

M & B MANAJEMEN & BISNIS BERKALA ILMIAH

Terakreditasi dengan SK Dikti No.: 51/Dikti/Kep/2010

**Judianto Hasan
Hartoyo
Ujang Sumarwan
Budi Suharjo**

**Astrie Arichristyna
Andy Susilo Lukito Budi**

Dudi Anandya

**Asnan Furinto
Yaya Heryadi
Tri Asih Budiono**

**Sugeng Mulyono
Jamal Abdul Nasir**

**Richard Irawan
Werner R. Murhadi**

**Sumani
Panca Wiputra
Christine Winstinindah S.**

**Alvian Tanugraha
Jony Oktavian Haryanto**

R. Adisetiawan

**Rachmat Sudarsono
Suad Husnan
Eduardus Tandelilin
Erni Ekawati**

Factors Affecting Desire to Buy Environmental Friendly Products

The Role of Satisfaction as Mediating Factors between Perceived Service Quality and Loyalty

The Role of Exchange in Customer Loyalty of Social Network Sites

Market Share and Customer Equity Measurement Using Markov Chain

Memetakan Budaya Organisasi atas Dasar Gaya Kepemimpinan dan Pengaruhnya terhadap Kinerja Dosen

***Three Factor Model* dan Kepemilikan Asing terhadap Tingkat Return**

Harga Batubara dan Indeks Harga Saham Gabungan terhadap Return Saham Perusahaan Pertambangan

Nilai Kesehatan dan *Word of Mouth* terhadap Sikap, Perilaku, dan Intensi Pembelian Konsumen

Kausalitas BI Rate, Inflasi, dan Indeks Harga Saham

Time Varying Beta (Dual Beta): Conditional Market Timing CAPM

**TIM PENYUNTING
MANAJEMEN & BISNIS
BERKALA ILMIAH**

Ketua Penyunting
Putu Anom Mahadwartha

Penyunting Pelaksana
Dudi Anandya

Sekretaris Tim Penyunting
Siti Rahayu

Anggota Tim Penyunting
Werner Ria Murhadi
Eko Nugroho
Deddy Marciano
Sugeng Harijadi
Sujoko Efferin
Suyanto

Alamat Tim Penyunting
Gedung EC., lantai I, Jurusan Manajemen
Fakultas Bisnis dan Ekonomika, Universitas Surabaya
Jl. Raya Kali Rungkut, Surabaya 60293
Phone. +62 31 298-1139; 298-1199
Fax. +62 31298-1131; 298-1129
Email: jurnalmabis@ubaya.ac.id
manajemen_bisnis@yahoo.com

DAFTAR ISI

Judianto Hasan Hartoyo Ujang Sumarwan Budi Suharjo	Factors Affecting Desire to Buy Environmental Friendly Products	156-165
Astrie Arichristyna Andy Susilo Lukito Budi	The Role of Satisfaction as Mediating Factor between Perceived Service Quality and Loyalty	166-177
Dudi Anandya	The Role of Exchange in Customer Loyalty of Social Network Sites	178-185
Asnan Furinto Yaya Heryadi Tri Asih Budiono	Market Share and Customer Equity Measurement Using Markov Chain	186-193
Sugeng Mulyono Jamal Abdul Nasir	Memetakan Budaya Organisasi atas Dasar Gaya Kepemimpinan dan Pengaruhnya terhadap Kinerja Dosen	194-212
Richard Irawan Werner R. Murhadi	<i>Three Factor Model</i> dan Kepemilikan Asing terhadap Tingkat Return	213-226
Sumani Panca Wiputra Christine Winstinindah S.	Harga Batubara dan Indeks Harga Saham Gabungan terhadap Return Saham Perusahaan Pertambangan	227-240
Alvian Tanugraha Jony Oktavian Haryanto	Nilai Kesehatan dan <i>Word of Mouth</i> terhadap Sikap, Perilaku, dan Intensi Pembelian Konsumen	241-255
R. Adisetiawan	Kausalitas <i>BI Rate</i> , Inflasi, dan Indeks Harga Saham	256-268
Rachmat Sudarsono Suad Husnan Eduardus Tandelilin Erni Ekawati	Time Varying Beta (Dual Beta): Conditional Market Timing CAPM	269-290

Ucapan Terima Kasih

Tim Penyunting MABIS menyampaikan terima kasih sebesar-besarnya kepada para Mitra Bebestari. Bantuan para Mitra Bebestari sangat bermanfaat dalam menjaga dan mendorong peningkatan kualitas artikel ilmiah pada setiap penerbitan MABIS. Mitra Bebestari yang membantu MABIS dalam proses *review* sebanyak 44 orang. Mitra Bebestari MABIS berasal dari institusi pendidikan dan bisnis di Indonesia, Hongkong, Inggris, dan Amerika Serikat, bergelar Doktor dan Guru besar. Proses *review* yang cukup selektif membuat tingkat penerimaan MABIS saat terbitan ini dibuat mencapai angka perbandingan 1:3. Hal ini dilaksanakan demi menjaga kualitas berkala ilmiah ini.

Ucapan terima kasih khususnya disampaikan kepada Mitra Bebestari yang membantu proses seleksi artikel untuk terbitan kali ini. Para Mitra Bebestari yang membantu proses *review* edisi ini adalah:

1. Andi Ilham Said (PPM Jakarta)
2. Hermeindito Karo (Universitas Katolik Widya Mandala)
3. Heru Kurnianto (Universitas Muhammadiyah Yogyakarta)
4. Iyus Wiadi (Universitas Paramadina)
5. Noermijati (Universitas Brawijaya)
6. Dudi Anandya (Universitas Surabaya)
7. Pantri Heriyati (Universitas Bina Nusantara)
8. Tri Gunarsih (Universitas Teknologi Yogyakarta)
9. Wahyu Soedarmono (University of Limoges, France)
10. Werner Ria Murhadi (Universitas Surabaya)
11. I.B. Made Wiyasha (Sekolah Tinggi Perhotelan Nusa Dua Bali)
12. Putu Anom Mahadwartha (Universitas Surabaya)
13. Asnan Furinto (Universitas Bina Nusantara)
14. Deddy Marciano (Universitas Surabaya)
15. Jony Oktavian Haryanto (Universitas Kristen Satya Wacana)
16. Iin Mayasari (Universitas Paramadina)
17. Gunawan (Universitas Surabaya)

THREE FACTOR MODEL DAN KEPEMILIKAN ASING TERHADAP TINGKAT RETURN

Richard Irawan

PT Surya Prima Sakti, email: yap_richard@yahoo.com

Werner R. Murhadi

Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Surabaya, email: wernermurhadi@gmail.com

Abstract

Indonesian government issued various regulations and policies of market liberalization and provide the widest opportunities both local and foreign investors to trade. Stock market liberalization should improve market efficiency is similar to the stock markets of developed countries. Intensive research conducted by Fama and French succeeded in explaining the performance of stocks in developed countries with three factors model approach. This study tried to model the stock markets of Indonesia and the added factor of foreign ownership is considered by some to dominate price movements. This study used a sample of 269 firms from 2008 to 2011 period. The study uses panel data regression. The results showed the market factor, size and book-to-market has a positive effect on returns while foreign ownership factors do not affect significantly.

Keywords: investor asing, *return* saham

Abstrak

Kebijakan pemerintah Indonesia mengeluarkan berbagai peraturan dan kebijakan liberalisasi pasar dan memberi peluang seluas-luasnya kepada investor baik lokal maupun asing untuk bertransaksi. Liberalisasi pasar saham seharusnya meningkatkan efisiensi pasar serupa dengan pasar saham negara-negara maju. Penelitian intensif yang dilakukan oleh Fama dan French berhasil menjelaskan kinerja saham di negara-negara maju dengan pendekatan *three factors* modelnya. Penelitian ini mencoba model tersebut dalam pasar saham Indonesia dan menambahkan faktor kepemilikan asing yang dianggap oleh beberapa kalangan mendominasi pergerakan harga. Penelitian ini menggunakan sampel 269 perusahaan periode 2008-2011. Penelitian menggunakan regresi data panel. Hasil penelitian menunjukkan faktor *market*, *size* dan *book-to-market* berpengaruh positif pada *returns* sedangkan faktor kepemilikan asing tidak berpengaruh secara signifikan.

Kata kunci: investor asing, *return* saham

JEL Classification: G12, G32, G34

1. Latar Belakang

Pasar modal Indonesia merupakan salah satu negara tujuan investasi bagi investor negara-negara maju (*developed markets*) yang dikenal sebagai *emerging market*. Seperti umumnya *emerging market*, pasar saham Indonesia memberikan *risk premium* yang lebih tinggi (Salomons dan Grootveld, 2003) sehingga memberikan *expected returns* yang lebih tinggi jika dibanding dengan *developed market*. Fama dan French dengan *Three Factors model*-nya menemukan bahwa faktor *market*, *size* dan *book to market* berpengaruh terhadap *returns* saham. Sampai saat ini penelitian masih berlanjut diberbagai negara yang melibatkan kalangan lebih luas dan terbuka.

