

332.6
RAH
2 4

**ANALISIS PENGARUH UKURAN PERUSAHAAN
DAN BETA TERHADAP *RETURN* SAHAM LQ45
PADA PASAR *BULLISH* DAN *BEARISH*
DI BURSA EFEK JAKARTA
PERIODE 1997-1999**



TESIS

**Diajukan untuk memenuhi sebagian syarat guna
memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Manajemen
Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro**

Oleh:

**Daniel Ngantu Rahina
NIM C4A001025**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCA SARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2003**

UPT-PUSTAK-UNDIP



Sertifikat

Saya, *Daniel Ngantu Rahina*, yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program magister manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya

Daniel Ngantu Rahina

17 Maret 2003

PPF-PUSTAK-UNDIP	
No. Daft:	2241 / 1 / mm ei
Tgl.	16 Des 03

PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul:

**ANALISIS PENGARUH UKURAN PERUSAHAAN DAN BETA
TERHADAP RETURN SAHAM LQ45 PADA PASAR *BULLISH*
DAN *BEARISH* DI BURSA EFEK JAKARTA
PERIODE 1997-1999**

yang disusun oleh Daniel Ngantu Rahina, NIM C4A001025
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 17 Maret 2003
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima.

Pembimbing Utama

Dr. H.M. Chabachib, Msi, Akt

Pembimbing Anggota

Drs. Anis Chariri, Mcom, Akt

Semarang 17 Maret 2003
Universitas Diponegoro
Program Pascasarjana
Program Studi Magister Manajemen
Ketua Program



Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo

MOTTO DAN PERSEMBAHAN

Motto :

- *You'll never know till you have tried*
- *Experience is the best teacher*
- *Never put off till tomorrow what you can do today*
- *Practice makes perfect*
- Bersyukurlah kepada Tuhan sebab kekal abadi kasih setia-Nya
(Mazm.118)

Kupersembahkan untuk:

1. Bapak dan Ibuku tercinta
2. Kakakku tersayang semuanya
3. Temanku terkasih (Ike)
4. Sahabatku Tendy
5. Teman seperjuanganku Adi, Lia,
Lina, Tata, Yunan, dan Bp. Tatang

ABSTRACT

This research is intended to analyze the individual and simultaneous effect of firm-size and systematical risk (beta) on LQ45 stock return in the Jakarta Stock Exchange either bull or bear markets. This is based on phenomena of stock exchange conditions in bull and bear markets, which have different characteristics, mainly on systematical risk, firm-size, and stock return. So there are differential probability effects of firm-size and systematical risk on stock return in the both markets.

Data used are monthly closing stock prices, market capitalization and LQ45 market index acquired from JSX Monthly Statistic and Capital Market Book Directory Index, from January 1997 (the beginning of LQ45) until December 1999. Sample in this research consist of 22 stocks which are chosen by applying purposive sampling method and investigated by using single index model and cross-sectional regression method.

The result of this research shows that there are negatively significant effects of firm-size and positively significant effects of systematical risk (beta) on stock return in bull market. However in bear market, firm-size has positively significant effects and systematic risk has negatively significant influence on stock return.

Keywords: firm-size, systematical risk, return, LQ45 stocks, bull and bear markets, single index model, and cross-sectional regression method.

ABSTRAKSI

Tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh ukuran perusahaan dan risiko sistematis (beta) terhadap *return* saham LQ45 pada pasar *bullish* dan *bearish* di Bursa Efek Jakarta secara individual dan bersama-sama. Hal ini berdasarkan fenomena dari kondisi perdagangan saham pada pasar *bullish* dan *bearish* terdapat perbedaan karakteristik, terutama dikaitkan dengan aspek risiko, ukuran perusahaan dan *return* saham. Sehingga konsekuensinya terdapat kemungkinan perbedaan pengaruh ukuran perusahaan dan risiko sistematis (beta) terhadap *return* saham pada kedua kondisi pasar tersebut.

Data penelitian yang digunakan adalah harga penutupan saham bulanan, nilai kapitalisasi pasar dan indeks pasar saham LQ45 yang diperoleh dari *JSX Monthly Statistic* dan *Capital Market Book Directory Index*. Populasi dalam penelitian ini adalah saham-saham yang termasuk LQ45 di Bursa Efek Jakarta dengan periode pengamatan 3 tahun terhitung bulan Januari 1997 (awal terbentuknya LQ45) sampai Desember 1999 dengan menggunakan metode *purposive sampling* sehingga diperoleh 22 emiten. Penelitian ini menggunakan *single index model* dan metode regresi *cross-sectional*.

Hasil penelitian ini adalah terdapat pengaruh signifikan negatif dari ukuran perusahaan dan pengaruh signifikan positif dari risiko sistematis (beta) terhadap *return* saham dalam kondisi pasar *bullish*. Tetapi dalam kondisi pasar *bearish*, ukuran perusahaan berpengaruh signifikan positif dan risiko sistematis (beta) berpengaruh signifikan negatif terhadap *return* saham.

Kata kunci: ukuran perusahaan, risiko sistematis, *return*, saham-saham LQ45, kondisi pasar *bullish* dan *bearish*, *single index model*, dan metode regresi *cross-sectional*.

KATA PENGANTAR

Salam Sejahtera dan damai Tuhan beserta kita,

Puji syukur kami panjatkan kepada Tuhan Yang Maha Kuasa dan Pengasih yang telah melimpahkan rahmat dan karunia-Nya sehingga dapat terselesaikan tesis ini dengan judul:

“ANALISIS PENGARUH UKURAN PERUSAHAAN DAN *BETA* TERHADAP *RETURN* SAHAM LQ45 PADA PASAR *BULLISH* DAN *BEARISH* DI BURSA EFEK JAKARTA PERIODE 1997-1999”.

