



ANALISIS PENGARUH VOLATILITAS HARGA, LIKUIDITAS SAHAM, EPS, *SIZE FIRM*, MOMENTUM *OVERNIGHT* TERHADAP *RETURN SAHAM*

(Studi kasus perusahaan yang terdaftar dalam Indeks LQ45 Periode 2009-2013)

Santa Situmeang, Harjum Muharam¹
santaangelina@yahoo.com

Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

ABSTRACT

This study aims to examine the influence of price volatility, earning per share, stock liquidity, firm size, and momentum overnight on stock return. Independent variable used in this study were price volatility, earning per share, stock liquidity, firm size, and momentum overnight, while dependent variable was stock return.

Research sample in this study were the company on Indeks LQ 45 and listed on the Indonesia Stock Exchange. Time range used in this research from 2009 until 2013. Sample were taken by purposive sampling method so that obtained 105 samples. Pooled data analysis with random effect model used as analysis method in this research.

Pooled data regression analysis results showed that price volatility, earning per share, and momentum overnight had a positive significant effect on stock return. Whereas stock liquidity and size had insignificant effect on stock return. In this research, variance of stock return had been explained by variance of independent variables as big as 27% and 73% explained by the other variables outside this research.

Keywords : Stock Return, Price Volatility, Earning Per Share, Stock Liquidity, Firm Size, Momentum Overnight

PENDAHULUAN

Dalam berinvestasi, investor sangat memperhatikan imbal hasil (*return*). Dan setiap investor pasti menginginkan *return* yang tinggi dengan tingkat toleransinya akan risiko. Dan sesuai dengan konsep investasi yaitu, *high risk high return*. Investor yang memilih saham-saham berisiko tinggi dengan harapan tingkat pengembalian yang tinggi pula di masa depan. Dan komponen pendukung yang penting adalah volatilitas harga saham. Volatilitas harga merupakan varian dinamis dari sebuah asset dan dapat digunakan untuk pembentukan portofolio, manajemen risiko dan pembentukan harga. Volatilitas harga yang tinggi menyebabkan investor meninggalkan pasar dengan menjual asset untuk meminimalkan risiko investasi. Semakin tinggi volatilitasnya, maka kepastian *return* suatu saham semakin rendah. Semakin tinggi volatilitas, maka potensi *return* akan semakin tinggi. Volatilitas yang rendah menunjukkan kestabilan nilai *return*, akan tetapi umumnya *return*nya tidak terlalu tinggi. Dimitrious, et al (2011) menemukan pengaruh negatif signifikan antara volatilitas dengan *return* saham. Sedangkan Baker et al. (2011) menemukan hubungan antara saham yang memiliki tingkat volatilitas tinggi sangat berpengaruh terhadap *return*. Dari hasil penelitian tersebut ditemukan bahwa pengujian volatilitas berpengaruh signifikan terhadap *return* saham.

Fama & French (1992) menyatakan bahwa faktor-faktor yang berpengaruh signifikan pada *return* saham ialah *three factor model*, yaitu risiko pasar, *book to market*, dan *size* (nilai kapitalisasi pasar). Dalam penelitian ini volatilitas harga dan momentum *overnight* dapat menggambarkan beta. *Earning per share* dan likuiditas saham dapat menggambarkan *book to market*. Penelitian Sumekar (2003) mengenai pengaruh beta, *price to book value*, dan *size* terhadap *return* saham. Dan menemukan bahwa *firm size* berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* saham. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Diastuti (2014) dalam penelitiannya yang menganalisis pengaruh risiko pasar, *firm size*, *book to market ratio*, dan

momentum pada *return* saham. Dalam penelitiannya ditemukan bahwa *firm size* berpengaruh positif terhadap *return* saham. Penelitian Nartea dan Ward (2009) dengan judul *Size, BM, and Momentum effects and the robustness of the Fama-French three-factor model* menunjukkan adanya pengaruh momentum secara positif dan signifikan terhadap *return* saham dengan menggunakan *Three-factor Model Fama dan French*.

Saputra, et al (2002) dalam penelitiannya yang berjudul pengaruh risiko sistematis dan likuiditas saham terhadap tingkat pengembalian saham yang menunjukkan bahwa likuiditas saham yang diukur dengan *bid-ask spread* mempunyai pengaruh signifikan terhadap tingkat pengembalian saham. Dan hasil dari penelitian Mustikaningjati (2005) adalah likuiditas berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham. Menurut Sharpe, Alexander dan Bailey (1992:284) menyatakan bahwa tingkat pengembalian yang diharapkan dari suatu saham akan dipengaruhi oleh dua karakter dasar yaitu risiko sistematis dan likuiditas saham. Apabila faktor-faktor lain dianggap sama investor tidak akan menyukai saham yang memiliki risiko tinggi tapi akan menyukai saham yang memiliki likuiditas yang tinggi.

Earning price menurut Basu (1977) pada (Jogiyanto,2001) meneliti hubungan antara rasio *earning/price* (E/P) dengan tingkat *return* abnormal yang diperoleh dengan menggunakan CAPM. Gul, Leung dan Srinindhi (2000); Pradhono dan Yulius Jogi Chritiawan (2004) menemukan bahwa *earning* berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham; sedangkan penelitian oleh Robiatul Auliyah dan Ardi Hamzah (2006) memperoleh bahwa *earning* berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* saham. Chan dan Chen (1991) menjelaskan hubungan ini melalui *corporate distress premium* yaitu jika pasar percaya bahwa prospek *earning* di masa datang buruk, yang akan terwujud dari harga saham yang rendah, maka rasio *book-to-market equity* akan tinggi dan perusahaan akan mendapatkan *return* yang tinggi dari pada perusahaan dengan prospek di masa datang yang baik.