Fama dan French (1992) tidak menemukan bukti langsung hubungan antara beta dengan *return* rata-rata yang berarti investor tidak menerima imbalan *return* atas resiko pasar yang

THREE FACTOR MODEL DAN KEPEMILIKAN ASING TERHADAP TINGKAT RETURN

Richard Irawan

PT Surya Prima Sakti, email: yap_richard@yahoo.com

Werner R. Murhadi

Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Surabaya, email: wernermurhadi@gmail.com

Abstract

Indonesian government issued various regulations and policies of market liberalization and provide the widest opportunities both local and foreign investors to trade. Stock market liberalization should improve market efficiency is similar to the stock markets of developed countries. Intensive research conducted by Fama and French succeeded in explaining the performance of stocks in developed countries with three factors model approach. This study tried to model the stock markets of Indonesia and the added factor of foreign ownership is considered by some to dominate price movements. This study used a sample of 269 firms from 2008 to 2011 period. The study uses panel data regression. The results showed the market factor, size and book-to-market has a positive effect on returns while foreign ownership factors do not affect significantly.

Keywords: investor asing, *return* saham

Abstrak

Kebijakan pemerintah Indonesia mengeluarkan berbagai peraturan dan kebijakan liberalisasi pasar dan memberi peluang seluas-luasnya kepada investor baik lokal maupun asing untuk bertransaksi. Liberalisasi pasar saham seharusnya meningkatkan efisiensi pasar serupa dengan pasar saham negara-negara maju. Penelitian intensif yang dilakukan oleh Fama dan French berhasil menjelaskan kinerja saham di negara-negara maju dengan pendekatan *three factors* modelnya. Penelitian ini mencoba model tersebut dalam pasar saham Indonesia dan menambahkan faktor kepemilikan asing yang dianggap oleh beberapa kalangan mendominasi pergerakan harga. Penelitian ini menggunakan sampel 269 perusahaan periode 2008-2011. Penelitian menggunakan regresi data panel. Hasil penelitian menunjukkan faktor *market*, *size* dan *book-to-market* berpengaruh positif pada *returns* sedangkan faktor kepemilikan asing tidak berpengaruh secara signifikan.

Kata kunci: investor asing, *return* saham

JEL Classification: G12, G32, G34

1. Latar Belakang

Pasar modal Indonesia merupakan salah satu negara tujuan investasi bagi investor negara-negara maju (*developed markets*) yang dikenal sebagai *emerging market*. Seperti umumnya *emerging market*, pasar saham Indonesia memberikan *risk premium* yang lebih tinggi (Salomons dan Grootveld, 2003) sehingga memberikan *expected returns* yang lebih tinggi jika dibanding dengan *developed market*. Fama dan French dengan *Three Factors model*-nya menemukan bahwa faktor *market*, *size* dan *book to market* berpengaruh terhadap *returns* saham. Sampai saat ini penelitian masih berlanjut diberbagai negara yang melibatkan kalangan lebih luas dan terbuka.

Fama dan French (1992) tidak menemukan bukti langsung hubungan antara beta dengan *return* rata-rata yang berarti investor tidak menerima imbalan *return* atas resiko pasar yang

diambil tetapi sebaliknya *size* dan rasio *book value to market value* berasosiasi kuat terhadap *return*. Fama dan French menduga bahwa *size* dan *book-to-market* (BM) mungkin merupakan proksi atas faktor resiko yang mempengaruhi *return*. *Size* memiliki korelasi negatif dimana semakin kecil kapitalisasi perusahaan memberikan tingkat *return* yang semakin tinggi sedangkan *book-to-market* berasosiasi positif yang berarti *book-to-market* yang tinggi menunjukkan saham yang mengalami *undervalue* dan memiliki peluang memberikan *return* lebih tinggi dimasa akan datang. Menyempurnakan model *Capital Assets Pricing Model* (CAPM), Fama dan French memasukkan kedua faktor tersebut dan melahirkan *Fama Three Factors Model*.

Sejalan dengan peningkatan kinerja pasar saham Indonesia yang beranjak dari 2.745,83 pada penutupan akhir tahun 2007 mencapai 3.821,99 pada akhir tahun 2011. Dari data penelitian terselektotal kapitalisasi kepemilikan asing menguasai lebih dari 60% dari kapitalisasi *free float value*, meningkat dari 539 triliun rupiah menjadi 707 triliun rupiah pada periode yang sama.

Penelitian sebelumnya dengan menggunakan data antara tahun 2002 sampai dengan 2007 menunjukkan bahwa investor institusi asing (FO) memegang hampir 70% dari *free-float value* atas pasar saham Indonesia atau 41% dari total kapitalisasi pasar saham Indonesia, Rhee dan Wang (2008). Tim Bapenas (2008) menyimpulkan respon pergerakan indeks harga saham terhadap *shock* aliran modal asing menunjukkan respon yang positif, sebagaimana diharapkan bahwa aliran modal asing dan pergerakan indeks harga saham mempunyai aliran yang positif, dimana besarnya aliran modal asing (*capital inflow*) yang masuk ke Indonesia dapat memberikan peningkatan pada index harga saham gabungan.

Penelitian oleh Wuryandani (2010) menunjukkan bahwa faktor *index* saham regional Asean dan Hongkong serta nilai tukar rupiah mempengaruhi IHSG secara signifikan. Menggunakan angka kapitalisasi seluruh populasi, peningkatan dana asing meningkat dari 81 triliun rupiah di tahun 2002 mencapai 563 triliun di tahun 2007, ditambah lagi penguasaan asing mencapai hampir 70% dari *free float value*, Rhee dan Wang(2008). Selama kurun waktu tersebut ditemukan investor asing mengungguli investor domestik dalam hal proses penyesuaian harga. Mengamati dominasi kepemilikan asing pada pasar saham Indonesia dan ditambah dengan *tools* yang dimiliki diduga kuat menjadi faktor penentu kenaikan harga.

Penelitian ini mengadopsi model Fama-French, dengan menambahkan satu faktor yaitu kepemilikan asing. Penelitian ini difokuskan pada penyajian bukti empiris pengaruh keempat faktor penentu tingkat *return* antara lain *market*, *size*, *book-to-market*, yang merupakan tiga faktor utama yang telah terbukti pengaruhnya secara empiris di banyak negara serta faktor spesifik kepemilikan asing yang merupakan signifikansi penelitian dibanding dengan penelitian sebelumnya tentang pasar saham di Indonesia.

2. Telaah Pustaka dan Pengembangan Hipotesis

2.1. Capital Assets Pricing Model (CAPM)

Sharpe (1964), Lintner (1965) dan Black (1972) dalam CAPM menyatakan bahwa investor hanya mendapat kompensasi atas resiko *market* yang ditanggungnya. Dimana resiko *market* diukur dengan *beta*, besaran angka *beta* menunjukkan berapa besar perubahan *return* suatu saham terhadap *market*. Dengan *beta* 2, suatu saham akan mengalami kenaikan 2% apabila *market* mengalami kenaikan 1% dengan asumsi variable lainnya tidak berubah. Model CAPM dinyatakan dengan rumus:

$$E(r_i) = r_f + \beta_i (E(r_m) - r_f)$$

Dimana:

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}(r_i, r_m)}{\text{Var}(r_m)} = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2}$$

β_i merupakan *market risk* dari saham i , β_i menunjukkan tingkat perubahan pada saham i jika terjadi perubahan pada market. $(E(r_m) - r_f)$ merupakan *expected market risk premium*, suatu kompensasi atas resiko *market* yang di tanggung oleh pemegang saham. Angka tersebut merupakan pengurangan *market return* dengan *risk free rate*.

Model ini digambarkan dengan garis linear *Capital Market Line* yang berasumsi adanya hubungan linear antara tingkat resiko dan tingkat *return*. Asumsi dasar model ini adalah investor menginginkan tingkat *return* setinggi-tingginya tetapi tidak menyukai resiko. Tingkat *return* maksimum dapat dicapai dengan berinvestasi pada kombinasi aset bebas resiko seperti Surat Utang Negara (SUN) dan titik optimal portofolio.

Resiko atas sebuah saham dihitung berdasarkan varians atau standard deviasi dari *return*-nya. Terdapat dua kategori resiko antara lain *market-wide risk* dan *firm-specific risk*. *Market risk* berdampak luas pada seluruh saham seperti tingkat bunga, tingkat pengangguran dan sebagainya, sedang *firm-specific risk* merupakan resiko-resiko yang berhubungan dengan perusahaan yang bersangkutan seperti pemogokan, masalah hukum dan lain-lain.

