



ANALISIS PENGARUH *BOOK TO MARKET*, *SIZE*, *SYSTEMATIC RISK*, DAN *MOMENTUM* TERHADAP RETURN SAHAM *SMALL BUT LIQUID* DAN *BIG BUT ILLIQUID*

(Studi pada Perusahaan yang terdaftar di Kompas100 Tahun 2011-2015)

Firda Huwaida Ulfah, Erman Denny Arfianto¹

Email: firda.ulvha@yahoo.com

Departemen Manajemen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50275, Phone: +622476486851

ABSTRACT

The research developed the factors that affect in stock returns. One of the "missing factor" that developed the stocks that have small capitalization value with high frequency. This type of behavior has not expected oftenly. The purpose of this study is to analyze the influence of book to market, size, systematic risk, and momentum on stock returns in small but liquid and big but illiquid studies on companies KOMPAS100 2011-2015.

The population in this study is a company with small but liquid stock category and big but illiquid stock category sorted by method purposive sampling to obtain these categories which has a number of 100 samples, of which 50 categories of samples small but liquid and 50 samples with category big but illiquid which annually features 10 different samples in accordance with these criteria.

Research results in the category of small but liquid, book to market a significant negative effect on returns, stock size negative and not significant to return, stock systematic risk positive effect and no significant effect on returns, stock and the momentum positive and significant impact on returns. stock While the research results in the category of big but illiquid, book to market negative and not significant to return, stock size has a positive effect and no significant effect on returns, stock systematic risk significant negative effect on returns, stock and the momentum positive and significant impact on returns stock

Different test showed that the difference in returns small but liquid and big but illiquid evaluation in the first year after the establishment has a significance value of 0.008 and the value of T count greater than T table as worth 2.02269 is 2,790, which means there are significant differences. While evaluating the second and third years after the establishment did not have a significant difference in the presence of evidence that the evaluation of the second year of significant value amounted to 0,544 and evaluations in the third year has a significance value of 0.626 which means the absence of a significant difference

Keywords : *book to market, size, systematic risk, momentum, stock return, small but liquid, and big but illiquid.*

¹ Corresponding author

PENDAHULUAN

Pasar modal merupakan tempat bertemunya pihak yang memerlukan dana serta kelebihan dana. Kehadiran pasar modal di Indonesia telah mulai berkembang dan sangat membantu perekonomian Indonesia. Investor akan tertarik untuk berinvestasi jika pasar modal memiliki sifat likuid, dimana pembeli dan penjual dapat melakukan transaksi dengan cepat, serta memiliki sifat yang efisien dimana harga dapat mencerminkan surat-surat berharga yang memiliki nilai yang akurat.

Jogiyanto (2000) membagi risiko menjadi dua yaitu *unsystematic risk* dan *systematic risk*. Risiko tidak sistematis tidak memiliki hubungan dengan perubahan pasar secara menyeluruh biasanya hanya menyangkut kondisi mikro perusahaan, sedangkan risiko sistematis yang berkaitan dengan perubahan pasar. Risiko sistematis diukur dengan beta, sehingga pada penelitian yang dilakukan oleh Fama dan French (1996) yang mengatakan bahwa beta secara konsisten tidak memiliki hubungan dengan *expected return*. Tetapi penelitian terbaru yang dilakukan oleh Mehrara, Falahati, dan Zahiri (2014) membuktikan bahwa adanya pengaruh yang positif antara *systematic risk* dan *return* saham serta memiliki hubungan yang signifikan.

Dalam menginvestasikan saham investor menggunakan strategi investasi diantaranya adalah momentum. Pola hubungan yang tidak konsisten terjadi pada hubungan antara momentum dan *return* saham. Adanya hubungan yang positif antara momentum dan *return* saham dalam penelitian yang dilakukan oleh Lewellen (2002) yang menjelaskan bahwa jika momentum tinggi maka *return* saham yang diperoleh juga tinggi.

Fama dan French (1993) menemukan bahwa untuk mengukur tingkat *return* dapat menggunakan *three factor models* yaitu *market*, ukuran perusahaan (*size*), dan *book to market* (B/M). Penelitian ini menghasilkan bahwa pada *three factor models* yang dibedakan berdasarkan *size* dan *book to market* dimana *size* lebih berpengaruh pada perusahaan yang memiliki ukuran yang lebih kecil daripada perusahaan dengan ukuran lebih besar, sedangkan pada *book to market* memiliki pengaruh pada perusahaan dengan nilai *book to market* yang lebih tinggi. Kemudian, Carhart (1997) mengembangkan teori ini dan menambahkan satu indikator yang mempengaruhi *return* saham yaitu momentum. Teori ini dikenal dengan *Momentum Four Factor Models* dimana menggunakan *market*, *size*, *book to market*, dan *momentum* untuk menjelaskan *return* saham. Keempat faktor ini memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return*.

Salah satu indikator yang mempengaruhi *return* adalah *book to market*, yang menggambarkan proporsi antara *book value* dengan *market value*. Penelitian Fama dan French (1992) tentang *book to market* memiliki hubungan yang positif terhadap *return* saham, sehingga dapat dikatakan jika *book to market* meningkat maka akan berpengaruh pada tinggi *return* saham, begitu juga sebaliknya. Berbeda dengan penelitian Ang (1997) bahwa *book to market* memiliki korelasi negatif terhadap *return* saham, sehingga jika nilai dari *book to market* tinggi maka akan mempengaruhi rendahnya nilai dari *return* saham.