Penulisan tesis ini merupakan salah satu bagian syarat untuk menyelesaikan studi sarjana S-2 Magister Manajemen Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro.

Dalam kesempatan ini kami dengan ketulusan hati mengucapkan banyak terima kasih atas bantuan dan kerjasamanya kepada:

1. Bapak Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo yang menjabat sebagai Ketua Program Studi Pascasarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang.
2. Bapak Dr. H.M. Chabachib, M.Si, Akt., sebagai dosen pembimbing utama.
3. Bapak Drs. Anis Chariri, M.Com., sebagai dosen pembimbing anggota.
4. Bapak dan Ibu dosen pada Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang.
5. Bapak dan Ibuku tercinta serta kakakku tersayang semuanya yang telah memberikan dukungan moril maupun materiil sehingga tesis ini selesai.

6. Teman-temanku MM dan seperjuangan serta semua pihak yang tidak mungkin kami sebutkan satu persatu di sini yang telah memberikan dukungan sehingga penyusunan tesis ini lancar.

Selanjutnya kami menyadari bahwa tesis ini sangatlah kurang dari sempurna karena tiada gading yang tak retak, oleh karena itu segala kritik dan saran membangun sangat diharapkan supaya tesis ini bisa menjadi lebih baik.

Akhirnya besar harapan kami semoga tesis ini dapat berguna dan memberikan sumbangan manfaat bagi semua pihak yang berkepentingan dan almamaterku tercinta.

Semarang, Maret 2003

Penulis

Daniel Ngantu Rahina

DAFTAR ISI

	Halaman
Halaman Judul.....	i
Surat Pernyataan Keaslian Tesis.....	ii
Halaman Pengesahan.....	iii
Halaman Motto/Persembahan.....	iv
<i>Abstract</i>	v
Abstraksi.....	vi
Kata Pengantar.....	vii
Daftar Tabel.....	vi
Daftar Gambar.....	vii
Daftar Rumus.....	viii
Bab I. Pendahuluan	
1.1 Latar Belakang Penelitian.....	1
1.2 Perumusan Masalah.....	11
1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian.....	11
Bab II. Telaah Pustaka dan Pengembangan Model Penelitian	
2.1 Telaah Pustaka.....	13
2.1.1 Konsep Pasar <i>Bullish</i> dan <i>Bearish</i>	13
2.1.2 Konsep <i>Return</i> Saham.....	13
2.1.3 Konsep Risiko (Beta) Saham.....	15
2.1.4 Mengestimasi Beta.....	16

2.1.5	Beta Saham pada Pasar <i>Bullish</i> dan <i>Bearish</i>	18
2.1.6	Konsep Ukuran Perusahaan Pada Pasar <i>Bullish</i> dan <i>Bearish</i> ...	19
2.1.7	Penelitian Terdahulu.....	20
2.2	Posisi Penelitian terhadap Penelitian Terdahulu.....	23
2.3	Kerangka Pikir Teoritis.....	24
2.3.1	Pengaruh Risiko (Beta) terhadap <i>Return</i> Saham.....	24
2.3.2	Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap <i>Return</i> Saham.....	25
2.4	Pengembangan Hipotesis.....	28

Bab III. Metode Penelitian

3.1	Jenis dan Sumber Data.....	29
3.2	Populasi dan Sampel.....	29
3.3	Definisi Operasional Variabel.....	30
3.3.1	Ukuran Perusahaan (SIZE).....	30
3.3.2	Beta saham (BETA).....	30
3.3.3	<i>Return</i> Saham (R_t).....	31
3.4	Metode Analisis Data.....	32
3.4.1	Model Persamaan Regresi.....	32
3.4.2	Menilai Uji Asumsi Klasik (<i>Goodnes of Fit</i>) Suatu Model.....	33
3.4.2.1	Uji Normalitas.....	33
3.4.2.2	Uji Multikolinearitas.....	33
3.4.2.3	Uji Autokorelasi.....	35
3.4.2.4	Uji Heteroskedastisitas.....	35
3.4.3	Uji Hipotesis.....	36

3.4.3.1 Pengujian H_1	36
3.4.3.2 Pengujian H_2	37
3.4.3.3 Pengujian H_3 dan H_4	38
3.4.3.4 Pengujian H_5 dan H_6	38

Bab IV. Analisis Data

4.1 Gambaran Umum Objek Penelitian dan Data Deskriptif.....	40
4.1.1 Kelompok Saham LQ45.....	40
4.1.2 Gambaran Umum Perusahaan Emiten.....	41
4.1.3 Analisis Deskriptif Data.....	45
4.2 Analisis Data dan Pembahasan.....	48
4.2.1 Pengujian Asumsi Klasik.....	48
4.2.1.1 Uji Normalitas Data.....	49
4.2.1.2 Uji Autokorelasi.....	50
4.2.1.3 Uji Heteroskedastisitas.....	52
4.2.1.4 Uji Multikolinearitas.....	54
4.2.2 Pengujian Hipotesis.....	56
4.2.3 Pembahasan Hipotesis.....	59
4.2.3.1 Pengaruh Beta Saham terhadap <i>Return</i> Saham Saat Pasar sedang <i>Bullish</i>	59
4.2.3.2 Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap <i>Return</i> Saham Saat Pasar sedang <i>Bullish</i>	60
4.2.3.3 Pengaruh Beta Saham terhadap <i>Return</i> Saham Saat Pasar sedang <i>Bearish</i>	61

4.2.3.4 Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap <i>Return Saham</i> Saat Pasar sedang <i>Bearish</i>	61
4.2.3.5 Pengaruh Beta Saham dan Ukuran Perusahaan secara bersama-sama terhadap <i>Return Saham</i> Saat Pasar sedang <i>Bullish</i>	62
4.2.3.6 Pengaruh Beta Saham dan Ukuran Perusahaan secara bersama-sama terhadap <i>Return Saham</i> Saat Pasar sedang <i>Bearish</i>	63

Bab V. Penutup

5.1 Kesimpulan.....	64
5.1.1. Kesimpulan Hipotesis.....	64
5.1.2. Kesimpulan Penelitian.....	66
5.2 Implikasi Kebijakan.....	67
5.3 Keterbatasan Penelitian.....	68
5.4 Agenda Penelitian di Masa Datang.....	68
5.5 Saran-saran.....	69
Daftar Referensi.....	70
Lampiran-lampiran	

DAFTAR TABEL

	halaman
Tabel 1.1 Data <i>Size</i> dan <i>Return Bullish</i> Saham LQ45.....	5
Tabel 1.2 Data <i>Size</i> dan <i>Return Bearish</i> Saham LQ45.....	5
Tabel 1.3 Data Beta dan <i>Return Bullish</i> Saham LQ45.....	7
Tabel 1.4 Data Beta dan <i>Return Bearish</i> Saham LQ45.....	7
Tabel 2.1 Daftar Penelitian Terdahulu.....	21
Tabel 4.1 Klasifikasi Bidang Usaha dari Sampel Perusahaan Emiten.....	42
Tabel 4.2 Klasifikasi Industri dari Sampel Perusahaan Emiten.....	43
Tabel 4.3 Nilai Kapitalisasi Pasar pada Kondisi <i>Bullish</i>	44
Tabel 4.4 Nilai Kapitalisasi Pasar pada Kondisi <i>Bearish</i>	45
Tabel 4.5 Hasil Analisis Deskriptif Data pada Kondisi <i>Bullish</i>	46
Tabel 4.6 Hasil Analisis Deskriptif Data pada Kondisi <i>Bearish</i>	47
Tabel 4.7 Hasil Uji Kolmogorov Smirnov pada Kondisi <i>Bullish</i>	49
Tabel 4.8 Hasil Uji Kolmogorov Smirnov pada Kondisi <i>Bearish</i>	50
Tabel 4.9 Nilai Uji Durbin-Watson.....	51
Tabel 4.10 Hasil Uji Durbin Watson pada Kondisi <i>Bullish</i>	51
Tabel 4.11 Hasil Uji Durbin Watson pada Kondisi <i>Bearish</i>	51
Tabel 4.12 Hasil Uji Glejser pada Kondisi <i>Bullish</i>	53
Tabel 4.13 Hasil Uji Glejser pada Kondisi <i>Bearish</i>	53
Tabel 4.14 Hasil Uji Multikolinieritas pada Kondisi <i>Bullish</i>	55
Tabel 4.15 Hasil Uji Multikolinieritas pada Kondisi <i>Bearish</i>	55
Tabel 4.16 Hasil Analisis Regresi pada Kondisi <i>Bullish</i>	57
Tabel 4.17 Hasil Analisis Regresi pada Kondisi <i>Bearish</i>	58

DAFTAR GAMBAR

	halaman
Gambar 2.1 Model Kerangka Pikir Teoritis.....	27

DAFTAR RUMUS

	Halaman
Rumus 1 Persamaan <i>Capital Gain (Loss)</i>	14
Rumus 2 Persamaan <i>Return Total</i>	15
Rumus 3 Persamaan Regresi Model Indeks Tunggal.....	31
Rumus 4 Persamaan Perhitungan <i>Return Saham</i>	31
Rumus 5 Persamaan Regresi <i>Cross Section</i> Variabel Bebas terhadap <i>Return</i>	32

BAB I PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Penelitian

Investasi didefinisikan sebagai “konsumsi yang ditunda sementara waktu dan akan dikonsumsi lebih besar di masa mendatang.” (Manurung, 2000). Konsep tersebut secara jelas memberikan tujuan dan batasan dari investasi tersebut. Sehingga aset alokasi atas dana yang disediakan tersebut juga dapat ditentukan. Sedangkan Hirt dan Block (1999, p.6) dalam makalah Manurung (2000) mendefinisikan investasi yaitu “*commitment of current funds in anticipation of receiving a larger future flow of funds.*” Kedua konsep tersebut memberikan penjelasan bahwa adanya dana yang diperoleh dari penundaan konsumsi dan akan dikonsumsi lebih besar pada masa mendatang. Periode investasi dana juga disebutkan, tergantung terhadap tujuan dari dana yang dimiliki.

Yield investasi atas instrumen investasi berdasarkan Manurung (2001) adalah hasil yang diperoleh investor atas investasi yang dilakukan selama satu periode. Periode nya dapat bulanan, dua bulanan, tiga bulanan, enam bulanan, maupun tahunan bahkan lebih dari satu tahun. Masing-masing instrumen investasi mempunyai cara sendiri dalam menghitung hasil, yaitu bila instrumen itu termasuk dalam instrumen pasar uang, maka perolehan hasilnya sama dengan tingkat bunga yang dijanjikan instrumen pasar uang. Bila investor melakukan investasi pada obligasi maka perhitungan perolehannya berbeda dari metode investasi pasar uang karena investasi pada obligasi mempunyai risiko lebih tinggi daripada investasi pada pasar uang seperti deposito. Rumusan dari perhitungan

hasil obligasi secara sederhana yaitu kupon obligasi ditambah selisih harga dibagi dengan lamanya obligasi akan jatuh tempo. Dalam menghitung hasil investasi pada properti atau real estate atau pergudangan atau perkantoran yaitu hasil usaha dari properti tersebut ditambah hasil selisih harga properti tersebut. Untuk penghitungan tingkat pengambilan atas investasi pada saham menggunakan rumusan yaitu *capital gain* dan *dividen* yang diperoleh. Sedangkan investor yang melakukan investasi pada Reksa Dana dapat menghitung perolehannya yaitu dengan hasil jumlah dari selisih nilai aktiva bersih ditambah *dividen* dan kemudian dibagi dengan nilai aktiva bersih ketika Reksa Dana tersebut dibeli. Dengan mengetahui perhitungan hasil investasi, investor dapat melakukan investasi untuk mendapatkan hasil lebih besar dan upaya meminimalkan risiko.

Oleh karena penelitian ini lebih menekankan investasi saham pada pasar modal maka jenis investasi yang dilakukan bersifat jangka panjang. Pasar modal merupakan sarana perusahaan untuk meningkatkan kebutuhan dana jangka panjang dengan menjual saham, sehingga saham merupakan bukti kepemilikan sebagian dari perusahaan.

Untuk menarik pembeli dan penjual dalam berpartisipasi, pasar modal harus bersifat likuid dan efisien. Suatu pasar modal dikatakan likuid jika penjual dapat menjual dan pembeli dapat membeli surat-surat berharga dengan cepat. Pasar modal dikatakan efisien jika harga dari surat-surat berharga mencerminkan nilai informasi dari perusahaan secara akurat, selain itu harga dari surat berharga mencerminkan penilaian dari investor terhadap prospek laba perusahaan di masa mendatang serta kualitas dari manajemennya (Jogiyanto, 2000).

Setiap investor pasti menginginkan *return* investasi yang lebih besar dan berusaha mengurangi risiko yang sekecil-kecilnya bagi kepentingan bisnisnya, hanya saja dalam prakteknya tidak semua investor mampu mencapai kesejahteraan tersebut sesuai keinginannya. Atau, banyak juga pemilik uang yang belum puas dengan caranya memutar uang, sehingga setiap ada kesempatan dan tawaran baru yang lebih menggiurkan biasanya akan menarik perhatian. Tetapi dalam perkembangannya, tidak sedikit pula yang keliru dalam memilih jenis investasi sehingga hasilnya bukan semakin sejahtera, tetapi malah merana. Hal itu bisa terjadi karena tidak mempertimbangkan faktor-faktor mendasar seperti *time horizon* investasi, tingkat risiko, tingkat usia dan ukuran, dan juga jumlah modal yang ditanamkan (Masassya, 2002).

Kemampuan untuk mengestimasi *return* suatu individual sekuritas merupakan hal yang sangat penting dan diperlukan oleh investor. Untuk dapat mengestimasi *return* suatu sekuritas dengan baik dan mudah diperlukan suatu model estimasi. William Sharpe (1963) mengembangkan model yang disebut dengan model indeks tunggal (*single index model*). Model ini dapat digunakan untuk menyederhanakan perhitungan di model Markowitz (1952) sehingga model estimasi ini sudah banyak diaplikasikan ke dunia nyata (pasar modal). Dalam perkembangannya, Sharpe (1964), Lintner (1965) dan Mossin (1966) secara independen melakukan penelitian mengenai pengaruh pengelolaan investasi terhadap harga saham. Kemudian muncullah teori yang diciptakan ketiga orang tersebut yang menyatakan bahwa: (1) terdapat hubungan linier yang positif antara *return* yang diharapkan (*expected return*) dari saham-saham dan risiko

sistematisnya (β); (2) Beta (β) sudah cukup digunakan untuk menjelaskan adanya *cross section* dari *return-return* saham. (Karacabey, 2001).

Banyak terdapat kritikan substansial yang bermunculan dalam tahun-tahun awal pernyataan Sharpe-Lintner-Mossin tersebut karena sudah begitu banyak studi yang meneliti faktor-faktor yang dapat mempengaruhi *return* suatu saham secara lebih mendalam. Seperti salah satu penelitian yang menyatakan tentang pengaruh signifikan yang negatif dari ukuran perusahaan terhadap *return* saham-saham yang diperoleh dengan mengasumsikan risiko yang konstan setiap waktu (Keim, 1983). Kenyataan yang terjadi mengungkapkan bahwa saham-saham kapitalisasi kecil memberikan rata-rata *return* yang lebih tinggi dibandingkan saham-saham kapitalisasi besar, dan kondisi terbaiknya akan menguat dalam bulan Januari. Selanjutnya indikasi mengenai *return-return* pada perusahaan kecil yang sering berbeda dari perusahaan yang besar ternyata tidak dapat dijelaskan perbedaannya oleh teori-teori mengenai *asset pricing*, termasuk *Capital Asset Pricing Model* dan *Arbitrage Pricing Theory* (Jacobs & Kenneth, 1989).

Pada tabel 1.1 dan tabel 1.2 memberikan gambaran informasi mengenai 22 saham LQ45 dengan nilai pasar (*size*) untuk keseluruhan periode penelitian selama 3 tahun, 1997-1999. Dalam periode penelitian tersebut dibedakan bulan-bulan *bullish* (pergerakan naik) dan *bearish* (pergerakan turun). Tabel 1.1 menunjukkan nilai pasar (*size*) saham LQ45 pada bulan-bulan *bullish* memberikan rata-rata *return* positif 17.08% perbulan dengan standard deviasi 7.09%. Sebaliknya pada tabel 1.2 menunjukkan nilai pasar (*size*) saham LQ45 saat bulan-bulan *bearish* memberikan rata-rata *return* negatif 9.7% perbulan dengan

standard deviasi 3.76%. Berdasarkan nilai rata-rata *return*, saham-saham perusahaan yang memiliki *size* kecil, peringkatnya berada di bawah saham-saham perusahaan yang memiliki *size* besar selama bulan-bulan *bearish* tetapi peringkatnya kemudian berada di atas atau lebih baik dari saham-saham perusahaan dengan *size* besar selama bulan-bulan *bullish*, yaitu dengan kondisi kinerja yang paling baik (*superior performance*) dari saham-saham perusahaan yang memiliki *size* kecil.