Investor hanya menerima kompensasi *return* atas *market-risk* karena kategori resiko ini berdampak pada seluruh perusahaan dalam perekonomian, investor tidak bisa menghindari dampaknya. Berbeda dengan *specific-risk*, investor dapat melakukan diversifikasi portofolio untuk mengurangi dampaknya dengan melakukan kombinasi saham-saham yang memiliki kovariat negatif misalnya.

2.2. Arbitrage Pricing Theory (APT)

Arbitrage Pricing Theory merupakan sebuah alternatif yang dapat digunakan untuk menghitung *expected returns* atas investasi. Seperti namanya, teori ini beranggapan bahwa *returns* bisa diprediksi berdasarkan hubungan antar resiko aset yang bersangkutan dan beberapa resikomakro ekonomi. (Investopedia). Hubungan antara *returns* portofolio dan *return* dari suatu aset dan faktor makro ekonomi memiliki hubungan linear.

APT sering dipandang sebagai alternatif di samping *capital asset pricing model*, karena lebih memiliki asumsi lebih fleksibel. Jika CAPM membutuhkan asumsi *expected market returns*, maka APT menggunakan dua kelompok faktor yaitu faktor makro ekonomi dan faktor internal perusahaan/aset. Faktor-faktor fundamental aset seperti tingkat pengeluaran konsumen dan *risk premium* atas sejumlah faktor makro ekonomi seperti tingkat bunga dan pertumbuhan ekonomi. Dalam prakteknya penerapan teori ini tidak memberikan indikasi faktor-faktor yang berpengaruh sehingga harus tentukan secara empirikal. Model teori ini dinyatakan dalam fungsi berikut;

$$r = r_f + \beta_1 f_1 + \beta_2 f_2 + \beta_3 f_3 + \dots$$

Dimana:

R = *Expected Return*

r_f = *Risk Free Rate / Tingkat bunga bebas resiko*

f = *Faktor-faktor yang berpengaruh*

β = *Derajat hubungan antara faktor terhadap returns*

2.3. Fama Three Factors Model

Fama dan French (1992) tidak menemukan bukti hubungan antara beta dengan *return* rata-rata yang berarti investor tidak menerima imbalan *return* atas resiko pasar yang diambil tetapi sebaliknya *size* dan *ratio book value to market value* berasosiasi kuat terhadap *return*. Fama dan French menduga bahwa *size* dan *book-to-market* mungkin merupakan proksi atas faktor resiko yang tidak atau belum diobservasi dan mempengaruhi *return*. *Size* berasosiasi negatif terhadap *return* sehingga saham-saham berkapitalisasi besar memiliki tingkat *return* yang lebih kecil dibanding dengan saham-saham berkapitalisasi kecil. Sedangkan *book-to-market* berasosiasi

positif yang berarti *book-to-market* yang tinggi menunjukkan saham yang mengalami *undervalue* dan sehingga memiliki peluang memberikan *return* lebih tinggi.

Fama dan French (1993) berpendapat bahwa faktor *size* dan *book to market* merupakan faktor dominan dalam memprediksi *return*. Dengan hasil penelitiannya dikembangkan *three factor model* yang menggabungkan ketiga faktor tersebut. Model yang dikembangkan dinyatakan dalam persamaan berikut:

$$r_{i,t} - r_{f,t} = \alpha_i + \beta_i (r_{m,t} - r_{f,t}) + S_i r_{smb,t} + h_i r_{hml,t} + \varepsilon_i$$

Dimana $r_{i,t} - r_{f,t}$ adalah *access return* saham yang merupakan selisih *return* rata-rata saham setelah dikurangi *risk free rate*. $(E(r_m) - r_f)$ merupakan *expected market premium*, suatu kompensasi atas resiko *market* yang di tanggung oleh pemegang saham. Angka tersebut merupakan pengurangan *market return* dengan *risk free rate*. SMB adalah singkatan dari *small minus big*. SMB merupakan faktor *access return* diperoleh dengan menghitung *return* rata-rata dari perusahaan kecil dikurangi *return* rata-rata perusahaan besar. HML adalah singkatan dari *high minus low*. Faktor ini diperoleh dengan mengkalkulasi *return* rata-rata dari portofolio saham *high book to market* dikurangi dengan *return* rata-rata dari portofolio saham dengan *low book to market*.

2.4. Kepemilikan Institusi

Ekonom *mainstream* menyatakan bahwa arus dana asing membawa manfaat terhadap sektor riil ekonomi melalui tiga cara. Pertama arus modal asing melalui portofolio investasi dapat menyediakan *non-debt creating investment* bagi negara sedang berkembang yang mengalami kelangkaan modal. Dengan adanya arus modal asing dapat menambah tabungan domestik untuk meningkatkan investasi. Disamping menyediakan mata uang asing kepada negara sedang berkembang, arus modal asing juga mengurangi tekanan *gap* kurs mata uang bagi negara-negara tersebut yang selanjutnya membuat aktifitas impor lebih mudah. Kedua, bahwa kenaikan arus modal asing akan meningkatkan alokasi modal menjadi lebih efisien bagi suatu negara. Arus modal seperti penanaman modal langsung dapat merangsang negara-negara lain yang kelebihan modal untuk mengalirkan dananya kepada negara yang kekurangan modal dimana *returns* yang ditawarkan negara tersebut lebih menarik, Bapepam (2008).

Aliran dana asing akan mengurangi *cost of capital* negara-negara sedang berkembang, meningkatkan investasi dan output. Sebaliknya padangan ekonomi lain berpendapat investasi portofolio tidak memberikan manfaat atau tidak ada hubungannya dengan aktifitas ekonomi riil atau tidak dapat menaikkan output, atau mempengaruhi variabel lain yang berkaitan dengan kesejahteraan masyarakat. Yang ketiga adalah arus modal asing membawa dampak pada ekonomi melalui berbagai cara seperti melalui pasar saham. Menurut pandangan *mainstream* ini, salah satu manfaat arus modal asing adalah mendorong kenaikan harga saham atau efek.

Arus modal asing membawa dampak pada *price earning ratio* perusahaan. *Price earning ratio* yang tinggi membuat ongkos pembiayaan menjadi lebih rendah yang selanjutnya akan meningkatkan nilai investasi perusahaan. Biaya modal yang rendah dan pasar saham yang sedang *booming* juga dapat mendorong perusahaan untuk melakukan emisi saham. Harga premium emisi baru menjadi pendorong perusahaan lain untuk melakukan emisi saham. Tetapi hal ini masih perlu diteliti lebih mendalam karena investasi saham tidak selalu mendorong kenaikan investasi pada sektor swasta, karena pembelian saham oleh masyarakat tidak seluruhnya melalui pasar perdana tetapi juga dilakukan melalui pasar sekunder. Pembelian melalui pasar sekunder hanya berdampak pada kenaikan harga saham dan tidak terjadi aliran modal masuk ke perusahaan. Kenaikan harga saham yang merupakan aset keuangan masyarakat juga akan mendorong kenaikan konsumsi. Tetapi hal ini sangat tergantung dari jenis arus modal asing tersebut. Arus modal asing juga dapat mendorong stimulasi perkembangan pasar saham domestik suatu negara, Bapepam LK (2008).

Perkembangan pasar saham domestik tersebut terjadi melalui kompetisi diantara pemodal institusi. Kompetisi ini menciptakan teknologi keuangan yang canggih dan memerlukan investasi dalam bidang teknologi informasi dan aktifitas jasa keuangan. Kompetisi ini membawa efisiensi alokasi *capital* dan *risk sharing*. Peningkatan efisiensi tersebut terjadi karena adanya internasionalisasi yang membuat pasar menjadi lebih likuid, selanjutnya *cost of foreign capital* semakin murah karena portofolio asing dapat didiversifikasi di antara negara-negara.

Pasar saham yang sudah maju menerima dampak arus modal asing dari sisi *demand*. Di pasar saham tersebut akan tersedia sekumpulan aset dengan berbagai risiko, *return* dan likuiditas. Hal ini meningkatkan pilihan aset dan mendorong pasar saham lebih *vibrant* karena menyediakan likuiditas yang tinggi bagi penabung atau pemodal dan selanjutnya meningkatkan tabungan. Kompetisi dari peranan instusi keuangan asing juga membuka jalan untuk mengembangkan pasar derivatif. Terakhir menurut pandangan mainsteram bahwa kerangka pemikiran tersebut diatas akan meningkatkan tabungan dalam bentuk *equity* dan selanjutnya meningkatkan tabungan domestik dan juga meningkatkan *capital formation*, Bapepam LK (2008).

