

Volume 15 Nomor 1 Maret 2013

ISSN 1411-1438

*Jurnal*  
**Manajemen dan  
Kewirausahaan**



Diterbitkan oleh:  
Program Studi Manajemen, Fakultas Ekonomi  
UNIVERSITAS KRISTEN PETRA-SURABAYA

*Jurnal*  
**Manajemen dan Kewirausahaan**

---

**Pemimpin Redaksi:**  
Eddy M. Sutanto

**Wakil Pemimpin Redaksi:**  
Fransisca Andreani

**Anggota Redaksi:**  
Thomas Santoso  
Zeplin Jiwa Husada Tarigan  
Augustinus Simanjuntak  
Dewi Astuti  
Liem Pei Fun  
Sautma Ronni Basana  
Njo Anastasia  
R.R. Retno Ardianti  
Bambang Haryadi

**Pelaksana Teknis:**  
Sumarno  
I Ketut Bagiatha

**Alamat Sekretariat/Redaksi:**

**Universitas Kristen Petra**

Jl. Siwalankerto 121-131, Gedung T 205, Surabaya 60236, Indonesia

Telp. (+6231) 2983147; Fax (+6231) 2983111

E-mail: redaksi.jmk@petra.ac.id

<http://puslit2.petra.ac.id/ejournal/index.php/man>

<http://www.doaj.org/doi/func=openurl&issn=14111438&genre=journal&uiLanguage=en>

<http://garuda.dikti.go.id/jurnal/proses?q=manajemen+kewirausahaan+universitas+kristen+petra&tmp=>

**Diterbitkan:**

Fakultas Ekonomi, Program Studi Manajemen  
Universitas Kristen Petra - Surabaya

---

**Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan** telah terbit sejak Maret 1999 secara berkala sebanyak 2 (dua) kali dalam 1 (satu) tahun pada bulan **Maret** dan **September**.

---



*Jurnal*  
**Manajemen dan Kewirausahaan**

---

**DAFTAR ISI**

SHOPPERS' LOYALTY IN PASAR DUKUH MENANGGAL SURABAYA <i>Anastasia Audrey Oenaryo dan Liza Agustina Maureen Nelloh</i>	1-10
PERBANDINGAN KINERJA KEUANGAN ANTARA PERUSAHAAN ASURANSI, BANK, EFEK, DAN <i>LEASING</i> PERIODE 2007-2010 <i>Nanik Linawati</i>	11-22
KETERLIBATAN KERJA SEBAGAI PEMEDIASI PENGARUH KEPERIBADIAN PROAKTIF DAN PERSEPSI DUKUNGAN ORGANISASIONAL TERHADAP KEPUASAN KERJA <i>Aurilia Triani Aryaningtyas dan Lieli Suharti</i>	23-32
PENGARUH <i>IDIOSYNCRATIC RISK</i> DAN LIKUIDITAS SAHAM TERHADAP <i>RETURN SAHAM</i> <i>Werner R. Murhadi</i>	33-40
PENGARUH <i>MARKET ORIENTATION</i> TERHADAP <i>SERVICE QUALITY</i> , <i>SATISFACTION</i> DAN <i>LOYALTY</i> PELANGGAN TOKO BUKU GRAMEDIA DI JAWA TIMUR <i>FX Agus Subroto</i>	41-52
PENGARUH RELIGIUSITAS TERHADAP ETIKA BERBISNIS (Studi pada RM. Padang di Kota Malang) <i>Fauzan</i>	53-64
PENGARUH <i>STORE LAYOUT</i> , <i>INTERIOR DISPLAY</i> , <i>HUMAN VARIABLE</i> TERHADAP <i>CUSTOMER SHOPPING ORIENTATION</i> DI RESTORAN DEWA- NDARU SURABAYA <i>Fransisca Andreani, Monika Kristanti, Adiguna Yapola</i>	65-74
STRATEGI PENGEMBANGAN TANAMAN KEDELAI UNTUK PEMBERDAYA- AN EKONOMI RAKYAT DI KABUPATEN KEEROM PROVINSI PAPUA <i>Yohanis Rante</i>	75-88
VALUASI EKONOMI EKOWISATA DENGAN MODEL <i>TRAVEL COST</i> DAN DAMPAKNYA TERHADAP USAHA KECIL PARIWISATA <i>Purwanto</i>	89-102

## PENGARUH *IDIOSYNCRATIC RISK* DAN LIKUIDITAS SAHAM TERHADAP *RETURN SAHAM*

**Werner R. Murhadi**

Fakultas Bisnis & Ekonomika, Universitas Surabaya  
Email: Werner@staff.ubaya.ac.id

### Abstrak

Penelitian ini menguji pengaruh *idiosyncratic risk* dan likuiditas saham terhadap *return* saham. Penelitian menggunakan data 50 perusahaan di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2011. Variabel independen adalah *idiosyncratic risk* dan likuiditas saham, serta variabel kontrol berupa ukuran perusahaan. Dengan menggunakan panel data dan *pooled least square* diperoleh hasil bahwa *idiosyncratic risk* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *stock return*, likuiditas saham berpengaruh positif signifikan, dan ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan. Hal ini memberikan implikasi bahwa perusahaan dengan *idiosyncratic risk* kecil akan lebih disukai investor yang tidak mampu melakukan diversifikasi, sehingga permintaan dari individual dan insitusi secara bersamaan akan mendorong harga saham dan memberikan *return* yang lebih tinggi.