Tabel 1.1
Data Size dan Return Bullish
Saham LQ45

No.	Nama Saham	Size Bullish (jutaan Rp.)	Rata-rata Return Bullish
1	MYOR	533,015	0.206
2	KLBF	730,350	0.312
3	MLIA	777,263	0.106
4	CMNP	1,210,938	0.154
5	MPPA	1,359,339	0.255
6	BRPT	1,360,625	0.219
7	BMTR	1,369,772	0.334
8	RALS	2,051,328	0.155
9	DGSA	2,264,690	0.128
10	LPBN	2,294,780	0.061
11	TINS	3,066,210	0.085
12	ASII	4,843,693	0.227
13	SMGR	5,246,615	0.132
14	BNII	6,104,557	0.162
15	HMSP	7,802,675	0.195
16	BBNI	8,563,208	0.125
17	INDF	9,095,914	0.205
18	INKP	10,845,780	0.128
19	ISAT	12,882,267	0.177
20	BDMN	18,556,860	0.066
21	GGRM	23,705,366	0.141
22	TLKM	34,141,332	0.184

Tabel 1.2
Data Size dan Return Bearish
Saham LQ45

No.	Nama Saham	Size Bearish (jutaan Rp.)	Rata-rata Return Bearish
1	MYOR	524,152	-0.115
2	KLBF	824,580	-0.125
3	MLIA	951,733	-0.093
4	MPPA	1,333,830	-0.132
5	CMNP	1,373,750	-0.106
6	BRPT	1,709,750	-0.124
7	BMTR	1,759,410	-0.153
8	DGSA	1,860,631	-0.095
9	RALS	1,987,563	-0.067
10	LPBN	2,127,248	-0.102
11	TINS	2,537,271	-0.032
12	SMGR	4,373,013	-0.052
13	ASII	5,052,131	-0.117
14	BNII	5,130,792	-0.175
15	INKP	7,574,524	-0.032
16	HMSP	7,950,150	-0.088
17	INDF	8,091,615	-0.071
18	ISAT	9,749,233	-0.051
19	BDMN	10,743,874	-0.096
20	BBNI	10,755,868	-0.135
21	GGRM	21,823,968	-0.065
22	TLKM	29,830,266	-0.109

Sumber: JSX Monthly Statistic periode Januari 1997 s/d Desember 1999, yang sudah diolah.

Selanjutnya penelitian mengenai faktor-faktor yang dapat mempengaruhi *return* dengan asumsi risiko yang konstan juga mendatangkan pertanyaan sejak adanya beberapa penelitian terbaru (seperti Schwert, 1989; Fama dan French, 1989; Ferson dan Harvey, 1991) yang memberikan indikasi bahwa *equity risk premium* bervariasi sesuai dengan kondisi-kondisi pasar. Disamping itu risiko dari saham-saham perusahaan kecil cenderung lebih tinggi dalam bulan Januari dibandingkan bulan-bulan yang lain, meskipun risiko yang lebih tinggi tidak cukup untuk menjelaskan kinerja yang paling baik dari saham-saham perusahaan kecil dalam bulan Januari (Rogalski dan Tinic, 1986).

Dalam penelitian ini pengaruh risiko perusahaan dianalisis kembali dengan dasar pemikiran bahwa terdapat risiko-risiko saham yang berbeda saat pasar *bullish* dan *bearish*. Alasan-alasan teoritis dan fakta-fakta empiris telah mendukung penggunaan model variasi risiko pasar. Penelitian tentang perbedaan risiko sistematis (beta) saham pada saat pasar sedang *bullish* dan sedang *bearish* ini didasari ide bahwa risiko sistematis (beta) saham sebagai komponen penting untuk mengestimasi *return* suatu saham tidaklah bersifat stasioner dari waktu ke waktu, sehingga perlu disesuaikan dengan kondisi pasar yang sedang terjadi (Fabozzi dan Francis, 1977; Bhardwaj dan Brooks, 1993). Berdasarkan penelitian tersebut, perhitungan risiko sistematis secara terpisah pada saat pasar sedang *bullish* dan *bearish* sangat perlu dilakukan untuk mengantisipasi perubahan kondisi pasar yang terjadi. Jika risiko sistematis suatu saham berubah, maka tentunya *return* yang disyaratkan atas saham tersebut juga perlu disesuaikan.

Tabel 1.3
Data Beta dan *Return Bullish*
Saham LQ45

No.	Nama Saham	Beta <i>Bullish</i>	<i>Return Bullish</i>
1	LPBN	0.147	0.061
2	CMNP	0.282	0.154
3	KLBF	0.493	0.312
4	RALS	0.527	0.155
5	MYOR	0.666	0.206
6	MLIA	0.789	0.106
7	SMGR	0.851	0.132
8	BDMN	0.88	0.066
9	DGSA	1.024	0.128
10	TLKM	1.167	0.184
11	GGRM	1.186	0.141
12	BRPT	1.192	0.219
13	INDF	1.206	0.205
14	HMSP	1.236	0.195
15	BBNI	1.286	0.125
16	BMTR	1.509	0.334
17	ISAT	1.658	0.177
18	BNII	1.675	0.162
19	INKP	1.76	0.128
20	TINS	1.791	0.085
21	ASII	1.901	0.227
22	MPPA	2.634	0.255

Tabel 1.4
Data Beta dan *Return Bearish*
Saham LQ45

No.	Nama Saham	Beta <i>Bearish</i>	<i>Return Bearish</i>
1	BDMN	-0.505	-0.096
2	MYOR	0.516	-0.115
3	TINS	0.536	-0.032
4	LPBN	0.616	-0.102
5	GGRM	0.72	-0.065
6	CMNP	0.738	-0.106
7	DGSA	0.786	-0.095
8	INDF	0.788	-0.071
9	HMSP	0.815	-0.088
10	KLBF	0.878	-0.125
11	MPPA	0.916	-0.132
12	BMTR	0.951	-0.153
13	BNII	0.952	-0.175
14	BBNI	0.999	-0.135
15	MLIA	1.123	-0.093
16	ISAT	1.136	-0.051
17	ASII	1.23	-0.117
18	RALS	1.234	-0.067
19	SMGR	1.236	-0.052
20	TLKM	1.276	-0.109
21	BRPT	1.352	-0.124
22	INKP	1.49	-0.032

Sumber: JSX Monthly Statistic periode Januari 1997 s/d Desember 1999, yang sudah diolah.

Tabel 1.3 dan tabel 1.4 menunjukkan hubungan antara beta dan rata-rata *return* saham-saham LQ45 pada pasar *bullish* dan *bearish*. Pada tabel 1.3 menunjukkan nilai beta saham LQ45 pada bulan-bulan *bullish* memberikan rata-rata *return* positif 17.08% perbulan dengan standard deviasi 7.09%. Sebaliknya pada tabel 1.4 menunjukkan nilai beta saham LQ45 saat bulan-bulan *bearish* memberikan rata-rata *return* negatif 9.7% perbulan dengan standard deviasi 3.76%. Berdasarkan nilai rata-rata *return*, terdapat indikasi saham-saham perusahaan dengan nilai beta yang kecil, peringkatnya berada di bawah saham-

saham perusahaan yang memiliki nilai beta besar selama bulan-bulan *bullish* tetapi peringkatnya kemudian berada di atas atau lebih baik dari saham-saham perusahaan yang memiliki nilai beta yang besar selama bulan-bulan *bearish*.

Tidak stasionernya perkiraan-perkiraan risiko sistematis berdasarkan model indeks tunggal semakin menjelaskan pengaruh dari ukuran perusahaan. Dengan menggunakan beberapa model *time-series* untuk menjelaskan karakteristik yang bervariasi dari *equity* beta, terdapat pengaruh signifikan negatif yang kuat antara kelebihan *return* dan ukuran perusahaan. Selanjutnya ketidakstabilan dalam *equity return* sepanjang waktu akan mengakibatkan peningkatan fungsi dari *financial leverage* (Keim, 1983).

Dalam penelitian Ferson dan Harvey (1991), variasi *excess return* pada ukuran perusahaan dari saham-saham industri dihubungkan dengan risiko saham (beta) yang juga bervariasi secara *premium*. Variasi *return premium* sepanjang kondisi-kondisi bisnis tersebut, kemungkinan disebabkan karena perubahan risiko-risiko dari saham-saham dan obligasi-obligasi selama pergerakan *return* pasar yang terjadi. Suatu model dengan *return premium* yang bervariasi cenderung dikendalikan oleh model variasi risiko pasar sehingga hal ini dapat menjelaskan adanya perbedaan risiko-risiko yang terjadi dalam pasar *bullish* dan *bearish* dibandingkan dengan model risiko yang konstan.

Alternatif penjelasan lain yang mendukung model variasi risiko, yaitu biaya-biaya transaksi lebih tinggi terjadi dalam kondisi ekonomi saat resesi maupun ketika volume transaksi yang lebih rendah pada saat kondisi ekspansi (Karpoff, 1987). Selanjutnya Schwert (1989) menemukan ketidakstabilan pasar

yang lebih besar selama resesi sebagai akibat dari bertambahnya kebutuhan *risk premium* bagi para *specialisi* untuk menjalankan bisnis dengan informan bisnis (*informed traders*) selama resesi. Fenomena ini akan terjadi dalam saham-saham perusahaan kecil dimana biaya-biaya bisnis yang lebih tinggi untuk saham-saham perusahaan kecil dalam kondisi resesi hampir sama dengan kondisi ekspansi (Stoll dan Whaley, 1983, Bhardwaj dan Brooks, 1992).

Sedangkan Fabozzi dan Francis (1977) menemukan perubahan dalam risiko sistematis (beta) dan *abnormal return* (alpha) sepanjang pasar *bullish* dan *bearish* pada saham perorangan dan dana-dana kerjasama. Salah satu hasil penting dalam penelitian tersebut adalah perlunya perhitungan beta saham secara terpisah (*separated*) pada kondisi pasar yang sedang *bullish* dan *bearish* untuk memperoleh hasil estimasi *return* yang lebih akurat dan bisa mengakomodasi perubahan risiko sistematis beta akibat perubahan kondisi pasar.

Penelitian tentang variasi risiko sistematis (beta) sudah dilakukan di pasar modal Indonesia, seperti penelitian Tandelilin (2001) dengan membuktikan secara empiris tentang signifikansi hubungan risiko sistematis saham pada saat pasar sedang *bullish* dan sedang *bearish* terhadap *return* saham di pasar modal Indonesia terutama di BEJ. Penelitian yang telah dilakukan Tandelilin hanya memperhitungkan pengaruh variasi risiko sistematis terhadap *return* saham pada kondisi *bullish* dan *bearish*.

Dari beberapa hasil penelitian sebelumnya dapat dilihat bahwa terdapat faktor lain di luar variabel risiko (beta) saham yaitu variabel ukuran (*size*) perusahaan dengan proksi nilai kapitalisasi pasar yang dapat berpengaruh secara

signifikan terhadap *return* saham sesuai dengan variasi kondisi pasar yang terjadi yaitu *bullish* (pergerakan naik) dan *bearish* (pergerakan turun).

Atas dasar fenomena yang terjadi karena perbedaan karakteristik pada pasar *bullish* dan *bearish*, maka dalam penelitian ini variabel ukuran (*size*) perusahaan dan risiko sistematis (*beta*) digunakan sebagai faktor-faktor yang dapat berpengaruh terhadap *return* saham sesuai kondisi pasar yang bervariasi secara terpisah yaitu pasar *bullish* dan *bearish*. Kemudian sampel penelitian ini berbeda dari penelitian terdahulu yaitu menggunakan saham-saham LQ45 karena indeks LQ45 memiliki tingkat kesalahan prediksi yang lebih kecil dibandingkan dengan IHSG, oleh sebab itu indeks LQ45 dapat lebih tepat digunakan untuk mewakili pasar saham (Bima Putra, 2001). Jadi penelitian ini merupakan pengembangan penelitian terdahulu, yaitu dengan menganalisis pengaruh ukuran perusahaan (*size effect*) sebagai variabel tambahan dan risiko sistematis (*beta*) saham pada saat kondisi pasar sedang *bullish* dan *bearish* terhadap *return* saham LQ45 di Bursa Efek Jakarta pada periode 1997-1999.

Jika terdapat pengaruh yang signifikan dari ukuran perusahaan (*size effect*) yang berdasarkan nilai kapitalisasi pasar dan risiko sistematis (*beta*) saham terhadap *return* saham berarti perhitungan *beta* saham dan pemilihan ukuran perusahaan pada dua kondisi pasar *bullish* dan *bearish* secara terpisah sangat perlu dilakukan untuk menghasilkan keputusan investasi yang lebih akurat bagi investor.

1.2 Perumusan Masalah

Berdasarkan fenomena yang terjadi pada pasar *bullish* dan *bearish*, dimana kondisi perdagangan saham memiliki perbedaan karakteristik terutama dikaitkan dengan aspek risiko, ukuran perusahaan dan *return* saham. Konsekuensinya terdapat perbedaan pengaruh ukuran perusahaan dan risiko sistematis (beta) terhadap *return* saham yang bisa terjadi pada kedua kondisi pasar tersebut. Maka dapat diidentifikasi beberapa masalah sebagai berikut:

1. Bagaimana pengaruh ukuran perusahaan terhadap *return* saham saat pasar sedang *bullish* dan sedang *bearish*?
2. Bagaimana pengaruh risiko sistematis (beta) saham terhadap *return* saham pada saat pasar sedang *bullish* dan *bearish*?
3. Bagaimana pengaruh ukuran perusahaan dan beta saham secara bersama-sama terhadap *return* saham pada saat pasar sedang *bullish* dan *bearish*?

1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah:

1. Untuk menganalisis pengaruh ukuran perusahaan terhadap *return* saham saat pasar sedang *bullish* dan *bearish* di Bursa Efek Jakarta.
2. Untuk menganalisis pengaruh beta saham pada dua jenis kondisi pasar (*bullish* dan *bearish*) terhadap *return* saham di Bursa Efek Jakarta.
3. Untuk menganalisis pengaruh ukuran perusahaan dan beta saham secara bersama-sama terhadap *return* saham pada saat pasar sedang *bullish* dan *bearish* di Bursa Efek Jakarta.

Kegunaan penelitian ini adalah:

1. Jika terdapat hubungan yang signifikan antara beta saham pada kondisi pasar *bullish* dan *bearish* terhadap *return* saham yang diperoleh di pasar modal Indonesia, berarti perhitungan beta saham pada kedua kondisi pasar *bullish* dan *bearish* secara terpisah perlu dilakukan. Hal ini berguna bagi investor dalam mengambil keputusan investasi yang lebih akurat, yang memperhatikan perubahan risiko sistematis sesuai dengan kondisi pasar yang terjadi.
2. Jika terdapat hubungan yang signifikan antara ukuran perusahaan pada kondisi pasar *bullish* dan *bearish* terhadap *return* saham yang diperoleh maka pertimbangan ukuran perusahaan begitu penting diperlukan oleh investor dalam mengestimasi *return* saham yang diharapkan.
3. Jika terdapat hubungan yang lebih signifikan dari ukuran perusahaan dan beta saham secara bersama-sama pada kondisi pasar *bullish* dan *bearish* sehingga dapat menjelaskan *return* saham di pasar modal Indonesia, maka akan sangat berguna sekali bagi investor sebagai suatu alternatif pertimbangan supaya memperhatikan dua aspek tersebut secara bersama-sama dalam menentukan jenis saham-saham perusahaan mana yang lebih menguntungkan.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL PENELITIAN

2.1 Telaah Pustaka

2.1.1 Konsep Pasar *Bullish* dan *Bearish*

Pasar *bullish* didefinisikan sebagai suatu kecenderungan pergerakan naik (*upward trend*) yang terjadi di pasar modal. Hal ini ditandai kecenderungan peningkatan harga-harga saham (atau indeks pasar) baru yang mengakibatkan *return* pasar saat itu mampu menembus nilai diatas (median) rata-rata *return* pasar selama periode pengamatan, ataupun kalau ada penurunan harga, tidak sampai melewati batas rata-rata *return* pasar yang terjadi.

Sedangkan istilah pasar *bearish* diartikan sebaliknya yaitu kecenderungan pergerakan turun (*downward trend*) yang terjadi di pasar modal. Indikasinya adalah jika harga (atau indeks pasar) baru gagal mencetak *return* pasar yang menembus batas (median) rata-rata *return* pasar selama periode pengamatan, atau jika penurunan harga (indeks pasar) yang terjadi mampu mencetak *return* pasar sehingga menembus batas rata-rata *return* pasar yang terjadi (Jones, 1998).

2.1.2 Konsep *Return* Saham

Return untuk sekuritas tunggal dalam pengertian Jogiyanto (2000) merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. *Return* dapat berupa *return* realisasi yang sudah terjadi atau *return* ekspektasi yang belum terjadi tetapi yang diharapkan akan terjadi di masa mendatang.

Return realisasi (*realized return*) merupakan *return* yang telah terjadi. *Return* realisasi dihitung berdasarkan data historis. *Return* realisasi penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja dari perusahaan. *Return* historis ini juga berguna sebagai dasar penentuan *return* ekspektasi (*expected return*) dan risiko di masa datang.