Indeks Kompas100 merupakan 100 saham yang terpilih berdasarkan nilai kapitalisasi pasar, likuiditas perdagangan saham, serta saham yang mempunyai nilai fundamental dengan kinerja yang baik. Pada indeks kompas100 terdapat saham dengan karakteristik *small but liquid* dan *big but illiquid* yang memiliki perilaku saham yang anomali dan mempunyai *outlier multivariate* data. Saham yang likuid akan mendapatkan *capital gain* yang relatif tinggi, sehingga tingginya *volume* perdagangan daripada jumlah saham yang beredar dapat dikatakan saham yang likuid. Jadi, semakin likuid saham akan berpengaruh terhadap total dari frekuensi perdagangan yang tinggi.

Frequent Trading merupakan perdagangan saham dalam jumlah yang besar. Biasanya karakteristik dari *frequent trading* ini adalah perusahaan yang memiliki saham kecil (*small*), *il-liquid*, dan memiliki pergerakan volatilitas saham yang tinggi (Ersan dan Ekinci, 2016). Berkebalikan dengan *frequent trading*, sedangkan *infrequent trading* terjadi ketika perdagangan saham jarang dilakukan pada interval yang berurutan (AlKazhali, 2011). Karakteristik untuk *infrequent trading* sendiri biasanya terjadi pada perusahaan yang memiliki saham besar (*big*), *liquid*, dan memiliki pergerakan volatilitas saham yang rendah (Reilly dan Brown, 2005).

Penelitian terbaru yang dilakukan oleh Solnik Watewai (2016) melakukan penelitian yang berjudul "*Frequent but Small and Infrequent but Large Return Asymmetries in International Equity Market*" dimana sampel yang digunakan memiliki karakteristik *small but liquid* dan *big but illiquid*. Saham dengan karakteristik *small but liquid* merupakan saham dengan nilai kapitalisasi yang kecil tetapi memiliki perdagangan saham dalam jumlah yang besar, sedangkan saham dengan karakteristik *big but illiquid* menggambarkan saham dengan nilai kapitalisasi besar tetapi memiliki perdagangan saham dalam jumlah yang kecil. Besar kecilnya saham mempengaruhi tingkat *return* yang akan diterima. Kemudian peneliti ingin melakukan penelitian dengan sampel tersebut yang dapat diterapkan di Indonesia. Adanya perbedaan perolehan *return* antara *small but liquid* dan *big but illiquid* akan berpengaruh terhadap keputusan investor dalam memilih saham.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Pengaruh *Book to Market* terhadap *Return Saham*

Book to market menggambarkan perbandingan antara *book value* dengan *market value*. Penelitian yang dilakukan oleh Ang (1997) meneliti adanya pengaruh yang negatif pada *book to market* terhadap *return* saham. Tingginya *book to market* menggambarkan rendahnya *return* yang diperoleh investor, serta kebalikannya. Hal ini menyebabkan tingginya *book to market* menggambarkan nilai saham mempunyai harga yang lebih rendah daripada harga nilai intrinsiknya, sehingga perusahaan tersebut dalam kondisi *undervalued*. Kondisi *undervalued* ini menyebabkan nilai perusahaan dianggap rendah oleh investor. Penilaian yang rendah akan mengakibatkan sulitnya mendapatkan keuntungan dari saham yang dibeli sehingga berpengaruh terhadap pinjaman dari para kreditor.

H₁: *Book to market* berpengaruh negatif terhadap *return* saham

Pengaruh *Size* terhadap *Return Saham*

Size merupakan ukuran perusahaan untuk menentukan kemampuan likuiditas suatu saham. Semakin besar *size* atau yang dapat diprosikan sebagai *market capitalization* maka *return* yang diterima juga semakin besar. Besarnya *market capitalization* menunjukkan kinerja sebuah perusahaan baik dan menarik minat investor untuk berinvestasi. Seperti Berk (1997) melakukan penelitian dimana *firm size* yang besar akan memiliki *return* yang lebih besar. Sebaliknya, *firm size* yang kecil akan memiliki *return* yang lebih kecil juga. Penelitian terbaru yang dilakukan oleh Lischewskia dan Voronkovab (2010) menunjukkan bahwa *size* memiliki hubungan yang positif terhadap *return* saham.

H₂: *Size* berpengaruh positif terhadap *return* saham

Pengaruh *Systematic Risk* terhadap *Return Saham*

Risiko yang berkaitan dengan perubahan pasar adalah risiko pasar dimana menurut Tandelilin (2001) risiko pasar merupakan perubahan pasar yang secara keseluruhan dapat

mempengaruhi variasi return di dalam suatu investasi. Fluktuasi tersebut dapat ditunjukkan dengan berubahnya indeks pasar saham.

Untuk mengukur tingkat risiko disuatu sekuritas pada pasar sekuritas itu sendiri dapat diukur dengan *beta*. *Beta* dapat digunakan untuk mengukur *systematic risk*. Risiko pasar dihadapi pada suatu instrumen investasi yang disebabkan oleh faktor-faktor pasar seperti faktor ekonomi, politik, dan lainnya.

Seperti penelitian yang dilakukan oleh Mehrara, Falahati, dan Zahiri (2014) yang menunjukkan adanya pengaruh yang positif antara *systematic risk* dan *return* saham serta memiliki hubungan yang signifikan.

H₃: *Systematic risk* berpengaruh positif terhadap *return* saham

Pengaruh Momentum terhadap Return Saham

Investor melakukan strategi untuk mendapatkan momentum yang tepat disaat harga dapat berubah serta investor memperoleh keuntungan saat melakukan aktivitas perdagangan saham. Seperti yang dijelaskan oleh Lewellen (2002) yang menjelaskan bahwa jika momentum tinggi maka *return* saham yang diperoleh juga tinggi.