**Kata kunci:** *Idiosyncratic risk*, likuiditas saham, *stock return*.

### Abstract

*This study examined the effect of idiosyncratic risk and liquidity of shares on stock return. It used data of 50 companies on the Indonesia Stock Exchange 2009-2011 period. The independent variable was the idiosyncratic risk and the liquidity of the shares, as well as control variables such as firm size. Using panel data and pooled least square, result show that idiosyncratic risk had a significant negative effect on stock return, liquidity of the shares had significant positive and significant negative effect of firm size. This implied that firms with small idiosyncratic risk that small investors will be preferred, so the demand from individuals and institutions simultaneously will push stock prices and provide a higher return.*

**Keywords:** *Idiosyncratic risk*, *stock liquidity*, *stock return*.

### PENDAHULUAN

Teori *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) yang dikembangkan oleh Sharpe (1964), dan Lintner (1965) telah lama membentuk pola pikir dari para akademisi dan praktisi mengenai hubungan tingkat *return* dan risiko. Dalam CAPM, *return* dari suatu aset hanya ditentukan oleh risiko sistematisnya. Secara teoritis, CAPM sangat berguna dalam menjelaskan dan memprediksi hubungan risiko dan tingkat hasil yang diharapkan. Namun fakta empiris menunjukkan bahwa model tidak mampu menjelaskan fenomena yang ada. Roll (1977) menyatakan bahwa CAPM tidak bisa dipegang dalam berbagai macam kondisi atau dengan kata lain CAPM sering kali tidak tepat untuk digunakan memprediksi nilai suatu aset. Roll menjelaskan bahwa secara teoritis CAPM baik, namun test secara empiris memberikan hasil bahwa indeks harga saham secara tunggal merupakan proksi yang buruk dalam CAPM.

Kritikan Roll dapat dirangkum menjadi dua point yaitu: CAPM dapat digunakan bila proksi pasar yang digunakan adalah *market value of equity*, bila tidak, maka hubungan antara beta dan *expected return* tidak terjadi. Kedua, *market portfolio* tidak dapat diidentifikasi, sehingga Roll menyimpulkan bahwa CAPM menjadi tidak bermanfaat secara praktis. Kritik lain terhadap CAPM, dilakukan oleh Banz (1981) yang menemukan pengaruh kuat dari ukuran perusahaan yang diukur melalui *market value of equity* terhadap rata-rata *return cross section* dari suatu aset. Selain itu, Bhandari (1988) menemukan hubungan positif dari utang terhadap *return* suatu aset. Hal ini sangat logis bila utang yang tinggi akan menimbulkan risiko kebangkrutan bagi perusahaan, sehingga investor akan menuntut *return* yang tinggi pula. Faktor utang ini dalam CAPM dianggap sebagai bagian dari Beta. Bhandari (1988) juga menyatakan bahwa utang dan ukuran perusahaan mampu menjelaskan rata-rata *return cross section*

dari perusahaan. Untuk mengatasi kelemahan dari CAPM, maka Ross (1976) mengembangkan *arbitrage pricing theory* (APT) dengan asumsi yang lebih lemah daripada asumsi CAPM. Dalam APT *return* dari suatu aset dipengaruhi oleh banyak macam faktor. Selanjutnya Chen, Roll & Ross (1986) berdasarkan pada APT menggunakan faktor makro ekonomi menemukan bahwa *return* dari suatu aset dipengaruhi oleh inflasi, *gross national product* yang diproksi melalui *industrial production index*, keyakinan investor sehubungan dengan premi risiko obligasi, dan perubahan dalam *yield curve*. Namun APT sendiri yang menyatakan bahwa *return* dari banyak perusahaan dipengaruhi oleh berbagai faktor akan menimbulkan variasi yang beragam. Untuk itu Fama & French (1992) dengan menggunakan variabel yang mudah diukur yaitu ukuran dan *book to market value of equity* mampu menjelaskan variasi dalam rata-rata *return cross section* bersama dengan beta pasar.

Model yang telah dijelaskan di atas adalah relevan apabila individu atau investor mampu membentuk portfolio, sehingga risiko yang relevan dipertimbangkan adalah risiko sistematis dalam hal ini risiko pasar. Dengan kata lain *return* suatu aset dipengaruhi oleh risiko sistematis dan beberapa variabel lain seperti ukuran perusahaan dan *book to market value of equity* sebagaimana yang ditunjukkan dalam model Fama-French. Bilamana investor tidak mampu membentuk portofolio, maka risiko yang dianggap relevan adalah total risiko (baik risiko sistematis maupun risiko perusahaan). Levy (1978) menjelaskan bahwa secara teoritis *idiosyncratic risk* (atau risiko unik yang hanya ada pada perusahaan) mempengaruhi ekuilibrium dari harga aset/nilai saham bilamana investor tidak mampu melakukan diversifikasi dalam bentuk portfolio. Merton (1987) mengindikasikan bahwa bila investor tidak mampu melakukan diversifikasi portfolio, maka risiko yang harus dipertimbangkan oleh investor adalah risiko total perusahaan. Bali & Cakiki (2006) menyebut bahwa perusahaan dengan total varians yang besar (*idiosyncratic risk* yang tinggi) akan dituntut *return* yang tinggi pula untuk menutupi risiko akibat tidak terdiversifikasi sepenuhnya portofolio.

Selain *idiosyncratic risk*, *return* dari suatu aset juga dipengaruhi dari likuiditas saham yang dipegang (Malkiel & Xu, 2004). Aset yang tidak likuid akan sulit untuk diperdagangkan ketika perusahaan membutuhkan dana. Hal ini berdampak pada saham perusahaan yang tidak likuid cenderung akan menurunkan harga asset, sehingga *return*-nya akan berkurang. Jones (2002) menemukan bahwa aset dengan likuiditas yang tinggi akan memberikan

*expected return* yang tinggi pula. Berdasarkan latar belakang yang dikemukakan di atas, maka penelitian ini akan memfokuskan pengaruh *idiosyncratic risk* dan likuiditas saham terhadap *return* saham perusahaan.