Liberalisasi pasar saham merupakan keputusan pemerintah suatu negara yang mengijinkan pihak asing untuk melakukan pembelian saham di pasar saham dalam negeri. Liberalisasi bertujuan menekan biaya modal melalui *risk sharing* antara investor lokal dan investor asing. Dengan bertambahnya jumlah dana yang bertransaksi di pasar saham diharapkan tercipta kelancaran transaksi dan mendorong likuiditas.

Resiko berinvestasi di pasar global, terutama di negara berkembang mencakup resiko volatilitas, resiko likuiditas, resiko politik, resiko nilai tukar. Pasar saham negara berkembang kurang likuid di banding dengan negara berkembang, banyak faktor yang menentukan likuiditas antara lain jumlah investor. Berbeda dengan situasi sebelum masa krisis tahun 1998 dimana alasan likuiditas merupakan kendala masuknya investor asing karena sebagian besar negara berkembang membatasi kepemilikan saham oleh pihak asing, Indonesia melalui liberalisasi pasar saham telah membuka peluang seluas-luasnya bagi kepemilikan asing.

Dalam kurun waktu 2008 hingga 2011 data menunjukkan kepemilikan institusi asing menguasai 65% dari total *free float* saham. Domestik dan asing memiliki karakteristik yang berbeda dalam hal toleransi resiko dan pembatasan portofolio, dan mungkin reaksi berbeda terhadap informasi yang sama, Wang (2007). Terbukti dengan ditemukannya hubungan negatif antara tingkat volatilitas dengan transaksi sesama asing dan sesama investor domestik. Hal ini menunjukkan bahwa mereka memiliki modal dan informasi yg relative sama dan arah transaksi yang searah. Korelasi positif ditemukan terjadi *foreign sell* pada hari yang sama walaupun hanya 15% dari total value.

Investor asing yang bertransaksi melalui institusi-institusi besar seperti Hedge Fund dan Investment Bank memiliki tools lebih baik dalam menganalisa sehingga setiap transaksi yang dilakukan baik beli maupun jual diyakini memiliki alasan kuat dan rasional. Sebaliknya investor lokal memiliki kelebihan 'kedekatan' dengan para emiten dan dipersepsikan memiliki informasi privat yang juga mendorong keyakinan untuk melakukan *adverse trasactions*. Perbedaan ini menyebabkan terjadinya transaksi dengan volatilitas harga lebih besar.

2.6. Hipotesis

Menurut *Capital Assets Pricing Model* tingkat return berkaitan dengan faktor *market* yang dinyatakan dalam nilai beta. Faktor market memberikan pengaruh terhadap tingkat *return*, semakin tinggi resiko akan memberikan tingkat return yang lebih tinggi, tetapi faktor resiko pada level perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap tingkat return karena dapat di eliminasi dengan diversifikasi. Resiko *market* berkorelasi positif dengan tingkat return suatu saham, semakin tinggi tingkat resiko *market* suatu investasi akan memberi tingkat *return* yang tinggi pula. Resiko *market* diukur dengan beta, besaran angka beta menunjukkan besaran perubahan

return suatu saham terhadap market. Pada saat yang sama investor asing lebih memilih saham dengan beta rendah yang menunjukkan *risk averse*, Chandra (2010). Berdasarkan pemikiran tersebut maka dikembangkan hipotesis:

H₁: diduga terdapat pengaruh positif antara *market premium* (MP) terhadap *excess returns* (ER).

Kedua, faktor size memiliki berkorelasi negatif terhadap tingkat return, Fama dan French (1992) menunjukkan di antara portofolio berdasarkan ukuran kapitalisasi, tingkat return dari emiten berkapitalisasi kecil lebih tinggi disbanding dengan emiten berkapitalisasi besar. *Size* mungkin merupakan proksi dari tingkat resiko, dimana perusahaan berkapitalisasi kecil memiliki tingkat resiko yang lebih tinggi. Sebaliknya penelitian yang dilakukan oleh Rhee dan Wang (2008) dengan menggunakan data kepemilikan asing dari tahun 2002 hingga 2007 atas saham di Indonesia menunjukkan preferensi investor asing yang tinggi pada saham dengan kapitalisasi besar. Berdasarkan pemikiran tersebut maka dikembangkan hipotesis:

H₂: Diduga terdapat pengaruh negatif antara *small-minus-big* (SMB) terhadap *excess returns* (ER).

Faktor ketiga dari Fama and French *Three Factors Model* adalah *book to market value*. Besaran *book to market value* merupakan rasio *Book Equity* (BE) dan *Market Equity* (ME). BE merupakan nilai buku aset berwujud setelah dikurangi hutang sedangkan ME merupakan perkalian jumlah saham dengan harga pasar pada periode yang sama. Semakin besar rasio BE/ME menunjukkan bahwa saham tersebut mengalami undervalue dan berpeluang untuk member kompensasi return lebih tinggi di masa akan datang. Di sisi lain investor asing lebih memilih saham dengan book-to-market yang rendah, Chandra (2010). Berdasarkan pemikiran tersebut maka dikembangkan hipotesis:

H₃: Diduga terdapat pengaruh positif antara *high-minus-low* (HML) terhadap *excess returns* (ER).

Penelitian oleh Wuryandani (2010) menunjukkan bahwa faktor index saham regional Asean dan Hongkong serta nilai tukar rupiah mempengaruhi IHSG secara signifikan. Menggunakan angka kapitalisasi seluruh populasi, peningkatan dana asing meningkat dari 81 triliun rupiah di tahun 2002 mencapai 563 triliun di tahun 2007, ditambah lagi penguasaan asing mencapai hampir 70% dari *free float value*, Rhee dan Wang (2008). Selama kurun waktu tersebut ditemukan investor asing mengungguli investor domestik dalam hal proses penyesuaian harga. Mengamati dominasi kepemilikan asing pada pasar saham Indonesia dan ditambah dengan *tools* yang dimiliki diduga kuat menjadi faktor penentu kenaikan harga. Berdasarkan pemikiran tersebut maka dikembangkan hipotesis:

H₄: Diduga terdapat pengaruh positif antara *foreign ownership* (FO) terhadap *excess returns* (ER).

3. Metode Penelitian

Metodologi penelitian ini menggunakan metode seperti pada penelitian yang pernah dilakukan oleh Fama dan French (1993) dalam melakukan analisis tentang faktor yang mempengaruhi *returns*. Model yang digunakan adalah dengan membentuk portfolio dan dilakukan regresi data panel. Pada penelitian ini ditambahkan variabel baru yaitu variabel kepemilikan asing yang dinyatakan dalam persentase terhadap total kapitalisasi saham.

3.1. Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah datasekunder yang diperoleh dari berbagai sumber antara lain Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI), *Indonesia Stock Exchange* (IDX), Bank Indonesia dan *Yahoo Finance* yang dipublikasi melalui *website* masing-masing. Data meliputi data bulanan kepemilikan asing, harga penutupan dan jumlah saham beredarperiodebulan Januari 2008 sampai dengan bulan Desember 2011, nilai *book equity* (BE) bulan Desember periode t-1 yaitu dari tahun 2007 hingga tahun 2010, dan indeks saham gabungan pada penutupan akhir tahun 2007 serta data bulanan suku bunga Bank Indonesia.

Jumlah emiten tercatat pada akhir tahun 2011 adalah sebanyak 475 perusahaan. Penelitian ini tidak mengikutsertakan emiten sektor keuangan karena sektor tersebut memiliki kriteria berbeda yang disebabkan oleh tingkat *leverage* yang tinggi, menurut Fama dan French (1992) perusahaan dengan *leverage* tinggi menandakan perusahaan dalam kondisi *distress*. Sedangkan emiten yang tidak memiliki laporan secara lengkap dikarenakan IPO setelah bulan Januari 2008 ataupun *delisting* sebelum habisnya masa penelitian juga dieliminasi sehingga total emiten berjumlah 297 perusahaan. Selanjutnya pembentukan portofolio dengan menggunakan rasio *book to market* mensyaratkan eliminasi perusahaan yang memiliki rasio negatif sehingga jumlah emiten menyisakan 269 perusahaan. Eliminasi jumlah emiten dilakukan dengan syarat suatu saham harus memiliki informasi harga penutupan bulanan lengkap selama tahun 2008 hingga 2011, harga penutupan akhir periode t-1, data tahunan *book equity* tahun t-1 serta data data bulanan persentase kepemilikan saham oleh investor asing.