Jagadesh dan Titman (1993) melakukan penelitian dan menjelaskan adanya asosiasi antara momentum dengan kinerja saham masa lalu.

Kemudian Amihud (2002) melakukan penelitian dengan menggunakan model R100 untuk menjelaskan momentum. Hasilnya R100 memiliki hubungan yang positif dan signifikan terhadap *return*.

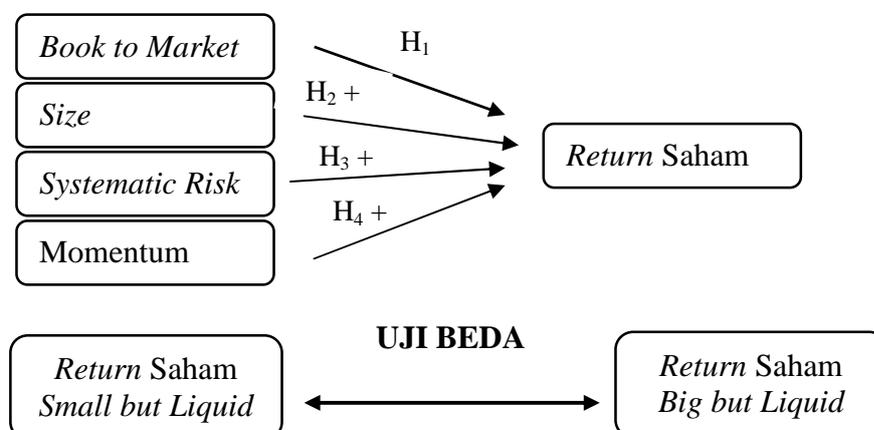
H₄: Momentum berpengaruh positif terhadap *return* saham.

Perbedaan *Return Small but Liquid* dan *Big but Illiquid* terhadap *Return Saham*

Small Stock merupakan saham yang memiliki nilai kapitalisasi kecil dengan harga perlembarannya yang relatif rendah. Sedangkan, *large stock* merupakan saham yang memiliki nilai kapitalisasi yang besar.

Adanya hubungan antara *small but liquid* dan *big but illiquid* dimana menurut Solnik Watewai (2016) *small but liquid* merupakan saham dengan karakteristik nilai kapitalisasi pasar yang rendah yang memiliki jumlah perdagangan saham yang besar, sedangkan *big but illiquid* menggambarkan saham dengan nilai kapitalisasi pasar yang besar yang memiliki jumlah perdagangan saham yang kecil.

Berdasarkan penelitian yang sudah dikemukakan pada latar belakang dan tinjauan pustaka, berikut kerangka pemikiran pada variabel terkait:



Sumber: Ang (1997), Berk (1997), Mehrara, Falahati, dan Zahiri (2014), Lewellen (2002), dan Watewai (2016).

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

Variabel penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah *book to market*, *size*, *systematic risk*, dan momentum adalah variabel independen. Sedangkan *return* saham merupakan variabel dependen.

Return Saham

Return adalah keuntungan yang diperoleh investor dari hasil transaksi di suatu sekuritas. Menurut Jogiyanto (2003) *return* saham secara matematis dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{Return Saham} = \frac{P_t - (P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

Keterangan:

R = *return* saham

P_t = harga saham pada akhir periode *t*

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

Book to Market

Book to market menggambarkan proporsi antara *book value* dengan *market value*. *Book Value* dapat diartikan sebagai aset bersih (*net asset*) atau jumlah saham yang beredar sedangkan, *market value* diartikan sebagai harga saham dikalikan dengan jumlah saham biasa yang beredar. Secara sistematis *book to market* dapat dituliskan sebagai berikut:

$$\text{Book to Market} = \frac{\text{Book Value}}{\text{Market Value}}$$

Size

Size merupakan ukuran perusahaan untuk menentukan kemampuan likuiditas suatu saham. Fama dan French (1995) mengklasifikasikan saham menjadi 2 dimensi yaitu *size* dan *valuation*. Dimensi *size* yang diukur oleh nilai pasar dari saham dan dimensi *valuation* diukur oleh harga dari fundamental saham seperti *earning* dan *dividen*. *Size* dapat diukur dengan melihat *market capitalization* sehingga dapat diketahui saham tersebut termasuk kedalam kategori likuid dan mudah untuk melakukan jual beli. Secara sistematis *size* dapat dituliskan sebagai berikut:

$$\text{Size} = \text{Market Capitalization}$$

Systematic Risk

Risiko yang berkaitan dengan perubahan pasar adalah risiko pasar dimana menurut Tandelilin (2001) *market risk* merupakan perubahan pasar secara menyeluruh sehingga mempengaruhi variasi return pada investasi. Fluktuasi tersebut dapat ditunjukkan dengan berubahnya indeks pasar saham.