## LANDASAN TEORI DAN HIPOTESIS

Teori CAPM disusun dengan berdasar pada model portfolio yang dikembangkan oleh Markowitz (1959). Fama & French (2004) menjelaskan bahwa dalam model Markowitz, investor akan memilih portfolio pada saat  $t-1$  yang akan menghasilkan *stochastic return* pada saat  $t$ . Model ini mengasumsikan bahwa investor pada dasarnya tidak menyukai risiko, sehingga ketika melakukan investasi dalam portfolio, yang menjadi fokus utama investor adalah pada rata-rata dan varians dari *return* investasi selama satu periode. Hal ini berdampak pada investor yang cenderung untuk memilih portfolio yang efisien yang dikenal sebagai *mean variance model*. Dalam model CAPM, ketika perusahaan berhasil melakukan diversifikasi sempurna, maka risiko yang relevan dipertimbangkan adalah hanya risiko sistematis yakni risiko pasar. CAPM memiliki beberapa kelemahan seperti asumsi yang digunakan dan kritikan Roll (1977) yaitu: (1) CAPM secara empiris tidak dapat terbukti dan lebih bersifat tautology, dan (2) sulit untuk mengamati *return* portofolio pada berbagai macam katagori aset di setiap Negara. Kelemahan utama dari CAPM ini adalah faktor bisnis yang begitu luas, ternyata hanya satu yang relevan mencerminkan *return* perusahaan yakni risiko pasar, sehingga muncullah APT. APT menggunakan asumsi bahwa *return* dari suatu perusahaan dipengaruhi oleh banyak faktor termasuk kondisi makro ekonomi. APT yang menyatakan bahwa *return* dari banyak perusahaan dipengaruhi oleh berbagai faktor akan menimbulkan variasi yang beragam. Hal ini membuat APT dianggap terlalu luas, sehingga Fama & French (1992) memperkenalkan 3 faktor atau variabel yang mudah diukur yaitu risiko pasar (beta pasar), ukuran perusahaan dan *book to market value of equity* yang mampu menjelaskan variasi dalam rata-rata *return* suatu saham. Penggunaan model Tiga Faktor Fama-French dalam suatu regresi akan diperoleh residual terms, yang mana residual terms inilah yang akan digunakan untuk mengukur *idiosyncratic risk* dalam penelitian ini.

Ada beberapa alasan yang menyebabkan investor individual tidak mampu membentuk portfolio (Malkiel & Xu, 2004) yaitu pertama, biaya transaksi yang tinggi mengakibatkan investor individu tidak dapat memegang beberapa saham secara

bersama dalam portofolionya. Kedua, adanya keterbatasan dana menyebabkan investor tidak mampu memegang saham tertentu untuk memanfaatkan karakteristik unik dari masing-masing saham. Terakhir, meskipun banyak institusi seperti dana pensiun dan perusahaan reksadana, namun sering perusahaan tersebut tidak melakukan diversifikasi portofolio pasar dengan efisien. Malkiel & Xu (2004) dengan menggunakan perspektif *behavioral finance* juga menjelaskan mengapa investor institusi sensitif terhadap *idiosyncratic risk* meskipun sebenarnya volatilitas ini dapat dikurangi melalui portofolio. Malkiel & Xu (2004) dengan menggunakan teori prospek dari Kahneman & Tversky (1979) menjelaskan bahwa ada faktor mayor yang mempengaruhi keputusan investor yaitu *loss aversion*.

Namun secara umum, bila investor tidak mampu melakukan diversifikasi sempurna, maka risiko sistematis yang dipegang oleh investor tersebut menjadi kurang relevan. Keterbatasan investor untuk melakukan diversifikasi sempurna, membawa konsekuensi bahwa *idiosyncratic risk* lah yang lebih relevan dalam mempertimbangkan return dari suatu saham. Dalam penelitian ini *idiosyncratic risk* akan diukur dengan menggunakan *idiosyncratic volatility*, yang mana menurut Tinic & West (1986) dan Malkiel & Xu (1997), semakin tinggi volatilitas *idiosyncratic*, maka semakin tinggi return saham suatu perusahaan. Dengan berdasarkan pemikiran tersebut, maka dikembangkan hipotesis bahwa:

H1: *Idiosyncratic Risk* berpengaruh positif terhadap *return* saham suatu perusahaan.

Likuiditas dan risiko merupakan salah satu faktor utama yang dipertimbangkan investor ketika melakukan investasi. Meskipun banyak penelitian yang menyatakan bahwa untuk saham yang tidak likuid, maka investor akan mendapatkan kompensasi berupa *return* yang lebih tinggi, namun tidak ada suatu kesepakatan tentang bagaimana mendefinisikan dan mengukur likuiditas (Kluger & Stephan, 1997). Secara umum, investor mempersepsikan suatu saham dikatakan likuid bila dapat dijual dengan segera dan dapat menerima hasilnya sesuai dengan harga pasar. Dari definisi ini dapat ditarik suatu proposisi bahwa *bid-ask spread* dapat digunakan untuk mengukur likuiditas, yang mana selisih yang kecil mengindikasikan saham yang likuid. Penelitian Kluger & Stephan (1997) mengukur likuiditas saham dengan empat alat yaitu *relative odds ratio* yang didasarkan pada volume yang dibutuhkan untuk menggerakkan harga saham, *firm size* yang diukur melalui *market value of equity*, *bid-ask spread* yang didasarkan pada biaya untuk melakukan transaksi secara segera, dan *liquidity ratio* yang diukur dari

rasio volume perdagangan terhadap perubahan absolute dari harga selama interval waktu tertentu. Hasilnya menunjukkan bahwa korelasi diantara keempat alat tersebut adalah tinggi, yang mengindikasikan bahwa ke-empatnya dapat digunakan sebagai proksi dari likuiditas.

Sementara itu, Shen & Starr (2002) dalam Wyss (2004) menyatakan Likuiditas di pasar keuangan didefinisikan sebagai “*the ability to absorb smoothly the flow of buying and selling orders*”. Namun dari definisi ini Wyss (2004) berpendapat bahwa hal ini tidak mampu menjelaskan fenomena likuiditas yang terdiri dari beberapa dimensional. Likuiditas pada awalnya banyak diukur melalui *spread* harga beli dan jual, namun hal ini dirasakan tidak mencukupi. Likuiditas menurut Wyss (2004) terdiri dari 4 dimensi yaitu: (1) *Trading Time*: kemampuan mengeksekusi transaksi dengan segera pada harga wajar di pasar yang dalam berbagai penelitian dilakukan melalui jumlah perdagangan persatuan waktu atau lamanya waktu tunggu untuk melakukan transaksi. (2) *Tightness*: kemampuan untuk membeli atau menjual suatu aset pada harga yang sama di waktu yang sama. Hal ini lazimnya diukur melalui *spread*. (3) *Depth*: kemampuan untuk membeli atau menjual aset tertentu tanpa mempengaruhi kuotasi harga. Kedalaman pasar dapat diukur, selain dari kedalaman itu sendiri, dengan rasio pesanan, volume perdagangan atau *flow ratio*. (4) *Resiliency*: Kemampuan untuk membeli atau menjual aset tertentu dengan sedikit pengaruh dari harga kuotasi. Bila kedalaman pasar hanya mempertimbangkan volume pada saat *bid* atau *ask*, maka *resiliency* juga mempertimbangkan elastisitas penawaran dan permintaan. Hal ini biasanya diukur melalui *intraday returns*, *the variance ratio* atau *the liquidity ratio*. Likuiditas sendiri tidak teramat dan selanjutnya akan diprosikan melalui berbagai macam pengukur. Baker (1996) dalam Wyss (2004) menyatakan bahwa pengukuran likuiditas yang bermacam-macam akan menimbulkan konflik atas temuan bila digunakan untuk mengukur likuiditas pasar.

