



ANALISIS PENGEMBALIAN YANG DIHARAPKAN MULTI SEKTORAL DI INDONESIA

Irham Akbar Kusuma¹, Supardi²

Program Studi Magister Manajemen, Universitas Widyatama, Bandung, Indonesia

Penulis korespondensi: irham.kusuma@widyatama.ac.id

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji adanya karakteristik sektoral terhadap expected return yang diukur dengan menggunakan Capital Asset Pricing Model (CAPM) pada perusahaan Indonesia, dan untuk melihat pengaruh variabel keuangan E/P, Size, Liquidity, BV/MV dan DER terhadap pengembalian yang diharapkan. Sampel meliputi 440 observasi perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia untuk periode 2016 - 2020. Model regresi berganda digunakan untuk menghitung potensi hubungan antara variabel keuangan (E / P, Ukuran, Likuiditas, BV / MV dan DER) dan pengembalian yang diharapkan. Hasil penelitian menunjukkan (i) rata-rata imbal hasil yang diharapkan untuk sektor pertambangan adalah yang tertinggi, sedangkan sektor dengan imbal hasil yang diharapkan terendah adalah konsumen; (ii) rasio fundamental perusahaan E/P, Size, Liquidity, BV/MV dan DER secara simultan berpengaruh signifikan dan positif terhadap expected return; (iii) E/P dan Size secara parsial berpengaruh signifikan terhadap expected return; (iv) Likuiditas, BV/MV dan DER secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap expected return tahun 2016-2020. Oleh karena itu, signifikansi variabel-variabel yang mempengaruhi pengembalian yang diharapkan dapat menjadi dasar pengambilan keputusan calon investor dan perusahaan dalam rangka investasi dan penerbitan saham.

Kata Kunci : E/P, Size, Likuiditas, BV/MV, DER, Expected Return

Pendahuluan

Pasar modal Indonesia memiliki sejarah penurunan dan kenaikan pasar yang cukup menarik, mengingat Indonesia merupakan negara emerging market yang menawarkan investasi “high risk high gain” (high risk, high return). Tapi tentu saja, masalah dari pasar negara berkembang (seperti krisis 1997-1998) membuat banyak investor lebih berhati-hati tentang ekspansi modal meskipun lingkungan peraturan mendukung. Misalnya AFTA (ASEAN Free Trade Area) dan APT (ASEAN Plus Three).

Pasar negara berkembang seperti: Indonesia juga punya investasi sendiri ciri-cirinya, salah satunya adalah pasar negara berkembang umumnya mengandalkan pada produksi sumber daya alam seperti pertanian, minyak bumi dan pertambangan. Ini telah menyebabkan banyak investor mengambil spekulasi posisi pada penurunan dan peningkatan yang signifikan harga komoditas yang memiliki hubungan langsung dan dampak tidak langsung pada harga saham.

Berdasarkan ciri-ciri tersebut, maka tentu sangat menarik untuk mengetahui berapa banyak pengembalian yang diharapkan yang disesuaikan dengan risiko ($E(R_i)$) pada pasar modal di Indonesia. Seperti yang kita tahu dalam buku teks keuangan, di pasar yang seimbang situasi, investor yang menginvestasikan modalnya membutuhkan ekspektasi dari tingkat yang diharapkan dari pengembalian di masa depan, dengan risiko yang dapat diterima. Jadi proses investasi mengharuskan investor untuk memperkirakan dan mengevaluasi pengembalian yang diharapkan dan risiko. Umumnya investor membutuhkan pengembalian yang diharapkan atas ketidakpastian sebagai premium. Seperti yang dinyatakan oleh Reilly, Brown dan Leeds (2019), investasi adalah komitmen untuk uang untuk jangka waktu tertentu yang bertujuan untuk mendapatkan pembayaran kompensasi di masa depan untuk (1) lamanya jangka waktu komitmen, (2) pengembalian yang diharapkan atas inflasi di periode waktu saat ini, dan (3) ketidakpastian tentang pembayaran masa depan.

Model penetapan harga aset modal (CAPM), Sharpe (1964), Lintner (1965) dan Mossin (1966), yang dibangun di atas konsep aset bebas risiko (RFR) yang memiliki nol perbedaan. CAPM menjelaskan secara tepat perhitungan pengembalian yang diharapkan



berdasarkan (1) modal (RFR), dan (2) risiko yang diterima oleh investor. CAPM memperluas pasar modal teori dengan cara yang memungkinkan investor untuk mengevaluasi trade-off risiko-pengembalian untuk diversifikasi portofolio dan sekuritas individu.

Berdasarkan ini, pertanyaannya adalah, apakah ada faktor lain yang mempengaruhi positif hubungan linier antara risiko dan pengembalian aset berisiko? Reilly, Brown dan Leeds (2019) dalam buku mereka menjelaskan bahwa masing-masing industri memiliki karakteristiknya sendiri mengenai pengembalian dan risiko yang diharapkan.

Sementara itu, Amalia (2018) dimulai dari beberapa penelitian lebih lanjut yang menjelaskan hubungan historis antara Laba-ke- Price Ratio (E/P) dan tingkat pengembalian saham. Beberapa berpendapat bahwa saham dengan E / P memiliki kinerja yang lebih tinggi dari saham dengan E/P rendah, ini karena pasar melebih-lebihkan perusahaan yang sedang tumbuh (pertumbuhan). Hubungan historis ini membuktikan adanya pengaruh E/P terhadap riskadjusted kinerja pasar. E/P perlu dipertimbangkan bersama dengan risiko (beta), terutama pengembalian yang diharapkan (E (Ri)) yang risiko memiliki fungsi positif, tetapi investor juga membutuhkan tingkat pengembalian yang tinggi dari saham dengan E/P tinggi.

Jatmiko (2015) juga menjelaskan efeknya ukuran perusahaan (yang diukur dengan pasar nilai) pada pengembalian yang disesuaikan dengan risiko. Hasil studi menunjukkan bahwa perusahaan kecil secara konsisten memiliki penyesuaian risiko yang lebih tinggi pengembalian daripada perusahaan besar. Sebuah studi oleh Stoll dan Whaley (1983) mengkonfirmasi ukuran efek tetapi juga menemukan bahwa perusahaan dengan pasar kecil nilai umumnya memiliki harga saham yang rendah. Di pendek, perusahaan kecil mengungguli perusahaan besar setelah mempertimbangkan risiko yang lebih tinggi.

Sebaliknya, sebuah penelitian yang meneliti beberapa interval waktu menyimpulkan bahwa pengaruh ukuran perusahaan tidak stabil. Selama sebagian besar periode, para peneliti menemukan hubungan negatif antara ukuran dan pengembalian; namun, selama periode waktu tertentu (seperti 1967 hingga 1975), mereka menemukan bahwa perusahaan besar mengungguli perusahaan kecil. Secara khusus, hubungan positif ini berlangsung selama periode terakhir berikut: 1984–1987; 1989-1990; 1995–1998; dan selama 2005-2009 berdasarkan penyesuaian risiko. Hidayat, Hasnawati dan Hendrawaty (2019) mengakui ketidakstabilan ini tetapi berpendapat bahwa efek dari perusahaan kecil masih merupakan fenomena jangka panjang. Perusahaan kecil diukur secara tidak benar karena mereka lebih jarang diperdagangkan, sehingga likuiditas merupakan faktor yang juga mempengaruhi pengukuran. Hasil ini menunjukkan bahwa pengaruh likuiditas dan ukuran harus dipertimbangkan dalam setiap studi pengembalian yang diharapkan (E (Ri)) yang mempertimbangkan jangka waktu yang panjang dan berisi sampel perusahaan dengan nilai pasar yang berbeda secara signifikan.

Pengaruh lain dari hubungan antara tingkat pengembalian dan risiko adalah nilai buku terhadap nilai pasar (BV/MV), Agustina (2014) menemukan hubungan positif yang signifikan antara nilai BV/MV saat ini dengan return saham masa depan. Hal ini juga didukung oleh Nisa dan Khairunnisa (2019) yang mengevaluasi pengaruh gabungan size dan BV/MV terhadap rata-rata return pada 100 saham Kompas.

Ramadan, Batubara dan Zakwan (2019) menemukan bahwa leverage keuangan (DER: debt-equity ratios) juga membantu menjelaskan pengembalian yang disesuaikan dengan risiko. Ini menunjukkan CAPM multivariat dengan tiga variabel risiko: beta, ukuran, dan leverage keuangan.

Berdasarkan pembahasan di atas, maka hipotesis dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

1. Earnings-to-Price Ratio (E/P) mempengaruhi pengembalian yang diharapkan.
2. Ukuran (Market Cap.) Memiliki efek pada pengembalian yang diharapkan.
3. Likuiditas (volume) berpengaruh terhadap return yang diharapkan.
4. Nilai Buku terhadap Nilai Pasar (BV/MV) mempengaruhi pengembalian yang diharapkan.
5. Leverage (DER) mempengaruhi pengembalian yang diharapkan.



METODE

Contoh Konstruksi

Data sekunder yang digunakan berupa data kuantitatif yaitu cross section. Data cross-section dikumpulkan dari 440 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari Januari 2016 sampai Desember 2020. Jenis data sekunder berupa data publikasi perusahaan yang diperoleh melalui www.idx.co.id dan data sekunder lainnya diperoleh dari Bank Indonesia dan id.investing.com. Untuk keperluan penelitian, pengambilan sampel menggunakan metode purposive sampling, yaitu sampel ditentukan berdasarkan tujuan masalah penelitian (dengan pertimbangan tertentu). Sampel yang diambil harus memenuhi kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan tercatat di Bursa Efek Indonesia sejak Januari 2016 sampai dengan Desember 2020.
2. Perseroan aktif diperdagangkan secara berkelanjutan di Bursa Efek Indonesia sejak Januari 2016 sampai dengan Desember 2020.
3. Perseroan tidak mengalami penghentian atau penghentian sementara perdagangan oleh Bursa Efek Indonesia sejak Januari 2016 sampai dengan Desember 2020.

Variabel Tak Bebas

Dalam penelitian ini, return yang diharapkan investor di masa depan diukur dengan menggunakan konsep CAPM. Menurut Sharpe (1964), Lintner (1965) dan Mossin (1966) mendefinisikan pengukuran risiko menggunakan konsep risiko sistematis, yang disebut koefisien beta dan menghitungnya dengan membandingkannya dengan pergerakan pasar. Seperti yang ditunjukkan oleh persamaan berikut:

$$E(R_i) = RFR + \left(\frac{\sigma_i r_{iM}}{\sigma_M} \right) [E(R_M) - RFR]$$

Maka :

$$E(R_i) = RFR + \beta_i [E(R_M) - RFR]$$

Persamaan di atas adalah CAPM yang mendefinisikan kembali bentuk risiko sebagai beta (β_i) atau risiko aset individu relatif terhadap pasar secara keseluruhan. Oleh karena itu, beta dapat diartikan sebagai risiko sistematis dari portofolio pasar. Mirip dengan teori pasar modal, CAPM menetapkan premi risiko pasar [$E(R_M) - RFR$] untuk setiap risiko aset individu relatif terhadap pasar. Selanjutnya, pengukuran risiko sistematis (β) dapat dilakukan dengan 2 (dua) cara. Pertama, koefisien beta dapat dihitung menggunakan rumus :

$$\beta_i = \left(\frac{\sigma_i}{\sigma_M} \right) (r_{iM}) = \frac{Cov(R_i R_M)}{\sigma_M^2}$$

Di mana, σ_M^2 adalah varians dari tingkat pengembalian pasar dan $Cov(R_i R_M)$ adalah kovarians antara tingkat pengembalian sekuritas i dan pasar. Kedua, koefisien beta dapat dihitung dengan memperkirakan koefisien kemiringan dalam persamaan regresi antara tingkat pengembalian sekuritas i dan tingkat pengembalian pasar:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i (R_{Mt}) + \varepsilon_{it}$$

Di mana, α_i adalah intersep regresi ε_{it} dan kesalahan acak untuk risiko tidak sistematis dari suatu keamanan i . Kedua metode akan menghasilkan nilai beta yang sama untuk keamanan dan pengembalian pasar.



Variabel Independen

Rasio Pendapatan terhadap Harga (E/P)

Menurut Drake & Fabozzi (2012), earning-to-price ratio (E/P) adalah rasio yang membandingkan laba per saham dengan harga per saham. Dalam menilai suatu saham, investor akan menilai masa depan, sehingga keuntungan dari rasio ini mencerminkan pengembalian normal yang diharapkan untuk setiap saham.

Ukuran Perusahaan (Kapitalisasi Pasar)

Menurut Fernando (2021) kapitalisasi pasar adalah total nilai uang atas saham perusahaan. Kapitalisasi pasar dihitung dengan mengalikan jumlah saham dengan harga pasar per saham perusahaan. Kapitalisasi pasar adalah metode cepat dan mudah untuk memperkirakan nilai perusahaan dengan mempertimbangkan apa yang menurut pasar sesuai untuk perusahaan publik. Penggunaan kapitalisasi pasar untuk menunjukkan ukuran perusahaan menjadi penting karena ukuran perusahaan merupakan penentu dasar dari berbagai karakteristik yang diminati investor, termasuk risiko.