Risiko portofolio pasar biasanya terdiri dari *systematic risk*, dimana risiko ini sulit dihilangkan dengan diversifikasi. *Systematic risk* menggambarkan faktor ekonomi makro sehingga mempengaruhi hampir ke seluruh sekuritas. Kemudian menurut Fama dan French (1993) cara untuk mengukur tingkat risiko disuatu sekuritas pada pasar sekuritas dapat diukur dengan *beta*. Secara sistematis *systematic risk* dituliskan sebagai berikut:

$$\text{Systematic Risk} = \text{Beta } (\beta)$$

Bodie et al (2006) merumuskan *systematic risk* yang didasarkan pada CAPM adalah sebagai berikut:

$$\beta_i = \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)}$$

Keterangan:

- i = Beta saham
Cov = Covarian
 R_i = Return saham
 R_m = Return pasar
Var = Varians

Momentum

Investor melakukan strategi untuk mendapatkan momentum yang tepat disaat harga dapat berubah serta investor memperoleh keuntungan saat melakukan aktivitas perdagangan saham. Seperti yang dijelaskan oleh Lewellen (2002) yang menjelaskan bahwa jika momentum tinggi maka *return* saham yang diperoleh juga tinggi.

Penelitian yang dilakukan oleh Amihud (2002) yang menggunakan metode pengukuran rata-rata saham harian selama 100 hari pertama selama satu periode pada saham New York Exchange (NYSE). Sampel saham pada penelitian ini merupakan saham dengan *return* dan *volume* perdagangan selama lebih dari 200 hari. Hasilnya R100 menunjukkan hubungan positif dan signifikan terhadap *return* saham.

$$Momentum = R - 100$$

Small but Liquid

Menurut Solnik Watewai (2016) saham yang memiliki karakteristik *small but liquid* merupakan saham dengan nilai kapitalisasi yang kecil dan memiliki *volume* perdagangan yang besar.

Big but Illiquid

Saham yang memiliki karakteristik *big but illiquid* menurut Solnik Watewai (2016) merupakan saham dengan nilai kapitalisasi yang besar dan memiliki *volume* perdagangan yang kecil.

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah indeks Kompas100 yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) yang. Teknik penentuan sampel ini dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*. Dalam penelitian ini sampel yang digunakan adalah data kuantitatif. Data sekunder berasal dari berbagai sumber yaitu diperoleh dari Bursa Efek Indonesia.

Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Sumber data yang digunakan berasal dari database Bursa Efek Indonesia, *Bloomberg*, dan www.yahoofinance.com tahun 2011-2015

Metode Analisis

Penelitian ini menggunakan metode analisis regresi berganda. Penggunaan metode ini menurut Ghazali (2006) digunakan sebagai ukuran kuatnya hubungan yang terjadi pada dua variabel atau lebih, serta dapat digunakan sebagai penentu hubungan variabel dependen dan variabel independen. Berikut model yang digunakan pada penelitian ini:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + e$$

Keterangan :

- Y = Return saham
- = Konstanta
- = Parameter koefisien variabel independen
- X₁ = *Book to market*
- X₂ = *Size*
- X₃ = *Systematic risk*
- X₄ = Momentum
- e = Error

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Deskriptif Sampel Penelitian

Saham dengan karakteristik *small but liquid* dan *big but illiquid* yang ada di Indonesia berjumlah 100 perusahaan. Dengan teknik *purposive sampling* maka diperoleh sampel dalam penelitian ini sebanyak 50 saham dengan karakteristi *small but iquid* dan *big but illiquid*

Statistik deskriptif dari data yang diambil dalam penelitian ini adalah sebanyak data pengamatan dari tahun 2011-2015 untuk masing-masing variabel pada saham dengan karakteristik *small but liquid* dan *big but illiquid* terdapat pada Tabel 1 dan Tabel 2 berikut:

Tabel 1
Hasil Analisis Statistik Deskriptif
Small but Liquid

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Book to Market	50	-,0126	3,3567	1,0806	,6991
Systematic Risk	50	,55	1,73	1,0510	,26824
Momentum	50	-,6056	,9870	,0909	,3132
Return Saham	50	-51,9230	150,9677	19,1731	54,7073
Liquidity	50	10064747323	49106783762	25692087141	10103558011
SIZEM	50	1864,71	9215,62	5545,3872	1926,5014
Valid N (listwise)	50				

Sumber : Data hasil olahan sekunder, 2017

Tabel 2
Hasil Analisis Deskriptif
Big but Illiquid

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Book to Market	50	,0042	,9618	,2967	,1838
Systematic Risk	50	,47	1,44	1,0332	,2331
Momentum	50	-,3703	2,0375	,1690	,3844
Return Saham	50	-60,2197	128,0000	12,9881	32,8504
Liquidity	50	766584000,0	5931520000,00	3586352089,6	1530972112,86
SIZEM	50	22877,62	327916,79	59685,8709	50222,2257
Valid N (listwise)	50				

Sumber : Data hasil olahan sekunder, 2017

Deskripsi Variabel

Tabel 1 menunjukkan bahwa pada saham dengan karakteristik *small but liquid* dengan variabel *book to market* mempunyai *mean* sebesar 1.0806, *size* sebesar 5545.3872, *systematic risk* sebesar 1.0510, dan momentum sebesar 0.0909.

Sedangkan Tabel 2 menunjukkan bahwa pada saham dengan karakteristik *big but illiquid* dengan variabel *book to market* mempunyai *mean* sebesar 0.2967, *size* sebesar 59685.8709, *systematic risk* sebesar 1.0332, dan momentum sebesar 0.1690.