Jones (2002) dan Amihud (2002) memprediksi bahwa *return* saham suatu perusahaan berkorelasi positif dengan likuiditas. Dapat juga dikatakan bahwa likuiditas suatu saham bervariasi secara sistemik terhadap likuiditas pasar dan berpengaruh positif terhadap *return* saham suatu perusahaan. Penelitian lain dilakukan Bekaert *et al.* (2006) menunjukkan hasil bahwa likuiditas berkorelasi positif dengan *return*, dan negatif terhadap *dividend yield*. Bekaert *et al.* (2006) juga menemukan untuk pasar Negara berkembang yang sedang dalam proses liberalisasi,

maka akan mempengaruhi secara dinamis hubungan likuiditas dan *return* saham.

Likuiditas sendiri memainkan peranan penting terhadap harga suatu aset (Malkiel & Xu, 2004). Meskipun berbagai peneliti memiliki definisi dan cara pengukuran yang berbeda, namun secara umum dapat disepakati bahwa likuiditas yang tinggi diartikan sebagai ukuran kemampuan investor menjual suatu aset tanpa mengalami kehilangan bermakna dari nilai wajarnya. Secara logis, aset yang tidak likuid akan sulit dijual, sehingga akan berdampak pada penurunan harga aset tersebut. Dari pemikiran tersebut, maka dikembangkan hipotesis sebagai berikut:

H2: Likuiditas saham berpengaruh positif terhadap *return* suatu saham

## METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan data sekunder, dengan sampel yang digunakan adalah data 50 perusahaan yang aktif diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia yang terdiri dari sektor pertambangan (7), pertanian (5), industri dasar dan kimia (7), aneka industry (4), barang konsumsi (4), properti (5), keuangan (8), infrastruktur, utilitas & transportasi (5) serta perdagangan, jasa & investasi (5). Sampel diambil berdasarkan pertimbangan bahwa sampel adalah secara proporsional merupakan representasi dari masing-masing sektor yang paling aktif dan sering digunakan sebagai pembentuk portfolio. Penelitian ini menggunakan data harian selama periode 1 Januari 2009 – 31 Desember 2011. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah tingkat hasil saham, dan variabel independennya adalah *Idiosyncratic Risk* dan likuiditas saham. Tingkat hasil saham dihitung dengan menggunakan:

$$R_{i,t} = \ln \frac{P_t}{P_{t-1}}$$

Untuk menghitung *Idiosyncratic Risk*, maka dalam penelitian ini menggunakan model CAPM sebagai berikut:

$$R_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_{i,t} \cdot (R_{m,t} - R_{f,t}) + \varepsilon_{i,t}$$

$R_{i,t}$  adalah tingkat hasil saham individual,  $R_{m,t}$  adalah tingkat hasil pasar,  $R_{f,t}$  adalah tingkat hasil bebas risiko, dan  $\varepsilon_{i,t}$  adalah *Idiosyncratic Risk*. Kemudian *Idiosyncratic Risk volatility* (IVOL) akan diukur dengan menggunakan (Bali & Cakiki, 2006):

$$IVOL_{i,t} = \sqrt{\text{var}(\varepsilon_{i,t})}$$

Volatilitas dari *Idiosyncratic Risk* diperoleh dari standar deviasi residual dari *Idiosyncratic Risk*,

sedangkan likuiditas saham dapat diukur dengan berbagai macam cara, namun salah satu yang paling sering digunakan adalah pendekatan tingkat *bid-ask spread* (Kluger & Stephan, 1997; Han & Lesmond, 2009). Namun penelitian ini memodifikasi tingkat *bid-ask spread* tersebut dengan mendasarkan pada penelitian Corwin & Schultz (2012) yang mana *spread* tersebut diukur dengan menggunakan rata-rata setahun dari rasio harga tertinggi dibagi dengan harga terendah dalam satu hari perdagangan.

Penelitian ini juga memasukkan variabel kontrol yaitu ukuran perusahaan (*Size*) mengikuti penelitian Han & Lesmond (2009) dan Spiegel & Wang (2005) yang diukur dengan menggunakan logaritma natural dari total aset masing-masing perusahaan pada periode tersebut. Model analisis dalam penelitian adalah:

$$R_{i,t} = \alpha + \beta_1 \cdot IVOL_{i,t} + \beta_2 \cdot Spread_{i,t} + \beta_3 \cdot Size_{i,t}$$

Penelitian ini menggunakan data panel dengan teknik *Pooled Least Squared* (PLS) yang akan dibandingkan terhadap *Fixed Effect Model* (FEM) dan *Random Effect Model* (REM). Model terbaik dengan menggunakan uji F dan Uji Hausmann yang akan dilakukan interpretasi pada penelitian ini.

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Pembahasan hasil penelitian dimulai dengan melihat pada hasil statistik deskriptif sebagaimana yang tampak pada Tabel 1.

Tabel 1. Statistik Deskriptif

Variabel	Min.	Max.	Mean	Std. Dev.
Ri	-.012	.020	.00159	.003275
Ivol	.014	.147	.03286	.023045
Spread	.034	1.100	1.03190	.082990
Size	27.790	33.944	30.40602	1.426506

Dari Tabel 1 terlihat bahwa rata-rata return saham dari sampel selama periode tiga tahun terakhir adalah sangat kecil yaitu kurang dari 1 persen. Pada volatilitas saham cukup *volatile* mulai dari 1 hingga hamper 15 persen, dengan rata-rata volatilitas sebesar 3 persen. Volatilitas saham selama tiga tahun terakhir memang cukup tinggi sehubungan dengan adanya krisis di Eropa dan USA yang belum tuntas hingga kini. Volatilitas saham yang tinggi ini merupakan proksi dari *idiosyncratic risk* yang ada pada masing-masing perusahaan. Untuk likuiditas saham yang menggunakan proksi *spread* terlihat cukup tinggi dengan rata-rata di atas 1.

Selanjutnya, hasil pengujian hipotesis dapat dilihat pada statistik inferensial pada Tabel 2. Pada

Tabel 2. Hasil Statistik Inferensial

Variabel	PLS		FEM		REM	
	beta	T	beta	t	beta	t
Ivol	-0.025	-2.173*	-0.044	-2.773*	-0.027	-2.276*
Spread	0.007	2.652*	0.006	1.435	0.006	1.808**
Size	-0.000	-1.858**	-0.003	-3.838*	-0.000	-1.767**
R Squared	0.057		0.354		0.063775	
Adjusted R Squared	0.044		0.006		0.044134	
N	150		150		150	

Ket: \* Signifikan pada  $\alpha = 5\%$ ; \*\* signifikan pada  $\alpha = 10\%$

Tabel 2, ditampilkan tiga model dengan menggunakan pendekatan panel data, yaitu: PLS, FEM dan REM.

Untuk melihat model mana yang paling tepat maka, dilakukan komparasi terlebih dahulu pada model PLS dan FEM dengan menggunakan uji F, yang mana bila signifikan, maka model yang akan diinterpretasikan adalah model FEM dengan sebelumnya dilakukan terlebih dahulu uji Hausmann untuk membandingkannya terhadap REM. Bila hasil uji F tidak signifikan, maka model yang akan digunakan adalah PLS.

Pada Tabel 3 hasil pengujian uji F menunjukkan hasil yang tidak signifikan, yang mana hal ini berarti model yang akan digunakan dalam pembahasan ini adalah model PLS.

Tabel 3. Uji F

Effect Test	Statistic	df	Prob.
Cross Section F	0.887049	(48,95)	0.6722
Cross Section Chi-Square	54.436534	48	0.2429

Dengan mendasarkan pada model PLS, maka seperti yang ditampilkan pada Tabel 2 dapat dilihat bahwa *idiosyncratic risk* dan volatilitas saham signifikan pada  $\alpha = 5\%$ , sedangkan variabel kontrol ukuran perusahaan signifikan pada  $\alpha = 10\%$ . Hal ini berarti dalam tiga tahun terakhir dapat disimpulkan bahwa *return* saham dipengaruhi signifikan baik oleh *idiosyncratic risk* dan likuiditas saham. Pengaruh *idiosyncratic risk* lebih besar daripada pengaruh likuiditas, sebagaimana konsisten dengan penelitian dari Spiegel dan Wang (2005)

Namun dari hasil pada Tabel 2, terlihat hasil menarik yang mana *idiosyncratic risk* ternyata memiliki pengaruh negatif signifikan. Hal ini berarti bahwa semakin tinggi risiko individu perusahaan, maka *return* sahamnya semakin rendah, dan sebaliknya semakin rendah risiko individu, maka *return* saham menjadi semakin tinggi. Hasil ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan Fama & Macbeth (1973), Barberis & Huang (2007) maupun Wan (2008). Penelitian Baker & Wurgler (2005)

menemukan bahwa *hubungan idiosyncratic risk* dapat berpengaruh positif ataupun negative, sedangkan hasil negatif ditemukan oleh Wan (2008) yang terjadi pada "*penny-like stock*" di pasar modal USA yang memiliki ciri-ciri volatilitasnya tinggi, kapitalisasi pasar yang kecil, harga saham yang rendah, bersifat *underperform*. Hasil negatif dalam penelitian ini juga konsisten dengan penelitian dari Ang *et al.* (2005). Penjelasan logis dari hasil negatif signifikan ini adalah bahwa perusahaan dengan risiko total yang tinggi (*idiosyncratic risk*) akan menyebabkan investor yang tidak mampu membentuk portfolio akan menghindari perusahaan ini. Dengan berkuangnya peminat pada saham perusahaan dengan risiko individual yang tinggi akan menyebabkan pergerakan harga saham menjadi lebih sempit, sehingga *return* saham menjadi lebih kecil. Sebaliknya pada perusahaan dengan risiko total yang rendah akan mendorong investor yang tidak mampu membentuk *portfolio* untuk segera membeli saham perusahaan ini. Permintaan yang tinggi akan membuat harga saham meningkat, sehingga memberikan efek pada *return* saham yang lebih tinggi.

Penelitian ini juga menemukan bahwa likuiditas berpengaruh positif terhadap *return* saham. Pada penelitian ini likuiditas diprosikan dengan *spread*. Pada Tabel 2 terlihat bahwa likuiditas berpengaruh positif signifikan. Namun pengaruh dari likuiditas tersebut lebih kecil daripada pengaruh risiko individual. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian dari Bekaert *et al.* (2006) dan Martinez, *et al.* (2005). Saham suatu perusahaan yang likuid akan mendorong investor untuk melakukan transaksi untuk mengambil keuntungan. Berbeda dengan "saham tidur" yang akan dijauhi investor, mengingat bila investor membutuhkan dana akan kesulitan untuk mengkonversinya menjadi kas. Untuk perusahaan dengan harga saham yang tinggi akan terdorong untuk melakukan *stock split*. Hal ini mengingat perusahaan dengan harga saham yang terlalu tinggi akan membuat investor terbatas dan mungkin hanya investor institusi saja yang dapat melakukan pembelian saham tersebut. Untuk itu perusahaan



dengan harga saham yang tinggi akan mendorong untuk melakukan *stock split* agar sahamnya menjadi likuid. Dengan likuiditas pasar yang tinggi akan meningkatkan *return* saham perusahaan tersebut pula.

Penelitian ini juga memasukkan variabel ukuran perusahaan, yang mana untuk ukuran perusahaan, dari hasil pada Tabel 2 dapat dilihat ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap *return* saham suatu perusahaan. Hal ini bermakna semakin besar ukuran perusahaan, maka *return* sahamnya akan semakin kecil. Penjelasan yang dapat dilakukan untuk menjelaskan fenomena ini adalah bahwa perusahaan dengan ukuran besar harga sahamnya relatif tinggi dan stabil daripada perusahaan kecil atau *second line*. Pada perusahaan kecil, fluktuasi dari harga saham relatif besar, sehingga *return* yang diperoleh perusahaan juga cukup besar.

### SIMPULAN DAN SARAN

Dari hasil pengolahan data dapat disimpulkan secara keseluruhan terdapat pengaruh ketiga variable yaitu *idiosyncratic risk*, likuiditas saham dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan. *Idiosyncratic risk* berpengaruh negatif, likuiditas saham berpengaruh positif dan ukuran perusahaan berpengaruh negatif. Hal ini memberikan implikasi bahwa investor yang tidak mampu membentuk portofolio, akan lebih memfokuskan pada perusahaan dengan risiko individual yang rendah. Permintaan yang besar terhadap saham dengan *return* individual yang rendah akan mendorong peningkatan harga saham dan akan berakibat pada *return* saham yang besar pula, sedangkan perusahaan dengan likuiditas tinggi akan lebih disukai konsumen, sehingga akan mendorong harga sahamnya naik dan berdampak pada *return* yang tinggi pula.

### DAFTAR REFERENSI

- Amihud, Y. 2002. Illiquidity and Stock Returns: Cross Section and Time Series Effects. *Journal of Financial Markets*, 5: 31-56
- Ang, A., Hodrick, R., Xing, Y. H. & Zhang, X. Y. 2005. The Cross Section of Volatility and Expected Return, *Journal of Finance*, 61(1): 259-299.
- Baker, H. K. 1996. Trading Location and Liquidity: An Analysis of U.S. Dealer and Agency Markets for Common Stocks. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 5(4): 1-51.
- Baker, M. & Wurgler, J. 2005. Government Bond and Cross Section of Stock Returns. *Working Papers*, Harvard Business School.
- Bali, T. G. & Cakiki, N. 2006. Idiosyncratic Volatility and the Cross-Section of Expected Returns. *Working papers*, City University of New York.
- Banz, R. W. 1981. The Relationship between Return and Market Value of Common Stock. *Journal of Financial Economics*, March: 3-18.
- Barberis, N. & Huang, M. 2007. Mental Accounting, Loss Aversion, and Individual Stock Returns. *Journal of Finance*, 56(4): 1247-1292
- Bekaert, G., Harvey, C. R. & Lundblad, C. 2006. Liquidity and Expected Return: Lesson from Emerging Market. *Working papers*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Bhandari, L. C. 1988. Debt/Equity Ratio and Expected Common Stock Returns: Empirical Evidence. *Journal of Finance*, 43(2): 507-28.
- Chen, N. F., Roll, R. & Ross, S. A. 1986. Economic Forces and the Stock Market. *Journal of Business*, 59(3): 383-403.
- Corwin, S. A. & Schultz, P. 2012. A Simple Way to Estimate Bid-Ask Spreads from Daily High and Low Prices. *Journal of Finance*, 67(2): 719-759.
- Fama, E. F. & French, K. R. 1992. The Cross-Section of Expected Stock Returns. *Journal of Finance*, 47(2): 427-65.
- Fama, E. F. & French, K. R. 2004. The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence. *Journal of Economic Perspectives*, 18(3): 25-46.
- Fama, E. F. & Macbeth, J. D. 1973. Risk, Return and Equilibrium: Empirical Test. *Journal of Political Economics*, 81: 607-636.
- Han, Y. F. & Lesmond, D. A. 2009. Idiosyncratic Volatility and Liquidity Cost. *Working paper*, University of Colorado at Denver - Business School
- Jones, C. 2002. A Century of Stock Market Liquidity and Trading Costs. *Working paper*, Columbia University.
- Kluger, B. D. & Stephan, J. 1997. Alternative Liquidity Measures and Stock Returns. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 8(1): 19-36.
- Levy, H. 1978. Equilibrium in an Imperfect Market: A Constraint on the Number of Securities in the Portfolio, *American Economic Review*, 68: 643-658.
- Lintner, J. 1965. The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investment in Stock Portfolios and Capital Budgets. *Review of Economics and Statistics*, 47: 13-37.
- Malkiel, B. G. & Xu, Y. X. 1997. Risk and Return Revisited. *Journal of Portfolio Management*, 23(3): 9-14.

- Malkiel, B. G. & Xu, Y. X. 2004. Idiosyncratic Risk and Security Returns, *Working Papers*, The Annual Meetings of the American Finance Association.
- Markowitz, H. 1959. *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*. New York: John Wiley.
- Martinez, M., Nieto, B., Rubio, G. & Tapia, M. 2005. Asset Pricing and Systematic Liquidity Risk: An Empirical Investigation of the Spanish Stock Market. *International Review of Economics and Finance*, 14: 81-103.
- Merton, R. C. 1987. A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information. *Journal of Finance*, 42: 483-510.
- Roll, R. 1977. A Critique of the Asset Pricing Theory's Tests; Part 1: On Past and Potential Testability of the Theory. *Journal of Financial Economics*, 4: 129-176.
- Ross, S. 1976. The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing. *Journal of Economic Theory*, 13(3): 341-360.
- Sharpe, W. F. 1964. Capital Asset Prices: a Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk. *Journal of Finance*, 19: 425-442.
- Shen, P. & Starr, R. M. 2002. Market-Makers' Supply and Pricing of Financial Market Liquidity, *Economics Letters* 1.
- Spiegel, M. & Wang, X. T. 2005. Cross Sectional Variation in Stock Returns: Liquidity and Idiosyncratic Risk. *Working Papers*, Yale University
- Tinic, S. M. & West, R. R. 1986. Risk, Return and Equilibrium: A Revisit. *Journal of Political Economy*, 94: 126-147.
- Wan, C. 2008. Idiosyncratic Volatility, Expected Windfall and The Cross Section of Stock Returns. *Working papers*, Boston College.
- Wyss, R. V. 2004. Measuring and Predicting Liquidity in the Stock Market. *Dissertation*, der Universität St. Gallen, Swiss.

# PEDOMAN PENULISAN ARTIKEL JURNAL MANAJEMEN DAN KEWIRAUSAHAAN

Setiap penulis yang ingin mengirimkan artikel harus sesuai dengan Pedoman Penulisan Artikel, yang disertai dengan Surat Pernyataan Bukti Keaslian Hak Cipta dengan format terlampir. Artikel dan Surat Pernyataan Bukti Keaslian Hak Cipta dikirimkan dalam bentuk cetakan (*hard copy*) sebanyak satu eksemplar beserta *soft-copy* (CD/DVD) ke Redaksi Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan dengan alamat Jl. Siwalankerto 121-131, Gedung T, Ruang T 205, Surabaya 60236, Indonesia; email: [redaksi.jmk@petra.ac.id](mailto:redaksi.jmk@petra.ac.id). ARTIKEL YANG TIDAK SESUAI DENGAN PEDOMAN PENULISAN ARTIKEL, TIDAK AKAN DIPROSES.

## A. FORMAT PENULISAN

1. Artikel diketik dengan menggunakan program *Microsoft Word*, huruf *Times New Roman*, ukuran huruf 12 pt, spasi ganda (*before* = 0 pt, *after* = 10 pt), ukuran kertas A4. Batas *margin* atas, bawah, dan samping adalah 3 cm. Untuk kutipan langsung yang panjang (lebih dari 3,5 baris), diketik satu spasi dengan *indented style*.
2. Panjang artikel berkisar 20-25 halaman (tidak termasuk Daftar Referensi).
3. Artikel ditulis dalam Bahasa Indonesia atau Bahasa Inggris yang baik dan benar.
4. Halaman pertama artikel memuat judul, nama (tanpa gelar akademik) dan e-mail penulis, nama dan alamat lengkap institusi penulis, dan abstrak. Isi artikel sampai dengan lampiran dimulai dari halaman kedua.
5. Pedoman penulisan halaman pertama artikel, sebagai berikut:
  - Judul artikel dalam Bahasa Indonesia tidak melebihi 14 kata, sedangkan judul artikel dalam Bahasa Inggris tidak melebihi 12 kata.
  - Judul artikel dituliskan dengan menggunakan huruf kapital (kecuali untuk judul tambahan, menggunakan huruf kapital di setiap awal kata/ *capitalized each word*), *bold*, ukuran huruf 14 pt, spasi ganda dan di tempatkan di tengah-tengah.
  - Penulisan sub-judul artikel menggunakan huruf kapital, *bold* dan ditempatkan di tengah-tengah.
  - Penulisan sub-sub judul artikel menggunakan huruf kapital di setiap awal kata, *bold* dan rata kiri.
  - Abstrak dan kata kunci ditulis dalam Bahasa Indonesia dan Bahasa Inggris. Panjang masing-masing abstrak 75-80 kata, sedangkan jumlah kata kunci 3-5 kata.
6. Setiap tabel atau gambar diberi nomor urut, judul dan sumber (bila relevan). Judul tabel ditulis di atas tabel dan judul gambar ditulis di bawah gambar. Sumber ditulis di bawah gambar, rata tengah, atau di bawah tabel, rata kiri ukuran huruf 10 pt. Tabel dan gambar diketik dengan spasi tunggal.
7. Penulisan sumber kutipan dalam teks dilakukan dengan cara menuliskan nama belakang penulis dan diikuti tahun terbitan. Jika sumber kutipan yang diacu melibatkan dua orang penulis, nama belakang kedua penulis harus dicantumkan. Untuk penulisan sumber kutipan yang melibatkan penulis berjumlah lebih dari dua orang, digunakan nama belakang penulis pertama yang diikuti dengan *dkk.* Atau *et al.*  
Contoh-contoh:
  - Penulis tunggal:  
Almond (2009) mengemukakan....  
Menurut Almond (2009)....  
Studi yang terkait dengan ..... (Almond, 2009).
  - Penulis dua orang:  
Almond & Currie (2011) membuktikan bahwa.....  
Pembentukan sumber daya manusia..... (Almond & Currie, 2011)
  - Penulis lebih dari dua orang:  
Angist *et al.* (2008) mengatakan bahwa.....  
Angist *dkk.* (2008) mengatakan bahwa.....
8. Daftar Referensi harus memuat seluruh sumber yang dirujuk dalam teks. Sumber Daftar Referensi disarankan berupa referensi yang diterbitkan dalam kurun waktu 10 tahun terakhir dan minimal 80% dirujuk dari referensi primer (artikel penelitian, jurnal, dan laporan penelitian). Daftar Referensi diurutkan secara alfabetis dan kronologis sesuai dengan nama akhir penulis (tanpa gelar akademik) atau nama institusi. penulisan sumber kutipan dan daftar referensi mengikuti Harvard System.



Contoh-contoh:

- **Buku dengan satu pengarang:**  
Henry, A. 2011. *Understanding Strategic Management*. Second Edition. Oxford: Oxford University Press.
  - **Buku dengan dua pengarang atau lebih:**  
Brigham, E. F. & Ehrhardt, M. C. 2010. *Financial Management: Theory & Practice*. Thirteen Edition. Boston: South-Western College Publishing.
  - **Artikel dalam buku kumpulan artikel:**  
Moretti, E. 2011. Local Labor Market. Dalam O. Ashenfelter & D. Card (Eds.), *Handbook of Labor Economics Volume 4B* (pp. 1237-1313). North Holland: Elsevier.
  - **Artikel dari jurnal atau majalah:**  
Weinberg, M. C. 2011. More Evidence on the Performance of Merger Simulations. *American Economic Review*, 101(3): 51-55.
  - **Artikel dalam koran:**  
Obidzinski, K. 6<sup>th</sup> June, 2011. REDD in the News. *Jakarta Post*, pp.5-6.
  - **Berita dalam koran yang tidak memiliki nama pengarang:**  
Wall Street Journal. 26<sup>th</sup> August, 2011. *Europe Short Bans Extended*, pp. 4.
  - **Dokumen resmi institusi:**  
Bursa Efek Indonesia. 2010. *Directory of the Indonesian Capital Market: Supporting Institutions and Supporting Professionals*. Jakarta: Bursa Efek Indonesia.
  - **Makalah seminar, lokakarya, penataran:**  
Suharyadi, A. 2011. *Mix-methods Approach dan Masalah Atribusi dalam Evaluasi Dampak*. Makalah disajikan dalam *Workshop dan Public Lecture: Evaluasi Dampak dalam Program Intervensi Sosial*, Universitas Indonesia, Depok, 15-16 Agustus.
  - **Skripsi, Tesis, Disertasi, dan Laporan Penelitian:**  
Johnson, T. L. 2011. *Information in Options Markets*. Disertasi tidak dipublikasikan. Stanford: University of Stanford.
  - **Internet:**  
Strauss, J. 2011. *Global Growth Hits Soft Patch, Expected to Rebound*, (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2011/NEW061711A.htm>, diakses 17 Juli 2011).
9. Penulis yang artikelnya dimuat, disarankan untuk menyerahkan data yang digunakan dalam artikel, untuk tujuan replikasi. Penulis artikel hasil penelitian dengan pendekatan survey juga harus melampirkan instrument penelitian (misal: kuesioner).
  10. Semua halaman termasuk halaman Tabel, Lampiran dan Daftar Referensi diberi nomor urut halaman yang diletakkan di bagian bawah tengah halaman.
  11. Penulis artikel diberikan kesempatan untuk memperbaiki naskah yang telah direview, berdasarkan saran dari para reviewer.
  12. Kepastian pemuatan atau penolakan akan diberitahukan secara tertulis.
  13. Penulis yang artikelnya dimuat harus mengisi dan menyerahkan Formulir Pernyataan Keaslian Dan Penyerahan Hak Cipta Artikel. Contoh formulir bisa diunduh di <http://puslit2.petra.ac.id/ejournal/index.php/man>.
  14. Penulis yang artikelnya dimuat akan mendapatkan dua eksemplar terbitan jurnal dan tiga eksemplar cetak lepas jurnal.
  15. Artikel yang tidak dimuat tidak akan dikembalikan, kecuali atas permintaan penulis.