3.2. Variabel Penelitian

Variabel dependen dalam regresi *time-series* menggunakan *excess returns* (ER) yang merupakan selisih antara *value-weighted return* bulanan dari *risk free rate* pada bulan yang sama. Angka *value-weighted returns* diperoleh dari perkalian logaritma natural *returns* dengan *price-portfolio weighted* yang dibentuk berdasarkan *size* dan *book-to-market*. Logaritma *natural returns* merupakan harga penutupan periode t dibagi dengan periode sebelumnya t-1 sedangkan *risk free rate* merupakan tingkat suku bunga Bank Indonesia pada periode yang sama dibagi 12 untuk menghasilkan *rate* per bulan.

Variabel independen yang digunakan dalam regresi linier mencakup *returns premium* seluruh saham yang dinyatakan dalam indeks IHSG dan portofolio mencerminkan *returns* atas perusahaan berdasarkan *size* dan *book-to-market*. Variabel independen pertama adalah *market premium* (MP) merupakan logaritma natural dari indeks penutupan harga saham gabungan periode t dibagi indeks penutupan harga saham periode t-1.

Variabel kedua adalah *small minus big* (SMB), Fama (1992) menyatakan *size* berhubungan dengan tingkat profitabilitas. Dengan mengontrol pengaruh *book-to-market equity*, perusahaan kecil cenderung menghasilkan pendapatan yang lebih kecil dibanding perusahaan besar bahkan perusahaan kecil memiliki resiko lebih tinggi sehingga dapat disimpulkan bahwa faktor resiko tersebut berasosiasi langsung terhadap faktor *common risk* yang berarti memiliki ekspektasi *return* yang lebih tinggi pula.

Portofolio berdasarkan *size* menggunakan angka kapitalisasi (harga saham dikali jumlah saham beredar) pada setiap akhir bulan Juni periode t. Penentuan batas kapitalisasi dilakukan dengan menggunakan rata-rata seluruh saham, emiten yang memiliki kapitalisasi di atas angka rata-rata tergolong *Big* (B) dan emiten yang memiliki kapitalisasi dibawah rata-rata tergolong *Small* (S). Penentuan ukuran kapitalisasi tidak menggunakan median karena terjadi perbedaan yang terlalu jauh antara total kapitalisasi kecil terhadap total kapitalisasi besar. Dengan menggunakan rata-rata, proporsi total kapitalisasi kecil berkisar 15% sedang perusahaan besar mencakup 85% dari total. SMB merupakan selisih *returns* rata-rata perusahaan *small* dikurangi *returns* rata-rata perusahaan *big* dengan asumsi bahwa *returns* portofolio perusahaan *small* lebih besar dibanding *returns* perusahaan *big*. Proporsi mengacu pada persamaan 3.1 di bawah.

Faktor ketiga, *high minus low* (HML). Fama (1992) mendokumentasikan rasio *book-to-market* berhubungan dengan fundamental ekonomi dimana perusahaan yang memiliki BE/ME tinggi (harga saham rendah relatif dibanding dengan nilai bukunya) memiliki *earning* yang lebih rendah dan sebaliknya perusahaan dengan BE/ME rendah (harga pasar saham lebih tinggi relatif dibandingkan nilai bukunya) memiliki *earning* lebih tinggi. Dari sini dapat disimpulkan *High book to market* berhubungan langsung terhadap profitabilitas yang rendah, profitabilitas rendah mengandung resiko tinggi yang berarti ekspektasi *return* yang tinggi pula.

Pembentukan portofolio HML dilakukan dengan cara mengurutkan data berdasarkan rasio BE/ME pada kelompok perusahaan kecil dan besar secara terpisah. Rasio BE/ME diperoleh dari nilai buku equitas persaham (BE) pada akhir tahun periode t-1 dibagi harga saham (ME) pada akhir tahun t-1. Seperti pada pembentukan portofolio oleh Fama dan French (1992) nilai BE/ME dikelompokkan menjadi 3 (tiga) yaitu kelompok *high* (H) merupakan 30% ratio teratas, *medium* (M) merupakan 40% nilai ratio berikutnya dan sisanya 30% terbawah merupakan kelompok *low* (L).

Dari *cross-section size* dan BE/ME dibentuk 6 (enam) portofolio untuk mendapatkan portofolio (SMB) (*small minus big*) dan HML (*high minus low*) yaitu: *small-high* (SH), *small-medium* (SM), *small-low* (SL) dan *big-high* (BH), *big-medium* (BM), dan *big-low* (BL). Contohnya portofolio SH terbentuk dari perusahaan-perusahaan berkapitalisasi kecil dan memiliki rasio BE/ME tinggi. Sedangkan *value-weighted returns* bulanan pada masing-masing portofolio dihitung dari bulan Januari tahun t hingga bulan Desember tahun t. Proporsi SMB dan HML masing-masing diperoleh dengan rumus sebagai berikut:

$$SMB = 1/3 (Small\ High + Small\ Medium + Small\ Low) - 1/3 (Big\ High + Big\ Medium + Big\ Low)$$

$$HML = 1/2 (Small\ High + Big\ High) - 1/2 (Small\ Low + Big\ Low)$$

Faktor keempat, proporsi kepemilikan saham investor asing (FO) adalah persentase atas kapitalisasi saham yang dimiliki investor asing yang dicatat oleh lembaga Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) dalam periode bulanan. Pengelompokan perusahaan juga dilakukan berdasarkan 6 (enam) portofolio *size* dan *book to market*. Setiap kelompok portofolio diberi bobot yang sama sehingga menghasilkan nilai rata-rata kepemilikan berdasarkan portofolio. (Lihat lampiran).

3.3. Model Penelitian

Berdasarkan penjelasan latar belakang dan definisi variabel di atas, dibentuk suatu model penelitian seperti pada Fama (1993) yang ditambahkan dengan faktor kepemilikan asing (FO). Penelitian ini menggunakan regresi data panel dengan sebelumnya menguji terlebih dahulu asumsi normalitas dari residual, multikolinearitas, autokorelasi dan heteroskedastisitas. Dimana semua telah dilakukan uji tersebut, dan telah memenuhi semua asumsi agar model menjadi *best linear unbiased error*. Model penelitian dinyatakan sebagai berikut:

$$r_{i,t} - r_{f,t} = \alpha_i + \beta_1 (r_{m,t} - r_{f,t}) + \beta_2 r_{smb,t} + \beta_3 r_{hml,t} + \beta_4 FO_{i,t} + \varepsilon_t$$

Dimana:

$r_{i,t} - r_{f,t}$ = excess returns

$r_{m,t} - r_{f,t}$ = market risk premium,

$r_{smb,t}$ = returns small minus big

$r_{hml,t}$ = returns high minus low.

$FO_{i,t}$ = Foreign Ownership

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ = Koefisien regresi

α_i = Konstanta

ε_t = Error terms

4. Hasil dan Pembahasan Penelitian

Penelitian melakukan beberapa tahap seleksi terhadap data penelitian seperti terterangkum dalam Tabel 1. Menurut data yang terdapat dalam laporan Lembaga Kastodian Efek KSEI tercatat sebanyak 475 perusahaan pada akhir tahun 2011. Di dalamnya termasuk 95 perusahaan dari sektor *financial* yang tidak diikutsertakan karena memiliki karakteristik berbeda sehubungan dengan tingkat *leverage* yang lebih tinggi dibanding industri lainnya. Eliminasi berikutnya dilakukan terhadap perusahaan yang tidak memiliki laporan keuangan lengkap selama periode penelitian. Diantaranya bisa disebabkan karena tanggal *initial public offering* (IPO) di atas tanggal 1 Januari 2008 dan atau *delisting* sebelum masa berakhirnya periode penelitian. Setelah melakukan pembentukan portofolio menurut *size* dan *book to market*, ditemukan 27 perusahaan yang memiliki rasio *book to market* negatif pada akhir periode tahun t-1 sehingga harus dieliminasi. Jumlah perusahaan yang memenuhi syarat penelitian adalah sebanyak 269 perusahaan atau sebesar 59% dari total populasi seperti yang terangkum dalam Tabel 1.

Tabel 1. Penentuan Jumlah Sampel

No.	Keterangan	Jumlah Emiten
1	Jumlah Emiten tercatat Per 31 Des 2011	475
2	(-) Emiten Sektor <i>Financial</i>	95
3	Jumlah Emiten Non <i>Financial</i>	380
4	(-) Emiten Laporan keuangan tidak lengkap	84
5	Emiten non financial dengan laporan lengkap	296
6	(-) Emiten yang memiliki <i>Book equity Negatif</i>	27
7	Emiten memenuhi syarat penelitian	269

4.1. Statistik Deskriptif

Secara umum pembentukan portofolio berdasarkan *size* dan *book to market* ratio menghasilkan *time series* data bulanan sebanyak 48 bulan. Semua variable merupakan variabel rasio dengan pembobotan berdasarkan keenam portofolio.