Pembahasan Hasil Penelitian

Untuk mengetahui kelayakan model regresi maka dilakukan uji asumsi klasik yang terdiri dari uji normalitas, uji multikolonieritas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi. Pada saham dengan karakteristik *small but liquid*, berdasarkan uji normalitas dengan metode *Kolmogorov-Smirnov* sebesar 0.766 dan *Asymp. Sig. (2-tailed)* sebesar 0.600 yang lebih dari 0.05. Hasil uji multikolonieritas menunjukkan nilai *tolerance* tidak terdapat variabel independen yang memiliki nilai kurang dari 0.10, dan pada nilai VIF tidak terdapat variabel independen yang memiliki nilai lebih dari 10. Hasil analisis regresi diperoleh nilai *Durbin-Watson* sebesar 2.317. Besarnya nilai dU (batas luar) yaitu 1,537 dan dL (batas dalam) sebesar 1,205. Sehingga diperoleh nilai D-W adalah 2,317 berada diantara dU yaitu 1,537 dan 4 – dU yaitu 4 – 1,537 = 2,463. Hasil uji asumsi klasik pada saham dengan karakteristik *small but liquid* di atas dapat disimpulkan bahwa model regresi layak digunakan.

Sedangkan pada saham dengan karakteristik *big but illiquid*, berdasarkan uji normalitas dengan metode *Kolmogorov-Smirnov* sebesar 0.766 dan *Asymp. Sig. (2-tailed)* sebesar 0.600 yang lebih dari 0.05. Hasil uji multikolonieritas menunjukkan nilai *tolerance* tidak terdapat variabel independen yang memiliki nilai kurang dari 0.10, dan pada nilai VIF tidak terdapat variabel independen yang memiliki nilai lebih dari 10. Hasil analisis regresi diperoleh nilai *Durbin-Watson* sebesar 2.317. Besarnya nilai dU (batas luar) yaitu 1,537 dan dL (batas dalam) sebesar 1,205. Sehingga diperoleh nilai D-W adalah 2,317 berada diantara dU yaitu 1,537 dan 4 – dU yaitu 4 – 1,537 = 2,463. Hasil uji asumsi klasik pada saham dengan karakteristik *small but liquid* di atas dapat disimpulkan bahwa model regresi layak digunakan.

Tabel 3
Hasil Hipotesis
Small but Liquid

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	31,187	34,329		,908	,368
1 Book to Market	-22,521	9,213	-,288	-2,444	,018
Systematic Risk	10,969	24,074	,054	,456	,651
Momentum	99,523	20,562	,570	4,840	,000
SIZEM	-,001	,003	-,052	-,446	,657

Sumber : Data hasil olahan sekunder, 2017

Pengaruh *Book to Market* terhadap *Return Saham*

Dalam penelitian ini ditemukan bahwa *book to market* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* pada saham dengan kriteria *small but liquid* di Indonesia pada tahun 2011-2015. Sedangkan memiliki hubungan yang negatif, yang berarti semakin tinggi *book to market* maka semakin rendah *return* saham yang diperoleh.

Seperti penelitian yang dilakukan oleh Ang (1997) yang menemukan bahwa *book to market* mempunyai pengaruh negatif terhadap *return*, sehingga tingginya *book to market* menggambarkan rendahnya *return* yang diperoleh investor, serta kebalikannya. Hal ini menyebabkan tingginya *book to market* menggambarkan nilai saham mempunyai harga yang lebih rendah daripada harga nilai intrinsiknya, sehingga perusahaan tersebut dalam kondisi *undervalued*.

Pengaruh *Size* terhadap *Return Saham*

Dalam penelitian ini ditemukan bahwa *size* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* pada saham dengan kriteria *small but liquid* di Indonesia pada tahun 2011-2015. Sedangkan memiliki hubungan yang negatif, yang berarti semakin rendah *size* maka semakin tinggi *return* yang didapat.

Penelitian ini memiliki hasil yang sama dengan penelitian yang dilakukan oleh Berk (2007) yang menemukan bahwa *firm size* mempunyai hubungan yang negatif terhadap *return* saham.

Pengaruh *Systematic Risk* terhadap *Return Saham*

Pada penelitian ini ditemukan adanya pengaruh yang tidak signifikan antara *systematic risk* terhadap *return* saham pada kategori *small but liquid* di Indonesia tahun 2011-2015. Tetapi memiliki hubungan yang positif antara *systematic risk* terhadap *return* saham, yang berarti semakin besar *systematic risk* yang diukur dengan beta suatu perusahaan maka semakin besar juga *return* saham yang diterima.

Seperti Mehrara, Falahati dan Zahiri (2014) melakukan penelitian dan membuktikan adanya pengaruh yang positif antara *systematic risk* dan *return* saham serta memiliki hubungan yang signifikan.

Pengaruh *Momentum* terhadap *Return Saham*

Dalam penelitian ini ditemukan adanya pengaruh yang signifikan antara momentum terhadap *return* saham pada kategori *small but liquid* di Indonesia tahun 2011-2015. Sedangkan memiliki hubungan yang positif, antara pengaruh momentum terhadap *return* saham yang menandakan momentum yang positif akan menghasilkan *return* yang positif juga.

Seperti yang dijelaskan oleh Lewellen (2002) yang menjelaskan bahwa jika momentum tinggi maka *return* saham yang diperoleh juga tinggi.

Tabel 4
Hasil Hipotesis
Big but Illiquid

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	64,686	20,302		3,186	,003
1 Book to Market	-35,040	23,502	-,196	-1,491	,143
Systematic Risk	-46,938	18,259	-,333	-2,571	,014
Momentum	23,263	11,509	,272	2,021	,049
SIZEM	-,05468	,000	,084	,634	,529

Sumber: Data hasil olahan sekunder, 2017

Pengaruh *Book to Market* terhadap *Return Saham*

Ditemukan *book to market* memiliki pengaruh yang tidak signifikan terhadap *return* saham pada objek penelitian dengan kategori *big but illiquid* pada tahun 2011-2015. Sedangkan *book to market* memiliki hubungan yang negatif, yang berarti tingginya *book to market* mempengaruhi *return* saham perusahaan yang rendah.

