**PENGARUH *SIZE* DAN BETA TERHADAP *RETURN***

**PADA PERUSAHAAN KECIL DAN BESAR YANG TERDAFTAR**

**DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2010-2014**

Y.S. Soefian Nur Hidayat, Sri Hasnawati dan Ernie Hendrawaty

Program Pascasarjana Magister Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung

Jalan Prof. Dr. Sumantri Brojonegoro No. 1 Bandar Lampung 35145, Indonesia

**ABSTRAK**

Penelitian ini bertujuan untuk menemukan bukti empiris pengaruh *size* dan beta terhadap *return*. Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode analisis deskriptif dan statistik. Penelitian ini dilakukan tahun 2010-2014 dengan sampel sebanyak 953 perusahaan publik.Hasil penelitian menyatakan bahwa pengaruh *size* terhadap *return* saham lebih kuat pada perusahaan kecil dibandingkan pada perusahaan besar dan pengaruh beta terhadap *return* saham lebih tinggi pada perusahaan kecil dibandingkan pada perusahaan besar. Berdasarkan temuan tersebut perusahaan besar harus mampu meningkatkan kinerjanya sehingga mampu meningkatkan *return* saham agar *investor* tertarik untuk berinvestasi.

**Kata Kunci:** *Size Effect*, *Firm Size*, Beta, *Return* Saham.

**ABSTRACT**

This study aims to find empirical evidence of the effect of size and beta on returns. The analytical method used in this study is descriptive and statistical analysis methods. This research was held in 2010-2014 with 953 public companies as its sample. The results of this study stated that the effect of size on stock returns is stronger in small companies than in large companies and the beta effect on stock returns is higher in small companies than in large companies. Based on these findings, large companies must be able to improve their performance so they can increase stock returns so that investors are interested in investing.

**Keywords**: Size Effect, Firm Size, Beta, Stock Return.

**Pendahuluan**

Memilih bentuk investasi memang tak mudah. Memutuskan memilih investasi ternyata tidak mudah, butuh saran baik dari keluarga, teman bahkan penasihat finansial profesional. Investor yang baik tentunya melakukan berbagai pertimbangan sebelum melakukan investasi, seperti mempertimbangkan tujuan investasi, *return* dan risiko. Tujuan utama orang berinvestasi adalah untuk memperoleh keuntungan. Selain peningkatan kesejahteraan, tujuan investasi yang lebih luas yaitu untuk mendapatkan kehidupan yang lebih layak dimasa mendatang, mengurangi tekanan inflasi dan dorongan untuk menghemat (Tandelilin, 2001).

Hipotesis Pasar Efisien (Efficient Market Hypothesis–EMH) pertama kali dikemukakan oleh Fama (1970), pasar dikatakan efisien bilamana harga yang terbentuk dipasar merupakan cerminan atau reaksi dari informasi yang ada. Dalam konteks ini yang dimaksud dengan pasar adalah pasar modal (Capital Market) dan pasar uang. Tandelilin (2010) berpendapat bahwa dalam pasar modal yang efisien, harga semua sekuritas yang diperdagangkan telah mencerminkan semua informasi yang tersedia. Konsep pasar efisien menyiratkan adanya suatu proses penyesuaian harga sekuritas menuju harga keseimbangan yang baru sebagai respon atas informasi baru yang masuk ke pasar. Harga keseimbangan akan terbentuk setelah investor sudah menilai sepenuhnya menilai dampak dari informasi baru yang masuk ke pasar. Dapat disimpulkan bahwa hipotesis pasar efisien berhubungan dengan reaksi harga pasar terhadap informasi keuangan dan informasi lainnya yang beredar di pasar modal.

Ketidak sesuaian harga saham akan memberikan kesempatan bagi investor dan pelaku pasar lainnya untuk mendapatkan portofolio yang akan memberikan *return* yang lebih tinggi (*outperform*). Dalam hipotesis pasar efisien, ketidaksesuaian harga merupakan bentuk dari tidak efisiennya pasar yang berimplikasi pada semakin banyaknya kesempatan untuk mendapatkan *return* yang *abnormal*, yaitu dengan menerapkan berbagai strategi pemilihan saham berdasarkan semua informasi ketidaksesuaian harga tersebut. Dalam beberapa penelitian empiris di luar negeri sudah terbukti secara universal adanya ketidak sesuaian harga ini.

CAPM menyatakan bahwa jika semakin tinggi risiko yang ditanggung oleh para pemegang saham, maka saham tersebut akan memperoleh *return* saham yang semakin tinggi pula. Atau dengan kata lain “*High Risk High Return*” dimana makin besar risiko, makin besar pula *return-*nya. Ini dikarenakan risiko pasar berhubungan erat dengan perubahan harga saham jenis tertentu atau kelompok tertentu yang disebabkan oleh antisipasi investor terhadap perubahan tingkat *return* yang diharapkan. Jadi berdasarkan teori CAPM, jika beta suatu perusahaan meningkat, maka *return* yang diharapkan juga meningkat. ”*The CAPM illustrates the positive relation between asset’s systematicrisks and their expected rates of return*” atau dengan kata lain CAPM mengilustrasikan hubungan positif antara risiko sistematis suatu aset dengan *return* yang diharapkan (Francis, 1991).

Penelitian Fama dan French (1992) menemukan bahwa dalam kurun waktu 1963-1990 peran beta sebagai faktor penjelas *return* saham hilang. Selain itu, saham-saham dengan *market equity* yang kecil (*small firm*) mengungguli *return* saham dari kelompok besar (*large firm*), yang dikenal sebagai fenomena *size effect*. Di lain pihak, saham-saham dari kelompok *value* yang memiliki rasio *book to market equity* yang tinggi mengungguli *return* saham-saham dari kelompok *growth* dengan *rasio book to market equity* yang rendah. Fenomena ini dikenal dengan nama *value effect*. Penelitian yang telah dilakukan oleh Barbee (1996) juga menunjukkan hasil bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap *return* saham dan mengukur ukuran perusahaan melalui nilai pasar ekuitas (*Market Value Equity*-MVE).

Anomali *Size Effect* pertama kali ditemukan oleh Banz (1981) di pasar modal Amerika dan diperkuat oleh Reinganum (1981). Banz menemukan bahwa terjadi hubungan terbalik (*negatif*) antara ukuran perusahaan dengan *return* saham. Artinya, saham-saham perusahaan kecil akan memberikan *return* yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan besar. Fama dan French (1992) dalam penelitiannya menyatakan bahwa faktor beta (risiko pasar) CAPM bukan merupakan satu-satunya faktor yang menjelaskan variasi *return* saham. Selain beta, *size* yang diukur dengan *Market Value of Equity* (ME) serta rasio *Book to Market Equity* (BE/ME) memiliki kekuatan yang signifikan dalam menjelaskan variasi *return* saham.

Penelitian ini mempunyai tujuan untuk menemukan bukti empiris tentang faktor-faktor yaitu *size* (yang diukur dari total kapitalisasi pasar) dan beta yang mempengaruhi *return* saham. Penelitian ini akan dilakukan pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode tahun 2010-2014. Karakteristik dan kondisi pasar modal yang berbeda dengan pasar modal di negara lain, dimungkinkan akan didapat hasil yang berbeda.

**Teori Pasar Efisien**

Teori pasar efisien pertama kali ditemukan dalam penelitian yang dilakukan oleh Bachelier pada tahun 1900 yang ingin mengetahui apakah harga saham berfluktuasi secara acak atau tidak. Pearson (1905) memperkenalkan pola random-walk, namun pada saat itu dikenal sebagai konsep drunkardwalk. Penelitian Bachelier dan konsep drunkardwalk milik Pearson diabaikan dan tidak ada studi lebih lanjut sampai tahun 1930-an. Pada tahun 1953, Kendall pertama kalinya menggunakan dan memperkenalkan istilah random-walk dalam literatur keuangan (Yalcin, 2010). Fama kemudian membahas beberapa bukti empiris yang mendukung teori random-walk dalam disertasi doktornya dan mempelopori munculnya teori Efficiency Market Hypotesis (EMH) pada tahun 1970. Teori EMH yang diperkenalkan Fama menjadi teori yang cukup populer dan banyak dijadikan sebagai dasar dalam berbagai penelitian mengenai anomali pasar belakangan ini.

Di dalam konsep pasar efisien, perubahan harga suatu sekuritas saham di waktu yang lalu tidak dapat digunakan dalam memperkirakan perubahan harga di masa yang akan datang. Perubahan harga saham di dalam pasar efisien mengikuti pola random walk, dimana penaksiran harga saham tidak dapat dilakukan dengan melihat kepada harga-harga historis dari saham tersebut, tetapi lebih berdasarkan pada semua informasi yang tersedia dan muncul dipasar. Informasi yang masuk ke pasar dan berhubungan dengan suatu sekuritas saham akan mengakibatkan kemungkinan terjadinya pergeseran harga keseimbangan yang baru. Jika pasar bereaksi dengan cepat dan akurat terhadap suatu informasi yang masuk dan segera membentuk harga keseimbangan yang baru, maka kondisi pasar yang seperti ini yang disebut dengan **pasar efisien** (Hartono, 2013).

Pasar dikatakan efisien apabila harga sekuritas mencapai harga keseimbangan baru yang diakibatkan adanya informasi yang masuk ke pasar. Semakin cepat informasi baru yang diberikan terlihat pada harga sekuritasnya, maka dapat dikatakan semakin efisien pasar modal. Tandelilin (2010) berpendapat, pasar modal efisien adalah pasar modal dimana harga semua sekuritas yang diperdagangkan telah mencerminkan informasi yang tersedia. Dalam hal ini, informasi yang tersedia bisa meliputi informasi masa lalu, informasi saat ini, serta informasi yang bersifat sebagai pendapat atau opini rasional yang beredar yang dapat mempengaruhi perubahan harga.

Fama (1970) dalam Hartono (2013) membagi efisiensi pasar ke dalam tiga bentuk utama yaitu :1) Efisiensi Pasar Bentuk Lemah (*Weak Form*). Pasar dikatakan efisien dalam bentuk yang lemah adalah apabila harga-harga dari saham atau sekuritas mencerminkan secara penuh *(fully reflect)* informasi masa lalu. Informasi dikatakan masa lalu jika informasi tersebut sudah terjadi. 2) Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat (*Semistrong Form*). Pasar dapat dikatakan efisien setengah kuat jika harga-harga sekuritas saham secara penuh mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan *(all publicly available information)* termasuk informasi yang berada di laporan-laporan keuangan. 3) Efisiensi Pasar Bentuk Kuat (*Strong Form*). Pasar dapat dikatakan efisien dalam bentuk yang kuat apabila harga-harga sekuritas saham secara penuh mencerminkan seluruh informasi yang tersedia termasuk informasi yang sangat rahasia sekalipun.

**Anomali Pasar Efisien**

Jones (1996) mendefinisikan anomali pasar sebagai bentuk strategi atau tehnik dikarenakan hasil yang ditimbulkan oleh anomali pasar ini memungkinkan para investor untuk mendapatkan kesempatan memperoleh keuntungan yang abnormal dengan mengandalkan berbagai peristiwa (event) yang terjadi dipasar modal. Alteza (2007) berpendapat, **“Anomali pasar merupakan** an exception of rule or model”**,** maksudnya adalah anomali merupakan penyimpangan terhadap model atau konsep pasar efisien. Beberapa hal yang mendukung konsep anomali pasar efisien ini adalah adanya pola tertentu pada hari perdagangan saham, adanya kesempatan investor untuk memperoleh keuntungan yang abnormal, adanya insider trading dalam pasar modal, adanya asimetri informasi dan sebagainya.

Levy (1996) dalam Alzeta (2007) mengklasifikasikan anomali pasar menjadi empat jenis berdasarkan karakteristik event atau peristiwanya yaitu: anomali perusahaan (firm anomaly), anomali musiman (seasonal anomaly), anomali peristiwa (event anomaly) dan anomali akuntansi (accounting anomaly). Levy (1996) berpendapat ada berbagai macam anomali yang telah ditemukan di dalam pasar saham.

***Size Effect***

*Size effect* merupakan hasil dari pengujian adanya *abnormal return* yang terkait dengan karakteristik perusahaan. Adanya *abnormal return* menggambarkan terjadinya anomali di pasar modal. Anomali secara umum berarti penyimpangan yang terjadi dari model keseimbangan yang ada (Bodie, et all, 2009). Dalam model keseimbangan, *return* sebuah saham akan sebanding dengan risiko yang melekat pada saham itu. *Return* saham akan berubah jika premi risiko atau sensitifitasnya berubah juga. Jika tidak ada perubahan maka tidak akan terjadi perubahan dengan harga saham perusahaan (*return*).

Anomali *size effect* merupakan anomali yang sudah terbukti secara universal pada beberapa penelitian di luar negeri (Banz, 1981 di Amerika, Lamoureux dan Sanger, 1989 di Amerika, Reinganum, 1992 di Amerika). Asnawi dan Wijaya (2005) berpendapat fenomena ini berkaitan dengan penyimpangan dari model keseimbangan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Dalam CAPM, sensitifitas sebuah saham diukur terhadap pasar, sehingga keluarlah konsep beta saham. Nilai beta (sensitifitas) yang tinggi menggambarkan risiko yang lebih tinggi juga. Ketika beta dalam CAPM tidak bisa menjelaskan perbedaan *return* sebuah saham maka itulah keadaan dimana terjadinya anomali, salah satunya adalah *size effect*. Dalam hal ini, CAPM tidak bisa menjelaskan fenomena lebih tingginya *return* saham-saham dari perusahaan yang berukuran relatif lebih kecil.

Anomali *size effect* pertama kali ditemukan oleh Banz (1981) di pasar modal Amerika dan diperkuat oleh Reinganum (1981). Banz menemukan bahwa terjadi hubungan terbalik (*negatif*) antara ukuran perusahaan dengan *return* saham. Artinya, saham-saham perusahaan kecil akan memberikan *return* yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan besar. Fenomena ini bertentangan dengan konsep pasar efisien, dimana tidak ada satupun informasi yang dapat digunakan pelaku pasar untuk mendapatkan *return* yang lebih tinggi (Tandelilin, 2001). Dengan adanya anomali *size effect* ini, maka pelaku pasar dapat menggunakan strategi pemilihan portofolio yang terdiri dari saham-saham perusahaan kecil untuk mendapatkan *return* yang lebih tinggi (*outperform*). Kesimpulan anomali *size effect* juga ditemukan oleh Fama and French (1993, 1995, 1996) dan Berk (1996) dan terjadi di 15 negara Eropa (Annaert, Crombez, Spinel and Hole, 2002), Cina (Xu, 2002), India (Mohanty, 2001) dan negara lainnya secara universal.

***Firm Size***

*Firm size* adalah ukuran besar kecilnya suatu perusahaan. Berdasarkan *firm size*, perusahaan dibedakan menjadi perusahaan *big* (besar) dan *small* (kecil). Dengan kata lain, *firm size* merupakan *market value* dari sebuah perusahaan. *Market value* dapat diperoleh dari perhitungan harga pasar saham dikalikan jumlah saham yang diterbitkan (*out standing shares*). *Market value* (nilai pasar) inilah yang biasa disebut dengan kapitalisasi pasar (*market capitalization*). *Market capitalization* mencerminkan nilai kekayaan perusahaan saat ini. *Market capitalization* merupakan suatu pengukuran terhadap *firm size.* Ukuran perusahaan merupakan proksi volatilitas operasional dan *inventory cotrolability* yang seharusnya dalam skala ekonomis besarnya perusahaan menunjukkan pencapaian operasi lancar dan pengendalian persediaan (Mukhlasin, 2002). Pendapat lain mengatakan, ukuran perusahaan diproksikan dari penjualan bersih (*net sales*).

Kartini dan Tulus Arianto (2008) berpendapat ukuran perusahaan merupakan salah satu faktor yang dipertimbangkan dalam menentukan berapa besar kebijakan keputusan pendanaan (struktur modal) dalam memenuhi ukuran atau besarnya aset perusahaan. Perusahaan pada pertumbuhan yang tinggi akan selalu membutuhkan modal yang semakin besar demikian juga sebaliknya perusahan pada pertumbuhan penjualan yang rendah, kebutuhan terhadap modal juga semakin kecil maka, konsep tingkat pertumbuhan penjualan tersebut memiliki hubungan yang positif tetapi implikasi tersebut akan memberikan efek yang berbeda terhadap struktur modal yaitu dalam penentuan jenis modal yang digunakan. Pada perusahan yang besar di mana saham akan tersebar luas, setiap perluasan modal saham akan mempunyai pengaruh yang kecil terhadap terhadap hilangnya atau tergesernya pengendalian dari pihak yang dominan terhadap pihak yang bersangkutan (Riyanto, 2001).

Secara umum, perusahaan besar yang memiliki peluang investasi sebaiknya menetapkan rasio pembayaran yang lebih rendah, yang berarti menahan lebih banyak laba dari pada perusahaan besar yang memiliki peluang investasi yang lemah. Jika ada ketidakpastian yang besar dalam arus kas bebas (*free cash flow*), yang didefinisikan sebagai arus kas operasi perusahaan dikurangi investasi ekuitas yang diwajibkan, maka yang terbaik bagi perusahaan adalah bersikap konservatif dan menetapkan dividen tunai masa berjalan rendah (Bringham dan Houston, 2001). Sebaliknya perusahaan yang kecil dimana saham tersebut berada dilingkungan perusahaan yang kecil, penambahan jumlah saham akan mempunyai pengaruh yang besar terhadap kemungkinan kontrol pihak dominan terhadap perusahaan yang bersangkutan.

***Capital Asset Pricing Model* (CAPM)**

CAPM pertama kali diperkenalkan oleh Sharpe, Lintner dan Mosiin pada pertengahan tahun 1960-an. Tandelilin (2010) berpendapat *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) merupakan suatu model yang menghubungkan tingkat *return* harapan dari suatu aset berisiko dengan risiko oleh teori portofolio pada kondisi pasar yang seimbang. Suhartono (2009) berpendapat CAPM merupakan suatu model menggunakan beta untuk menghubungkan risiko dan *return* secara bersama-sama. Sementara Bodie et. al (2014) berpendapat CAPM merupakan pemusatan ilmu ekonomi keuangan modern. Model ini memeberikan prediksi yang tepat dari hubungan yang seharusnya diamatai di antara risiko aset dan perkiraan imbal hasil.

CAPM merupakan model untuk menentukan harga suatu aset pada kondisi ekuilibrium. Tujuannya adalah untuk menentukan tingkat pengembalian yang disyaratkan (*required rate or return* –RRR) minimum dari investasi yang berisiko. Dalam keadaan ekuilibrium, RRR investor suatu saham akan dipengaruhi oleh risiko saham tersebut. Dalam hal ini risiko yang diperhitungkan hanyalah risiko sistematis atau risiko pasar yang diukur dengan beta (β). Sedangkan risiko yang tidak sitematis dianggap tidak relevan karena risiko ini dapat dihilangkan melalui diversifikasi (Halim, 2005).

**Model Indeks Tunggal**

Model indeks tunggal (*Single Index Model*) merupakan sebuah model yang didasarkan pada pengamatan bahwa harga dari suatu sekuritas berfluktuasi searah dengan indeks harga pasar. Model indeks tunggal pertama kali dikembangkan oleh William Sharpe tahun 1963 yang bertujuan untuk menyederhanakan perhitungan pada model Markowitz dengan menyediakan parameter-parameter input yang dibutuhkan dalam perhitungan model Markowitz. Di samping itu, model indeks tunggal dapat juga digunakan untuk menghitung pendapatan yang diharapkan dan risiko portofolio (Burgess dan Bey, 1988).

Burgess dan Bey (1988) menyatakan prosedur EGP (Elton, Gruber, Padberg) mengasumsikan bahwa model indeks tunggalmendeskripsikan *return* untuk sekuritas individu. EGP terdiri dari tiga langkah, yaitu (1) merangking aset dengan *reward to beta ratio*, (2) menghitung *cut off point,* (3) menghitung komposisi (proporsi) portofolio yang diinvestasikan untuk setiap aset. Penerapan model indeks tunggal dalam manajemen portofolio memiliki beberapa kelebihan, yaitu sebagai berikut (Burges dan Bey, 1988): 1) Menyederhanakan jumlah dan jenis data input yang dibutuhkan untuk membentuk portofolio optimal. 2)Tidak membutuhkan bantuan program kuadratik yang memerlukan banyak waktu. 3) Lebih memudahkan dalam analisis sekuritas (portofolio). Perhitungan untuk menentukan portofolio optimal akan sangat dimudahkan jika harga didasarkan pada sebuah angka yang dapat menentukan apakah suatu sekuritas dapat dimasukkan dalam portofolio optimal.

**Beta**

Risiko merupakan kemungkinan terjadinya peristiwa yang tidak menguntungkan. Risiko juga didefinisikan sebagai kemungkinan penyimpangan atau *variabilitas actual return* suatu investasi dengan *expected return*. Pada teori investasi modern berbagai risiko tersebut digolongkan menjadi dua, yaitu: 1)Risiko sistematis (*systematic risk/nondiversiable risk/market risk*) adalah risiko yang dipengaruhi oleh kondisi diluar perusahaan seperti ekonomi, politik dan faktor makro lain yang tidak dapat dihilangkan melalui diversifikasi. 2) Risiko tidak sistematis (*unsystematic risk*) adalah risiko yang dipengaruhi oleh kondisi perusahaan atau industri tertentu dan dapat diturunkan dengan melakukan diversifikasi. Semakin banyak saham yang dimasukkan dalam portofolio berarti semakin tersebar risikonya dan apabila jumlah aset ditambah, maka *variance* akan semakin kecil dan nilainya akan menjadi nol bila jumlah aset pembentuk portofolio berjumlah tak terhingga.

Risiko yang diartikan sebagai kemungkinan penyimpangan *actual return* terhadap *expected return*, bisa menyimpang lebih kecil atau lebih besar. Risiko diukur berdasarkan penyebaran di sekitar rata-rata atau yang biasa disebut dengan standar deviasi (*deviation standard*), mengukur penyimpangan nilai-nilai *actual return* dengan nilai mean atau *expected return*. Standar deviasi digunakan untuk mengukur risiko dari *realized return*, sedangkan risiko dari *expected return* diukur dengan *variance*.

Beta merupakan pengukur risiko sistematis dari suatu saham atau portofolio relatif terhadap risiko pasar. Beta juga berfungsi sebagai pengukur volatilitas *return* saham atau portofolio terhadap *return* pasar. Volatilitas merupakan fluktuasi *return* suatu saham atau portofolio dalam suatu periode tertentu, jika secara statistik fluktuasi tersebut mengikuti fluktuasi dari *return* pasar, maka dikatakan beta dari sekuritas tersebut bernilai satu (Jogiyanto, 2007).

            Husnan (2001) berpendapat penilaian terhadap Beta (β) sendiri dapat dikategorikan ke dalam tiga kondisi yaitu: 1) Apabila β = 1, berarti tingkat keuntungan saham i berubah secara proporsional dengan tingkat keuntungan pasar. Ini menandakan bahwa risiko sistematis saham i sama dengan risiko sistematis pasar. 2) Apabila β > 1, berarti tingkat keuntungan saham i meningkat lebih besar dibandingkan dengan tingkat keuntungan keseluruhan saham di pasar. Ini menandakan bahwa risiko sistematis saham i lebih besar dibandingkan dengan risiko sistematis pasar, saham jenis ini sering juga disebut sebagai saham agresif. 3) Apabila β < 1, berarti tingkat keuntungan saham i meningkat lebih kecil dibandingkan dengan tingkat keuntungan keseluruhan saham di pasar. Ini menandakan bahwa risiko sistematis saham i lebih kecil dibandingkan dengan risiko sistematis pasar, saham jenis ini sering juga disebut sebagai saham defensif.

**Metode Penelitian**

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Sampel yang diteliti adalah data yang tersedia pada tahun 2010 sampai dengan tahun 2014. Pendekatan dalam pengambilan sampel penelitian adalah *purposive sampling.* Adapun kriteria pengambilan sampel adalah: 1) Mencatat seluruh saham yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari periode 2010 sampai dengan 2014. 2) Mencatat seluruh kapitalisasi pasar seluruh saham yang terdaftar. 3) Mengurutkan seluruh saham yang terdaftar dari yang terbesar ke yang terkecil berdasarkan ukuran perusahaan yaitu kapitalisasi pasar. 4) Membagi kelompok secara kuartil dari hasil pengurutan saham. 5) Kelompok paling atas akan di anggap sebagai kelompok perusahaan-perusahaan besar sedangkan paling bawah akan di anggap sebagai kelompok perusahaan-perusahaan kecil. 6) Kelompok perusahaan pada kuartil 2 dan kuartil 3 tidak dipergunakan pada penelitian ini. 7) Perusahaan-perusahaan yang melakukan *stock split, right issue, merger* dan akuisisi akan dikeluarkan di dalam sampel*.* Berdasarkan kriteria tersebut, maka 953 perusahaan terpilih sebagai sampel.

Dalam penelitian ini, data yang digunakan di dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari berbagai sumber seperti Bursa Efek Indonesia, buku, laporan, jurnal dan lain-lain. Data dikumpulkan dan diperoleh dari situs Indonesia Stock Exchange dan sumber lain yang mendukung penelitian ini. Data yang dikumpulkan meliputi nama-nama emiten, harga saham, nilai kapitalisasi pasar, dividen dan harga Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) selama periode 2010 sampai dengan 2014 dengan cara mencatat dan mengutip data (dokumentasi).

Sesuai dengan masalah dan hipotesis yang akan diuji, maka variabel-variabel yang akan diteliti dalam penelitian ini adalah: 1) variabel terikat adalah *return* saham. 2) Variabel bebas berupa ukuran perusahaan yang diukur dengan kapitalisasi pasar dan beta saham. Untuk menghindari agar tidak timbul persepsi yang berbeda atau ada kesamaan pandangan, maka variable penelitian akan didefinisikan sesuai dengan definisi operasional dan pengukuran variabelnya. Definisi operasional penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 1.

**Tabel 1 Definisi Operasional Variabel**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Variabel** | **Dimensi** | **Indikator** |
| *Return* Saham  (RET) | *Return* merupakan hasil yang diperoleh dari investasi.  (Jogiyanto, 2009) | (Jogiyanto, 2009) |
| Ukuran Perusahaan dengan Kapitalisasi Pasar (DSIZE) | Merupakan variabel *dummy*. DSIZE = 1, jika sampel termasuk dalam kelompok emiten yang kapitalisasi pasar termasuk dalam kelompok kuartil keempat. DSIZE = 0, jika sampel termasuk dalam kelompok emiten yang kapitalisasi pasar termasuk dalam kelompok kuartil pertama. |  |
| Beta (β) | Beta adalah suatu ukuran yang menunjukkan sampai sejauh mana pengembalian suatu saham tertentu bergerak naik dan turun mengikuti pasar saham.  (Brigham dan Houston, 2010) | (Husnan, 2009) |

Dalam penelitian ini analisis regresi akan dilakukan dengan dua model persamaan. Model 1 adalah model regresi dengan faktor *dummy* ukuran perusahaan beserta beta. Model 2 adalah model regresi dengan faktor *dummy* ukuran perusahaan beserta beta dan beta dikalikan *dummy* ukuran perusahaan.Rumus yang digunakan dalam penelitian ini adalah sbb:

Model 1:

Model 2:

**Hasil Penelitian dan Pembahasan**

Data penelitian yang digunakan diambil dari tahun 2010 sampai 2014. Karakteristik sampel dari setiap variabel yang diteliti dapat dilihat pada Tabel 2. Sampel terpilih sebanyak 953 sampel dengan menggunakan kuartil. Kelompok perusahaan besar ditentukan dengan kuartil atas dan berdasarkan perhitungan sampel perusahaan terpilih sebanyak 449 sampel. Sedangkan kelompok perusahaan kecil yang menjadi sampel sebanyak 504 sampel berdasarkan perhitungan kuartil bawah.

Uji multikolinearitas menunjukkan nilai VIF = 1.827 untuk DSize dan VIF =1.772 untuk Beta. Nilai VIF di sekitar angka 1 dan mempunyai angka *Tolerance* mendekati 1. Pada umumnya, jika VIF lebih besar dari 5, maka variabel tersebut mempunyai persoalan multikolinieritas dan nilai VIF dibawah 5 yang berarti tidak terdapat multikolinearitas (Santosa, 2004). Pengujian autokorelasi dengan menggunakan uji Durbin-Watson diperoleh nilai hitung statistik Durbin-Watson sebesar d=1.900 dan d=1.908. Karena nilai d= 1.908 terletak diantara -2 dan +2 maka dapat disimpulkan tidak terdapat masalah autokorelasi.

Hasil Uji t dapat dilihat pada Tabel 3 dan Tabel 4. Pengujian statistik uji t pada penelitian ini dilakukan dengan tingkat keyakinan 95% atau dengan α = 5%. Hasil Uji t untuk model 1 variabel DSize memiliki koefisien regresi bertanda positif sebesar 0,129 hal ini mengandung arti bahwa apabila nilai koefisien regresi variabel lainnya tetap (tidak berubah), maka perubahan variabel tingkat DSize sebesar 1% akan menaikkan besarnya tingkat *return* saham sebesar 0,129. Hasil pengujian hipotesis H1 (Pengaruh *size* terhadap *return* saham lebih kuat pada perusahaan kecil dibandingkan pada perusahaan besar yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2014) menunjukan bahwa variabel DSize memiliki nilai thitung sebesar 3,395 dan nilai signifikansi 0,014 < 0,05. Dengan demikian semua variabel bebas (DSize dan Beta) berpengaruh secara parsial terhadap *return* saham. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis maka disimpulkan bahwa Ho ditolak dan Ha diterima. Kesimpulan yang diperoleh adalah *size* terhadap *return* saham lebih kuat pada perusahaan kecil dibandingkan pada perusahaan besar yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2014.

**Tabel 2 Deskriptif Statistik Variabel Penelitian**



Hasil Uji t model 2 menunjukan Variabel DSize\*Beta memiliki koefisien regresi bertanda positif sebesar 0,204 hal ini mengandung arti bahwa apabila nilai koefisien regresi variabel lainnya tetap (tidak berubah), maka perubahan variabel tingkat DSize\*Beta sebesar 1% akan menaikkan besarnya tingkat *return* saham sebesar 0,204. Hasil pengujian hipotesis H2 (Pengaruh beta terhadap *return* saham lebih tinggi pada perusahaan kecil dibandingkan pada perusahaan besar yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2014) menunjukan bahwa variabel Beta memiliki nilai thitung sebesar 0,307 dan nilai signifikansi 0,006 < 0,05, sedangkan variabel DSize\*Beta memiliki nilai thitung sebesar 0,204 dan nilai signifikansi 0,019 < 0,05. Dengan demikian semua variabel bebas (DSize, Beta dan DSize\*Beta) berpengaruh secara parsial terhadap *return* saham. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis maka disimpulkan bahwa Ho ditolak dan Ha diterima. Kesimpulan yang diperoleh adalah beta terhadap *return* saham lebih tinggi pada perusahaan kecil dibandingkan pada perusahaan besar yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2014.

Uji statistik F digunakan untuk untuk mengetahui apakah variabel bebas (X) secara simultan memiliki pengaruh yang signifikan atau tidak signifikan terhadap variabel terikat (Y) dengan nilai α = 5%. Hasil uji F terdapat pada Tabel 5 dan Tabel 6.

**Tabel 3 Hasil Uji T Model 1**

| **Coefficientsa** | | | | | | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
| B | Std. Error | Beta |
| 1 | (Constant) | .155 | .019 |  | 8.288 | .000 |
| DSize | .129 | .023 | .122 | 3.395 | .014 |
| Beta | .143 | .029 | .139 | 4.931 | .006 |
| a. Dependent Variable: Return | | | | | | |

**Tabel 4 Hasil Uji T Model 2**



Tabel 5 menunjukkan nilai Fhitung 15,919 dengan signifikansi 0,000, sedangkan pada tabel 6 menunjukkan nilai Fhitung 10,619 dengan signifikansi 0,000. Hal ini menunjukkan bahwa pada model 1 pengaruh variabel bebas (DSize dan Beta) berpengaruh secara simultan terhadap *return* saham dapat diterima secara keseluruhan. Sedangkan pada model 2 pengaruh variabel bebas (DSize, Beta dan DSize\*Beta) berpengaruh secara simultan terhadap *return* saham dapat diterima secara keseluruhan. Baik untuk model 1 dan model 2 maka Ho ditolak dan Ha diterima.

Uji statistik R2 digunakan untuk untuk mengetahui berapa besar pengaruh variabel bebas (X) secara simultan terhadap variabel terikat (Y) dengan nilai α = 5%. Berdasarkan Tabel 7 diketahui bahwa pengaruh variable X1 (DSize) dan variabel X2 (Beta) secara bersama-sama sebesar 38,2% terhadap *return* perusahaan, sedangkan berdasarkan Tabel 8 bahwa pengaruh variable X1 (DSize), variabel X2 (Beta) dan variable X3 (DSize\*Beta) secara bersama-sama sebesar 60,9% terhadap *return* perusahaan. Intepretasi dari nilai R2 adalah dominasi faktor ukuran perusahaan dan beta terhadap *return* perusahaan yang diukur berdasarkan nilai kapitalisasi pasar pada periode 2010-2014 hanya sebesar 38,2%, sedangkan 61,8% dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak diukur dalam penelitian ini untuk model 1, sedangkan untuk model 2 dominasi faktor ukuran perusahaan, beta dan Dsize\*Beta terhadap *return* perusahaan yang diukur berdasarkan nilai kapitalisasi pasar pada periode 2010-2014 hanya sebesar 60,9%, sedangkan 39,1% dipengaruhi oleh faktor lain.

Uji statistik R2 digunakan untuk untuk mengetahui berapa besar pengaruh variabel bebas (X) secara simultan terhadap variabel terikat (Y) dengan nilai α = 5%. Berdasarkan Tabel 7 diketahui bahwa pengaruh variable X1 (DSize) dan variabel X2 (Beta) secara bersama-sama sebesar 38,2% terhadap *return* perusahaan, sedangkan berdasarkan Tabel 8 bahwa pengaruh variable X1 (DSize), variabel X2 (Beta) dan variable X3 (DSize\*Beta) secara bersama-sama sebesar 60,9% terhadap *return* perusahaan. Intepretasi dari nilai R2 adalah dominasi faktor ukuran perusahaan dan beta terhadap *return* perusahaan yang diukur berdasarkan nilai kapitalisasi pasar pada periode 2010-2014 hanya sebesar 38,2%, sedangkan 61,8% dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak diukur dalam penelitian ini untuk model 1, sedangkan untuk model 2 dominasi faktor ukuran perusahaan, beta dan Dsize\*Beta terhadap *return* perusahaan yang diukur berdasarkan nilai kapitalisasi pasar pada periode 2010-2014 hanya sebesar 60,9%, sedangkan 39,1% dipengaruhi oleh faktor lain.

**Tabel 5 Hasil Uji F Model 1**

| **ANOVAb** | | | | | | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Model | | Sum of Squares | df | Mean Square | F | Sig. |
| 1 | Regression | 3.827 | 2 | 1.914 | 15.919 | .000a |
| Residual | 114.198 | 950 | .120 |  |  |
| Total | 118.026 | 952 |  |  |  |
| a. Predictors: (Constant), Beta, DSize | | | | | | |
| b. Dependent Variable: Return | | | | | | |

**Tabel 6 Hasil Uji F Model 2**

****

**Pembahasan**

Berdasarkan hasil perhitungan pada Tabel 3 dan 4 diketahui bahwa beta merupakan faktor dengan pengaruh terbesar terhadap *return* perusahaan yang diukur dengan kapitalisasi pasar pada periode 2010-2014 sebesar 14,3% dan 30,7%. Sedangkan ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap *return* perusahaan yang diukur dengan kapitalisasi pasar pada periode 2010-2014 hanya sebesar 12,9%. Hasil penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Sehgal dan Tripathi (2004). Sehgal dan Tripathi, 2004 pada penelitiannya menjelaskan bahwa ukuran perusahaan merupakan faktor yang dominan dalam mempengaruhi *return* perusahaan. Hal ini terjadi karena perbedaan jumlah saham yang diperdagangkan untuk perusahaan besar dan perusahaan kecil memiliki perbedaaan yang signifikan. Perusahaan besar memiliki jumlah saham yang besar dan frekuensi perdagangan yang cendrung aktif. Sedangkan perusahaan kecil karena tingkat aktifitas penjualan sahamnya tergolong sedikit dan kurang aktif, sehingga volume dan frekuensi perdagangan lebih kecil sehingga berdampak pada rendahya *return* perusahaan. Sedangkan pada penelitian ini faktor yang dominan adalah beta.

**Tabel 7 Hasil Uji R2Model 1**

| **Model Summaryb** | | | | | | | | | | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Model | | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate | Change Statistics | | | | |
| R Square Change | F Change | df1 | df2 | Sig. F Change |
|  | 1 | .618a | .382 | .368 | .346711460183 | .352 | 15.919 | 2 | 950 | .000 |
| a. Predictors: (Constant), Beta, DSize | | | | | | | | | | |
| b. Dependent Variable: Return | | | | | | | | | | |

**Tabel 8 Hasil Uji R2Model 2**

****

Perbedaan faktor yang mendominasi dikarenakan perbedaan dalam penentuan sampel perusahaan. Penelitian ini mendefiniskan perusahaan besar berdasarkan kuartil atas dan perusahaan kecil berdasarkan kuartil bawah. Kelemahan penggunaan ukuran perusahaan jika menggunakan penarikan sampel berdasarkan kuartil atas dan kuartil bawah dikemukakan oleh Marati (2013). Pemilihan sampel berdasarkan kuartil memiliki kelemahan karena perusahaan sampel langsung terbagi menjadi perusahaan besar dan kecil. Hal ini menyebabkan terjadi perbedaan yang signifikan pada nilai kapitalisasi saham perusahaan sampel. Temuan ini diperkuat Yanuarta (2009) juga meneliti *size effect* dengan kategori perusahaan besar dan kecil pada sektor pertanian dan pertambangan. Hasil penelitian ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *return* perusahaan.

Risiko merupakan variabel terkecil yang berpengaruh terhadap *return* perusahaan yang diukur berdasarkan kapitalasasi saham. Risiko yang tidak terlalu berpengaruh terlalu dominan diduga karena disebabkan jumlah sampel yang dipilih berdasarkan perbedaan kuartil atas dan bawah. Perusahaan besar dengan kapitalisasi saham besar akan memiliki risiko yang lebih besar jika dibandingkan dengan perusahaan dengan kapitalisasi saham yang kecil. Hal ini disebabkan karena perusahaan besar cendrung memiliki volume perdagangan besar dengan tingkat keaktifan frekuensi perdagangan yang tinggi. Keaktifan perdagangan akan membentuk akumulasi kapitalisasi saham yang besar diakhir tahun, Kapitalisasi saham yang besar akan menyebabkan tingkat risiko yang lebih besar. Sehingga perusahaan besar akan memiliki risiko yang lebih besar jika dibandingkan dengan perusahaan kecil, tetapi *return* perusahaan besar akan lebih besar jika dibandingkan perusahaan kecil, sesuai dengan prinsip *high risk high return.*

Penggunaan pendekatan ukuran perusahaan berdasarkan kapitalisasi pasar ini memperlihatkan hasil yang sesuai dengan penelitian yang Banz (1981), Fama dan French (1993, 1995, 1996) dan Xu (2002) yang menemukan faktor risiko dan ukuran perusahaan mempengaruhi return perusahaan. Perbedaan yang terjadi hanya pada perbedaaan nilai koefisien regresi. Keadaan ini diperkirakan karena perbedaaan karakter pasar modal Indonesia. Secara teori hasil ini bisa membuktikan hipotesis pasar yang efisien dalam melalui pengujian hubungan *return* dengan karakteristik perusahaan, dalam hal ini ukuran perusahaan. Secara teknis koefisien regresi disebabkan perbedaan metode analisis yang digunakan, terutama sekali berkaitan dengan pemilihan sampel, dan teknik pembentukan portofolio serta penyesuaian portofolio. Dalam penelitian ini menggunakan sampel sedangkan pada Fama dan French (1993, 1995, 1996), pemilihan portofolio menggunakan total populasi. Semua saham diurutkan berdasarkan ukuran perusahaan dan dikelompokan menjadi 5 kelompok.

**Kesimpulan dan Saran**

Berdasarkan hasil analisis diperoleh kesimpulan bahwa pengaruh *size* terhadap *return* saham lebih kuat pada perusahaan kecil dibandingkan pada perusahaan besar yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2014. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan dengan kapitalisasi kecil menghasilkan *return* yang besar. Pengaruh beta terhadap *return* saham lebih tinggi pada perusahaan kecil dibandingkan pada perusahaan besar yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2014. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan dengan kapitalisasi pasar yang besar tidak menghasilkan beta yang besar pula.

Pada penelitian ini telah terbukti penelitian Banz, bahwa terjadi hubungan terbalik (*negatif*) antara ukuran perusahaan dengan *return* saham. Artinya, saham-saham perusahaan kecil akan memberikan *return* yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan besar. Pada penelitian ini juga terbukti bahwa faktor beta (risiko pasar) bukan merupakan satu-satunya faktor yang menjelaskan variasi *return* saham.