Tabel 2. Deskriptif Statistik

	N	Min	Max	Mean	SD	Skewness	Kurtosis
	Stat	Stat	Stat	Stat	Stat.	Stat.	SE
<i>Excess Return</i>	48	-0,2762	0,1717	0,0211	0,0787	-0,969	0,343
<i>Market Premium</i>	48	-0,3851	0,1772	0,0009	0,0886	-1,717	0,343
<i>Small - Big</i>	48	-0,1751	0,3869	0,0168	0,0870	1,424	0,343
<i>High - Low</i>	48	-0,0987	0,1903	0,0234	0,0667	0,470	0,343
<i>Foreign Own</i>	48	0,2835	0,3289	0,3092	0,0123	-0,404	0,343
<i>Valid N (listwise)</i>	48						

Dalam tabel di atas bisa dilihat kisaran *excess returns* bulanan berkisar antara nilai minimum -27,62% dan maksimum 17,17%, *excess returns* bulanan bergerak ke daerah negatif selama masa krisis tahun 2008 dan menyentuh batas terbawahnya bulan Oktober 2010. Memasuki tahun 2009 kinerja saham kembali beranjak naik dan mencapai titik puncaknya pada bulan Mei 2009. Rata-rata *excess returns* perusahaan selama periode 2008 hingga 2011 sebesar 2,11% perbulan dan dengan penyimpangan terhadap rata-rata sebesar 7,87%. Sementara distribusinya terpusat pada rata-rata dengan kecenderungan mengalami *leptokurtosis*. Angka ini merupakan selisih antara rata-rata *value-weighted returns* terhadap *risk free rate* pada periode yang sama.

Seirama dengan *excess returns*, *market premium* menyentuh titik minimum pada bulan Oktober 2010 kembali normal dan menyentuh titik maksimumnya pada bulan April 2009. Sebagai pasar saham yang telah terintegrasi dengan pasar global, Wuryandani (2011), pada periode tahun 2008 indeks saham Indonesia mengalami penurunan yang cukup signifikan sebagai akibat dari krisis keuangan yang melanda Amerika Serikat. Akan tetapi awal tahun 2009 terjadi pemulihan ekspektasi pasar terhadap perbaikan kondisi pasar Indonesia yang tercermin pada pergerakan indeks di area positif. Pada periode-periode selanjutnya kedua variabel ini berjalan hampir seirama kecuali akhir tahun 2011 dimana kembali terjadi tekanan terhadap pasar sebagai imbas krisis keuangan yang terjadi di sebagian negara yang tergabung dalam zona *Euro*.

Market premium terendah menyentuh angka negatif 38,51% pada bulan Oktober 2008 dan kembali ke area positif dengan *excess returns* tertinggi di angka 17,72% pada bulan April 2009. Krisis keuangan negara-negara di Zona Euro pada tahun 2011 juga berdampak penurunan return sebesar 8,49%, lebih kecil dibanding tahun 2008. Secara keseluruhan kinerja pasar saham Indonesia masih menunjukkan angka positif dengan rata-rata 0,9% dan penyimpangan sebesar 8,86% di atas *risk free rate*. Distribusi *returns market premium* terpusat pada rata-ratanya sementara ada kecenderungan mengalami leptokurtosis.

Tabel 3. *Small Returns Versus Big Tahun 2008*

Return	High	Medium	Low	Rata-Rata
<i>Small</i>	-0,7%	-1,5%	-1,7%	-1,3%
<i>Big</i>	-4,6%	-6,5%	-5,8%	-5,6%

Fluktuasi pasar di tahun 2008 dari efek krisis ekonomi Amerika berdampak lebih besar pada perusahaan besar. Pada periode tersebut *returns* portofolio perusahaan besar anjlok rata-rata sebesar 5,6% sedangkan perusahaan kecil juga mengalami penurunan dengan persentase yang lebih kecil (Tabel 3). Sehingga berdampak pada *Excess return* perusahaan kecil pada periode ini jauh melampaui *return* perusahaan besar.

Tabel 4. *Small Returns Versus Big Tahun 2009*

Return	High	Medium	Low	Rata-Rata
<i>Small</i>	7,8%	6,2%	7,3%	7,1%
<i>Big</i>	10,7%	8,5%	5,0%	8,1%

Sejalan dengan pemulihan ekspektasi pasar terhadap fundamental ekonomi, pada tahun 2009 investor masuk kembali pada saham-saham besar, atau sering disebut dengan “*blue chips*” sehingga pada periode ini *returns* portofolio perusahaan besar melampaui perusahaan kecil dengan rata-rata *returns* 8,1%, sementara perusahaan kecil sedikit lebih rendah pada level 7,1% (Tabel 4). Pada periode ini *returns* SMB mencatat angka negatif.

Pada periode tahun-tahun berikutnya *returns* perusahaan kecil berada di atas perusahaan besar sehingga angka SMB mencatat angka positif sejalan dengan asumsi bahwa *returns* perusahaan kecil cenderung lebih tinggi.

Fluktuasi *returns* SMB dan HML lebih bervariasi, SMB berfluktuasi dari negatif 17,51% hingga 38,69% dengan rata-rata 1,68% dengan simpangan sebesar 8,70%. *Excess returns* terbesar dari SMB justru terjadi pada bulan Oktober 2008, ada kemungkinan hal ini disebabkan karena investor melepas saham *blue chip* sehingga *returns* perusahaan besar anjlok. Demikian juga pada awal tahun 2009 kinerja saham berkapitalisasi kecil justru berada pada area negatif dalam kurun waktu yang cukup lama disebabkan kembalinya investor pada saham berkapitalisasi besar. Rata-rata SMB memberi kontribusi *returns* yang cukup tinggi sebesar 1,68% perbulan dengan simpangan deviasi yang cukup tinggi pula sebesar 8,70%. Dengan *range* minimum-maksimum 56% dan simpangan deviasi sebesar 8,70% ini membuktikan saham-saham

dari portofolio perusahaan kecil sangat berfluktuasi. Distribusi SMB terpusat pada nilai rata-ratanya sementara ada kecenderungan mengalami *leptokurtosis*.

HML berfluktuasi pada rentang yang lebih sempit dari negatif 9,87% hingga 19,03% dengan rata-rata 2,34%. Hal ini membuktikan fluktuasi returns berdasarkan *book to market* lebih kecil. Portofolio HML merupakan *excess return* dari saham-saham *value* (nilai *book value* relatif tinggi dibanding harga pasar saham) dan saham *growth* (nilai buku relatif rendah dibanding dengan harga pasar saham). *Excess return* saham *value* memberikan pengembalian yang jauh lebih besar dibandingkan dengan *growth* sejalan dengan Fama (1992) bahwa HML memegang peranan yang lebih kuat dari faktor *size*.

Kecenderungan perusahaan *value* pada profitabilitas yang rendah merupakan proksi portofolio ini terhadap *common risk factor*, Fama (1993). Dengan tingkat resiko yang tinggi, bermakna pada tingginya tingkat *expected returns*. Di sisi lain besarnya tingginya rasio *book-to-market* bisa disebabkan karena pada posisi tertentu pasar telah salah menilai potensi perusahaan yang mungkin disebabkan lemahnya informasi sehingga saham tersebut mengalami *undervalue* dan berpotensi bertumbuh dimasa akan datang. Peningkatan returns portofolio ini akan terasa pada saat terjadi penyesuaian harga pasar.

Persentase kepemilikan asing (FO) yang dipilah menurut *portofolio-weighted* berdasarkan *size* dan *book to market* tidak berfluktuasi selama periode penelitian. Kepemilikan terendah terjadi pada bulan Oktober 2008 dengan 28,35% dari kapitalisasi dan tertinggi tercapai pada bulan Oktober 2010 di angka 32,89%. Rata-rata kepemilikan 30,92% dengan standar deviasi sebesar 1,23%.

4.2. Pembahasan

Berdasarkan perumusan hipotesis pada Tabel 5 dilakukan regresi berganda dengan tingkat signifikansi 5%. Hasil pengujian sebagai berikut:

Tabel 5. Hasil Pengujian Regresi Pengujian t

Variabel	B	t
Constant	-0,097	-0,927
Market Premium	0,849	12,484*
Small – Big	0,128	2,021*
High – Low	0,247	4,315*
Foreign Own	0,353	1,043
R-Squared	0,912	
F	111,863*	

* Signifikan pada $\alpha=5\%$

Tabel 5, memperlihatkan hasil pengujian hipotesis pengaruh faktor-faktor independen secara individu. Hasil uji hipotesis pertama dimana menyatakan *Market Premium* berpengaruh positif secara signifikan terhadap *Excess Returns*, diterima. Faktor *market* secara signifikan berpengaruh positif terhadap *returns* dengan derajat pengaruh sangat besar yaitu 0,849. Hal ini berarti faktor *market* seperti yang dinyatakan dalam CAPM model sangat kuat mempengaruhi *returns*. Kecendrungan investor asing yang memilih perusahaan dengan *beta* rendah, Chandra (2010), ternyata tidak menyebabkan perubahan terhadap pengaruh *market* secara keseluruhan.