Penelitian yang dilakukan oleh Ang (1997) yang menemukan bahwa *book to market* mempunyai korelasi negatif terhadap *return*. Tingginya *book to market* menggambarkan rendahnya *return* yang diperoleh investor, serta kebalikannya. Hal ini menyebabkan tingginya *book to market* menggambarkan nilai saham mempunyai harga yang lebih rendah daripada harga nilai intrinsiknya, sehingga perusahaan tersebut dalam kondisi *undervalued*.

Pengaruh *Size* terhadap *Return Saham*

Ditemukan *size* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham pada kategori *big but illiquid* di Indonesia tahun 2011-2015. Sedangkan *size* memiliki hubungan yang positif, yang berarti semakin besar *size* suatu perusahaan maka *return* yang diperoleh semakin besar.

Penelitian ini memiliki hasil yang sama dengan penelitian yang dilakukan oleh Lischewskia dan Voronkovab (2010) yang menemukan bahwa *size* memiliki hubungan yang positif terhadap *return* saham. Hasil pengujian yang menunjukkan bahwa *size* tidak signifikan terhadap *return* saham maka menandakan investor tidak menjadikan ukuran perusahaan sebagai patokan untuk mengestimasi *return* yang akan diterima.

Pengaruh *Systematic Risk* terhadap *Return Saham*

Ditemukan adanya pengaruh yang signifikan antara *systematic risk* terhadap *return* saham pada kategori *big but illiquid* di Indonesia tahun 2011-2015. Tetapi memiliki hubungan yang negatif antara *systematic risk* terhadap *return* saham, yang berarti semakin besar *systematic risk* yang diukur dengan beta suatu perusahaan maka semakin rendah *return* saham yang didapatkan.

Seperti penelitian yang dilakukan Mehrara, Falahati dan Zahiri (2014) yang membuktikan adanya pengaruh yang positif antara *systematic risk* dan *return* saham serta memiliki hubungan yang signifikan.

Pengaruh *Momentum* terhadap *Return Saham*

Ditemukan adanya pengaruh yang signifikan antara momentum terhadap *return* saham pada kategori *big but illiquid* di Indonesia tahun 2011-2015. Sedangkan memiliki

hubungan yang positif, antara pengaruh momentum terhadap *return* saham yang menandakan momentum yang positif akan menghasilkan *return* yang positif juga.

Seperti yang dijelaskan oleh Lewellen (2002) yang menjelaskan bahwa jika momentum tinggi maka *return* saham yang diperoleh juga tinggi.

Uji Beda

Tabel 5

Hasil Uji Paired Sample T-Test (2012 – 2015)

	Paired Differences	T	Df	Sig. (2-tailed)
	95% Confidence Interval of the Difference			
	Upper			
Pair 1 @1B - @1S	43,6910	2,790	39	,008

Sumber: Data hasil olahan sekunder, 2017

Berdasarkan hasil pengolahan data pada Tabel 5 menggambarkan hasil nilai signifikansi 0,008. Nilai signifikansi yang lebih kecil dari 0,05 membuktikan bahwa model dalam penelitian ini memiliki perbedaan yang signifikan. Nilai T hitung lebih besar dibandingkan T tabelnya yang sebesar 2,0226 yaitu 2,790 yang berarti terdapat adanya perbedaan yang signifikan antara *return* saham pada kategori *small but liquid* dan *big but illiquid*.

Tabel 6

**Hasil Uji Paired Sample T-Test Descriptive (2013 – 2015)
Paired Samples Test**

	Paired Differences	T	Df	Sig. (2-tailed)
	95% Confidence Interval of the Difference			
	Upper			
Pair 1 @2B - @2S	34,4048	-,615	29	,544

Sumber: Data hasil olahan sekunder, 2017

Berdasarkan hasil pengolahan data pada Tabel 6 menggambarkan hasil nilai signifikansi 0,544. Nilai signifikansi yang lebih besar dari 0,05 membuktikan bahwa model dalam penelitian ini tidak memiliki perbedaan yang signifikan. Nilai T hitung menunjukkan hasil yang lebih kecil dibandingkan T tabelnya yang sebesar 2,04523 yaitu -0,615 yang berarti tidak terdapat adanya perbedaan yang signifikan antara *return* saham pada kategori *small but liquid* dan *big but illiquid*.

Tabel 7
Hasil Uji Paired Sample T-Test (2014 – 2015)
Paired Samples Test

	Paired Differences	T	Df	Sig. (2-tailed)	
					95% Confidence Interval of the Difference
					Upper
Pair 1	@3B - @3S	35,9175	-,496	19	,626

Sumber: Data hasil olahan sekunder, 2017

Berdasarkan hasil pengolahan data pada Tabel 7 menggambarkan hasil nilai signifikansi 0,626. Nilai signifikansi yang lebih besar dari 0,05 membuktikan bahwa model dalam penelitian ini tidak memiliki pengaruh yang signifikan. Nilai T hitung menunjukkan hasil yang lebih kecil dibandingkan T tabelnya yang sebesar 2,09302 yaitu -0,496 yang berarti tidak terdapat adanya perbedaan pengaruh yang signifikan antara *return* saham pada kategori *small but liquid* dan *big but illiquid*.