Close to open price merupakan harga yang menunjukkan *close price* (harga penutupan) pada hari tertentu. Menjadi patokan awal untuk hari berikutnya atau menjadi *open price* di hari hari berikutnya. Berkman, et al, (2008) dalam penelitiannya menemukan bahwa *Overnight return* berpengaruh positif terhadap *Return* hari perdagangan berikutnya dan meningkatkan *Return* sahamnya. Penelitian yang dilakukan oleh Branch and Ma (2006), Cooper, et al (2007) dan Brekman, et al (2008), dalam penelitiannya mengatakan bahwa Investor menikmati malam yang baik pada pasar saham di US dan secara konsisten mendapatkan *return* yang tinggi dengan menahan saham pada *overnight* dibandingkan pada *trading hours*.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Pasar modal (*capital market*) merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik surat utang (obligasi), ekuiti (saham), reksa dana, instrumen derivatif maupun instrumen lainnya. Pasar modal merupakan sarana pendanaan bagi perusahaan maupun institusi lain (misalnya pemerintah), dan sebagai sarana bagi kegiatan berinvestasi. Dengan demikian, pasar modal memfasilitasi berbagai sarana dan pra sarana kegiatan jual beli dan kegiatan terkait lainnya. Pasar Modal memiliki peran penting bagi perekonomian suatu negara karena pasar modal menjalankan dua fungsi, yaitu pertama sebagai sarana bagi pendanaan usaha atau sebagai sarana bagi perusahaan untuk mendapatkan dana dari masyarakat pemodal (investor). Dana yang diperoleh dari pasar modal dapat digunakan untuk pengembangan usaha, ekspansi, penambahan modal kerja dan lain-lain, kedua pasar modal menjadi sarana bagi masyarakat untuk berinvestasi pada instrument keuangan seperti saham, obligasi, reksa dana, dan lain-lain. Dengan demikian, masyarakat dapat menempatkan dana yang dimilikinya sesuai dengan karakteristik keuntungan dan risiko masing-masing instrument.

Return merupakan hasil yang diperoleh dari investasi atau tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi yang dilakukannya (Hartono, 2000: 107). Menurut Ang

(1997: 97) konsep *return* (kembali) adalah tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi yang dilakukannya. Tanpa keuntungan yang diperoleh dari suatu investasi yang dilakukannya, tentunya investor tidak mau melakukan investasi yang tidak ada hasilnya. Setiap investasi, baik jangka pendek maupun jangka panjang mempunyai tujuan utama yaitu memperoleh keuntungan yang disebut *return*, baik secara langsung maupun tidak langsung. Konsep *return* (Ang 1997:97) adalah tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi yang dilakukannya. *Return* saham merupakan *income* yang diperoleh oleh pemegang saham sebagai hasil dari investasinya di perusahaan tertentu. Berdasarkan penelitian Fama dan French (1992), terdapat model tiga faktor yang telah menjadi dasar acuan untuk studi empiris dari tingkat pengembalian aset. Ketiga faktor tersebut adalah beta, *size* yang diukur melalui kapitalisasi pasar dan *book-to-market* ratio (BMR) ke dalam indeks pasar untuk menjelaskan rata-rata tingkat pengembalian.

Menurut Wibowo (2004), volatilitas harga saham adalah pada saat naik turunnya harga saham yang dipengaruhi oleh informasi di pasar modal. Bila volatilitas hariannya sangat tinggi maka harga saham akan mengalami kenaikan dan penurunan yang tinggi sehingga memberikan ruang untuk melakukan perdagangan atau transaksi demi mendapatkan keuntungan dari adanya perbedaan (*margin*) dari harga awal dengan harga akhir pada saat dilakukan transaksi. Meski demikian, resiko yang dimilikinya juga sangat besar. Semakin tinggi volatilitasnya, maka 'kepastian' *return* suatu saham semakin rendah. Semakin tinggi volatilitas, maka potensi *return* akan semakin tinggi. Volatilitas yang rendah menunjukkan kestabilan nilai *return*, akan tetapi umumnya *return*nya tidak terlalu tinggi.

Menurut Siallagan dan Machfoedz (2006), dasar akrual dalam laporan keuangan memberikan kesempatan kepada manajer memodifikasi laporan keuangan untuk menghasilkan jumlah laba (*earning*) yang diinginkan. Rendahnya kualitas laba akan dapat membuat kesalahan pembuatan keputusan para pemakainya seperti investor dan kreditor, sehingga kualitas laba akan berkurang. Gul, Leung dan Srinindhi (2000); Pradhono dan Yulius Jogi Chritiawan (2004) menemukan bahwa *earning* berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham; sedangkan penelitian oleh Robiatul Auliyah dan Ardi Hamzah (2006) memperoleh bahwa *earning* berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* saham. *Earning* dalam penelitian ini menggunakan *earning per share* yaitu rasio untuk mengukur jumlah rupiah untuk setiap lembar saham biasa. Jika *earning* semakin tinggi, maka akan semakin tinggi keuntungan atas penjualan saham (*return* saham) perusahaan.

Likuiditas saham merupakan ukuran jumlah transaksi suatu saham di pasar modal dalam suatu periode tertentu. Jadi, semakin likuid saham maka frekuensi transaksi saham semakin tinggi (Mulyana, 2011). Apabila faktor-faktor lain dianggap sama investor tidak akan menyukai saham yang memiliki risiko tinggi tapi akan menyukai saham yang memiliki likuiditas yang tinggi. Dan menurut Wiyani dan Wijayanto (2005) bagi investor tingkat likuiditas saham dapat digambarkan dari volume perdagangan suatu saham. Semakin besar transaksi maka semakin cepat dan semakin mudah sebuah saham diperjual belikan sehingga perubahan saham menjadi kas semakin cepat.

Ukuran perusahaan (*size*) menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan yang ditunjukkan oleh total aktiva, jumlah penjualan, rata-rata tingkat penjualan dan rata-rata total aktiva. Perusahaan yang berskala besar akan lebih mudah memperoleh pinjaman dibandingkan dengan perusahaan kecil. Dalam penelitian ini ukuran perusahaan diukur dengan menggunakan total aktiva. Perusahaan yang lebih besar memiliki pertumbuhan yang lebih besar dibandingkan perusahaan kecil, sehingga tingkat pengembalian (*return*) saham perusahaan besar lebih besar dibandingkan *return* saham pada perusahaan berskala kecil. Penelitian Sumekar (2003) mengenai pengaruh beta, *price to book value*, dan *size* terhadap *return* saham. Dan menemukan bahwa *firm size* berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* saham. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Diastuti (2014) dalam penelitiannya yang menganalisis pengaruh risiko pasar, *firm size*, *book to market ratio*, dan momentum pada *return* saham.

Close to open price merupakan harga yang menunjukkan *close price* (harga penutupan) pada hari tertentu. Menjadi patokan awal untuk hari berikutnya atau menjadi *open price* di hari hari berikutnya. Berkman, et al, (2008) dalam penelitiannya menemukan bahwa *Overnight return*

berpengaruh positif terhadap *Return* hari perdagangan berikutnya dan meningkatkan *Return* sahamnya. Penelitian yang dilakukan oleh Branch and Ma (2006) dalam penelitiannya mengatakan bahwa Investor menikmati malam yang baik pada pasar saham di US dan secara konsisten mendapatkan *return* yang tinggi dengan menahan saham pada *overnight* dibandingkan pada *trading hours*.

Berdasarkan teori dan hasil penelitian terdahulu seperti dalam hasil penelitiannya yang diungkapkan bahwa terdapat hubungan positif antara volatilitas harga, likuiditas saham, *earning per share*, momentum *overnight* dan hubungan negatif antara *size firm*. Maka hipotesis dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

H1: Volatilitas harga berpengaruh positif terhadap *return* saham

H2: EPS berpengaruh positif terhadap *return* saham

H3: Likuiditas berpengaruh positif terhadap *return* saham

H4: *Size firm* berpengaruh negatif terhadap *return* saham

H5: Momentum *overnight* berpengaruh positif terhadap *return* saham

Metode analisis penelitian ini menggunakan data panel yang menggabungkan data *time series* dengan *cross section*. Data ini diambil dari laporan keuangan dan tahunan auditan Perusahaan yang terdaftar dalam indeks LQ 45 di Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2013 kemudian ditabulasikan dan dihitung sesuai dengan pengukuran masing-masing variabelnya menggunakan *Microsoft Excel*, yang selanjutnya dimasukkan ke dalam aplikasi *Eviews 7* untuk dihitung dengan menggunakan teknik regresi data panel. Metode tersebut yaitu metode *pooled ordinary least square (common effect)*, metode *least square dummy variable (fixed effect)*, dan metode *random effect* Regresi yang dilakukan dengan menggunakan persamaan :

$$Ri_{it} = \beta_0 + \beta_1 VH_{it} + \beta_2 Li_{it} + \beta_3 EPS_{it} - FZ_{it} + \beta_5 Mo_{it} + V_{it}$$

Keterangan:

Ri = *Return* saham

VH = Volatilitas harga

Li = Likuiditas saham

EPS = *Earning per share*

FZ = *Firm size*

Mo = Momentum *overnight*

β_0 = Intersep (konstanta)

$\beta_{1,2,3,5}$ = Koefisien regresi masing-masing variabel

METODE PENELITIAN

Variabel dependen yang digunakan penelitian ini adalah *return* saham. *Return* saham adalah tingkat keuntungan yang dinikmati oleh investor atas suatu investasi yang dilakukannya. Perhitungan *return* saham terdiri dari *capital gain (loss)* dan *yield*. *Capital gain (loss)* merupakan selisih untung (rugi) dari harga investasi sekarang relatif dengan harga periode yang lalu (Jogiyanto, 2003). Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah volatilitas harga saham, likuiditas, *earning*, *firm size* dan momentum *overnight*. Volatilitas harga adalah pengukuran statistik untuk fluktuasi harga selama periode tertentu (Firmansyah, 2006). Volatilitas saham menunjukkan pola perubahan harga saham yang menentukan pola *return* yang diharapkan dari saham. Pengukuran statistik untuk fluktuasi harga selama periode tertentu dengan menggunakan harga tertinggi dan harga terendah, yang dirata-ratakan dalam satu tahun Variabel ini selanjutnya dilambangkan dengan EPS. *Earning per share* merupakan perbandingan antara laba bersih dengan harga per lembar saham perusahaan yang dapat dirumuskan sebagai berikut. Variabel selanjutnya adalah likuiditas. Likuiditas saham merupakan ukuran jumlah transaksi suatu saham di pasar modal dalam suatu periode tertentu. Jadi, semakin likuid saham maka frekuensi transaksi saham semakin tinggi (Mulyana, 2011). Dan menurut Wiyani dan Wijayanto (2005) bagi investor tingkat likuiditas saham dapat digambarkan dari volume perdagangan suatu saham. Semakin besar transaksi maka semakin cepat dan semakin mudah sebuah saham diperjual belikan sehingga perubahan saham menjadi kas semakin cepat. Variabel selanjutnya dilambangkan dengan SF. *Firm size* (ukuran perusahaan) merupakan tolak ukur besar-kecilnya perusahaan dengan melihat besarnya nilai ekuitas, nilai penjualan, dan nilai total asset yang dimiliki perusahaan (Riyanto, 1995). *Firm size* merupakan ukuran suatu perusahaan yang dilihat dari *market*



capitalization. Variabel selanjutnya adalah momentum. Momentum mempresentasikan perilaku investor yang rasional, yakni dengan membeli saham dengan kinerja baik (winner) di masa lalu dengan harapan bahwa kinerja baik tersebut akan terus berlanjut di masa yang akan datang dan menjual saham dengan kinerja yang buruk (loser) di masa lalu. *Close to open price* merupakan harga yang menunjukkan *close price* (harga penutupan) pada hari tertentu. Menjadi patokan awal untuk hari berikutnya atau menjadi *open price* di hari hari berikutnya. Perhitungan *Overnight Return* harian dalam satu tahun.