Hipotesis kedua yang menyatakan *Small minus big* berpengaruh negatif secara signifikan terhadap *Excess Returns*, diterima tetapi dengan arah yang positif. Hasil pengujian pada tabel 4.10 di atas menyatakan faktor SMB menunjukkan angka signifikan positif dengan *slope* tidak terlalu besar 0,128. Berbeda dengan hasil penelitian Fama (1993) yang mengatakan adanya hubungan negatif antara SMB dan *returns*. Hal ini mungkin terjadi karena kenaikan *excess returns* pada perusahaan kecil hampir dua kali lipat dibanding *returns* perusahaan besar.

Selama periode penelitian dari tahun 2008 hingga 2011 secara rata-rata *returns* perusahaan kecil berbeda cukup signifikan dari *returns* perusahaan besar. Signifikansi pengaruh SMB ini

mengkonfirmasi data *excess return* perusahaan kecil di atas perusahaan besar dan berpengaruh positif pada *excess return*.

Tabel 6. *Small versus Big periode 2008 – 2011*

Return	High	Medium	Low	Rata-Rata
Small	4,74%	3,43%	2,48%	3,55%
Big	2,92%	2,19%	0,50%	1,87%

Hipotesis ketiga yang menyatakan bahwa *High Minus Low* berpengaruh positif secara signifikan terhadap *Excess Returns*, diterima. Angka *beta* 0,247 menunjukkan hubungan pengaruh positif dengan intensitas pengaruh HML terhadap *returns* cukup besar, lebih besar dibandingkan dengan *slope size* sejalan dengan Fama (1993). Kecenderungan investor asing pada perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan tinggi yang ditandai dengan *book-to-market* yang rendah mungkin tidak mengurangi intensitas pengaruh perusahaan dengan *book-to-market* tinggi. Menurut Fama dan French (1992) intensitas pengaruh perusahaan *value* sangat kuat karena ekspektasi yang tinggi para investor terhadap perusahaan yang sedang mengalami *undervalue*. Perusahaan dengan *book-to-market* tinggi memiliki peluang *returns* yang tinggi dibandingkan dengan *growth company*.

Jika diperhatikan dalam pasar saham Indonesia, beberapa perusahaan besar yang memiliki tingkat pertumbuhan tinggi secara fundamental mungkin telah mengalami *overvalue* dengan rasio *price to earning* yang tinggi. Sebaliknya terjadi pada perusahaan yang memiliki *book-to-market* tinggi bisa disebabkan karena ekspektasi pasar terhadap masalah yang sedang terjadi pada industri atau faktor lainnya yang menyebabkan menurunnya ekspektasi investor akan prospek perusahaan tersebut dimasa akan datang yang berkelanjutan ke arah *market mispricing*. Hasil penelitian ini meneguhkan temuan Fama (1992; 1993) bahwa portofolio perusahaan *value* memiliki tingkat *returns* yang lebih besar. Tidak berbeda dengan pasar saham negara maju, dimana para investor melakukan investasi dengan pertimbangan jangka panjang sehingga adalah sangat rasional bagi investor untuk memilih perusahaan dengan *book-to-market value* tinggi dengan harapan return jangka panjang. Pasar saham Indonesia mulai menunjukkan pertumbuhan signifikan sejak dekade lalu.

Hipotesis keempat menyatakan *Foreign Ownership* berpengaruh positif secara signifikan terhadap *Excess Returns* ditolak. Hasil penelitian ini menunjukkan hal yang berbeda pada variable kepemilikan asing, dugaan sebelumnya bahwa investor asing dengan berbagai keunggulan teknologi, *tools* dan dananya sangat mempengaruhi pasar saham Indonesia ternyata tidak berpengaruh secara signifikan. Terdapat beberapa argumen yang dapat menjelaskan penyebab antara lain: pengaruh asing yang kuat bisa terjadi karena lemahnya *counter part* dari investor lokal sehingga mendorong terjadinya perubahan arah harga saham mengikuti investor asing. Aksi jual investor asing cenderung diikuti dengan tindakan serupa oleh investor lokal, demikian juga ketika asing melakukan transaksi pembelian, Chandra (2010).

Dalam penelitian Agarwal et al. (2005) kinerja investor asing buruk dalam transaksi *non-initiated* dan transaksi-transaksi dengan *counter part* lokal. Kinerja investor asing lebih menjadi lebih baik ketika bertransaksi dengan sesama investor asing dan transaksi *initiated order*. Dalam penelitian tersebut diidentifikasi bahwa penyebab kekalahan investor asing adalah karena perilaku agresif dalam bertransaksi dengan investor lokal. Ditemukan (i) investor asing cenderung berinisiatif memasukkan order untuk memulai transaksi (ii) dibutuhkan waktu yang lebih singkat bagi *non-initiated order* dari investor asing untuk dipenuhi dan (iii) *order* investor asing memiliki probabilitas lebih tinggi untuk terpenuhi.

Dari data panel portofolio *returns* pada Tabel 7 bawah terlihat konsentrasi *returns* lebih tinggi pada perusahaan SH (*small high*) disusul perusahaan SM (*small medium*) sedangkan konsentrasi kepemilikan saham asing terkonsentrasi pada perusahaan BH (*big high*) disusul dengan perusahaan BM (*big medium*). Dapat disimpulkan bahwa dalam periode penelitian ini

kepemilikan investor asing walaupun berpengaruh pada harga, tidak demikian terhadap tingkat *returns*.

Tabel 7. Rata-rata Returns versus Kepemilikan Asing berdasarkan Portofolio

Return	High		Medium		Low	
	Return	Foreign	Return	Foreign	Return	Foreign
Small	4,74%	21,74%	3,43%	23,27%	2,48%	30,17%
Big	2,92%	40,73%	2,19%	36,98%	0,50%	32,66%

Dari hasil penelitian ini dapat ditarik beberapa kesimpulan antara lain; pasar saham Indonesia telah berkembang sangat pesat selama satu dekade terakhir. Dibutuhkan peran pemerintah dan masyarakat untuk ikut berpartisipasi untuk terus memperkuat dan memperbaiki sistem perdagangan agar menjadi sumber permodalan selain bank yang dapat diandalkan.

Model pasar saham Indonesia menunjukkan perilaku yang tidak terlalu berbeda dengan pasar saham negara-negara maju dalam lingkup penelitian Fama and French. Sekalipun masih banyak keraguan tentang tingkat efisiensinya, hasil penelitian ini mengungkapkan bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi *returns* pada pasar saham negara maju juga berpengaruh pada *return* IHSG.

Dominasi kepemilikan investor asing terutama pada *free float value* kian bertambah, sehingga fluktuasi pasar banyak dipengaruhi oleh faktor eksternal oleh karena itu dibutuhkan peran pemerintah dalam menciptakan iklim dan regulasi yang baik untuk menjaga kestabilan pasar. Masuknya investor asing membawa dampak pada semakin terintegrasinya pasar saham Indonesia dengan pasar saham negara-negara maju yang menjadi sumber dana investasi.

Pasar saham merupakan alternatif yang harus diperhitungkan bagi perusahaan-perusahaan di Indonesia baik itu perusahaan kecil maupun besar dan disisi lain juga bisa menjadi alternatif investasi di samping instrumen investasi lainnya karena memberikan *returns* yang cukup besar bagi investor. Oleh karena karakteristik pasar saham yang beresiko lebih tinggi, diperlukan pengetahuan dan keterampilan sebelum ikut berinvestasi pada instrumen ini.

Penelitian yang akan datang dapat menguji secara empiris antara lain dominasi kepemilikan investor asing atas saham *free float* yang mencapai lebih dari 60% sekalipun hanya 30% dari total kapitalisasi mungkin menjadi pemicu fluktuasi pasar saham. Kepemilikan asing mungkin memiliki pengaruh kuat pada penentuan harga, tetapi tidak mempengaruhi *returns* saham. Beberapa alternatif jawaban sementara yang membutuhkan penelitian lebih mendalam harus dilakukan seperti strategi *buy and hold* yang dijalankan ataupun karena strategi transaksi yang agresif.