Berdasarkan hasil uji *paired sample t-test* maka dapat diketahui adanya perbedaan *return* pada kategori *small but liquid* dan kategori *big but illiquid*. Dari hasil penelitian uji beda pada *return* evaluasi pada tahun pertama setelah pembentukan menunjukkan nilai signifikan sebesar 0,008 yang berarti memiliki hubungan yang signifikan. Namun pada tahun 2013-2014 memiliki nilai signifikansi sebesar 0,544 yang berarti tidak memiliki hubungan yang signifikan, begitu juga evaluasi pada tahun kedua dan ketika setelah pembentukan memiliki nilai signifikansi sebesar 0,626.

KESIMPULAN

Penelitian ini memiliki tujuan untuk mengetahui pengaruh *book to market*, *size*, *systematic risk*, dan momentum terhadap *Return Saham* yang dilakukan pengujian pada *return* saham dengan karakteristik *small but liquid* dan *big but illiquid* serta untuk mengetahui perbedaan *return* saham *small but liquid* dan *big but illiquid* pada perusahaan yang terdaftar pada Kompas100 tahun 2011-2015. Sampel penelitian dalam ini sebanyak 100 perusahaan yang terdiri dari dua bagian yaitu 50 perusahaan kategori *small but liquid* dan 50 perusahaan kategori *big but illiquid*, dimana pada tiap tahunnya terdiri dari perusahaan yang berbeda-beda. Sehingga dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

Small but Liquid

Variabel *book to market* mempunyai mempunyai t hitung sebesar -2,444 dan nilai koefisien beta sebesar -22,521 serta nilai signifikansi sebesar 0,18 menunjukkan bahwa variabel *book to market* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *return* saham. Sehingga hipotesis pertama diterima.

Variabel *size* mempunyai mempunyai t hitung sebesar -0,446 dan nilai koefisien beta sebesar -0,001 serta nilai signifikansi sebesar 0,657 menunjukkan bahwa variabel *size* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *return* saham. Sehingga hipotesis kedua ditolak.

Variabel *systematic risk* mempunyai mempunyai t hitung sebesar 0,456 dan nilai koefisien beta sebesar 10,969 serta nilai signifikansi sebesar 0,651 menunjukkan bahwa variabel *systematic risk* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap *return* saham. Sehingga hipotesis ketiga ditolak.

Variabel momentum mempunyai mempunyai t hitung sebesar 4,840 dan nilai koefisien beta sebesar 99,523 serta nilai signifikansi sebesar 0,000 menunjukkan bahwa

variabel momentum memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham. Sehingga hipotesis keempat diterima.

Big but Illiquid

Variabel *book to market* mempunyai mempunyai t hitung sebesar -1,491 dan nilai koefisien beta sebesar -35,040 serta nilai signifikansi sebesar 0,143 menunjukkan bahwa variabel *book to market* memiliki pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *return* saham. Sehingga hipotesis pertama ditolak.

Variabel *size* mempunyai mempunyai t hitung sebesar 0,634 dan nilai koefisien beta sebesar -0,05468 serta nilai signifikansi sebesar 0,529 memiliki pengaruh positif serta tidak signifikan terhadap *return* saham. Sehingga hipotesis kedua ditolak.

Variabel *systematic risk* mempunyai mempunyai t hitung sebesar -2,571 dan nilai koefisien beta sebesar -46,938 serta nilai signifikansi sebesar 0,014 menunjukkan bahwa pada variabel *systematic risk* memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap *return* saham. Sehingga hipotesis ketiga ditolak.

Variabel momentum mempunyai mempunyai t hitung sebesar 2,021 dan nilai koefisien beta 23,263 sebesar serta nilai signifikansi sebesar 0,049 menandakan bahwa variabel momentum memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap *return* saham. Sehingga hipotesis keempat diterima.

Perbedaan Return Small but Liquid dan Big but Illiquid

Adanya Perbedaan Return Saham *Small but Liquid* dan *Big but Illiquid* yang dilihat pada *return* saham evaluasi pada tahun pertama setelah pembentukan yang memiliki hubungan yang signifikan, namun berbeda evaluasi pada tahun kedua dan ketiga setelah pembentukan yang memiliki perbedaan yang tidak signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa strategi pemilihan saham lebih baik dilakukan pada jangka panjang pada kategori *big but illiquid* karena memiliki tingkat *return* yang stabil.

Nilai rata-rata *return* evaluasi pada tahun pertama setelah pembentukan menunjukkan bahwa dalam kategori *big but illiquid* memiliki nilai *mean* yang lebih besar daripada kategori *small but liquid*. Sementara itu pada evaluasi pada tahun kedua dan ketiga setelah pembentukan nilai rata-rata *return* pada kategori *small but liquid* lebih besar daripada kategori *big but liquid*. Sehingga nilai *mean* dari *return* saham yang didapatkan bahwa evaluasi pada tahun pertama setelah pembentukan memiliki nilai *mean* yang tinggi dan dibuktikan dengan adanya perbedaan yang signifikan.

Pemilihan investasi jangka pendek dengan menggunakan metode rata-rata *return* dapat dijadikan sebagai salah satu strategi investor untuk melakukan pilihan investasi di masa depan, dengan memiliki pertimbangan pada *return* saham. Hal ini sesuai dengan Ang (1997) yang menyatakan bahwa saham yang memiliki kapitalisasi besar umumnya adalah perusahaan besar yang menjadi *leader* (pemimpin) dibidang industri, serta dijadikan sebagai target para investor untuk melakukan investasi jangka panjang karena memiliki potensi pertumbuhan perusahaan yang baik serta risiko yang relatif rendah.