Populasi dan Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian adalah seluruh perusahaan yang terdaftar dalam indeks LQ 45 di Bursa Efek Indonesia berjumlah 48 perusahaan. Adapun teknik sampling yang digunakan adalah *purposive sampling*, yaitu pemilihan anggota sampel dengan mendasar pada kriteria-kriteria tertentu. Kriteria yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

1. Perusahaan yang terdaftar dalam indeks LQ 45 yang terdaftar di BEI tahun 2009 dan tetap terdaftar di BEI hingga tahun 2013. Hal ini dimaksudkan untuk data yang berkesinambungan
2. Perusahaan yang memiliki laporan keuangan berturut-turut selama periode pengamatan.
3. Saham dari emiten yang aktif diperdagangkan selama lebih dari 200 hari perdagangan untuk setiap periodenya.
4. Memiliki akhir tahun fiskal 31 Desember dan annual reports yang sudah diaudit selama 5 tahun periode penelitian.

Jenis dan Sumber Data

Jenis Data yang digunakan dalam penelitian adalah data sekunder yaitu data yang diperoleh melalui sumber yang ada. Teknik pengumpulan data untuk keperluan penelitian ini dilakukan dengan dokumentasi. Dokumentasi yang dilakukan adalah mengumpulkan semua data sekunder yang dipublikasikan oleh www.yahoofinance.co.id, Indonesian Capital Market Directory dan <http://www.idx.co.id>.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Jumlah sampel yang memenuhi kriteria dalam penelitian ini adalah 21 perusahaan sampel penelitian dengan tahun pengamatan selama 5 tahun. Maka jumlah pengamatan yang didapat sebesar 105 pengamatan.

Analisis Data

Analisis Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, minimum, maksimum dan varian (Ghozali, 2006). Jumlah pengamatan yang dilakukan pada penelitian ini adalah sebanyak 105 data selama periode 2009-2013. Distribusi data penelitian pada variabel bebas (Volatilitas Harga, EPS, Likuiditas, Size Firm, Momentum) dan Variabel Terikat (Return) memiliki hasil statistik deskriptif pada penelitian :

1. Nilai rata-rata (*mean*) pada variabel return yang diukur dengan menghitung jumlah capital gain dan yield adalah sejumlah 34% dengan nilai minimum - 0,894400 yaitu kerugian sebesar 89% pada saham ASII tahun 2012 dan nilai maksimum 2,600900 yaitu keuntungan 260% pada saham UNTR pada tahun 2009.
2. Nilai rata-rata (*mean*) pada variabel volatilitas harga yang diukur dengan cara mengambil kisaran rata-rata untuk setiap periode, dari harga yang lebih rendah ke nilai yang lebih tinggi adalah sebesar 0,171636 yaitu saham berfluktuasi 17% dengan nilai minimum 13,9% pada saham BBKA tahun 2012 dan nilai maksimum 24,91% pada saham EXCL 2009.
3. Nilai rata-rata (*mean*) pada variabel earning per share yang diukur dengan membagi laba dengan harga saham adalah sebesar Rp 781,6, dengan nilai minimum Rp 29,08 pada saham KLBF tahun 2012 dan nilai maksimumnya adalah Rp 4393,14 pada saham ASII tahun 2011.
4. Nilai rata-rata (*mean*) pada variabel likuiditas saham yang diukur dengan membagi jumlah volume transaksi dengan volume saham adalah sebesar 1,796 kali perputaran

per lembar saham dengan nilai minimum 0,17 kali perputaran per lembar pada saham AALI tahun 2012 dan nilai maksimumnya adalah sebesar 22,196 kali perputaran per lembar saham pada saham BBNI tahun 2010.

5. Nilai rata-rata (*mean*) pada variabel *size firm* yang diukur dengan cara menghitung kapitalisasi pasar yang dimiliki oleh perusahaan adalah sebesar Rp. 14.933 milyar, dimana angka minimumnya adalah Rp 31 milyar pada saham EXCL 2009 dan angka maksimumnya adalah Rp. 300.048 milyar pada saham TLKM tahun 2012.
6. Nilai rata-rata (*mean*) pada variabel momentum *overnight* adalah sebesar 0,00819% dengan nilai minimumnya adalah sebesar - 3,8% pada saham EXCL tahun 2009 dan nilai maksimumnya adalah sebesar 0,004% pada saham KLBF tahun 2009.

Pengujian Model

a. Uji Statistik F

Uji statistik F ditempuh untuk melihat manakah yang paling tepat digunakan antara common effect dan fixed effect. Uji F dihitung dengan mendistribusikan nilai sum of square residual (SSR) dari hasil estimasi common dan fixed effect (Widarjono,2013).

Hipotesis yang digunakan dalam ujia F yaitu sebagai berikut:

H_0 : Model *common effect*

H_1 : Model *fixed effect*

Adapun hasil uji statistik F dengan nilai $n=105$, dan $k=6$ adalah:

Berdasarkan hasil perhitungan F-statistik, diperoleh nilai F-statistik sebesar 0,916923. Nilai tersebut kemudian dibandingkan dengan nilai F-kritis pada tabel distribusi F. Pada level signifikansi 1% dan 5%, nilai F-statistik lebih besar dari nilai F-kritis. Dapat disimpulkan bahwa H_0 diterima dan H_1 ditolak, dengan kata lain model *common effect* lebih tepat digunakan dibandingkan dengan model *fixed effect*.

b. Uji Hausman

Uji Hausman digunakan untuk melihat metode yang paling tepat di antara *fixed* dan *random effect*. Uji Hausman dilakukan dengan membandingkan nilai *chi-square* (χ^2) statistik dengan χ^2 -kritis ada *degree of random* (df) sebanyak jumlah variabel independen (Widarjono,2013).

Hipotesis yang digunakan dalam uji Hausman yaitu sebagai berikut:

H_0 : Model *random effect*

H_1 : Model *fixed effect*

Adapun hasil uji Hausman dengan nilai $df = 20$ adalah:

Nilai χ^2 -statistik adalah 4,596384. Pada level signifikans 1% dan 5%, nilai χ^2 -statistik lebih kecil dari nilai χ^2 -kritis secara berturut-turut adalah 37,566 dan 31,410. Dapat disimpulkan bahwa χ^2 -statistik lebih kecil dari nilai χ^2 -kritis baik pada level signifikansi 1% maupun 5%, sehingga hipotesis untuk menggunakan random effect (H_0) diterima dan hipotesis untuk menggunakan fixed effect (H_1) ditolak.

Hipotesis

Uji koefisien determinasi (R^2) dan penyesuaian (adjusted R^2) yang dilakukan untuk melihat seberapa jauh variasi variabel independen dapat menerangkan variasi variabel dependen di dalam model penelitian. Kisaran nilai dalam uji ini adalah antara nol sampai dengan satu. nilai R^2 pada penelitian ini yaitu sebesar 0,267556 dan nilai adjusted R^2 yaitu sebesar 0,230564. Nilai tersebut menunjukkan bahwa sebesar 26,8% variabel-variabel dependen return dapat dijelaskan oleh variasi variabel independen volatilitas harga, EPS, likuiditas, *size firm*, dan momentum. Sedangkan nilai koefisien determinasi yang disesuaikan (adjusted R^2) sebesar 23,1% yang mana nilai tersebut lebih kecil dari koefisien determinasi (R^2).

Tabel 1
Ringkasan Hasil Analisis Uji t

Variabel Independen	t-statistik	Probabilitas
---------------------	-------------	--------------

Volatilitas Harga	4,886630	0,0000
EPS	2,181574	0,0315
Likuiditas	1,118859	0,2659
Size Firm	-0,221077	0,8255
Momentum	1,773206	0,0793

Sumber: data diolah, Eviews

Model persamaan regresi data panel dengan metode *random effect* ialah:

$$Ri_{it} = \beta_0 + \beta_1 VH_{it} + \beta_2 Li_{it} + \beta_3 EPS_{it} - FZ_{it} + \beta_5 Mo_{it} + V_{it}$$
$$Ri_{it} = -3,35494 + 18,73356 VH_{it} + 0,13656 Li_{it} + 0,0227479 EPS_{it} - 0,0130149 FZ_{it} + 28,51848 Mo_{it}$$

Persamaan di atas memperlihatkan nilai *return* dari pengaruh variabel independen. Nilai intersep setiap variabel independen memiliki nilai yang berbeda. Variabel *return* dipengaruhi variabel independen volatilitas harga memiliki nilai sebesar 15,37862. Variabel *earning per share* memiliki nilai sebesar -3,21838, variabel independen likuiditas memiliki nilai sebesar -3,33219, variabel independen *size firm* memiliki nilai sebesar -3,36796, dan variabel independen momentum memiliki nilai sebesar 25,16354. Perbedaan nilai intersep tersebut menunjukkan bahwa setiap variabel independen memiliki pengaruh yang berbeda terhadap variabel dependen. *Size firm* menunjukkan nilai intersep terkecil di antara 4 variabel independen lainnya. Hal ini menjadi indikasi bahwa *size firm* kurang berpengaruh terhadap *return* saham. Sebaliknya dengan momentum *overnight* dan volatilitas harga sangat berpengaruh terhadap *return* saham.

Berdasarkan Tabel 1, variabel independen volatilitas harga memiliki nilai t-statistik sebesar 4,886630. Pada level signifikansi 1%, nilai t-statistik lebih besar dari t-kritis (4,886630 > 1,660) dan pada level signifikansi 5%, nilai t-statistik lebih besar dari t-kritis (4,886630 > 2,365). Pada level signifikansi 1% dan 5%, nilai t-statistik lebih besar dari t-kritis artinya H_0 ditolak dan H_1 diterima. Dapat disimpulkan bahwa volatilitas harga berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return*. Hasil pengolahan data nilai koefisien volatilitas sebesar 18,73356 dengan nilai probabilitas sebesar 0,0000. Artinya setiap penurunan volatilitas harga sebesar 1% maka akan mengakibatkan penurunan *return* sebesar 18,73%. Kesimpulan tersebut didukung dengan hasil uji statistik level 1% dan 5%. Hasil penelitian tersebut sesuai dengan paradigma volatilitas dapat direpresentasikan dengan simpangan baku (*standard deviation*), publik juga mempersepsikan volatilitas sebagai risiko. Semakin tinggi tingkat volatilitas harga, semakin tinggi pula tingkat ketidakpastian dari imbal hasil (*return*) saham yang dapat diperoleh. Hasil penelitian ini pun didukung dengan penelitian Baker et al. (2011) menemukan hubungan antara saham yang memiliki tingkat volatilitas tinggi sangat berpengaruh terhadap *return*.

Variabel independen EPS memiliki nilai t-statistik sebesar 2,181574. Pada level signifikansi 1%, nilai t-statistik lebih besar dari t-kritis (2,181574 > 2,365) dan pada level signifikansi 5%, nilai t-statistik lebih besar dari t-kritis (2,181574 > 1,660). Pada level signifikansi 1% dan 5%, nilai t-statistik lebih besar dari t-kritis artinya H_0 ditolak dan H_1 diterima. Dapat disimpulkan bahwa variabel EPS berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return*. Besarnya pengaruh EPS terhadap *return* saham dilihat dari koefisien regresi yang dihasilkan. Koefisien sebesar 0,13656 dengan nilai probabilitas sebesar 0,0315. Artinya setiap kenaikan EPS sebesar 1% maka akan mengakibatkan kenaikan *return* sebesar 13,66%. Kesimpulan tersebut didukung dengan hasil uji statistik level 1% dan 5%. Hasil penelitian tersebut sesuai dengan paradigma *earning per share* yaitu rasio untuk mengukur jumlah rupiah untuk setiap lembar saham biasa. Jika *earning* semakin tinggi, maka akan semakin tinggi keuntungan atas penjualan saham (*return* saham) perusahaan. Hasil penelitian ini pun didukung dengan penelitian dari Gul, Leung dan Srinindhi (2000); Pradhono dan Yulius Jogi Chritiawan (2004) menemukan bahwa *earning* berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham.

Variabel independen likuiditas memiliki nilai t-statistik sebesar 1,118859. Pada level signifikansi 1%, nilai t-statistik lebih besar dari t-kritis (1,118859 < 2,365) dan pada level signifikansi 5%, nilai t-statistik lebih besar dari t-kritis (1,118859 < 1,660). Pada level signifikansi 1% dan 5%, nilai t-statistik lebih kecil dari t-kritis artinya H_0 diterima dan H_1 ditolak. Dapat disimpulkan bahwa variabel likuiditas berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap *return*. Besarnya pengaruh likuiditas saham terhadap *return* saham dilihat dari koefisien regresi yang

dihasilkan. Koefisien sebesar 0,022748 dengan probabilitas 0,2659. Artinya setiap kenaikan likuiditas sebesar 1% maka akan mengakibatkan kenaikan return sebesar 2,27%. Kesimpulan tersebut didukung dengan hasil uji statistik level 1% dan 5%. Hasil penelitian tersebut sesuai dengan paradigma menurut Wiyani dan Wijanto (2005) bagi investor tingkat likuiditas saham dapat digambarkan dari volume perdagangan suatu saham. Semakin besar transaksi maka semakin cepat dan semakin mudah sebuah saham diperjual belikan sehingga perubahan saham menjadi kas semakin cepat. Hasil penelitian ini pun didukung dengan penelitian dari Saputra, et al (2002) dalam penelitiannya yang berjudul pengaruh risiko sistematis dan likuiditas saham terhadap tingkat pengembalian saham yang menunjukkan bahwa likuiditas saham yang diukur dengan *bid-ask spread* mempunyai pengaruh signifikan terhadap tingkat pengembalian saham. Dan hasil dari penelitian Mustikaningjati (2005) adalah likuiditas berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham.

Variabel independen *size firm* memiliki nilai t-statistik sebesar -0,221077. Pada level signifikansi 1%, nilai t-statistik lebih besar dari t-kritis ($-0,221077 < -2,365$) dan pada level signifikansi 5%, nilai t-statistik lebih kecil dari t-kritis ($-0,221077 < -1,660$). Pada level signifikansi 1% dan 5%, nilai t-statistik lebih kecil dari t-kritis artinya H_0 diterima dan H_1 ditolak. Dapat disimpulkan bahwa variabel *size firm* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap return. Besarnya pengaruh *size firm* terhadap return saham dilihat dari koefisien regresi yang dihasilkan. Koefisien sebesar -0,013015 dengan nilai probabilitas sebesar 0,8255. Artinya setiap kenaikan *size* sebesar 1% maka akan mengakibatkan penurunan return sebesar 1,30%. Kesimpulan tersebut didukung dengan hasil uji statistik level 1% dan 5%. Hasil penelitian tersebut sesuai dengan paradigma bahwa perusahaan yang lebih besar memiliki pertumbuhan yang lebih besar dibandingkan perusahaan kecil, sehingga tingkat pengembalian (*return*) saham perusahaan besar lebih besar dibandingkan *return* saham pada perusahaan berskala kecil. Hasil penelitian ini pun didukung dengan penelitian Penelitian Sumekar (2003) mengenai pengaruh *beta*, *price to book value*, dan *size* terhadap *return* saham. Dan menemukan bahwa *firm size* berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* saham.

Variabel independen momentum memiliki nilai t-statistik sebesar -1,773206. Pada level signifikansi 1%, nilai t-statistik lebih besar dari t-kritis ($1,773206 < 2,365$) dan pada level signifikansi 5%, nilai t-statistik lebih besar dari t-kritis ($1,773206 > 1,660$). Pada level signifikansi 1% nilai t-statistik lebih kecil dari t-kritis artinya H_0 diterima dan H_1 ditolak. Besarnya pengaruh momentum terhadap return saham dilihat dari koefisien regresi yang dihasilkan. Koefisien sebesar 28,51848 dengan nilai probabilitas sebesar 0,0793. Artinya setiap penurunan momentum sebesar 1% maka akan mengakibatkan penurunan return sebesar 2851%. Kesimpulan tersebut didukung dengan hasil uji statistik level 10%. Hasil penelitian tersebut sesuai dengan paradigma bahwa investor momentum membeli saham yang harganya baru naik dan percaya bahwa harga akan naik dikemudian hari sesuai dengan pergeseran ke atas dari kurva permintaan. Dan menjual saham yang harganya baru turun dan percaya bahwa harga akan semakin turun dikemudian hari sesuai dengan pergeseran dari kurva permintaan yang semakin ke bawah. Brekman, et al (2008), dalam penelitiannya mengatakan bahwa investor menikmati malam yang baik pada pasar saham di US dan secara konsisten mendapatkan *return* yang tinggi dengan menahan saham pada *overnight* dibandingkan pada *trading hours*. Hasil penelitian ini pun didukung dengan penelitian dari Berkman, et al, (2008) dalam penelitiannya menemukan bahwa *Overnight return* berpengaruh positif terhadap *return* hari perdagangan berikutnya dan meningkatkan *return* sahamnya.

KESIMPULAN, KETERBATASAN, DAN SARAN

Berdasarkan hasil analisis yang telah dilakukan terhadap hipotesis yang telah dirumuskan, maka dapat dirumuskan hasil penelitian menunjukkan bahwa volatilitas harga berpengaruh signifikan terhadap return saham. Maka H_{11} yang menyatakan bahwa volatilitas harga berpengaruh positif terhadap return saham diterima. *Earning per share* saham berpengaruh tidak signifikan terhadap return saham. Maka H_{12} yang menyatakan bahwa *earning per share* saham berpengaruh positif terhadap return saham diterima. Likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap return saham. Maka H_{13} yang menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh positif terhadap *return* saham ditolak. *Size firm* tidak berpengaruh signifikan terhadap return saham. Maka demikian H_{14} yang menyatakan bahwa *size firm* berpengaruh negatif terhadap *return* saham ditolak. Momentum



overnight berpengaruh signifikan terhadap return saham. Dengan demikian H_2 yang menyatakan momentum *overnight* bahwa positif terhadap *return* saham diterima.

Berdasarkan hasil penelitian diatas, maka implikasi yang dapat diajukan bagi perusahaan, penelitian ini diharapkan mampu menyadarkan investor akan pentingnya *return* saham dan dari temuan penelitian menunjukkan bahwa perusahaan yang berskala lebih besar tidak memberikan return yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan berskala kecil. Bagi para investor dapat memperhatikan analisis fundamental yaitu *earning per share* dan analisis teknikal yaitu volatilitas harga dan momentum *overnight* dalam memprediksi return saham. Dengan return saham maka para investor dapat mengetahui bagaimana prospek saham yang memberi keuntungan masa depan, untuk mengetahui jaminan investasinya dan dapat digunakan sebagai dasar untuk menilai kinerja atau kondisi keuangan jangka pendek dari perusahaan tersebut. Bidang akademis, penelitian ini sangat berguna untuk menambah pengetahuan, dalam lingkup pendidikan formal yaitu untuk bidang akademis karena dapat memperluas wawasan tentang pentingnya kelengkapan dan luas mengenai return saham yang dapat digunakan sebagai pedoman dalam proses belajar mengajar.

Variabel bebas dalam penelitian ini antara lain: volatilitas harga, likuiditas saham, *earning per share*, *size firm* dan momentum *overnight*. Sedangkan variabel terikatnya adalah *return* saham. Pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat hanya mampu menjelaskan sebesar 27,1% sehingga perlu menambah variabel bebas lain. Dalam penelitian ini masih terdapat banyak keterbatasan dan kekurangan. Maka dari itu, berikut ini saran yang diberikan kepada penelitian selanjutnya ialah menambah periode penelitian tidak hanya meneliti selama 5 tahun agar hasil penelitian dapat digeneralisasi. Untuk penelitian mendatang perlu memperhatikan sektor lainnya, selain indeks LQ 45, misalnya sektor keuangan, pertambangan, manufaktur dan sektor lainnya. Dan faktor-faktor yang mempengaruhi return saham dalam penelitian ini dibatasi pada variabel bebas antara lain : volatilitas harga, likuiditas saham, *earning per share*, *size firm* dan momentum *overnight*. Oleh karena itu, untuk penelitian selanjutnya perlu melakukan penelitian dengan menggunakan variabel bebas lain yang berpotensi berpengaruh terhadap return saham, misalnya PBV dan risiko sistematis lainnya.

REFERENSI

- Auliyah, Robiyatul dan Ardi Hamzah. 2006. Analisis Perusahaan Industri dan Ekonomi Makro Terhadap return Saham dan Beta Saham di Bursa Efek Jakarta. Simposium Nasional akuntansi 6 Padang
- Ang, Robert. 1997. Buku Pintar Pasar Modal Indonesia Edisi I, Media Soft, Indonesia
- Bambang, Riyanto. 1995. Dasar-dasar pembelajaran Edisi Keempat. Yogyakarta: Yayasan Penerbit Gadjah Mada
- Branch and MA. 2006. the Overnight return, One More Anomaly. Social Science Electronic Publishing
- Brekman, Steve. 2008. Curbing Corruption: An impossible dream? In Curbing Corruption in Asian Countries: An Impossible Dream? Published online: 09 Mar 2015: 439-469
- Chan, Yue-cheong, Andy C.W. Chui, dan Chuck C.Y. J Kwok, 2001. The impact of salient political and economic news on the trading activity. *Pacific-Basin Finance Journal*, 195-217
- Chung dan Wei. 2005. The Relationship between bid-ask spread and holding periods, *Global Finance Journal* 15, 239-249
- Dimitriou dan Simos. 2011. The Relationship between stock return and volatility the seventeen Largest International stock market: A semi Parametric approach. *Modern Economy*.
- Mustikaning, Maharani. 2005. Pengaruh Risiko Sistematis dan Likuiditas terhadap Return Saham Perusahaan. Semarang: Perpustakaan Unika
- Fama, Eugene, dan Kenneth French. 1992. *The Cross-section of Expected stock returns*. *Journal of Finance*
- Ghozali, Imam. 2007. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. BPFE UNDIP
- Greenblatt, Joel. 2008. *Stock Market Genius*. Jakarta: Hikmah (PT Mizan Publika)
- Gul, Leung dan Srinindhi, 200. The Effect of Investment Opportunity Set and Debt Level on Earnings-Return Relationship and the pricing of Discretionary Accruals. *AANZ Conference and Accounting Seminars at City University of Hong Kong, Chinese University of Hong Kong, Rutgers University and State University of New York*, 1-36