Referensi

- Agarwal, S., 2007, Why Do Foreign Investors Underperform Domestic Investors in Trading Activities? Evidence from Indonesia, *Working Paper*.
- Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan Departemen Keuangan Republik Indonesia, 2008, Analisis Hubungan Kointegrasi dan Kausalitas serta Hubungan Dinamis antara Aliran Modal Asing, Perubahan Nilai Tukar dan Pergerakan IHSG di Pasar Modal Indonesia, *Working Paper*.
- Chandra, R., 2010, Analisis Pemilihan Saham oleh Investor Asing di Bursa Efek Indonesia, Bisnis dan Birokrasi, *Jurnal Ilmu Administrasi dan Organisasi*, 101-113.
- Fama, U. F dan K. R. French, 1992, The Cross-Section of Expected Stock Returns, *The Journal of Finance*, XLVII/ 2.
- Fama, U. F dan K. R. French, 1993, Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds, *Journal of Financial Economics*, 33, 3-56.

- Fama, U. F dan K. R. French, 1995, Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns, *The Journal of Finance*, L/1.
- Rhee, S. G. dan J. Wang, 2008, *Foreign Institutional Ownership and Stock Market Liquidity: Evidence from Indonesia*.
- Salomons, R., dan H. Grootveld, 2003, The Equity Risk Premium: Emerging Versus Developed Markets, *Emerging Markets Review*, 4, 121–144.
- Wang, J., 2003, Foreign Equity and Emerging Market Valatility: Evidence from Indonesia and Thailand, *Working Paper*.
- Wuryandani, G., 2010, *The Behavior and Determinants of Stock Market Index in Indonesia*, Centre for Central Banking Studies, Bank Indonesia.
- French, K. R., *Portfolio Analysis*, http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html diakses pada 9 Mei 2012.

INDEKS SUBJEK

Subjek	Halaman
BI rate	256, 257, 258, 259, 260, 261, 262, 263, 264, 265, 266
brand switching	186, 188
budaya organisasi	194, 195, 196, 197, 198, 199, 201, 204, 205, 206, 208, 209, 210
CAPM	214, 215, 223, 269, 270, 271, 272, 273, 274, 275, 276, 277, 278, 284, 285, 286,
community	163, 178, 179, 180, 181, 182, 184
customer equity	186, 187, 188, 190
customer lifetime value	186, 187, 189
dual beta	269, 270, 271, 273, 274, 275, 276, 277, 278, 279, 280, 281, 282, 283, 284, 285, 286
environmental friendly products	156, 157
exchange	178, 179, 180, 181, 182, 183, 184
gaya kepemimpinan	194, 195, 196, 198, 199, 201, 204, 205, 206, 207, 209, 210
green marketing	156, 157, 164
harga batubara	227, 228, 234, 237, 238, 239
indeks harga saham	214, 227, 229, 233, 236, 237, 239, 256, 257, 259, 260, 264, 266, 275,
inflasi	229, 256, 257, 258, 259, 260, 261, 262, 263, 264, 265, 266
investor asing	213, 214, 217, 218, 219, 220, 223, 224, 225, 237, 260
kinerja	186, 194, 195, 196, 199, 200, 201, 206, 207, 208, 209, 210, 213, 214, 221, 222, 224, 230, 237, 238, 257, 259, 260, 261, 276, 281
komoditas	227, 228, 229, 230, 231, 232, 233, 234, 236, 237, 238, 239
leading indicator	227, 229, 230, 231, 237, 239

loyalty	166, 167, 168, 169, 170, 171, 172, 178, 179, 180, 181, 182, 183, 184, 186, 187, 190
Markov Chain	186, 187, 190
mediating role	166, 171
nilai kesehatan	241, 242, 243, 244, 245, 246, 250, 251, 252, 253
perceived service quality	166, 167, 168, 169, 171, 172
return saham	213, 216, 223, 227, 228, 229, 232, 233, 235, 236, 237, 238, 239, 258, 277
risk	187, 197, 213, 215, 216, 217, 218, 219, 220, 221, 222, 223, 269, 270, 271, 277, 285, 286
satisfaction	160, 166, 167, 168, 169, 170, 171, 172, 196
social network site	178, 179, 180
value	157, 159, 160, 161, 162, 163, 171, 178, 179, 180, 181, 182, 183, 184, 186, 187, 188, 189, 197, 202, 203, 208, 214, 215, 216, 217, 218, 219, 220, 221, 223, 224, 225, 235, 237, 241, 242, 249, 256, 285,
word of mouth	241, 242, 245, 246, 247, 249, 252, 253

INDEKS PENULIS

Nama	Judul	Instansi	Halaman 1-10
Firdaus Alamsjah	The Impact of Information Integration in The Supply Chain on Financial Performance	School of Management, Research and Development, Binus Business School	11-23
Ignatius Heruwasto	Budaya Lingkungan dan Norma sebagai Faktor Penentu Perilaku Konsumen terhadap Produk Berwawasan Lingkungan	Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia	24-37
Ratna Roostika	Perceived Value Dimensions of Shopping Tourism	Faculty of Economics, Universitas Pembangunan "Veteran" Yogyakarta	38-51
M. Yunus Anwar	The Influence of Leadership Style and Employee Productivity toward Organizational Performace with Association to the External Stakeholder Point of View	Faculty of Economics, Universitas Hasanuddin Makasar	52-67
Ida Bagus Made Wiyasha	Tourism Demand for Bali-The HEGY approach for seasonal unit root test	Bisnis Hospitaliti, Sekolah Tinggi Pariwisata Nusa Dua Bali	68-83
Leonardri Lucky Kurniawan N. Purnomolastu	Measuring The Students' Perception of Service Quality	Politeknik Ubaya, Universitas Surabaya	84-96
Titik Kusmantini	Analisis Pegaruh E- Radiness Factors terhadap Intensi UKM Adopsi E-Business	Fakultas Ekonomi, Universitas Pembangunan Nasional "Veteran" Yogyakarta	97-118
Rintar Agus Simatupang	Pengaruh Kepercayaan, Kepuasan Konsumen, dan Nilai yang Dipersepsikan pada Loyalitas dan Komitmen	Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Papua	

Etty Soesilowati Widiyanto	The Effect of Negative Earnings Towards Value Relevance of Accounting Numbers	Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Semarang	119-136
Ernani Hadiyati Enlik Kresnaini	Pemasaran Tradisional dan Pemasaran Kewirausahaan: Pengaruhnya terhadap Kinerja Usaha Kecil Etnis Jawa dan Madura	Fakultas Ekonomi, Universitas Gajayana Malang	137-155
Judianto Hasan Hartoyo Ujang Sumarwan Budi Suharjo	Factors Affecting Desire to Buy Environmental Friendly Products	Graduate Program of Management and Business, Bogor Agricultural University	156-165
Astrie Arichristyna Andy Susilo Lukito Budi	The Role of Satisfaction as Mediating Factor between Perceived Service Quality and Loyalty	PT Mitra Adiperkasa, Faculty of Economics, Atma Jaya Catholic University of Indonesia	166-177
Dudi Anandya	The Role of Exchange in Customer Loyalty of Social Network Sites	Faculty of Business and Economics, Universitas Surabaya	178-185
Asnan Furinto Yaya Heryadi Tri Asih Budiono	Market Share and Customer Equity Measurement Using Markov Chain	Doctoral Research in Management, Computer Science Department, Binus University	186-193
Sugeng Mulyono Jamal Abdul Nasir	Memetakan Budaya Organisasi atas Dasar Gaya Kepemimpinan dan Pengaruhnya terhadap Kinerja Dosen	Program Penelitian Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Gajayana Malang	194-212
Richard Irawan Werner R. Murhadi	Three Factor Model dan Kepemilikan Asing terhadap Tingkat Return	PT Surya Prima Sakti, Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Surabaya	213-226
Sumani Panca Wiputra Christine Winstinindah S.	Harga Batubara dan Indeks Harga Saham Gabungan terhadap Return Saham Perusahaan Pertambangan	Fakultas Ekonomi, Universitas Katolik Indonesia Atma Jaya	227-240

Alvian Tanugraha Jony Oktavian Haryanto	Nilai Kesehatan dan Word of Mouth terhadap Sikap, Perilaku, dan Intensi Pembelian Konsumen	Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Kristen Satya Wacana	241-255
R. Adisetiawan	Kausalitas BI Rate, Inflasi, dan Indeks Harga Saham	Fakultas Ekonomi, Universitas Batanghari	256-268
Rachmat Sudarsono Suad Husnan Eduardus Tandelilin Erni Ekawati	Time Varying Beta (Dual Beta): Conditional Market Timing CAPM	Fakultas Ekonomi and Bisnis, Universitas Padjajaran, Universitas Gadjah Mada, Fakultas Bisnis, Universitas Kristen Duta Wacana	269-290

Gedung EC Lt.1, Jurusan Manajemen
Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Surabaya
Jl. Raya Kalirungkut, Surabaya 60293
Phone. +62 31 298-1139; 298-1199
Fax. +62 31 298-1131
Email: manajemen_bisnis@yahoo.com; jurnalmabis@ubaya.ac.id