Sedangkan untuk saham yang memiliki nilai kapitalisasi kecil evaluasi pada tahun kedua dan ketiga setelah pembentukan menurut Ang (1997) cenderung memiliki *return* yang tinggi tetapi masih memiliki sifat yang labil dan sebagian besar saham merupakan saham-saham yang tidur dimana saham tersebut jarang ditransaksikan untuk waktu yang cukup lama.

Pada kategori *small but liquid* dan *big but illiquid* terdapat saham yang terdaftar pada Kompas100 dimana kategori saham tersebut sangat terbatas jumlahnya dimana tiap tahunnya hanya terdapat 10 perusahaan yang dapat termasuk ke dalam kategori tersebut. Penelitian hanya dapat dilakukan dari tahun 2011 hingga 2015 yang memiliki jumlah sampel sebesar 50 perusahaan. Jumlah sampel yang terbatas mengakibatkan nilai *adjusted R square*-nya sangat kecil yaitu sebesar 36,4% pada kategori *small but liquid* dan sebesar

23,6% pada kategori *big but illiquid*. Nilai dari *adjusted R square* yang sangat kecil menandakan ada lebih banyak variabel lain yang dapat menjelaskan *return* saham.

Masih rendahnya nilai dari *adjusted R square* pada penelitian ini menunjukkan perlunya sikap hati-hati jika ingin melakukan penelitian ulang pada penelitian ini. Maka jika ingin meneliti ulang sebaiknya dapat menggunakan variabel lain yang dapat mempengaruhi *return* saham dan tidak hanya menggunakan sampel pada Kompas100 serta pada kategori *small but liquid* dan *big but illiquid*.

Para investor dalam melakukan pemilihan saham dapat menggunakan strategi jangka panjang, dimana disarankan untuk memilih saham dengan kriteria *big but illiquid* daripada *small but liquid* yang dapat dilihat dari *return* saham karena memiliki potensi pertumbuhan perusahaan yang baik serta memiliki risiko yang relatif rendah, dan juga dapat menggunakan strategi momentum dengan melihat saat harga saham mengalami tren naik untuk melakukan kegiatan investasi.

REFERENSI

- Alkazhali, Osamah. 2011. "Does Infrequent Trading Make a Difference on Stock Market Efficiency?," dalam *Studies in Economics and Finance*. No.2/ Vol.28. hlm. 96-110
- Amihud, Yakov. 2002. "Illiquidity and Stock Returns: Cross-Section and Time Series Effects," dalam *The Journal of Financial Market*. Vol. 5. hlm. 31-56
- Ang, Robbert. 1997. *The Intelligent Guide to Indonesia Capital Market*. Jakarta: Mediasoft Indonesia.
- Berk, Jonathan. 1997 "Does Size Really Matter?," dalam *Financial Analyst Journal*. September. hlm 12-18
- Bodie, Zvi, Alex Kane, dan Alan J. Marcus. 2006. *Investments*. Jakarta: Salemba Empat.
- Canhart, Mark M. 1997. "On Persistence in Mutual Fund Performance," dalam *The Journal of Finance*. No. 1/Vol 52. Maret. hlm. 1229-1256.
- Ersan dan Ekinici. 2016. "Algorithmic and High-Frequency Trading in Borsa Istanbul," dalam *Borsa Istanbul Review*. Vol.16-4. hlm. 233-248
- Fama, E. F. and French, K. R. 1992. "The Cross-Section of Expected Stock Returns," dalam *The Journal of Finance*. No.2/Vol.47. Juni. hlm. 427-466
- Fama, E. F. and French, K. R. 1993. "Common Risk Factors in Returns of Stock and Bonds," dalam *The Journal of Finance*. No.2/Vol.33. Juli. Hlm. 3-56
- Fama, E. F. and French, K. R. 1995 "Size and Book to Market Factors in Earning and Returns," dalam *The Journal of Finance*. No.1/Vol.50. Maret. hlm. 131-155.
- Fama, E. F. and French, K. R. 1996. "The CAPM is Wanted, Dead or Alive," dalam *The Journal of Finance*. No.5/Vol.51. Desember. hlm. 1947- 1958
- Ghozali, Imam. 2006. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro
- Jegadeh, Narasimhan and Sheridan Titman. 1993. "Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implication for Stock Market Efficiency," dalam *The Journal of Finance*. No.1/Vol.48. Maret. hlm. 65-91
- Jogiyanto. 2000. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta
- Jogiyanto. 2003. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta
- Jonathan Lewellen. 2002. "Momentum and Autocorrelation in Stock Returns," dalam *The Review of Financial Studies Special*. No.2/Vol.15. hlm. 553-563
- Lischewski and Voronkovab. 2010. *Size, Value, and Liquidity: Do They Really Matter on an Emerging Stock Market?*. Germany: Europe Economic Research
- Mehrara, Falahati, and Zahiri. 2014. "The Relationship between Systematic Risk and Stock Returns in Tehran Stock exchange using the Capital Asset Pricing Model (CAPM)," dalam *International Letter of Social and Humanistic Sciences*. Vol.21. hlm. 26-35



- Reilly Frank K, Brown, Keith C. 2005. *Investment Analysis and Portofolio Management, Eighth Edition*. Florida: The Dryden Press.
- Solnik, Bruno and Watewai. 2016. “*International Correlation Asymetries: Frequent but Small and Infrequent but Large Equity Return,*” dalam *Puey Ungphakorn Institute For Economic Research*. No. 31. June
- Tandelilin, Eduardus. 2001. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta