

# Pengaruh Kondisi Moneter terhadap Value Effect dan Small-Firm Effect di Bursa Efek Jakarta

Andriani Pangemanan

*Abstrak* Penelitian ini bertujuan melihat apakah di Indonesia, khususnya di Bursa Efek Jakarta, fenomena *small-firm effect* dan *value effect* dipengaruhi oleh kondisi moneter seperti di Amerika Serikat. Selain itu juga dipelajari bagaimana hubungan antara return saham dengan rasio P/B, ukuran perusahaan serta kondisi moneter. Hasil penelitian menunjukkan bahwa dalam kondisi moneter yang ekspansif fenomena *small-firm effect* dan *value effect* mempunyai nilai yang signifikan. Sebaliknya dalam periode restriktif kedua fenomena tersebut tidak menunjukkan nilai yang signifikan. Hasil analisis regresi menunjukkan adanya hubungan positif yang signifikan antara return saham dengan rasio P/B dan ukuran perusahaan, serta hubungan positif yang signifikan antara return saham dengan kondisi moneter. Dalam kondisi moneter yang ekspansif, return saham perusahaan-perusahaan yang termasuk ke dalam kelompok "value" dan "small-firm" lebih tinggi ketimbang return saham-saham yang termasuk ke dalam kelompok lainnya.

## Latar Belakang

Sesuai dengan prinsip ekonomi, pemilik modal — dalam melakukan investasi di pasar modal— akan berusaha mencari saham-saham yang dapat memberikan tingkat pengembalian (*return*) yang tinggi. Oleh karena itu, saham-saham yang dapat memberikan *extra return* akan sangat diminati investor.

Berbagai penelitian dilakukan oleh kalangan akademis untuk mengidentifikasi saham-saham yang dapat memberikan *extra return*. Yang menarik, berbagai penelitian tersebut (lihat subjudul *Studi Literatur*) menemukan dua kelompok saham yang secara konsisten dapat memberikan *extra return*. Fenomena ini dikenal sebagai *value effect* dan *small-firm effect*.

Fenomena *value effect* adalah kondisi ketika saham yang bernilai (*value stock*) memberikan *return* yang lebih besar ketimbang saham yang tumbuh (*growth stock*). *Value stock* didefinisikan sebagai saham yang memiliki rasio harga terhadap nilai buku (P/B), rasio harga terhadap laba (P/E), rasio harga terhadap penjualan (P/S), atau rasio harga terhadap arus kas (P/CF) yang rendah. Sebaliknya *growth stock* merupakan saham-saham yang memiliki rasio P/B, P/E, P/S atau P/CF yang tinggi. Fenomena kedua, yakni *small-firm effect*, adalah kondisi ketika saham perusahaan kecil (*small-firm stock*) memberikan *return* yang lebih besar ketimbang saham perusahaan besar (*large firm stock*). Besar

kecilnya suatu perusahaan dapat ditentukan dengan menggunakan nilai mata uang tertentu atau dengan *market value of common equity*.

Sehingga, para investor —dalam strategi investasi agar memperoleh *extra return*— sebaiknya melakukan investasi pada saham-saham yang termasuk ke dalam kategori *small-firm* atau *value*.

Akan tetapi, berbagai penelitian justru mempertanyakan keabsahan strategi tersebut. Beberapa peneliti telah berhasil menunjukkan adanya kekurangkonsistenan fenomena *value effect* dan *small-firm effect*. Misalnya, adanya periode-periode atau saat-saat tertentu ketika *extra return* dari *value stock* maupun *small firm stock* ternyata tidak signifikan.

Jensen, Johnson, dan Mercer (1997) mencoba menerangkan anomali di atas dengan mengajukan hipotesis bahwa kondisi moneter mempunyai pengaruh terhadap *value effect* dan *small-firm effect*. Atau dengan kata lain, keberadaan kedua fenomena tersebut di suatu pasar modal sangat dipengaruhi kebijakan moneter yang diambil pemerintah. Ketiga penulis itu mengklasifikasikan kondisi moneter suatu negara ke dalam dua kelompok: kondisi ekspansif atau restriktif. Dan, faktor penentu yang digunakan adalah perubahan tingkat diskonto (*discount rate*). Kondisi ekspansif adalah masa ketika tingkat *discount rate* mengikuti tren menurun, sedangkan kondisi restriktif adalah masa ketika tingkat *discount rate* cenderung mengalami kenaikan.

Hasil penelitian Jensen et. al. (1997), menunjukkan fenomena *value effect* dan *small-firm effect* hanya terdapat jika kondisi moneter berada dalam periode yang dikategorikan ke dalam periode ekspansif. Sebaliknya, ketika periode restriktif kedua fenomena tersebut tidak memiliki nilai yang signifikan, bahkan dapat memiliki nilai yang negatif.

Penelitian di atas berpengaruh terhadap keputusan investasi yang harus diambil investor. Bagi investor, strategi untuk memperoleh *extra return* ternyata tidak hanya harus memperhatikan faktor-faktor risiko berupa karakteristik khusus perusahaan saja, tetapi juga memperhatikan kebijakan moneter yang diterapkan pemerintah.

Di Indonesia, pengaruh kebijakan moneter secara spesifik terhadap *return* saham-saham yang termasuk ke dalam kelompok *small-firm* dan *value* belum diteliti secara lebih lanjut. Oleh karena itu, akan sangat menarik mempelajari hubungan kondisi moneter dengan *return* portofolio *small-firm* dan *value*.

Sistematika penulisan artikel ini, pertama, uraian tentang latar belakang teori yang berkaitan dengan topik penelitian. Bagian berikutnya membahas masalah data dan metodologi penelitian, dan selanjutnya diikuti dengan hasil penelitian. Bagian terakhir merupakan kesimpulan dari seluruh penelitian yang telah dilakukan.

## Studi Literatur

### *Anomali di Pasar Modal: Value Effect dan Small-Firm Effect*

Salah satu konsep yang banyak dikenal di pasar modal adalah hipotesis pasar yang efisien (*efficient market hypothesis*). Pengertian pasar modal yang efisien adalah pasar yang harga sekuritas-sekuritasnya telah mencerminkan semua informasi yang relevan. Selama ini telah banyak dilakukan penelitian tentang hipotesis pasar yang efisien. Hasilnya adalah ditemukan adanya bukti tentang berlakunya hipotesis tersebut. Akan tetapi beberapa penelitian menemukan adanya anomali di pasar modal. Anomali tersebut adalah diketemukannya saham-saham dengan karakteristik tertentu yang kinerjanya mengungguli saham lain. Contohnya: fenomena *value effect*, *small-firm effect*, *January effect* dan lain-lain.

Fenomena *value effect* adalah suatu kondisi ketika kinerja saham-saham dalam kelompok *value* mengungguli kinerja saham-saham yang termasuk ke dalam kelompok *growth*. Banyak penelitian yang telah membuktikan keberadaan fenomena tersebut. Bauman, Conover dan Miller (1998) menemukan bahwa pada periode 1986 sampai 1996, selisih *return* antara saham-saham dengan rasio P/B yang rendah dengan rasio P/B yang tinggi mencapai 5,7%. Capaul, Rowley dan

Sharpe (1993) juga menemukan keberadaan *value effect* pada bursa saham di enam negara yaitu Perancis, Jerman, Swiss, Inggris, Jepang dan Amerika Serikat.

Di Indonesia, Utama dan Dewiyani (1999) menemukan adanya hubungan negatif yang signifikan antara rasio P/B dengan *return* saham. Salah satu alasan yang diajukan untuk menjelaskan adanya hubungan tersebut adalah rasio P/B merupakan proksi atas risiko. Penelitian lain yang dilakukan oleh Utama dan Fitriani (1999) menunjukkan bahwa dalam periode 1993-1998 portofolio yang dibentuk dari saham-saham dengan rasio P/B yang rendah memberikan *return* yang lebih tinggi daripada portofolio saham dengan rasio P/B yang tinggi. Kondisi ini secara konsisten ditemui pada *average return* maupun *risk adjusted return*.



Anomali kedua yang ditemui di pasar modal adalah apa yang dikenal sebagai fenomena *small-firm effect*. Yaitu: kondisi ketika *return* saham perusahaan-perusahaan dari kategori *small firm* mengungguli saham-saham perusahaan dari kategori *large firm*. Keberadaan fenomena ini telah banyak diteliti dan secara konsisten ditemukan di bursa saham berbagai negara. Hasil penelitian ternyata membuktikan bahwa baik dilihat dari *raw return* maupun *risk adjusted return* ternyata saham-saham *small firm* tetap mengungguli saham-saham *large firm*. Sebagai contoh, Banz (1981) tetap menemukan adanya *extra return* yang diberikan oleh saham-saham *small firm* setelah ia menyesuaikan tingkat *return* saham terhadap beta (yang merupakan proksi dari risiko).

Di Indonesia, khususnya di Bursa Efek Jakarta, keberadaan fenomena *small firm effect* juga telah diteliti. Utama dan Fitriani (1999) menemukan fakta bahwa dalam periode waktu antara 1993 sampai 1997 kinerja saham perusahaan-perusahaan dengan nilai kapitalisasi pasar yang kecil ternyata mampu mengungguli kinerja saham dengan nilai kapitalisasi pasar yang besar. Hasil

penelitian yang serupa juga ditemukan oleh Utama dan Dewiyani (1999). Dengan menggunakan data dari tahun 1994 sampai dengan 1996 ternyata ditemukan bahwa ukuran perusahaan mempunyai hubungan yang negatif terhadap *return* saham. Hasil kedua penelitian tersebut menunjukkan bahwa di Indonesia, seperti juga di negara-negara lain, nilai kapitalisasi pasar dapat digunakan untuk memprediksi *return* saham.

#### **Kondisi Moneter dan Return Saham**

Ada dua jenis kebijakan pemerintah yang dapat mempengaruhi permintaan (*demand*) akan barang dan jasa, yaitu kebijakan fiskal dan kebijakan moneter. Kebijakan fiskal adalah kebijakan yang menyangkut pengeluaran pemerintah dan pajak. Kebijakan moneter adalah kebijakan yang berkaitan dengan pengaturan jumlah uang yang beredar untuk mempengaruhi kondisi makro ekonomi.

Salah satu indikator kebijakan moneter adalah tingkat bunga. Menurut Patelis (1997), tingkat bunga merupakan salah satu variabel yang sering dianggap sebagai indikator kebijakan moneter yang baik. Sebabnya, tingkat bunga (terutama tingkat bunga surat-surat berharga yang dikeluarkan oleh pemerintah) biasanya sensitif terhadap perubahan suplai surat-surat berharga (*bank reserves*). Kebijakan moneter yang diambil pemerintah mempunyai pengaruh terhadap aktivitas ekonomi secara agregat dan akhirnya pada pengambilan keputusan tentang pembentukan portofolio. Ini tercermin pada perubahan harga saham setelah adanya pengumuman perubahan kebijakan moneter.

Patelis juga mengatakan indikator-indikator moneter dapat digunakan untuk memprediksikan *return* saham. Efek dari suatu kebijakan moneter, lanjut Patelis, tergantung pada kondisi ekonomi dan kesehatan finansial dari perusahaan yang bersangkutan. Bagi perusahaan, perubahan kebijakan moneter yang terjadi pada kondisi ekonomi yang buruk akan memiliki pengaruh yang lebih besar daripada bila perubahan tersebut terjadi pada kondisi ekonomi yang baik. Karena, kesehatan perusahaan sudah menurun akibat penurunan pendapatan dan berkurangnya suplai pinjaman dari bank. Dengan demikian, tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected return*) atas saham perusahaan harus meningkat sebagai kompensasi atas penurunan kondisi kesehatan perusahaan akibat adanya perubahan kebijakan moneter.

Fama dan French (1989) melakukan penelitian tentang hubungan antara *return* saham dan obligasi dengan kondisi perekonomian suatu negara. Dalam penelitian itu, mereka mengambil sampel saham dan obligasi yang tercatat di bursa saham di Amerika Serikat. Hasilnya, *return* saham dan obligasi di Amerika

Serikat cenderung tinggi pada masa-masa krisis seperti pada saat terjadinya Depresi Besar. Sebaliknya, pada saat perekonomian negara tersebut berada dalam posisi yang kuat (misalnya pada periode 1953 - 1973), *return* saham dan obligasi cenderung berada dalam tingkatan yang rendah.

#### **Hubungan Kondisi Moneter dengan Value Effect dan Small-Firm Effect**

Kondisi moneter juga mempunyai pengaruh terhadap fenomena *value effect* dan *small firm effect*. Hasil penelitian Jensen, Johnson dan Mercer (1998) menunjukkan adanya hubungan yang signifikan antara kondisi moneter (dengan menggunakan perubahan *federal discount rate* sebagai indikator perubahan kondisi moneter) dengan kedua fenomena tersebut.

Ketiga penulis membagi kondisi moneter suatu negara ke dalam dua periode yaitu periode ekspansif dan restriktif. Kondisi moneter termasuk ke dalam periode ekspansif jika *discount rate* yang ditetapkan oleh pemerintah mengikuti tren menurun. Jika *discount rate* cenderung mengalami kenaikan maka kondisi moneter termasuk ke dalam periode restriktif.

Menurut Jensen dan kawan-kawan, hubungan antara perubahan kondisi moneter dengan fenomena *value effect* dan *small-firm effect* dapat dijelaskan dengan tiga pemikiran sebagai berikut :

- Kebijakan moneter mempunyai pengaruh besar terhadap persepsi risiko dan *expected return* yang diharapkan investor. Karena itu, bila terjadi perubahan kondisi moneter dan kondisi ekonomi maka prioritas risiko yang dimiliki investor berubah, sehingga persepsi investor terhadap faktor risiko tertentu (misalnya ukuran perusahaan atau rasio P/B) akan berubah pula.
- *Return* yang diharapkan investor mempunyai hubungan terbalik terhadap kondisi kesehatan ekonomi secara keseluruhan. Dengan demikian, pada saat kondisi ekonomi memburuk investor akan menuntut tingkat *return* yang lebih tinggi terutama bila investasi tersebut dianggap sebagai investasi yang berisiko.
- Perusahaan-perusahaan yang memiliki ukuran yang kecil atau rasio P/B yang rendah adalah perusahaan yang berisiko tinggi dan cenderung gagal dalam kondisi ekonomi yang buruk. Oleh karena itu agar tetap diminati, saham-saham perusahaan dalam kelompok ini harus menawarkan *return* yang lebih besar bila perekonomian berada dalam kondisi yang buruk. Ini memperkuat fenomena *small-firm effect* dan *value effect*.

Hasil penelitian ketiga penulis di atas dapat dilihat dalam tabel berikut ini:

Tabel 1.  
Pengaruh kondisi moneter terhadap return saham

Portofolio dibentuk berdasarkan rasio	Kondisi Ekspansif		Kondisi Restriktif	
	Average Return Value Portofolio (Std. Deviasi)	Average Return Growth Portofolio (Std. Deviasi)	Average Return Value Portofolio (Std. Deviasi)	Average Return Growth Portofolio (Std. Deviasi)
P/B	3,44 (6,41)	2,12 (5,19)	0,88 (6,57)	0,36 (6,87)
P/E	3,03 (5,48)	2,35 (5,31)	0,79 (6,06)	0,42 (6,98)
P/CF	3,09 (5,58)	2,17 (5,24)	1,06 (6,14)	0,36 (6,83)
P/S	3,57 (6,51)	2,02 (4,65)	0,82 (6,91)	0,49 (5,90)
	Average Return Small MVE (Std. Deviasi)	Average Return Large MVE (Std. Deviasi)	Average Return Small MVE (Std. Deviasi)	Average Return Large MVE (Std. Deviasi)
MVE	3,86 (7,51)	1,87 (4,15)	0,68 (7,52)	0,39 (4,59)

Sumber : Hasil penelitian.

Tabel di atas menunjukkan bahwa dalam kondisi moneter yang ekspansif *value portofolio* dan *small mve portofolio* memberikan tingkat *return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan *growth portofolio* dan *large mve portofolio*. Sebaliknya dalam kondisi restriktif *return* yang

diberikan kedua portofolio tersebut tidak terlalu tinggi.

Para peneliti itu selanjutnya juga merinci pengamatan ke dalam periode 10 tahunan. Hasil pengamatan tersebut dapat dilihat dalam tabel berikut ini :

Hasil penelitian di atas memperjelas hubungan

Tabel 2.

Perbedaan *return* portofolio (antara rasio yang tinggi dan rendah) pada kondisi moneter ekspansif dan restriktif

Portofolio dibentuk menurut	Seluruh Periode	Tahun 1960-an	Tahun 1970-an	Tahun 1980-an	Tahun 1990-an
<b>Periode Ekspansif</b>					
P/B	1,32	1,63	1,51	0,89	1,69
P/E	0,68	1,96	0,77	0,53	0,53
P/CF	0,92	1,78	1,20	0,62	0,87
P/S	1,56	3,02	1,53	1,02	2,14
MVE	2,00	4,81	2,01	1,14	2,71
<b>Periode Restriktif</b>					
P/B	0,52	0,89	0,92	0,29	-1,03
P/E	0,36	0,55	0,57	0,40	-0,75
P/CF	0,74	0,86	1,13	0,71	-0,54
P/S	0,33	0,85	0,33	0,29	-0,98
MVE	0,29	1,19	0,45	-0,62	-0,65

Sumber : Hasil penelitian.

antara kondisi moneter dengan *small-firm effect* dan *value effect*. Dalam periode 1960-1995, ternyata kedua fenomena tersebut hanya terlihat secara konsisten dan mempunyai nilai yang signifikan pada kondisi moneter yang ekspansif. Pada saat kebijakan moneter berada dalam kondisi yang restriktif, kedua fenomena tersebut tidak ditemui secara konsisten dan nilainya tidak signifikan. Dalam periode-periode tertentu (terutama 1990-an) *excess return value stock* dan *small firm stock* bahkan menunjukkan angka yang negatif, atau dengan kata lain dalam periode tertentu *return* yang diberikan oleh *growth stock* dan *large firm stock* justru lebih besar daripada *return small firm stock* dan *value stock*.

### Pembatasan Masalah

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah di Indonesia terdapat perbedaan fenomena *value effect* dan *small-firm effect* dalam kondisi moneter yang berbeda (periode ekspansif dan restriktif). Selain itu, penelitian ini juga mempelajari bagaimana hubungan antara kondisi moneter, rasio P/B dan ukuran perusahaan terhadap *return* saham.

### Metode Penelitian

Dalam penelitian ini yang menjadi populasi penelitian adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama periode 1993 – 2000. Dari populasi tersebut, saham yang dipilih menjadi sampel penelitian adalah saham dari perusahaan-perusahaan non-finansial. Tidak dimasukkannya saham perusahaan finansial (seperti bank dan lain-lain) pertama kali dilakukan oleh Fama dan French, dengan alasan bahwa perusahaan-perusahaan dalam kategori tersebut memiliki *regulatory characteristic* yang unik sehingga dapat mempengaruhi hasil penelitian. Selain perusahaan-perusahaan finansial, perusahaan-perusahaan dengan rasio P/B yang negatif juga dikeluarkan dari sampel penelitian. Hal ini disebabkan karena nilai negatif dari rasio tersebut tidak mempunyai interpretasi yang berarti.

Data yang digunakan adalah data sekunder berupa data tingkat bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI), indeks harga saham, harga saham, rasio P/B dan nilai kapitalisasi pasar. Data tingkat bunga SBI diperoleh dari buku Statistik Ekonomi Keuangan Indonesia yang diterbitkan oleh Bank Indonesia, sedangkan data-data yang berkaitan dengan saham diperoleh dari JSX Monthly Statistics dan JSX Quarterly.

Periode pengamatan dimulai dari 1994 sampai dengan 2000. Sesuai dengan tujuan penelitian yaitu untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan

fenomena *value effect* dan *small-firm effect* dalam kondisi moneter yang berbeda, maka periode penelitian selanjutnya dikelompokkan menjadi dua periode. Yaitu: periode ekspansif dan periode restriktif. Dasar pengelompokan kedua periode tersebut mengikuti definisi yang telah ditetapkan Jensen, Johnson dan Mercer (1997, 1998), yaitu berdasarkan arah perubahan tingkat *discount rate* (dalam penelitian ini digunakan tingkat SBI) yang ditetapkan pemerintah. Sampel penelitian tidak mengikutsertakan masa-masa ketika kondisi moneter yang "baru" dimulai. Kondisi moneter yang "baru" ini ditandai dengan berubahnya tingkat *discount rate* ke arah yang berlawanan dengan arah perubahan yang sebelumnya (misalnya terjadi kenaikan tingkat bunga setelah sebelumnya tingkat bunga selalu menurun).

Terdapat dua buah hipotesis yang akan diuji dalam penelitian ini. Kedua hipotesis tersebut melihat ada tidaknya perbedaan fenomena *value effect* dan *small-firm effect* dalam kondisi moneter yang berbeda.

Sesuai dengan definisi, fenomena *value effect* (*small-firm effect*) kita temui bila *return* saham-saham yang termasuk ke dalam portofolio *value* (*small firm*) lebih besar daripada *return* saham-saham yang termasuk ke dalam portofolio *growth* (*large firm*). Oleh karena itu, untuk mengetahui ada tidaknya kedua fenomena tersebut dalam kondisi moneter yang berbeda (restriktif dan ekspansif), maka pada masing-masing periode dilakukan pengujian dengan hipotesis sebagai berikut:

- Ho1 : Tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara *return* portofolio *value* dengan *return* portofolio *growth*.
- Ha1 : *Return* portofolio *value* lebih tinggi daripada *return* portofolio *growth* (terdapat *value effect*).
- Ho2 : Tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara *return* portofolio *small firm* dengan *return* portofolio *large firm*.
- Ha1 : *Return* portofolio *small-firm* lebih tinggi daripada *return* portofolio *large firm* (terdapat *small-firm effect*).

Untuk menguji hipotesis penelitian digunakan Uji Beda Rata-Rata. Adapun langkah-langkah yang dilakukan untuk melakukan pengujian hipotesis adalah sebagai berikut :

- a) mengelompokkan bulan-bulan yang termasuk ke dalam periode penelitian ke dalam dua kelompok, yaitu periode ekspansif dan periode restriktif berdasarkan kriteria yang telah ditentukan sebelumnya.
- b) melakukan perangkingan atas semua saham yang termasuk ke dalam sampel penelitian dengan

menggunakan kriteria rasio P/B dan ukuran perusahaan. Perusahaan-perusahaan yang termasuk ke dalam 20% rasio P/B (ukuran perusahaan) yang tertinggi dimasukkan ke dalam portofolio *growth* (*large firm*), sedangkan perusahaan-perusahaan yang termasuk ke dalam 20% rasio P/B (ukuran perusahaan) terendah dimasukkan ke dalam portofolio *value* (*small firm*).

- c) Mencari *return* bulanan portofolio dari keempat portofolio yang telah disebutkan di atas. *Return* yang digunakan dalam penelitian ini adalah *raw return*. *Return* bulanan tiap saham yang membentuk portofolio dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut :

$$R_t = \frac{IHSI_t - IHSI_{t-1}}{IHSI_{t-1}} + \frac{Div_t}{P_{t-1}}$$

Keterangan :

- $R_t$  = return saham pada bulan t  
 IHSI = Indeks Harga Saham Individual  
 Div = Dividend  
 P = Harga saham

Selanjutnya *return* bulanan tersebut dikelompokkan ke dalam kedua periode penelitian (ekspansif/restriktif).

- d) Uji ada tidaknya perbedaan *return* yang signifikan dengan menggunakan Uji Beda Rata-Rata. Sesuai dengan hipotesis penelitian maka uji yang dilakukan adalah uji satu sisi.

Setelah melakukan pengujian atas kedua hipotesis di atas, maka langkah selanjutnya adalah melengkapi pengetahuan tentang pengaruh kondisi moneter terhadap fenomena *value effect* dan *small-firm effect*, dengan cara mempelajari pola hubungan antara *return* saham, rasio P/B, ukuran perusahaan dan kondisi moneter. Model penelitian yang digunakan untuk menggambarkan hubungan antara variabel dependen dan independen adalah sebagai berikut :

$$Return_{it} = \beta_0 + \beta_1 (Monet_t * dpb_t) + \beta_2 (Monet_t * dsize_t) + \beta_3 Monet_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

Keterangan :

- Return = variabel dependen, yaitu *return* saham, pada tahun,  
 $\beta_0$  = intercept  
 $\beta_1, \beta_2, \beta_3$  = koefisien regresi  
 $dpb_t$  = variabel independen, yaitu variabel *dummy* yang mewakili rasio P/B dari suatu perusahaan, di mana :

$dpb = 1$  jika perusahaan termasuk ke dalam kelompok *value* (20% lowest P/B)

$dpb = 0$  untuk lainnya

$dsize$  = variabel independen, yaitu variabel *dummy* yang mewakili ukuran perusahaan, di mana :  
 $dsize = 1$  jika perusahaan termasuk ke dalam kelompok *small firm* (20% lowest market capitalization)

$dsize = 0$  jika lainnya

Monet = variabel independen yang menggambarkan kondisi moneter.

Monet didefinisikan sebagai proporsi jumlah bulan dalam setahun di mana kondisi moneter berada dalam periode ekspansif.

$$Monet = \frac{\text{Jumlah bulan periode ekspansif}}{12}$$

## Hasil Penelitian

### Penggolongan Kondisi Moneter di Indonesia

Sesuai dengan periode penelitian yaitu Januari 1994 sampai dengan Mei 2000, maka data awal mencakup periode selama 77 bulan dan data tingkat suku bunga SBI. Selanjutnya dilakukan pengelompokan kondisi moneter. Karena awal periode kondisi moneter yang baru harus dikeluarkan dari periode penelitian, maka 10 bulan yang merupakan awal periode dikeluarkan dari periode penelitian. Selain itu juga terdapat 2 bulan lagi yang dikeluarkan dari periode penelitian, yaitu bulan April 1996 dan Juli 1996, karena tren perubahan tingkat bunga ternyata tidak konsisten dengan tren yang berlangsung pada saat itu.

Dikeluarkannya keduabelas bulan tersebut menyebabkan sampel penelitian seluruhnya berjumlah 65 bulan, terdiri dari 40 bulan periode ekspansif dan 25 bulan periode restriktif. Secara garis besar, penggolongan kondisi moneter dapat dilihat dalam Tabel 3.

### Pengujian Hipotesis Pertama

Hipotesis pertama yang akan diuji adalah mengenai ada tidaknya perbedaan *return* portofolio *value* yang signifikan antara kondisi moneter yang ekspansif dan restriktif.

#### A. Fenomena *value effect* dalam periode ekspansif

Data *return* portofolio *value* dan *growth* dapat dilihat dalam Tabel 4.

Tabel 3.  
Penggolongan kondisi moneter periode Januari 1994 – Mei 2000

		Tahun							Total
		1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	
Jumlah	Ekspansif	2	5	6	8	5	9	5	40
Bulan	Restriktif	9	6	2	2	5	1	0	25

Sumber : Hasil penelitian.

Tabel 4.  
Data return portofolio value & growth periode ekspansif

Portfolio Return		Extra Return Port. Value	Periode	Portfolio Return		Extra Return Port. Value	Periode
Value	Growth			Value	Growth		
0,0480	0,0150	0,0330	Jan 94	-0,0550	-0,0380	-0,0170	Des 97
-0,1520	0,0430	-0,1950	Feb 94	-0,1120	-0,0780	-0,0340	Jan 98
0,0040	0,0020	0,0020	Ags 95	0,0520	0,1210	-0,0690	Sept 98
0,0330	-0,0320	0,0650	Sept 95	0,0420	0,0580	-0,0160	Okt 98
-0,0130	-0,0350	0,0220	Okt 95	0,4590	0,2760	0,1830	Nov 98
-0,0180	-0,0120	-0,0060	Nov 95	0,0360	-0,0001	0,0361	Des 98
0,0470	0,0120	0,0350	Des 95	-0,0630	-0,0280	-0,0350	Jan 99
0,0080	0,0590	-0,0510	Jan 96	1,5430	0,2940	1,2490	Mei 99
0,0890	0,0290	0,0600	Feb 96	0,8100	0,1640	0,6460	Jun 99
0,0390	0,0050	0,0340	Sept 96	-0,0480	-0,0170	-0,0310	Jul 99
0,0350	-0,0520	0,0870	Okt 96	-0,1420	-0,0250	-0,1170	Ags 99
0,0600	0,0830	-0,0230	Nov 96	0,0270	-0,0140	0,0410	Sept 99
0,0280	0,0330	-0,0050	Des 96	0,2340	0,0440	0,1900	Okt 99
0,0760	0,0690	0,0070	Jan 97	0,1460	0,1350	0,0110	Nov 99
0,1420	0,0110	0,1310	Feb 97	0,1960	0,0990	0,0970	Des 99
-0,0210	0,1100	-0,1310	Mar 97	-0,0380	0,1700	-0,2080	Jan 00
0,0500	0,0400	0,0100	Apr 97	-0,0700	-0,0420	-0,0280	Feb 00
0,0870	0,0130	0,0740	Mei 97	-0,0530	0,0080	-0,0610	Mar 00
0,1340	-0,0040	0,1380	Jun 97	-0,0990	-1,0100	0,9110	Apr 00
-0,1250	-0,1950	0,0700	Nov 97	-0,1660	-0,0860	-0,0800	Mei 00

Sumber : Hasil penelitian.

Berdasarkan data return portofolio pada tabel di atas, selanjutnya dilakukan Uji Beda Rata-Rata. Uji yang akan dilakukan adalah uji sisi kanan (*right tailed test*). Dengan

menggunakan program Microsoft Excel diperoleh hasil seperti tersaji dalam Tabel 5.

Tabel 5.  
Uji beda *return* portofolio *value & growth* untuk periode ekspansif

t-Test : Paired Two Sample for Means	Value	Growth
Mean	0,0813	0,0056
Variance	0,0848	0,0354
Observations	40	40
Hypothesized Mean Difference	0	
Df	39	
t Stat	1,7658	
P (T<=t) one-tail	0,0426	
t Critical one-tail	1,6848	

Sumber : Hasil penelitian.

Terlihat bahwa rata-rata *return* yang diberikan oleh portofolio *value* (0,0813) ternyata lebih tinggi daripada *return* portofolio *growth* (0,0056). Untuk mengetahui apakah perbedaan *return* tersebut signifikan atau tidak digunakan uji t dengan kriteria penerimaan atau penolakan  $H_0$  sebagai berikut :

Jika  $t_{hitung} \leq t_{tabel}$  :  $H_0$  diterima, jika  $t_{hitung} > t_{tabel}$  :  $H_0$  ditolak

Dari tabel yang sama, pada tingkat signifikansi 5% dan derajat kebebasan (*degree of freedom*) sebesar 39, nilai t tabel adalah sebesar 1,684. Sedangkan dari hasil uji

beda rata-rata diperoleh t hitung sebesar 1,7658. Karena  $t_{hitung} > t_{tabel}$  maka  $H_0$  ditolak dan  $H_a$  diterima.

Dapat disimpulkan bahwa pada periode ekspansif *return* yang diberikan oleh portofolio *value* lebih tinggi (dan signifikan) daripada *return* yang diberikan oleh portofolio *growth*. Maka, pada periode ekspansif fenomena *value effect* memang ada dan memiliki nilai yang signifikan.

#### B. Fenomena *value effect* dalam periode restriktif

Data *return* portofolio *value* dan *growth* selama periode restriktif dapat dilihat dalam Tabel 6 berikut ini. Dengan menggunakan program Microsoft Excel

Tabel 6.  
Data *return* portofolio *value & growth*, periode restriktif

Portfolio Return		Extra Return Port. Value	Periode	Portfolio Return		Extra Return Port. Value	Periode
Value	Growth			Value	Growth		
0,0080	-0,0750	0,0830	Apr 94	-0,2170	-0,2610	0,0440	Mei 95
0,0880	0,1390	-0,0510	Mei 94	1,1940	0,9730	0,2210	Jun 95
-0,0850	-0,0690	-0,0160	Jun 94	-0,0100	-0,0210	0,0110	Mei 96
-0,0260	-0,0400	0,0140	Jul 94	0,0120	-0,0650	0,0770	Jun 96
0,1010	0,0870	0,0140	Ags 94	-0,2660	-0,2190	-0,0470	Ags 97
-0,0730	0,0400	-0,1130	Sept 94	0,0740	0,1020	-0,0280	Sept 97
-0,0290	0,0010	-0,0300	Okt 94	0,1390	0,1220	0,0170	Mar 98
-0,0650	-0,0940	0,0290	Nov 94	0,1060	0,1370	-0,0310	Apr 98
0,0500	-0,0470	0,0970	Des 94	-0,1570	-0,0330	-0,1240	Mei 98
-0,0870	-0,0740	-0,0130	Jan 95	-0,1860	-0,1210	-0,0650	Jun 98
-0,0220	0,0210	-0,0430	Feb 95	0,1430	0,1040	0,0390	Jul 98
-0,0240	-0,0720	0,0480	Mar 95	-0,1260	0,0080	-0,1340	Mar 99
0,3810	-0,1060	0,4870	Apr 95				

Sumber : Hasil penelitian.



Tabel 7.  
Uji beda *return* portofolio *value* & *growth*, periode restriktif

t-Test : Paired Two Sample for Means	Value	Growth
Mean	0,0369	0,0175
Variance	0,0764	0,0502
Observations	25	25
Hypothesized Mean Difference	0	
Df	24	
t-Stat	0,7868	
P(T<=t) one-tail	0,2195	
t Critical one-tail	1,7109	

Sumber : Hasil penelitian.

diperoleh hasil uji beda rata-rata seperti tampak pada Tabel 7.

Sama seperti hasil pada periode ekspansif, rata-rata *return* portofolio *value* dalam periode restriktif ternyata masih lebih tinggi dibandingkan dengan *return* portofolio *growth* ( $0,0369 > 0,0175$ ). Akan tetapi selisih perbedaan antara kedua portofolio tersebut ( $0,0194$ ) lebih kecil daripada selisih perbedaan antara kedua portofolio pada periode ekspansif ( $0,1310$ ).

Dari daftar distribusi t diperoleh nilai t tabel (pada tingkat signifikansi 5% dan derajat kebebasan sebesar 24) sebesar 1,711. Dari hasil uji beda rata-rata diperoleh nilai t hitung sebesar 0,786. Karena  $0,786 < 1,711$  atau t hitung  $<$  t tabel maka  $H_0$  tidak dapat ditolak. Atau dengan kata lain, tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara *return* portofolio *value* dan *return* portofolio *growth*. Kesimpulannya, pada periode restriktif ternyata perbedaannya tidak signifikan, meski *return* yang diberikan oleh portofolio *value* masih lebih tinggi ketimbang *return* portofolio *growth*.

### C. Kesimpulan

Dari pengujian di atas terlihat bahwa ternyata terdapat perbedaan *return* portofolio *value* pada periode ekspansif dan periode restriktif. Dalam periode ekspansif, fenomena *value effect* memiliki nilai yang signifikan, sedangkan pada periode restriktif tidak. Dengan adanya perbedaan signifikansi tersebut dapat disimpulkan bahwa "Terdapat perbedaan *return* portofolio *value* yang signifikan antara periode ekspansif dan periode restriktif". Fenomena *value effect* terlihat secara signifikan pada periode ekspansif. Hasil ini sesuai dengan hasil yang ditemukan oleh Jensen, Johnson dan Mercer (1997, 1998).

### Pengujian Hipotesis Kedua

Hipotesis kedua yang akan diuji mengenai ada tidaknya perbedaan *return* portofolio *small firm* yang signifikan antara periode ekspansif dan periode restriktif. Untuk menguji hipotesis tersebut dilakukan langkah-langkah berikut ini.

Pertama, seluruh perusahaan (pada tiap-tiap tahun) yang termasuk ke dalam sampel penelitian diurut berdasarkan besar kecilnya ukuran perusahaan, yang diwakili dengan nilai kapitalisasi pasar (*market capitalization*). Data tentang nilai kapitalisasi pasar yang digunakan sebagai dasar perankingan diperoleh dari *JSX Monthly Statistics* bulan Desember 1992 – 1998. Selanjutnya dibentuk portofolio *small firm* dan *large firm* serta dihitung *return* kedua portofolio tersebut. Langkah yang terakhir adalah melakukan uji beda rata-rata untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan *return* portofolio *value* yang signifikan.

### A. Fenomena *small firm effect* dalam periode ekspansif

Berikut ini data mengenai *return* portofolio *small firm* dan *large* untuk 40 bulan. (lihat Tabel 8).

Berdasarkan data di atas, selanjutnya dilakukan pengujian hipotesis dengan menggunakan Uji Beda Rata-Rata untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan *return* yang signifikan antara portofolio *small firm* dan *large firm* pada kondisi moneter yang ekspansif.

Dengan menggunakan program Microsoft Excel diperoleh hasil uji beda rata-rata yang disajikan pada Tabel 9.

Untuk mengetahui signifikansi perbedaan antara *return* portofolio *small firm* dan *large firm* digunakan uji t. Sesuai dengan hipotesis yang akan dibuktikan kebenarannya, uji yang dilakukan adalah uji satu sisi, yaitu sisi kanan, dengan kriteria penerimaan dan penolakan hipotesis nol sebagai berikut :

**Jika t hitung  $\leq$  t tabel :  $H_0$  diterima, jika t hitung  $>$  t tabel :  $H_0$  ditolak**

Dengan menggunakan tingkat signifikansi sebesar 5% dan derajat kebebasan sebesar 39 berdasarkan tabel, distribusi t diperoleh nilai t tabel sebesar 1,684. Sedangkan menurut hasil penghitungan nilai t hitung adalah 2,821. Perbandingan antara angka t hitung dan t tabel menunjukkan bahwa t hitung  $>$  t tabel. Dengan demikian  $H_0$  yang diajukan ditolak dan  $H_a$  diterima.

Tabel 8.  
Data return portofolio small firm & large firm, periode ekspansif

Portfolio Return		Extra Return Port.Small	Periode	Portfolio Return		Extra Return Port.Small	Periode	
Small Firm	Large Firm			Small Firm	Large Firm			
0,0350	0,0260	0,0090			0,1420	-0,0050	0,1470	Des 97
-0,1270	-0,0840	-0,0430	Jan 94		-0,0470	-0,0050	-0,0465	Jan 98
0,0610	-0,0530	0,1140	Feb 94		0,0420	0,0460	-0,0040	Sept 98
0,0280	0,2220	-0,1940	Ags 95		0,0220	0,0600	-0,0380	Okt 98
0,0020	-0,0020	0,0040	Sept 95		0,2330	0,4850	-0,2520	Nov 98
0,0190	-0,0480	0,0670	Okt 95		0,1900	0,0190	0,1710	Des 98
0,0610	-0,0080	0,0690	Nov 95		-0,0740	-0,0470	-0,0270	Jan 99
-0,0070	0,0850	-0,0920	Des 95		1,2630	0,4210	0,8420	Mei 99
0,0300	0,0440	-0,0140	Jan 96		0,6300	0,2330	0,3970	Jun 99
0,0430	0,0780	-0,0350	Feb 96		-0,0040	-0,1030	0,0990	Jul 99
0,1370	-0,0200	0,1570	Sept 96		-0,0740	-0,0620	-0,0120	Ags 99
-0,0040	0,0590	-0,0630	Okt 96		-0,0032	-0,0034	0,0002	Sept 99
0,0960	0,0600	0,0360	Nov 96		0,1890	0,0640	0,1250	Okt 99
0,0450	0,0760	-0,0310	Des 96		0,3440	-0,0460	0,3900	Nov 99
0,2030	0,0390	0,1640	Jan 97		0,0930	0,1310	-0,0380	Des 99
-0,0180	-0,0390	0,0210	Feb 97		0,1400	-0,0620	0,2020	Jan 00
0,0730	-0,0140	0,0870	Mar 97		0,0450	-0,0400	0,0850	Feb 00
0,0470	0,0460	0,0010	Apr 97		0,0920	-0,0140	0,1060	Mar 00
0,1750	0,0390	0,1360	Mei 97		-0,0070	-0,1110	0,1040	Apr 00
-0,0900	-0,1920	0,1020	Jun 97		-0,0700	-0,1390	0,0690	Mei 00
			Nov 97					

Sumber : Hasil penelitian.

Tabel 9.  
Uji beda return portofolio small firm & large firm, periode ekspansif

t-Test : Paired Two Sample for Means	Small Firm	Large Firm
Mean	0,09887	0,0228
Variance	0,0531	0,0157
Observations	40	40
Hypothesized Mean Difference	0	
Df	39	
T Stat	2,8211	
P(T<=t) one-tail	0,0037	
T Critical one-tail	1,6848	

Sumber : Hasil penelitian.

Kesimpulannya, pada eriode ekspansif *return* portofolio *small firm* secara signifikan mengungguli *return* portofolio *large firm*.

#### B. Fenomena *small-firm effect* pada periode restriktif

Langkah penelitian selanjutnya adalah meneliti keadaan fenomena *small-firm effect* pada kondisi moneter yang restriktif. Data tentang *return* portofolio *small firm* dan *large firm* dalam periode restriktif tersaji

pada Tabel 10.

Berdasarkan data di atas, dengan menggunakan program Microsoft Excel diperoleh hasil uji beda rata-rata yang disajikan pada Tabel 11.

Dari hasil itu terlihat jelas bahwa pada periode restriktif, rata-rata *return* yang diberikan oleh portofolio *small firm* (-0,0044) lebih kecil dibandingkan dengan rata-rata *return* yang diberikan oleh *large firm* (0,0383).

Berdasarkan tabel distribusi *t*, pada derajat

Tabel 10.  
Data *return* portofolio *small firm* & *large firm*, periode restriktif

Portfolio Return		Extra Return Port.Small	Periode	Portfolio Return		Extra Return Port.Small	Periode
Small Firm	Large Firm			Small Firm	Large Firm		
-0,0680	0,1040	-0,1720	Apr 94	-0,3490	-0,3450	-0,0040	Mei 95
-0,0250	0,1400	-0,1650	Mei 94	0,6800	1,6870	-1,0070	Jun 95
-0,0660	-0,1030	0,0370	Jun 94	-0,0220	-0,0530	0,0750	Mei 96
0,0010	-0,0440	0,0450	Jul 94	-0,0020	0,1340	-0,1360	Jun 96
0,0430	0,4670	-0,4240	Ags 94	-0,1790	-0,2820	0,1030	Ags 97
-0,0490	-0,0080	-0,0410	Sept 94	-0,0010	0,1030	-0,1040	Sept 97
-0,0220	-0,3260	0,3040	Okt 94	0,1270	0,1750	-0,0480	Mar 98
-0,0480	-0,1170	0,0690	Nov 94	0,1760	-0,1980	0,3740	Apr 98
0,0100	-0,0240	0,0340	Des 94	-0,0760	-0,2150	0,1390	Mei 98
-0,0630	-0,0590	-0,0040	Jan 95	-0,1470	-0,0560	-0,0910	Jun 98
-0,0170	0,0240	-0,0410	Feb 95	0,1260	0,1700	-0,0440	Jul 98
-0,0280	-0,0700	0,0420	Mar 95	-0,1280	-0,0780	-0,0500	Mar 99
-0,0260	-0,0690	0,0430	Apr 95				

Sumber : Hasil penelitian.

Tabel 11.  
Uji beda *return* portofolio *small firm* & *large firm*, periode restriktif

T-Test : Paired Two Sample for Means	Small Firm	Large Firm
Mean	-0,004	0,0383
Variance	0,0311	0,1495
Observations	25	25
Hypothesized Mean Difference	0	
Df	24	
T Stat	-0,8434	
P(T<=t) one-tail	0,2037	
T Critical one-tail	1,7109	

Sumber : Hasil penelitian.

kebebasan 24 dan tingkat signifikansi 5% diperoleh nilai t tabel sebesar 1,711. Dari hasil pengolahan data dengan Microsoft Excel diperoleh nilai t hitung sebesar -0,8434. Karena t hitung < t tabel maka Ho yang diajukan tidak bisa ditolak. Karena itu kesimpulannya: "pada periode restriktif tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara return portofolio *small firm* dengan return portofolio *large firm*".

### C. Kesimpulan

Terdapat perbedaan yang jelas antara return portofolio *small firm* pada periode ekspansif dan restriktif. Pada periode ekspansif, return yang diberikan oleh portofolio *small firm* secara signifikan mengungguli return portofolio *large firm*. Sebaliknya pada periode restriktif tidak ditemui adanya perbedaan yang signifikan.

Dari hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa fenomena *small-firm effect* hanya terlihat secara signifikan pada kondisi moneter yang ekspansif. Sekali lagi, hasil ini sesuai dengan temuan Jensen, Johnson dan Mercer (1997, 1998).

### Hubungan Antara Return Saham, Rasio P/B, Size dan Kondisi Moneter

Untuk melengkapi gambaran tentang hubungan antara return saham dengan rasio P/B, ukuran perusahaan (*size*) dan kondisi moneter, selanjutnya akan dilakukan regresi berganda dan uji korelasi.

Data yang diperlukan untuk melakukan regresi adalah data tahunan yang berkaitan dengan indeks harga saham individual (IHSI) dan *cash dividend*, rasio P/B dan nilai kapitalisasi pasar. Data tersebut diperoleh dari *JSX Monthly Statistics* dan *JSX Quarterly Statistics*, 1994-1999.

Selain itu juga diperlukan data tentang tingkat suku bunga SBI untuk menentukan kondisi moneter.

Model penelitian yang digunakan untuk menggambarkan hubungan antara variabel dependen dan independen dapat dilihat pada persamaan (1).

Untuk mengetahui kelayakan regresi, perlu dilakukan dua pengujian lainnya. Uji yang pertama adalah pengujian untuk mengetahui ada tidaknya gejala multikolinearitas dan uji yang kedua adalah pengujian untuk mengetahui ada tidaknya gejala heteroskedastisitas. Karena terlihat adanya masalah heteroskedastisitas maka perlu dicari cara untuk mengatasi kondisi tersebut.

Salah satu cara yang dapat ditempuh adalah dengan mencari White's heteroscedasticity-consistent variances and standard errors. White (1980) telah mengembangkan *heteroskedasticity consistent covariance matrix estimator* yang memberikan varian dan *standard error* yang konsisten dalam kondisi adanya gejala heteroskedastisitas. Berdasarkan White's *standard error and variance* selanjutnya dapat dilakukan uji t dan uji F.

Dengan menggunakan program Eviews, diperoleh hasil persamaan regresi seperti disajikan dalam Tabel 12. Beberapa kesimpulan yang bisa dipetik:

- Variabel MDPB (=  $\text{Monet} \cdot \text{dpb}$ ), MDSIZE (=  $\text{Monet} \cdot \text{dsize}$ ) dan Monet mempunyai hubungan yang signifikan terhadap return saham. Ini dapat dilihat dari signifikannya nilai t serta nilai probabilitas yang lebih kecil dari 5% (tingkat signifikansi yang digunakan) untuk masing-masing variabel.
- Variabel Monet mempunyai hubungan yang positif dengan return saham. Seperti yang telah didefinisikan sebelumnya, variabel monet adalah proporsi jumlah bulan dalam setahun ketika kondisi moneter

Tabel 12.

Persamaan regresi dengan *white-heteroskedasticity standard errors & covariance*

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.676931	0.223374	-7.507288	0.0000
MDPB (Monet* dpb)	0.927840	0.363562	2.552082	0.0109
MDSIZE (Monet* dsize)	0.798499	0.360848	2.212840	0.0271
MONET	3.383217	0.425579	7.949675	0.0000
R-squared	0.136074	Mean dependent var		0.360551
Adjusted R-Squared	0.133355	S.D. dependent var		1.587329
S.E. of regression	1.477705	Akaike info criterion		3.623028
Sum squared resid	2080.982	Schwarz criterion		3.643357
Log likelihood	-1729.619	F-statistic		50.03472
Durbin-Watson stat	1.665066	Prob (F-statistic)		0.000000

Sumber : Hasil penelitian.

berada dalam kondisi ekspansif. Karena Monet dan *return* mempunyai hubungan yang positif berarti semakin besar proporsi bulan ekspansif maka akan semakin besar pula *return* saham. Atau dengan kata lain *return* saham akan lebih besar apabila perekonomian berada dalam kondisi ekspansif.

- Variabel MDPB mempunyai hubungan yang positif dengan *return* saham. Variabel MDPB adalah variabel interaksi antara variabel monet dengan variabel dpb (dummy P/B). Variabel dpb mempunyai nilai 1 untuk *value firms* dan 0 untuk lainnya. Sehingga, semakin besar proporsi bulan ekspansif maka semakin tinggi pula *return* dari saham-saham perusahaan yang termasuk ke dalam kelompok *value* (memiliki rasio P/B yang rendah) dibandingkan *return* saham dari kelompok-kelompok lainnya.
- Variabel MDSIZE mempunyai hubungan yang positif dengan *return* saham. Variabel MDSIZE adalah variabel interaksi antara variabel monet dengan variabel dsiz (dummy size). Variabel dsiz mempunyai nilai 1 untuk *small firms* dan 0 untuk lainnya. Sehingga, semakin besar proporsi bulan ekspansif maka semakin tinggi pula *return* dari saham-saham perusahaan yang termasuk ke dalam kelompok *small firms* (memiliki nilai kapitalisasi pasar yang rendah) dibandingkan *return* saham dari kelompok-kelompok lainnya.
- Terlihat adanya perbedaan tingkat sensitivitas *return* saham dari kelompok yang berbeda-beda terhadap kondisi moneter. Saham dari kategori *value* dan *small-firm* lebih sensitif terhadap perubahan kondisi moneter dibandingkan saham-saham dari kategori lainnya. Perbedaan *return* saham-saham dari kategori tersebut dengan kategori lainnya akan semakin besar jika kondisi moneter berada dalam keadaan ekspansif.

## Kesimpulan

Dari hasil regresi dengan menggunakan beberapa model ternyata hasil penelitian yang diperoleh konsisten dengan beberapa penelitian terdahulu, seperti Utama dan Dewiyani (1999), serta Elfakhani, Lockwood dan Zaher (1998). Ini terlihat dari ditemukannya hubungan negatif yang signifikan antara rasio P/B dengan *return* saham dan antara ukuran perusahaan dengan *return* saham.

Variabel baru, yaitu kondisi moneter yang ditambahkan dalam penelitian ini, juga menunjukkan tanda sesuai dengan yang diharapkan. Berdasarkan hasil penelitian terlihat bahwa *return* saham akan lebih tinggi jika kondisi moneter berada dalam periode ekspansif. Begitupun bila kita menyoroti interaksi antara kondisi moneter dengan karakteristik tertentu dari rasio P/B perusahaan (*value firms* dan *growth firms*) serta ukuran

perusahaan (*small-firms* dan *large-firms*). Tampak hanya dalam kondisi ekspansif *return* saham perusahaan-perusahaan yang termasuk ke dalam kelompok *value firms* dan *small-firms* akan lebih tinggi daripada *return* saham perusahaan dari kelompok lainnya. Sebaliknya, dalam kondisi moneter yang sama, *return* saham perusahaan-perusahaan dari kelompok *growth firms* dan *large-firms* akan lebih kecil dari *return* saham perusahaan dari kelompok lainnya.

Hasil analisis regresi ini sesuai dengan hasil yang diperoleh dari pengujian hipotesis pertama dan kedua. Selain itu, sekali lagi hasil penelitian juga sesuai dengan apa yang ditemukan oleh Jensen dan kawan-kawan (1997, 1998). Ketiga penulis itu melakukan penelitian di bursa saham di Amerika dan menemukan bahwa kondisi moneter sangat berpengaruh terhadap *small-firms effect* dan *value effect*. Secara lebih terperinci, kedua fenomena di atas hanya ditemui secara konsisten dan memiliki nilai yang signifikan apabila kondisi moneter berada dalam periode ekspansif.

Implikasi dari hasil penelitian di atas terutama dapat digunakan oleh para investor untuk menentukan strategi investasi. Bagi para investor yang ingin memanfaatkan fenomena *value effect* dan *small-firm effect* sebaiknya terlebih dulu memperhatikan kondisi moneter pada saat tersebut. Bila kondisi moneter berada dalam periode ekspansif, maka strategi dengan memanfaatkan kedua fenomena tersebut dapat digunakan. Sebaliknya, jika kondisi moneter berada dalam periode restriktif strategi tersebut tidak akan efektif dalam menghasilkan *return* yang tinggi.

## Daftar Kepustakaan

- Bank Indonesia. *Statistik Ekonomi - Keuangan Indonesia*.
- Bauman, W. Scot, C. Mitchell Conover, dan Robert E. Miller. "Growth versus Value and Large Cap versus Small Cap Stocks in International Markets," *Financial Analysts Journal*. Maret/April 1998.
- Bursa Efek Jakarta. *JSE Monthly Statistics*. January 1993 - Mei 2000.
- \_\_\_\_\_. *JSE Quarterly* (4<sup>th</sup> Quarter). 1993 - 2000.
- Capaul, Carlo, Ian Rowley, dan William F. Sharpe. "International Value and Growth Stock Returns," *Financial Analysts Journal*, January-February 1993.
- Chan, K.C., dan Naifu Chen. "Structural and Return Characteristics of Small and Large Firms," *The Journal of Finance*. Vol. XLVI. No. 4. September 1991.
- Fama, Eugene F., dan Kenneth R. French. "Business Conditions and Expected Returns on Stock and Bond," *The Journal of Financial Economics*. Vol. 25, 1989.
- \_\_\_\_\_. "Size and Book to Market Factors in Earnings and Returns," *The Journal of Finance*. Vol. I, No. 1. Maret 1995.
- Jensen, Gerald R., Robert R. Johnson, dan Jeffrey M. Mercer. "New Evidence on Size and Price to Book Effects in Stock Returns," *Financial Analysts Journal*. November-Desember 1997.
- \_\_\_\_\_. "The Inconsistency of Small Firm and Value Stock Premiums," *The Journal of Portfolio Management*. Winter, 1998.
- Patelis, Alex D. "Stock Return Predictability and The Role of Monetary Policy," *The Journal of Finance*. Vol. LI, No. 5, Desember 1997.
- Schwert, G. William. "Size and Stock Returns, and Other Empirical Regularities," *The Journal of Financial Economics*. No. 12, 1983.
- Utama, Siddharta, dan Leola Dewiyani. *An Empirical Examination of The Cross Section of Expected Return : Indonesia Evidence*. Working Paper, Universitas Indonesia. Oktober 1999.
- Utama, Siddharta, dan Rini Fitriani. *The Performance Evaluation of Stock Portfolios formed Based on Accounting and Market Data : Indonesia Evidence*. Working Paper, Universitas Indonesia. Mei 1999.