruk sering diartikan sebagai negara yang berisiko tinggi untuk dilakukannya investasi. Sehingga dengan demikian amat logis jika fluktuasi nilai tukar mata uang bisa mempengaruhi *return* saham. Hal ini terkait erat dengan tingkat keyakinan investor. Dalam klasifikasi risiko

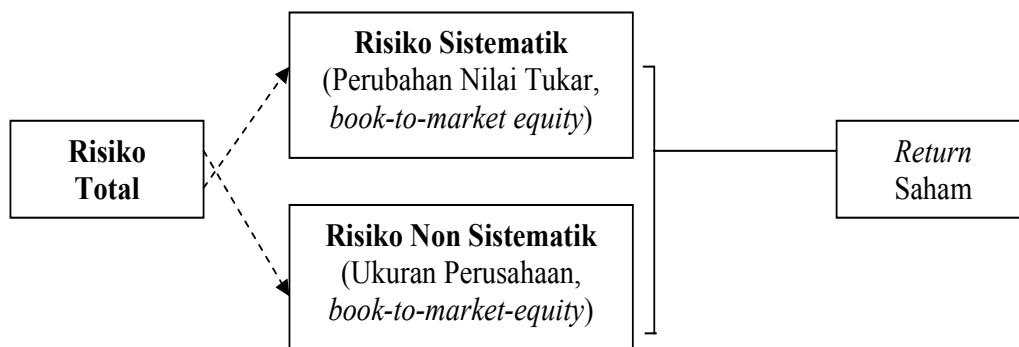
seperti yang telah diuraikan di atas, nilai tukar mata uang termasuk dalam kategori risiko sistematis atau risiko pasar.

Book-to-Market Equity, Ukuran Perusahaan dan Nilai Tukar Mata Uang

Seperti yang telah diuraikan pada

bagian pendahuluan, secara konseptual, *return* dipengaruhi tidak hanya oleh faktor-faktor unik yang dimiliki suatu sekuritas, namun juga dipengaruhi oleh faktor-faktor makro yang melingkupinya. Secara teori, pengaruh tersebut bisa digambarkan sebagai berikut:

Gambar 1 Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Return Saham



Drew *et.al* (2003) berhasil memberikan bukti empiris bahwa rata-rata *return* saham dipengaruhi oleh baik *book-to-market equity* maupun ukuran perusahaan berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham. Sementara itu, Bailey dan Bhaopichitr (2004) memberikan bukti adanya hubungan antara fluktuasi nilai tukar dengan *return* saham. Kedua penelitian didukung oleh Black (2003), Guay (2000), dan Davis *et.al* (2000).

Berdasarkan lima penelitian utama (Drew *et.al* (2003), Bailey dan Bhaopichitr (2004), Black (2003), Guay (2000), dan Davis

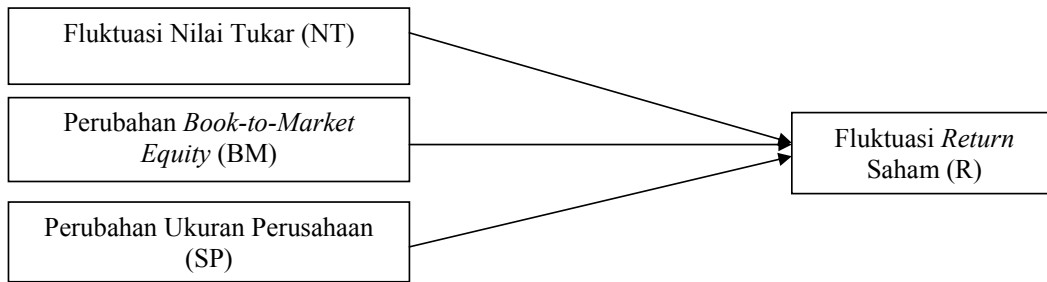
et.al (2000)) dan landasan teori yang telah diuraikan di atas, maka dikemukakan hipotesis penelitian sebagai berikut:

H: Perubahan *return* saham akan dipengaruhi oleh perubahan nilai tukar (Rupiah), *Book-to-Market Equity*, dan ukuran Perusahaan.

Model Penelitian

Hipotesis penelitian dalam penelitian ini bisa digambarkan dalam model sebagai berikut:

Gambar 2 Kerangka Penelitian



Hubungan tersebut bisa digambarkan dalam persamaan sebagai berikut:

$$R_t = \beta_0^* + \beta_2 BM_t + \beta_3 SP_t + \beta_4 NT_t$$

Mengikuti langkah-langkah yang diuraikan *disequilibrium relationship* dari persamaan Thomas (1997: 383-387), *first-order* tersebut adalah sebagai berikut:

$$R_t = b_0 + b_1 BM_t + b_2 BM_{t-1} + c_1 SP_t + c_2 SP_{t-1} + d_1 NT_t + d_2 NT_{t-1} + \mu R_{t-1} + \varepsilon_t$$

dan reparameterisasi persamaan tersebut (=ECM) adalah sebagai berikut:

$$\Delta R_t = b_1 \Delta BM_t + c_1 \Delta SP_t + d_1 \Delta NT_t - \lambda (R_{t-1} - \beta_0 - \beta_1 BM_{t-1} - \beta_2 SP_{t-1} - \beta_3 NT_{t-1}) + \varepsilon_t$$

Keterangan:

- $\lambda = 1 - \mu$
- $\beta_0 = b_0 / \lambda$
- $\beta_1 = (b_1 + b_2) / \lambda$
- $\beta_2 = (c_1 + c_2) / \lambda$
- $\beta_3 = (d_1 + d_2) / \lambda$

METODA PENELITIAN

Data dan Sampel

Data dan sampel penelitian diperoleh dari data pasar modal yang ada di *Data Base* program MSi dan Doktor Universitas Gadjah Mada. Data mengenai perubahan nilai tukar dan *return* saham diperoleh dari Pusat

Pengembangan Akuntansi (PPA) Fakultas Ekonomi UGM. Data yang dipergunakan berupa data kuartalan dari tahun 1994 sampai dengan tahun 2004. Pemilihan tahun 1994-2004 selain didasarkan pada alasan ketersediaan data juga didasarkan pada alasan bahwa periode tersebut mencakup periode dimana Indonesia

mengalami saat krisis sehingga nilai tukar Rupiah mengalami penurunan yang sangat tajam. Hal ini merupakan kondisi yang dapat memperkuat analisis pengaruh perubahan nilai tukar terhadap perubahan *return* saham.

Return saham yang diperoleh dari PPA-FE UGM diperoleh dengan dengan formula sebagai berikut:

$$R_t = (P_t - P_{t-1})/P_{t-1}$$

Keterangan:

R_t = *return* saham pada periode t

P_t = harga saham pada akhir periode t

P_{t-1} = harga saham pada periode t-1

Kurs diukur dalam bentuk indeks nilai tukar rupiah terhadap US\$, dengan kurs tengah pada awal semester I tahun 1994 sebagai angka dasarnya. Ukuran perusahaan diukur dengan menggunakan *log natural* (ln) dari nilai buku ekuitasnya.

Karakteristik data yang diperoleh dapat dilihat dalam tabel statistik deskriptif sebagai berikut:

Tabel 1 Statistik Deskriptif

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
EQUITAS	42	25.87	27.66	26.7545	.4843
BE_ME01	42	.17	1.33	.6728	.3040
RETURN	42	-.31	1.16	4.964E-02	.2363
N_TUKAR	42	100.00	695.29	308.9894	163.4307
Valid N (listwise)	42				

Keterangan:

Notasi	Keterangan
Return	Variabel Return
BE_ME01	Book-to-Market Equity Value
Ekuitas	Variabel Ekuitas
N_Tukar/Nilai_Tukar01	Variabel Nilai Tukar

Pada tabel tersebut tampak bahwa rata-rata indeks nilai tukar adalah sebedar 308,99 dengan nilai terendah 100 (sebagai nilai dasar) dan tertinggi 695,29. Besarnya jarak antara indeks tertinggi dan terendah disebabkan karena pada periode penyampelan terdapat periode dimana Indonesia mengalami krisis moneter (1997-1999) sehingga nilai rupiah, terutama terhadap US\$, mengalami

kemerosotan yang sangat tajam. Adanya nilai *return* yang negatif, kemungkinan besar salah satu sebabnya adalah karena pengaruh penurunan nilai rupiah tersebut.

Metoda Pengolahan Data

Pengolahan data dilakukan dengan menggunakan *Error Correction Model* (ECM). Penggunaan metoda pengolahan ini

dianggap tepat karena selain bisa mengatasi kelemahan yang ada pada data *time series*, ECM juga bisa memberikan pengujian mengenai pengaruh jangka pendek dan jangka panjang. Keunggulan ECM adalah sebagai berikut (Thomas (1997):388-390):

1. Dapat menghindari masalah yang terkait dengan model *first-difference* yang sederhana.
2. Mudah untuk di-fit-kan ke dalam *general-to-specific approach*.
3. Adanya pemisahan yang jelas antara efek jangka pendek dengan efek jangka panjang.
4. Representasi hubungan ketidak-seimbangan yang diklaim oleh *general-to-specific researchers*.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Langkah-langkah pengujian yang

dilakukan pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Melakukan uji stasionaritas data.
2. Melakukan uji kointegrasi.
3. Melakukan uji dengan menggunakan ECM

Pengujian Stasionaritas Data

Salah satu syarat dalam ECM Engle Granger adalah bahwa semua variabel harus stasioner pada *level* yang sama. Oleh karena itu, langkah pertama yang perlu dilakukan adalah menguji stasionaritas data. Pada penelitian ini pengujian stasionaritas dilakukan dengan uji akar-akar unit (*testing for unit roots*) menggunakan uji *Augmented Dickey-Fuller* (ADF). Pengujian pertama dilakukan untuk menguji hipotesis apakah data yang digunakan sudah stasioner pada derajat integrasi nol ($I(0)$). Hasil pengujian tampak dalam tabel 2 berikut ini.

Tabel 2 Hasil Uji Akar-Akar Unit pada Tingkat Level

Variabel	Nilai ADF
<i>Return</i>	-3,055611***
<i>Book-to-Market Value</i>	-1,994892
Ekuitas	-1,671241
Nilai Tukar	-0,221426

Keterangan: *signifikan pada $\alpha=10\%$, **signifikan pada $\alpha=5\%$, ***signifikan pada $\alpha=1\%$

Hasil uji pada tabel 2 menunjukkan bahwa untuk variabel *Book-to-Market Value*, Ekuitas, dan Nilai Tukar, pada uji akar unit tingkat level, menolak hipotesis nol pada $\alpha=10\%$. Dengan kata lain, variabel-variabel

tersebut belum stasioner pada tingkat arasnya, sehingga perlu dilakukan uji stasionaritas data pada tingkat derajat integrasi satu (*first difference*). Hasilnya tampak dalam tabel 3 berikut ini.

Tabel 3 Hasil Uji Akar-Akar Unit pada Tingkat *First Difference*

Variabel	Nilai ADF
<i>Return</i>	-5,623571***
<i>Book-to-Market Value</i>	-3,839089***
Ekuitas	-8,022017***
Nilai Tukar	-4,554105***

Keterangan: *signifikan pada $\alpha=10\%$, **signifikan pada $\alpha=5\%$, ***signifikan pada $\alpha=1\%$

Hasil uji pada tabel 3 menunjukkan bahwa dengan tingkat keyakinan $\alpha=1\%$, semua variabel sudah stasioner pada tingkat *first difference*-nya. Dengan demikian, sesuai dengan teori yang telah dikemukakan, maka dilakukan uji kointegrasi untuk melihat ada/tidaknya hubungan jangka panjang dari model yang telah dirumuskan di atas.

Pengujian Kointegrasi

ECM mengandung asumsi implisit bahwa ada hubungan jangka panjang diantara

beberapa variabel dalam model (Thomas (1997): 424). Uji kointegrasi dilakukan untuk menguji asumsi tersebut. Jika hubungan jangka panjang tersebut benar-benar terjadi, seperti yang dikatakan oleh Engel-Granger, maka *disequilibrium errors* model harus membentuk suatu *stationary time series* dan mempunyai *zero mean*, artinya, u_t harus $I(0)$ dengan $E(u_t)=0$. Dengan demikian, maka langkah pertama adalah melakukan estimasi nilai residual. Estimasi dilakukan dengan metoda *least square*. Hasilnya tampak dalam tabel 4 berikut ini.