Likuiditas

Menurut Saunders & Cornett (2008), likuiditas adalah kemudahan untuk mengubah aset menjadi uang tunai. Meskipun pasar tersedia untuk menyediakan layanan dengan memperdagangkan sekuritas di antara mereka sendiri, investor juga menghadapi risiko harga atas penjualan sekuritas, dan perdagangan sekuritas di pasar sekunder melibatkan berbagai biaya transaksi. Artinya, harga di mana investor dapat menjual sekuritas di pasar sekunder seperti Bursa Efek mungkin berbeda dari harga yang mereka harapkan. Mengenai return yang diharapkan, likuiditas menjadi beban yang menentukan investor dalam memperkirakan risiko.

Nilai Buku ke Nilai Pasar (BV/MV)

Banyak peneliti mengamati bahwa rasio nilai buku ekuitas terhadap nilai pasar ekuitas, BV/MV, dikaitkan dengan pengembalian sekuritas: Jatmiko (2015) BV/MV yang lebih tinggi dikaitkan dengan pengembalian masa depan yang lebih tinggi. Dalam studi tentang hubungan antara fundamental dan return saham, Jatmiko (2015) menemukan bahwa BV/MV dan ukuran perusahaan (kapitalisasi pasar) menjelaskan tingkat pengembalian sekuritas cross-sectional. Selanjutnya, mereka menemukan bahwa BV/MV menggambarkan pengembalian keamanan lebih baik daripada beta dan ukuran perusahaan, di mana perusahaan dengan BV/MV yang tinggi memiliki tingkat pengembalian yang lebih tinggi.

Pengungkit (DER)

Menurut Subramanyam (2009) leverage keuangan (DER) diukur dengan jumlah relatif kewajiban keuangan (utang) dibagi dengan ekuitas yang membiayai aset operasi. Leverage keuangan dapat meningkatkan ROE selama spreadnya positif. Sederhananya, jika perusahaan dapat memperoleh tingkat pengembalian aset operasi yang lebih tinggi daripada biaya utang yang membiayai aset tersebut, pengembalian berlebih diperoleh untuk kepentingan pemegang sahamnya. Oleh karena itu, lebih baik menggunakan hutang berbiaya rendah daripada membiayai ekspansi dengan modal ekuitas berbiaya tinggi, meskipun harus diakui bahwa meningkatkan hutang berarti meningkatkan risiko kebangkrutan bagi perusahaan. Oleh karena itu, tingkat pengembalian merupakan fungsi dari tingkat leverage keuangan. Tingkat leverage keuangan umumnya di bawah kendali perusahaan yang dapat menentukan proporsi relatif dari hutang dan ekuitas dalam struktur modal dan jumlah likuiditas yang dimilikinya.



Tabel 24. Definisi Variabel yang Berbeda

Variabel	Definisi
E/P	Rata-rata rasio laba per saham pada penutupan Desember. Untuk perusahaan dengan laba per saham negatif atau nol, rasio ini telah ditetapkan sama dengan nol.
Size	Logaritma natural dari rata-rata kapitalisasi pasar pada penutupan Desember. Kapitalisasi pasar dihitung dengan mengalikan harga saham penutupan pada bulan Desember tahun t dengan jumlah saham yang beredar pada akhir bulan Desember tahun t.
Likuiditas	Logaritma natural rata-rata volume perdagangan saham 3 (tiga) bulan pada penutupan bulan Desember.
BV/MV	Rata-rata rasio nilai buku ekuitas terhadap nilai pasar ekuitas pada penutupan Desember.
DER	Rata-rata rasio utang terhadap nilai buku ekuitas pada penutupan Desember. Untuk perusahaan dengan utang negatif atau nol per nilai buku ekuitas, rasio ini telah ditetapkan sama dengan nol.
Expected Return	Tingkat pengembalian yang diharapkan investor di masa yang akan datang, dengan menggunakan konsep CAPM. $E(R_i) = RFR + \beta_i[E(R_M) - RFR]$

Spesifikasi Model

Analisis menggunakan regresi linier berganda. Regresi linier berganda bertujuan untuk mengetahui besarnya pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen, yaitu Expected Return. Model regresi berganda adalah sebagai berikut:

$$Y = 0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \varepsilon$$

Di mana:

Y : Pengembalian yang Diharapkan (PENGEMBALIAN_EKSPEKTASI)

0 : mencegat

1 : koefisien E/P

2 : koefisien UKURAN

3 : koefisien LIKUIDITAS

4 : koefisien BV/MV

5 : koefisien DER

X1 : Rasio Pendapatan terhadap Harga (E/P)

X2 : Ukuran (SIZE)

X3 : Likuiditas (LIKUIDITAS)

X4 : Nilai Buku terhadap Nilai Pasar (BV/MV)

X5 : Leverage (DER)

ε : kesalahan

Hasil dan Analisis

Statistik Deskriptif

Tabel 25 menunjukkan hasil analisis deskriptif untuk tingkat pengembalian yang diharapkan dari berbagai sektor yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, yaitu: pertanian; bahan dasar dan bahan kimia; konsumen; keuangan; infrastruktur, utilitas dan transportasi; pertambangan; berbagai industri; properti, real estat dan konstruksi bangunan; dan perdagangan, jasa dan investasi.



Analisis deskriptif menunjukkan bahwa rata-rata pengembalian yang diharapkan untuk sektor pertambangan adalah yang terbesar dari semua sektor yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Tren ini diikuti oleh sektor-sektor yang memiliki karakteristik yang sama yaitu bahan baku dan kimia. Sedangkan sektor dengan ekspektasi return terendah adalah konsumen.

Tabel 25 Karakteristik Sektor Industri Terhadap Return yang Diharapkan

Descriptive Statistics									
	Agrikultur	Bahan Dasar dan Kimia	Konsumer	Keuangan	Infrastruktur, Utilitas dan Transportasi	Pertambangan	Aneka Industri	Properti Real Estate dan Konstruksi Bangunan	Perdagangan Pelayanan dan Investasi
Mean	5.2563	5.4570	4.9693	5.2159	5.3783	5.5160	5.1009	5.3979	4.9776
Median	5.3486	5.3198	4.8964	5.1177	5.3600	5.5200	5.1300	5.1000	4.8450
Std. Deviation	0.59585	0.78733	0.57865	0.83135	0.78219	0.89142	0.61494	0.95427	0.65678
Minimum	4.50	3.18	3.80	3.47	3.74	3.66	3.94	4.08	3.48
Maximum	6.51	8.03	6.94	7.59	6.97	7.69	6.63	7.47	6.44

Uji Korelasi Pearson

Tabel 26 menunjukkan bahwa korelasi antar variabel sangat tinggi. Pedoman model regresi yang bebas dari multikolinearitas adalah korelasi antar variabel harus lemah (di bawah 0,500), jika korelasi antar variabel kuat, kemungkinan akan terjadi masalah multikolinearitas (Singgih Santosa,2001). Namun menurut Chatterjeedan Price dalam Nachrowi dan Usman (2006), bukan berarti korelasi yang cukup tinggi antar variabel independen tidak diperbolehkan, hanya kolinearitas sempurna (collinearity = 1) tidak diperbolehkan.

Table 26 Correlation Between Variables

		Correlations					
		EP	SIZE	LIKUIDITAS	BV/MV	DER	PENGEMBALIAN EKSPEKTASI
EP	Pearson Correlation	1	0.035	-0.075	0.096	-0.075	0.155
SIZE	Pearson Correlation	0.035	1	-0.037	-0.053	-0.037	0.338
LIKUIDITAS	Pearson Correlation	-0.079	-0.039	1	0.020	0.089	0.052
BVMV	Pearson Correlation	0.096	-0.053	0.017	1	0.017	0.031
DER	Pearson Correlation	-0.075	-0.037	0.089	0.017	1	0.042
PENGEMBALIAN EKSPEKTASI	Pearson Correlation	0.155	0.338	0.042	0.031	0.042	1

Model Regresi Berganda

Hasil pengolahan data menggunakan regresi berganda dapat dilihat pada Tabel 4. Model regresi berganda yang dibuat adalah sebagai berikut: Pengembalian yang Diharapkan = 1.339 + 1.689 EP + 0,134 UKURAN + 0,008 LIKUIDITAS + 0,006 BVMV + 0,006 DER



Tabel 26. Koefisien Regresi Berganda

Coefficients				
Variabel	Coefficients	Std. error	t	Sig.
(Constant)	1.339	0.502	2.670	0.008
EP	1.689	0.524	3.222	0.001
SIZE	0.134	0.018	7.552	0.000
LIKUIDITAS	0.008	0.006	1.567	0.156
B/MV	0.006	0.008	0.748	0.455
DER	0.006	0.004	1.452	0.147

Dari persamaan regresi di atas, dapat dilihat sebagai berikut:

1. Intersepnya adalah 1,339, artinya jika EP, Ukuran, Likuiditas, BV / MV dan DER bernilai 0, maka yang diharapkan Kembali adalah 1,339%.
2. Ada pengaruh positif antara EP dan Pengembalian yang Diharapkan dengan koefisien regresi 1,689, artinya jika EP meningkat sebesar 1%, Pengembalian yang Diharapkan meningkat sebesar 1,689% dengan asumsi variabel lain tetap.
3. Ada pengaruh positif antara Ukuran dan Pengembalian yang Diharapkan dengan koefisien regresi 0,134, artinya jika Ukuran bertambah 1%, Pengembalian yang Diharapkan meningkat sebesar 0,134% dengan asumsi variabel lain tetap.
4. Ada pengaruh positif antara Likuiditas dan Pengembalian yang Diharapkan dengan koefisien regresi 0,008, artinya jika Likuiditas meningkat sebesar 1%, maka Pengembalian yang Diharapkan meningkat 0,008% dengan asumsi lainnya variabel tetap.
5. Ada pengaruh positif antara BV / MV dan Pengembalian yang Diharapkan dengan koefisien regresi 0,006, artinya jika BV/MV meningkat sebesar 1%, maka Pengembalian yang Diharapkan meningkat sebesar 0,006% dengan asumsi variabel lain tetap.
6. Terdapat pengaruh positif antara DER dan Expected Return dengan koefisien regresi sebesar 0,006, artinya jika DER meningkat sebesar 1%, maka Expected Return meningkat sebesar 0,006% dengan asumsi variabel lain tetap.

KESIMPULAN

Rasio Pendapatan terhadap Harga (E/P)

Saham dengan E/P yang tinggi membutuhkan kinerja yang lebih tinggi dibandingkan dengan saham dengan E/P yang rendah, hal ini dikarenakan pasar melebih-lebihkan pertumbuhan perusahaan. Hubungan ini membuktikan adanya pengaruh E/P terhadap risk-adjusted market performance. E/P yang tinggi menunjukkan harga yang terlalu rendah oleh sebagian besar investor, sehingga investor perlu menambahkan premi pengembalian untuk risiko yang diterima. E/P perlu diperhatikan bersama-sama dengan risiko (beta), terutama pengembalian yang diharapkan ($E(R_i)$) agar risiko memiliki fungsi positif, namun investor juga membutuhkan tingkat pengembalian yang tinggi dari saham dengan E/P yang tinggi.

Penelitian Jatmiko (2015), Amalia (2018), Sari (2018), serta Paryanto dan Sumarsono (2018) juga menyimpulkan bahwa E/P berkorelasi positif dengan Expected Return karena E/P memberikan tambahan risiko bagi investor.

Ukuran Perusahaan (Kapitalisasi Pasar)

Ukuran perusahaan merupakan salah satu pertimbangan yang dilakukan oleh investor untuk berinvestasi pada saham. Tingginya nilai perusahaan (market cap) merupakan indikator meningkatnya kepercayaan investor terhadap perusahaan yang bersangkutan. Ukuran merupakan ukuran yang diberikan investor kepada suatu perusahaan yang



menyatakan seberapa jauh kemampuan perusahaan dalam mengelola asetnya untuk menghasilkan laba.

Dalam kaitannya dengan Expected Return, secara teori semakin besar ukuran perusahaan maka semakin rendah Expected Return. Hal ini sering disebut dengan Size Anomaly, dimana investor memerlukan tingkat pengembalian yang lebih tinggi bagi perusahaan kecil, karena pada perusahaan kecil investor akan menambah premi atas risiko kegagalan perusahaan beroperasi untuk menghasilkan keuntungan, yang juga berkaitan dengan kemampuan daya tawar perusahaan.

Jatmiko (2015), Nisa dan Khairunnisa (2019), dan Hidayat, Hasnawati dan Hendrawaty (2019), mengemukakan bahwa Size juga berhubungan dengan Expected Return karena ukuran perusahaan dapat menentukan transaksi dan daya tawar perusahaan.

Karakteristik ini dapat dijadikan sebagai tolak ukur apakah suatu perusahaan dapat memperluas kegiatan operasinya. Namun apa jadinya jika penilaian investor terhadap perusahaan (market cap) terlalu kecil yang berarti perusahaan memiliki cost of equity yang tinggi, hal ini akan berdampak pada kemampuan perusahaan dalam menghimpun modal ekuitas dari pemegang saham. Hal ini sangat wajar karena investor selalu ingin mendapatkan return yang lebih besar dengan risiko yang sama. Oleh karena itu, pada umumnya perusahaan dengan ukuran kecil akan selalu memiliki komposisi hutang yang lebih besar daripada perusahaan besar dalam struktur modalnya.

Penelitian Jatmiko (2015), Nisa dan Khairunnisa (2019), serta Hidayat, Hasnawati dan Hendrawaty (2019) juga menyimpulkan bahwa Size berkorelasi negatif dengan Expected Return karena Size memberikan tambahan risiko bagi investor. Sementara itu, hasil penelitian ini menunjukkan korelasi yang positif. Hal ini dapat terjadi karena 2 (dua) alasan, pertama, penelitian sebelumnya dilakukan pada populasi dan sampel yang berbeda dan penelitian sebelumnya dilakukan pada periode yang berbeda. Kedua, perolehan informasi yang diterima investor dan kemampuan holistik investor dalam menilai suatu saham. Hal ini dapat dijelaskan dengan teori pasar efisiensi, dimana dalam suatu pasar yang efisien informasi akan cepat diterima oleh investor, sehingga harga aset menunjukkan nilai yang sesuai. Terkait dengan penelitian ini, peneliti menduga adanya gap antara investor dalam menentukan valuasi saham mengingat Bursa Efek Indonesia pada periode penelitian ini dilakukan yaitu 2016-2020 dipengaruhi oleh investor baru yang sebagian besar tidak kompeten dalam penilaian saham.

Likuiditas

Secara teori, likuiditas mencerminkan risiko. Meskipun pasar tersedia untuk menyediakan layanan dengan memperdagangkan sekuritas di antara mereka sendiri, investor juga menghadapi risiko harga atas penjualan sekuritas, dan perdagangan sekuritas di pasar sekunder melibatkan berbagai biaya transaksi. Artinya, harga di mana investor dapat menjual sekuritas di pasar sekunder seperti Bursa Efek Indonesia mungkin berbeda dari harga yang mereka harapkan. Terkait dengan Expected Return, likuiditas menjadi beban yang menentukan investor dalam memperkirakan risiko.

Penelitian Butt, Högholm dan Sadaqat (2020) yang menganalisis pasar negara berkembang juga menyimpulkan bahwa likuiditas berkorelasi negatif dengan pengembalian yang diharapkan karena likuiditas memberikan risiko tambahan bagi investor.

Hal ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan di Bursa Efek Indonesia, dimana semakin tinggi Likuiditas maka semakin tinggi Expected Return. Hal ini bisa terjadi, dimana investor menginginkan premi atas risiko likuiditas yang mengakibatkan pergerakan harga saham tidak stabil. Dimana pasar modal Indonesia sebagian besar ditopang oleh produksi sumber daya alam. Investor mengharapkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi untuk sektor yang bergejolak atau volatile yang sebagian besar didukung oleh pergerakan harga komoditas.

Hal ini didukung oleh data dari hasil penelitian ini dimana sektor pertambangan, bahan baku dan kimia menunjukkan Expected Return tertinggi.



Nilai Buku ke Nilai Pasar (BV/MV)

Peran BV / MV dalam mempengaruhi pengembalian adalah bahwa BV / MV adalah proxy untuk risiko: semakin besar BV / MV suatu perusahaan, semakin besar risiko keamanan perusahaan itu. Selain itu, BV / MV adalah proxy untuk pertumbuhan masa depan: semakin besar BV / MV, semakin rendah prospek pertumbuhan masa depan yang diharapkan perusahaan. Semakin kecil rasio BV/MV maka semakin baik perusahaan mengelola asetnya, guna menghasilkan nilai masa depan bagi perusahaan yang tercermin dari harga saat ini.

Hal ini didukung oleh penelitian Agustina (2014), Jatmiko (2015), serta Nisa dan Khairunnisa (2019) yang menyatakan bahwa BV/MV berpengaruh positif terhadap Expected Return.

Pengungkit (DER)

DER digunakan untuk menentukan komposisi modal utang terhadap ekuitas. Kenaikan DER akan mendongkrak aset perusahaan sehingga diharapkan laba yang dihasilkan akan meningkat. Oleh karena itu, tingkat pengembalian merupakan fungsi dari tingkat leverage keuangan. Tingkat leverage keuangan umumnya di bawah kendali perusahaan yang dapat menentukan proporsi relatif dari hutang dan ekuitas dalam struktur modal dan jumlah likuiditas yang dimilikinya.

Alasan lain untuk menggunakan leverage keuangan adalah pengurangan pajak atas bunga. Hal ini tentu sangat menguntungkan bagi investor, mengingat pengurangan pajak dapat menghasilkan pendapatan yang jauh lebih besar bagi pemegang efek.

Terlepas dari manfaat pengembalian berlebih dan pengurangan pajak atas bunga atas leverage keuangan, posisi utang jangka panjang dapat menghasilkan manfaat lain bagi pemegang ekuitas. Misalnya, perusahaan dapat menghindari dilusi laba per saham dengan menerbitkan saham baru. Selain itu, jika tingkat bunga meningkat, perusahaan dengan leverage yang membayar tingkat bunga tetap yang lebih rendah lebih menguntungkan daripada perusahaan pesaing yang tidak menggunakan leverage.

Hal ini didukung oleh penelitian Agustina (2014), Barli H (2016), Sari (2018) dan Ramadhan, Batubara dan Zakwan (2019) bahwa DER berpengaruh positif terhadap Expected Return.

DAFTAR PUSTAKA

- Agustina (2014). "Analysis On The Influence Of Return On Equity, Debt To Equity Ratio, Price to Book Value, and Current Ratio Towards Stock Return," The Faculty of Business, President University
- Amalia (2018). "Pengaruh Faktor-Faktor Fundamental Dan Variabel Makro Ekonomi Terhadap Return Saham," Fakultas Ekonomi, Universitas Islam Indonesia
- Barli H (2016). "Analisis Pengaruh Return on Assets, Pertumbuhan Laba dan Leverage terhadap Return Saham," Jurnal Ilmiah Akuntansi Universitas Pamulang, Vol 4, No 2
- Butt, Högholm dan Sadaqat (2020). "Reversal Returns and Expected Returns from Liquidity Provision Evidence from Emerging Markets," Journal of Multinational Financial Management
- Hidayat, Hasnawati dan Hendrawaty (2019). "Pengaruh Size dan Beta Terhadap Return pada Perusahaan Kecil dan Besar yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2014," Journal of Business and Banking, Volume 9 Number 1
- Jatmiko (2015). "The Relationship Between Return, Price To Earnings Ratio, Price To Book Value Ratio, Size And Beta In Different Data Period," Journal Investment Management and Financial Innovations, Volume 12, Issue 1
- Lintner, J (1965). "The Valuation of Risky Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets," Review of Economics and Statistics, Vol 47, pp 13-37.
- Mossin, J. (1966) Equilibrium in a Capital Asset Market. *Econometrica*, 34, 768-783
- Nachrowi, Nachrowi Djalal, dan Hardius Usman, 2006. Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika Untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan. Jakarta : Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Indonesia.



- Nisa dan Khairunnisa (2019). "Analisis Pengaruh Price To Book Value, Current Ratio, Tingkat Suku Bunga Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Indeks Kompas 100 Periode 2012-2016," JIM UPB Vol 7 No.2, hal 131-140
- Paryanto dan Sumarsono (2018). "The Effect Of Financial Performance Of Companies On Share Return In Manufacturing Companies Listed In Indonesia Stock Exchange," International Journal of Economics, Business and Accounting Research, Vol-2, Issue-2,
- Ramadhan, Batubara dan Zakwan (2019). "Analisis Determinan Expected Return pada Perusahaan LQ-45," Jurnal Riset Akuntansi dan Bisnis, Vol . 19, No. 2, 2019, hal 171- 182
- Reilly, F.K., Brown, K.C., dan Leeds S.J. (2019) Investment Analysis and Portfolio Management. 11th Edition, Cengage Learning Asia Pte Ltd.
- Sari (2018). "Pengaruh Rasio Keuangan Terhadap Expected Return," Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Brawijaya.
- Saunders & Cornett (2008) Financial Institutions Management: A Risk Management Approach. 6th Edition, New York: The McGraw-Hill Companies, Inc.
- Sharpe, William F., Gordon J. Alexander, and Jeffrey V. Bailey, 2001. Fundamentals of Investments. Prentice Hall. University of California.
- Singgih Santoso, 2001. SPSS Versi 10 : Mengolah Data Statistik Secara Profesional. Jakarta : PT. Elex Media Komputindo.
- Stoll dan Whaley (1983). "Transaction costs and the small firm effect," Journal of Financial Economics, Vol. 12, issue 1, 57-79
- Subramanyam (2009) Financial Statement Analysis. 11th Edition, New York: McGraw-Hill Educatio