Perusahaan besar harus mampu meningkatkan kinerjanya sehingga mampu meningkatkan *return* saham. Peningkatan *return* saham akan menyebabkan *investor* tertarik untuk berinvestasi sehingga kemungkinan terjadi aktifitas saham dari proses jual beli yang wajar akan terjadi dan berdampak pada kenaikan harga saham. Untuk penelitian selanjutnya disarankan menggunakan seluruh perusahaan yang listing tanpa membuat kuartil dan periode waktu yang lebih panjang.

**Daftar Referensi**

Asnawi, Said K., dan Wijaya Chandra (2005). Riset Keuangan: Pengujian-Pengujian Empiris. Jakarta: Gramedia Pustaka Utama.

Banz, R.W. (1981). The Relationship Between Return And Market Value Of Common Stocks. Journal of Financial Economics, Vol:9, pp:3-18.

Bodie, Zvi. Kane, Alex and Marcus, Alan J. (2009). Investments. Eighth Edition, NewYork: McGraw-Hill.

Ernie Hendrawaty (2001). Analisi Tingkat Pendapatan Abnormal Saham Winners dan Losers di Bursa Efek Jakarta Tahun 1999. Program Pascasarjana Program Studi Ilmu Manajemen Universitas Airlangga.

Fama, E.F. and French, K.R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. Journal of Finance, Vol:47, pp: 427-465.

Fletcher, Jonathan (2000). On The Conditional Relationship Between Beta and Return in International Stock Returns. International Review of FinancialAnalysis, Vol:9, pp:235-245.

Francis, Jack C. (1991). Investment: Analysis and Management. 5th edition. Singapore: McGraw-Hill Inc.

Ghozali Imam (2006). Aplikasi Analisis Multivarite dengan SPSS. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

Gunawan, Hendrawaty Ernie (2018). Stock Liquidity and Market Capitalization: Investment Challenges in Indonesian Capital Market. SSRG International Journal of Economics Management Studies, Vol:5, Iss:11, pp:11-20.

Halim Abdul (2005). Analisis Investasi. Edisi 2. Salemba.

HusnanSuad (2001). Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas.Yogyakarta: UPP AMP YKPN.

Hodoshima J., Garza G.X. dan Kimura M (2000). Cross Sectional Analysis of Return and Beta in Japan. Journal Economic and Business, pp:515-553.

Jogiyanto Hartono (2013). Teori Portofolio dan Analisis Investasi. Edisi Kedelapan. Yogyakarta: BPFE.

Kasmir (2014). Analisis Laporan Keuangan (1st ed.). Jakarta: Rajawali Pers.

Lamoureux, Christopher G., and Sanger, Gary C.(1989). Firm Size and Turn of The Year Effects in The OTC/NASDAQ Market. The Journal of Finance,Vol:44 No.5.

Levy, H. (1996). Introduction to Investments. Cincinnati, Ohio: South Western College Publishing.

Marati Fudji Sri (2013). Pengaruh *Firm Size* Terhadap *Return* Saham Pada Perusahaan Manufaktur yang Tercatat di Bursa Efek Indonesia Periode 2004-2009. Jurnal Among Makarti, Vol.6 No.12, hlm 66-79.

Mariani Ni LuhLina,Yudiaatmaja Fridayana dan Yulianthini Ni Nyoman (2005). Pengaruh Profitabilitas dan Leverage Terhadap Return Saham. E-Journal Bisma Universitas Pendidikan Ganesha, Volume 4.

Markowitz, M. Harry (1959). Portofolio Selection. Journal of Finance, pp:77-91.

Niresh J. Aloy dan Velnampy T (2014). Firm Size and Profitability: A Study of Listed Manufacturing Firms in Sri Lanka. International Journal of Business and Management; Vol:9, No:4, pp:57-64.

Glenn N. Pettengill, Sridhar Sundaram dan Ike Mathur (1995). The Conditional Relation Between Beta and Returns. Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol:30, Iss:1.

Prasad Saroj S dan Verma Ashutosh (2013).Size and Returns: A Study of The Indian Stock Market. Indian Journal of Finance, Vol:7, Iss:5.

Priyatno, Dwi (2008). Mandiri Belajar SPSS untuk Analisis Data dan Uji Statistik. Jakarta: Mediakom.

Reinganum, Marc R. (1992). A Revival of The Smal-Firm Effect. Journal of Portofolio Management, Vol:18, Iss:3, pp:55-62.

Ross, A Stephen. Westerfield, Randolph W. Jordan, Bradford D (2003). Fundamentals of Corporate Finance. New York: Mc Graw-Hill.

Samuelson Paul A. dan William D. Nordhaus (1993). Mikro Ekonomi. Terjemahan Drs. Haris Munandar DKK, Edisi ke-14. Jakarta: Erlangga.

Sehgal S. and Tripathi V. (2004). Size Effect in Indian stock Market: Some Empirical Evidence. Presented at International Conference on Delegated Portfolio Management and Investor Behaviour. China: Sichuan University.

Sharpe William F (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk. Journal of Finance; Vol:19, pp:425-442

Sugiyono (2012). Memahami Penelitian Kualitatif. Bandung :ALFABETA.

Tandelilin, Eduardus (2010). Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi. Edisi pertama. Yogyakarta: Kanisius.

Tang G. dan Shum W. (2004). Beta and Returns Revisited: Evidence from The Korean and Taiwan Stock Markets. Pacific Basin Finance Journal.

Xu, J. (2002). The Size Effect of The Stock Returns in The Chinese Market. SSRN Working Paper. China: Peking University.

Yani Aulia Rahma, Sudarma Made, Prihatiningtias Yeney Widya (2013). January Effect dan Size Effect pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya.

Yanuarta Ramel (2009). Anomali Size Effect di Bursa Efek Indonesia. Jurnal Kajian Manajemen Bisnis,Volume 1, hlm 39–58.

[www.idx.go.id](http://www.idx.go.id)