## B. SISTEMATIKA PENULISAN

B.1. Artikel Hasil Penelitian disusun dengan sistematika sebagai berikut:

### JUDUL (Judul Tambahan)

#### Nama Penulis

Institusi dan Alamat Korespondensi Penulis

#### Abstrak

Memuat secara ringkas uraian mengenai masalah dan tujuan penelitian, metode yang digunakan, dan hasil penelitian. Abstrak diikuti kata kunci yang berisi ide-ide atau konsep dasar yang mewakili bidang yang diteliti.

### PENDAHULUAN

Memuat tentang latar belakang, rumusan masalah dan tujuan penelitian.

### LANDASAN TEORI DAN HIPOTESIS

Memaparkan kerangka teoritis yang menjadi landasan logis untuk mengembangkan hipotesis atau proposisi penelitian dan model penelitian.

### METODE PENELITIAN

Memuat rancangan atau desain penelitian, sasaran penelitian (populasi dan sampel), metode pengumpulan dan pengolahan data.

### HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Memuat tentang analisis dan pembahasan hasil penelitian.

### SIMPULAN DAN SARAN

Menyajikan simpulan penelitian dan saran-saran yang mengacu pada hasil-hasil penelitian.

### DAFTAR REFERENSI

Memuat sumber-sumber yang diacu dalam penulisan artikel.

B.2. Artikel Konseptual disusun dengan sistematika sebagai berikut:

### JUDUL (Judul Tambahan)

#### Nama Penulis

Institusi dan Alamat Korespondensi Penulis

#### Abstrak

Memuat ringkasan yang padat dari isi artikel yang mencerminkan gambaran umum masalah yang dibahas dalam artikel dan hal-hal yang sedang dikritisi, tujuan dan metode penelitian yang digunakan, serta hasil penelitian. Abstrak diikuti kata kunci. Kata kunci berisi ide-ide atau konsep dasar yang mewakili bidang yang dibahas.

### PENDAHULUAN

Menguraikan hal-hal yang menarik perhatian pembaca dan memberikan konteks bagi permasalahan yang dibahas, mengemukakan permasalahan yang dibahas dan tujuan pembahasan.

### PEMBAHASAN

Memuat kupasan permasalahan yang meliputi analisis, argumentasi atau komparasi dan pendirian penulis mengenai masalah yang dibahas.

### SIMPULAN DAN SARAN

Berisi penegasan sikap penulis atas masalah yang dibahas, termasuk saran-saran dan sikap alternative jika ada.

### DAFTAR REFERENSI

Memuat sumber-sumber yang diacu dalam penulisan artikel.



# Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan

Volume 15 Nomor 1 Maret 2013 ISSN 1411-1438

## DAFTAR ISI

SHOPPERS' LOYALTY IN PASAR DUKUH MENANGGAL SURABAYA

*Anastasia Audrey Oenaryo dan Liza Agustina Maureen Nelloh*

PERBANDINGAN KINERJA KEUANGAN ANTARA PERUSAHAAN ASURANSI, BANK, EFEK, DAN LEASING PERIODE 2007-2010

*Nanik Linawati*

KETERLIBATAN KERJA SEBAGAI PEMEDIASI PENGARUH KEPRIBADIAN PROAKTIF DAN PERSEPSI DUKUNGAN ORGANISASIONAL TERHADAP KEPUASAN KERJA

*Aurilia Triani Aryaningtyas dan Lieli Suharti*

PENGARUH *IDIOSYNCRATIC RISK* DAN LIKUIDITAS SAHAM TERHADAP *RETURN SAHAM*

*Werner R. Murhadi*

PENGARUH *MARKET ORIENTATION* TERHADAP *SERVICE QUALITY, SATISFACTION* DAN *LOYALTY* PELANGGAN TOKO BUKU GRAMEDIA DI JAWA TIMUR

*FX Agus Subroto*

PENGARUH RELIGIUSITAS TERHADAP ETIKA BERBISNIS

(Studi pada RM. Padang di Kota Malang)

*Fauzan*

PENGARUH *STORE LAYOUT, INTERIOR DISPLAY, HUMAN VARIABLE* TERHADAP *CUSTOMER SHOPPING ORIENTATION* DI RESTORAN DEWANDARU SURABAYA

*Fransisca Andreani, Monika Kristanti, Adiguna Yapola*

STRATEGI PENGEMBANGAN TANAMAN KEDELAI UNTUK PEMBERDAYAAN EKONOMI RAKYAT DI KABUPATEN KEEROM PROVINSI PAPUA

*Yohanis Rante*

VALUASI EKONOMI EKOWISATA DENGAN MODEL *TRAVEL GOST* DAN DAMPAKNYA TERHADAP USAHA KECIL PARIWISATA

*Purwanto*