Tabel 4 Hasil Uji dengan *Least Square*

Dependent Variable: RETURN

Method: Least Squares

Date: 01/07/05 Time: 07:02

Sample(adjusted): 1994:2 2004:2

Included observations: 41 after adjusting endpoints

<i>Variable</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-Statistic</i>	<i>Prob.</i>
C	-1.252441	2.307608	-0.542744	0.5906
BE_ME01	-0.405947	0.235377	-1.724670	0.0929
EQUITAS	0.049812	0.086948	0.572891	0.5702
NILAI_TUKAR01	0.000800	0.000426	1.875735	0.0686
R-squared	0.088703	Mean dependent var		0.053133
Adjusted R-squared	0.014814	S.D. dependent var		0.238087
S.E. of regression	0.236317	Akaike info criterion		0.045180
Sum squared resid	2.066287	Schwarz criterion		0.212358
Log likelihood	3.073804	F-statistic		1.200491
Durbin-Watson stat	1.284183	Prob(F-statistic)		0.323056

Langkah selanjutnya adalah menguji stasionaritas residual yang diperoleh. Hasilnya tampak pada tabel 5 berikut ini.

Tabel 5 Hasil Uji ADF terhadap Residual

ADF Test Statistic	-2.908680	1% Critical Value*	-2.6227
		5% Critical Value	-1.9495
		10% Critical Value	-1.6202

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(RESID01)

Method: Least Squares

Date: 01/07/05 Time: 07:07

Sample(adjusted): 1994:4 2004:2

Included observations: 39 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESID01(-1)	-0.530848	0.182505	-2.908680	0.0061
D(RESID01(-1))	-0.197787	0.159587	-1.239370	0.2230
R-squared	0.357782	Mean dependent var		0.001969
Adjusted R-squared	0.340424	S.D. dependent var		0.264116
S.E. of regression	0.214500	Akaike info criterion		-0.191092
Sum squared resid	1.702382	Schwarz criterion		-0.105781
Log likelihood	5.726300	F-statistic		20.61281
Durbin-Watson stat	1.918399	Prob(F-statistic)		0.000058

Hasil uji pada tabel 5 menunjukkan bahwa dengan tingkat keyakinan $\alpha=1\%$, *disequilibrium errors* model stasioner pada derajat integrasi nol ($I(0)$). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa terdapat kointegrasi (hubungan jangka panjang) antara variabel *return*, *book-to-market value*, nilai tukar, dan ekuitas.

Pengujian dengan Model Koreksi

Kesalahan (ECM)

Sesuai dengan teorema yang dikemukakan Engle-Granger yang menyatakan

bahwa jika ada dua atau lebih variabel yang terkointegrasi, maka hubungan variabel-variabel tersebut bisa disajikan dalam bentuk ECM. Pengujian dengan ECM dimaksudkan untuk menguji adanya hubungan jangka pendek dari variabel-variabel yang diteliti (*dhi. return*, *book-to-market value*, nilai tukar, dan ekuitas). Pengujian dilakukan dengan menggunakan persamaan yang telah diuraikan di atas. Hasil pengujian tampak pada tabel 6 berikut ini.

Tabel 6 Hasil Estimasi Persamaan dengan ECM

Dependent Variable: D(RETURN)

Method: Least Squares

Date: 01/07/05 Time: 07:19

Sample(adjusted): 1994:3 2004:2

Included observations: 40 after adjusting endpoints

<i>Variable</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-Statistic</i>	<i>Prob.</i>
D(BE_ME01)	-1.293072	0.137276	-9.419487	0.0000
D(EQUITAS)	-0.016943	0.061062	-0.277481	0.7830
D(NILAI_TUKAR01)	0.001152	0.000362	3.180729	0.0030
RESID01(-1)	-0.599497	0.101325	-5.916582	0.0000
R-squared	0.788146	Mean dependent var		0.003686
Adjusted R-squared	0.770491	S.D. dependent var		0.302257
S.E. of regression	0.144803	Akaike info criterion		-0.932251
Sum squared resid	0.754841	Schwarz criterion		-0.763363
Log likelihood	22.64501	F-statistic		44.64266
Durbin-Watson stat	1.667293	Prob(F-statistic)		0.000000

Keterangan: RESID01(-1) merupakan nilai yang diestimasi dari residual persamaan regresi kointegrasi di atas

Hasil uji pada tabel 6 menunjukkan bahwa koefisien RESID01(-1), secara statistis signifikan pada $\alpha=1\%$, dan mempunyai tanda negatif sesuai dengan yang diharapkan. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa model ECM Engle-Granger sukses dan dapat digunakan untuk mengestimasi pengaruh dari perubahan *book-to-market value*, nilai tukar, dan ekuitas terhadap perubahan *return*.