- Hartono, Jogyanto. 2007. teori portofolio dan Analisis Investasi, Edisi ,BPFE, Yogyakarta.
- I. wibowo. 2004. *Belajar dari Cina*. Jakarta: Penerbit Kompas
- Jogyanto. 2000. Teori Portofolio dan Analisis Investasi. Edisi Kedua. Yogyakarta: BPFE
- Karnadajaja, A., E. Ong, C. Wijaya., B. Tanujaya dan J. Effendi. 2007. *Smart Investment for Mega Profit*. Jakarta: PT Alex Media Komputindo
- Saputra, Kumianny A. Elly, dan Pwee Leng. 2002. Pengaruh Risiko Sistematis Likuiditas terhadap tingkat pengembalian saham badan-badan usaha yang Go Publik di BEI Jakarta tahun 1999. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan* Vol 19: hal 15-25
- Sharpe, William F., Gordon J. Alexander, and Jeffrey V. Bailey. 1991. *Investments, 6th ed, Prentice-Hall International, Inc. New Jersey*
- Shiller, R. J. 1981 . *Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends?* *American Economic Review*, 71, 421-436
- Shiller, R. J. 1992. *Market Volatility*. United States: Massachusetts Institute of Technology
- Siallagan, Hamonangan, Mas'ud Machfoedz. 2006. Mekanisme Corporate Governance, Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan. *Simposium Akuntansi 9 Padang*: 1-23
- Sumekar, Kertati. 2003. Analisis pengaruh size, beta, dan price to book value terhadap Return Saham. Tesis tidak dipublikasikan
- Wiyani, Wahyu dan Wijayanto. 2005. Penaruh Nilai Tukar Rupiah, Tingkat Suku Bunga Deposito dan Volume Perdagangan Saham terhadap Harga Saham
- Winarno, Wahyu Wing. 2006. Analisis Ekonometrika dan Statistika dengan Eviews. Yogyakarta: UPP STIM YKPN
- www.idx.co.id

LAMPIRAN A

Daftar Perusahaan LQ 45

No.	Nama Perusahaan	Kode	No.	Nama Perusahaan	Kode
1	Astra Agro Lestari Tbk	AALI	12	Indo Tambangraya Megah Tbk	ITMG
2	AKR Corporindo Tbk	AKRA	13	Jasa Marga (Persero) Tbk	JSMR
3	Aneka Tambang (Persero) Tbk	ANTM	14	Kalbe Farma Tbk	KLBF
4.	Astra International Tbk	ASII	15	PP London Sumatera Indonesia Tbk	LSIP
5	Bank Central Asia Tbk	BBCA	16	Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk	PGAS
6	Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk	BBNI	17	Tambang Batubara Bukit Asam (Persero) Tbk	PTBA
7	Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk	BBRI	18	Semen Indonesia (Persero) Tbk	SMGR
8	Bank Danamon Tbk	BDMN	19	Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk	TLKM
9	Bank Mandiri (Persero) Tbk	BMRI	20	United Tractors Tbk	UNTR
10	Excelcomindo Pratama Tbk	EXCL	21	Unilever Indonesia Tbk	UNVR
11	Indocement Tunggul Prakasa Tbk	INTP			

Sumber: idx.co.id

LAMPIRAN B

Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

	RETURN	VH	LNEPS	LIKUIDITAS	LNSF	MOMENTUM
Mean	0.348307	0.171636	6.147108	1.795905	30.33071	8.19E-05
Median	0.192300	0.169700	6.185200	0.965500	30.52910	0.000000



Maximum	2.600900	0.249100	8.387800	22.19520	33.33500	0.004400
Minimum	-0.894400	0.139200	3.370100	0.170200	24.18810	-0.038000
Std. Dev.	0.648853	0.018064	0.985693	3.290909	1.374911	0.003928
Skewness	1.369145	1.065328	-0.191789	4.539922	-0.972400	-8.744228
Kurtosis	5.142804	5.472041	3.192554	24.52846	5.564463	85.80074
Sum	36.57220	18.02180	645.4463	188.5700	3184.725	0.008600
Sum Sq. Dev.	43.78512	0.033936	101.0453	1126.328	196.5996	0.001605
Observations	105	105	105	105	105	105

Sumber: Data Sekunder yang diolah, Eviews

LAMPIRAN C

Hasil Uji Statistik F

Nilai SSR	F-Statistik	F-Kritis	Keputusan	Kesimpulan
Common: 32,07014	0,916923	= 1%	F-stat < F-kritis	H_0 diterima H_1 ditolak
Fixed: 27,35379		= 5%	F-stat < F-kritis	H_0 diterima H_1 ditolak

Sumber: data diolah, Eviews

LAMPIRAN D

Hasil Uji Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: HAUSMAN

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	4.596384	5	0.4671

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
VH	21.231265	18.733563	6.986015	0.3447
LNEPS	0.226502	0.136560	0.016501	0.4838
LIKUIDITAS	0.029689	0.022748	0.001388	0.8522
LNSF	-0.029691	-0.013015	0.008980	0.8603
MOMENTUM	34.880202	28.518483	110.068279	0.5443

Sumber: data diolah, Eviews

LAMPIRAN E

Hasil Analisis dengan Metode Random Effect

Dependent Variable: RETURN

Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)

Date: 04/19/15 Time: 19:30



Sample: 2009 2013

Periods included: 5

Cross-sections included: 21

Total panel (balanced) observations: 105

Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-3.354940	2.174104	-1.543137	0.1260
VH	18.73356	3.833636	4.886630	0.0000
LNEPS	0.136560	0.062597	2.181574	0.0315
LIKUIDITAS	0.022748	0.020331	1.118859	0.2659
LNSF	-0.013015	0.058871	-0.221077	0.8255
MOMENTUM	28.51848	16.08301	1.773206	0.0793

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	0.000000	0.0000
Idiosyncratic random	0.588431	1.0000

Weighted Statistics

R-squared	0.267556	Mean dependent var	0.348307
Adjusted R-squared	0.230564	S.D. dependent var	0.648853
S.E. of regression	0.569158	Sum squared resid	32.07014
F-statistic	7.232787	Durbin-Watson stat	1.702179
Prob(F-statistic)	0.000008		

Unweighted Statistics

R-squared	0.267556	Mean dependent var	0.348307
Sum squared resid	32.07014	Durbin-Watson stat	1.702179

Sumber: Data dioleh, Eviews