Hasil pengujian menunjukkan bahwa *book-to-market value* dan nilai tukar secara statistis signifikan (dengan arah negatif) pada $\alpha=1\%$. Dengan demikian dapat ditarik simpulan bahwa perubahan *book-to-market value* dan nilai tukar, dalam jangka pendek maupun jangka panjang, akan berpengaruh terhadap perubahan *return*. Akan tetapi, perubahan ekuitas tidak terbukti memberikan pengaruh dalam jangka pendek.

Hasil pengujian menunjukkan bahwa perubahan *book-to-market value* berpengaruh terhadap perubahan *return*. Penelitian ini menunjukkan bahwa pengaruhnya bersifat negatif. Hal ini berarti bahwa semakin kecil nilai *book-to-market equity*, *return* semakin besar. Temuan ini berbeda dengan temuan penelitian Fama dan French (1992) yang menunjukkan hubungan dengan arah yang positif. Namun, hal ini tidak bertentangan dengan simpulan yang diberikan dalam penelitian Drew, *et al.* (2003). Mereka menjelaskan bahwa investor yang efisien akan mengkombinasikan perusahaan yang kecil dan mempunyai nilai *book-to-market* yang rendah untuk mendapatkan *risk-adjusted returns* yang superior. Penjelasan lain adalah adanya kemungkinan investor mereaksi penilaian dari investor lain, dalam hal ini jika pasar menilai

tinggi suatu ekuitas (*market value*), maka nilai saham akan dinilai tinggi sehingga *return* yang dihasilkan pun juga tinggi. Penjelasan ini juga bisa diberikan pada tidak terbuktinya ukuran perusahaan mempengaruhi *return*. Kemungkinan besar karena pertimbangan investor adalah pada *market value* perusahaan.

Hubungan negatif dan signifikan antara nilai tukar dengan *return* konsisten dengan temuan pada penelitian Bailey dan Bhaopichitr (2004). Penjelasan lain juga dapat diberikan, yaitu penurunan mata uang secara relatif dibandingkan dengan mata uang negara lain (pada data ditunjukkan dengan meningkatnya indeks nilai tukar) menunjukkan suatu keadaan perekonomian yang tidak diinginkan. Pengaruhnya pada pasar modal adalah kurang tertariknya investor untuk berinvestasi pada negara yang mata uangnya mengalami penurunan. Sehingga secara teori dan logika, hubungan negatif antara perubahan nilai tukar, yang ditunjukkan dengan indeks nilai tukar, dengan *return* merupakan hal yang bisa diterima nalar.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan dari penelitian diatas bahwa perubahan *book-to-market value* berpengaruh terhadap perubahan *return*. Penelitian ini menunjukkan bahwa pengaruhnya bersifat negatif. Hal ini berarti bahwa semakin kecil nilai *book-to-market equity*, *return* semakin besar. Penjelasan

yang mendukung yaitu adanya kemungkinan investor mereaksi penilaian dari investor lain, dalam hal ini jika pasar menilai tinggi suatu ekuitas (*market value*), maka nilai saham akan dinilai tinggi sehingga *return* yang dihasilkan pun juga tinggi. Penjelasan ini juga bisa diberikan pada tidak terbuktinya ukuran perusahaan mempengaruhi *return*. Kemungkinan besar karena pertimbangan investor adalah pada *market value* perusahaan.

Hubungan negatif dan signifikan antara nilai tukar dengan *return* karena penurunan mata uang secara relatif dibandingkan dengan mata uang negara lain menunjukkan suatu keadaan perekonomian yang tidak diinginkan. Pengaruhnya pada pasar modal adalah kurang tertariknya investor untuk berinvestasi pada negara yang mata uangnya mengalami penurunan.

DAFTAR PUSTAKA

- Adler, Michael and Bernard Dumas. 1983. International Portfolio Choice and Corporation Finance: A Synthesis. *Journal of Finance*, Vol. 38: 925-984.
- Aliman. _____. Modul Pelatihan. *Unpublished*.
- Bailey, Warren and Kirida Bhaopichitr. 2004. How Important Was Silver? Some Evidence on Exchange Rate Fluctuations and Stock Returns in Colonial-Era Asia. *Journal of Business*, Vol. 77, No. 1: 137-173.
- Bartov, Eli and Gordon M. Bodnar. 1994. Firm Valuation, Earnings Expectations and

- the Exchange Rate Exposure Effect. *Journal of Finance*, Vol. 49: 1755-1786.
- Berg, J.B. 2000. Sorting Out Sorts. *Journal of Finance*, Vol. 55: 407-427.
- Black, Ervin L. 2003. Usefulness of Financial Statement Components in Valuation: an Examination of Start-up and Growth Firms. *Venture Capital*: 47-69.
- Brown, S., W. Goetzmann and R. Ibbotson. 1999. Offshore Hedge Funds Survival and Performance. *Journal of Business*: 91-117.
- Campbell, J.Y. 2000. Asset Pricing at the Millennium. *Journal of Finance*, Vol. 55: 1515-1567.
- Carhart, M. 1997. On Persistence in Mutual Fund Performance. *Journal of Finance*: 57-82.
- Chan, Louis K.C., Yasusshi Hamano, and Josef Lakonishok. 1991. Fundamentals and Stock Returns in Japan. *Journal of Finance*, Vol. 46: 1739-1789.
- Daniel K. and S. Titman. 1997. Evidence on the Characteristics of Cross Sectional Variation in Stock Returns. *Journal of Finance*, Vol. 52: 1-33.
- Daniel K., S. Titman and K.C.J. Wei. 2001. Explaining the Cross-Section of Stock Returns in Japan: Factors or Characteristics?. *Journal of Finance*, Vol. 56: 743-766.
- Daniel K. Hirshleifer, D and Subrahmanyam. 2001. Overconfidence, Arbitrage and Equilibrium Asset Pricing. *Journal of Finance*, Vol. 56: 921-965.
- Davis, James L., Eugene F. Fama, and Kenneth R. French. 2000. Characteristics, Covariances, and Average Returns: 1929 to 1997. *The Journal of Finance*, Vol. LV, No. 1 (February): 389-406.
- Drew, Michael E., Tony Naughton, and Madhu Veeraraghavan. 2003. Firm Size, Book-to-Market Equity and Security Returns: Evidence from the Shanghai Stock Exchange. *Australian Journal of Management*, Vol. 28, No. 2 (September): 119-139.
- Fama, E.F. 1991. Efficient Capital Markets II. *Journal of Finance*, Vol. 46: 1575-1617.
- Fama, E.F. 1998. Market Efficiency, Long Term Returns, and Behavioral Finance. *Journal of Financial Economics*: 283-306.
- Fama, E.F. and K.R. French. 1992. The Cross Section of Expected Stock Returns. *Journal of Finance*, Vol. 42: 427-465.
- Fama, E.F. and K.R. French. 1995. Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns. *Journal of Finance*, Vol. 50: 131-155.
- Fama, E.F. and K.R. French. 1996. Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies. *Journal of Finance*, Vol. 51: 55-84.
- Fama, E.F. and K.R. French. 1998. Value vs Growth: The International Evidence. *Journal of Finance*, Vol. 53: 1975-1999.
- Guay, Wayne. 2000. Discussion of Value Investing: The Use of Historical Financial Statement Information to Separate Winners from Losers. *Journal of Accounting Research*, Vol. 38 (Supplement): 43-51.

- Insukindro. 1992. Trends and Cycles in Economic Time Series: The Case of the Demand for Money in Indonesia. *Ekonomi Keuangan Indonesia, Vol. 40, No. 1*: 23-32.
- Insukindro. 1994. Pendekatan Kointegrasi dalam Analisis Ekonomi: Studi Kasus Permintaan Deposito dalam Valuta Asing di Indonesia. *Jurnal Ekonomi Indonesia, Vol. 1, No. 2*: 259-270.
- Jones, Charles P. 1998. Investments, Analysis and Management. *John Wiley & Sons, Sixth Edition*: 137-197.
- Kothari, S.P., Shanken, J. and Sloan, R.G. 1995. Another Look at the Cross-Section of Expected Stock Returns. *Journal of Finance, Vol. 50*: 185-224.
- Lakonishok, J., Shleifer, A. and Vishny, R.W. 1994. Contrarian Investment, Extrapolation and Risk. *Journal of Finance, Vol. 49*: 1541-1578.
- Malkiel, B. 1995. Returns from Investing in Equity Mutual Funds, 1971 to 1991. *Journal of Finance*: 549-572.
- Price, Simon and Insukindro. 1994. The Demand for Indonesian Narrow Money: Long-Run Equilibrium, Error Correction and Forward-Looking Behaviour. *The Journal of International Trade & Economic Development 3 (2)*: 147-163.
- Thomas, R.L. 1997. Modern Econometrics, An Introduction. *Addison Wesley*: 383-387.