Return ekspektasi (*expected return*) adalah *return* yang diharapkan akan diperoleh investor di masa mendatang. Berbeda dengan *return* realisasi yang sifatnya sudah terjadi, *return* ekspektasi sifatnya belum terjadi.

Return total merupakan *return* keseluruhan dari suatu investasi dalam suatu periode yang tertentu. *Return* total sering disebut dengan *return* saja. *Return* total terdiri dari *capital gain (loss)* dan *yield*.

Capital gain atau *capital loss* merupakan selisih dari harga relatif investasi sekarang dengan harga periode yang lalu, formulasinya:

$$\text{Capital gain (loss)} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \dots\dots\dots(1)$$

Jika harga investasi sekarang (P_t) ternyata lebih tinggi dari harga investasi periode lalu (P_{t-1}) ini berarti terjadi keuntungan modal (*capital gain*), sebaliknya akan terjadi kerugian modal (*capital loss*).

Yield merupakan prosentase penerimaan kas periodik terhadap harga investasi periode tertentu dari suatu investasi. Untuk saham, *yield* adalah prosentase *dividen* (keuntungan yang dibayarkan) terhadap harga saham periode sebelumnya.

Dengan demikian *return* total dapat dinyatakan sbb:

$$Return = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} + Yield \dots \dots \dots (2)$$

Sedangkan pada penelitian ini karena sampelnya dipilih saham-saham yang tidak membagikan *dividen stock* maka dianggap nilai *yield*nya adalah nol.

2.1.3 Konsep Risiko (Beta) Saham

Beta merupakan suatu pengukur volatilitas (*volatility*) *return* suatu sekuritas atau *return portfolio* terhadap *return* pasar. Beta sekuritas ke-i mengukur volatilitas *return* sekuritas ke-i dengan *return* pasar. Dengan demikian beta merupakan pengukur risiko sistematis (*systematic risk*) dari suatu sekuritas atau *portfolio* secara relatif terhadap risiko pasar (Jogiyanto, 2000).

Volatilitas dapat didefinisikan sebagai fluktuasi dari *return-return* suatu sekuritas atau *portfolio* dalam suatu periode waktu tertentu. Jika fluktuasi *return-return* sekuritas atau *portfolio* secara statistik mengikuti fluktuasi dari *return-return* pasar, maka beta dari sekuritas atau *portfolio* tersebut dikatakan bernilai 1 (satu). Karena fluktuasi juga sebagai pengukur dari suatu risiko (varian *return* sebagai pengukur risiko juga merupakan pengukur fluktuasi dari *return-return* terhadap *return* ekspektasinya) maka beta bernilai 1 (satu) menunjukkan bahwa risiko sistematis suatu sekuritas atau *portfolio* sama dengan risiko pasar. Beta sama dengan 1 (satu) juga menunjukkan jika *return* pasar bergerak naik (turun), *return* sekuritas juga bergerak naik (turun) sama besarnya mengikuti *return* pasar.

Beta bernilai 1 (satu) ini menunjukkan bahwa perubahan *return* pasar sebesar $x\%$ secara rata-rata, *return* sekuritas akan berubah juga sebesar $x\%$ (Jogiyanto, 2000).

2.1.4 Mengestimasi Beta

Mengetahui beta suatu sekuritas merupakan hal yang penting untuk menganalisis sekuritas tersebut. Beta suatu sekuritas menunjukkan risiko sistematisnya yang tidak dapat dihilangkan karena diversifikasi. Untuk menghitung beta *portfolio* maka beta masing-masing sekuritas perlu dihitung terlebih dulu. Beta *portfolio* merupakan rata-rata tertimbang dari beta masing-masing sekuritas. Mengetahui beta masing-masing sekuritas juga berguna untuk pertimbangan memasukkan sekuritas tersebut ke dalam *portfolio* yang akan dibentuk (Jogiyanto, 2000).

Beta suatu sekuritas dapat dihitung dengan teknik estimasi yang menggunakan data historis. Beta yang dihitung berdasarkan data historis ini selanjutnya dapat digunakan untuk mengestimasi beta masa datang (Shefrin dan Statman, 1995). Beta historis dapat dihitung dengan menggunakan data historis berupa data pasar (*return-return* sekuritas dan *return* pasar), data akuntansi (laba perusahaan dan laba indeks pasar) atau data fundamental (menggunakan variabel fundamental). Beta yang dihitung dengan data pasar disebut beta pasar, sedangkan beta yang dihitung dengan data akuntansi disebut dengan beta akuntansi kemudian beta yang dihitung dengan data fundamental disebut dengan beta fundamental.

Pengukuran beta suatu saham bisa dilakukan dengan menggunakan *Single Index Model*. Model ini berasumsi bahwa *return* saham berkorelasi dengan

perubahan *return* pasar, dan untuk mengukur korelasi tersebut bisa dilakukan dengan menghubungkan *return* suatu saham dengan *return* indeks pasar (Shefrin dan Statman, 1995).

Model tersebut bisa juga menjelaskan hubungan antara risiko dan *return* suatu aset. Hubungan searah dan linear antara *return* dan risiko dalam model CAPM maupun dalam Model Indeks Tunggal didasari oleh asumsi bahwa risiko sistematis bersifat stasioner (Bhardwaj dan Brooks, 1993; Wiggins, 1992). Tetapi beberapa penelitian empiris kemudian mulai mempertanyakan asumsi ini, dan menemukan bahwa premi risiko saham bervariasi sesuai dengan kondisi pasar yang terjadi (Fama dan French, 1989; serta Ferson dan Harvey, 1991). Hasil penelitian ini secara implisit mengandung arti bahwa risiko sistematis sebenarnya bersifat tidak stasioner, sehingga perlu kehati-hatian dalam penggunaan ukuran risiko sistematis dalam penentuan *return* suatu aset untuk kondisi pasar yang berbeda (menghindari adanya bias beta). Oleh karena itu, estimasi risiko sistematis perlu dilakukan sesuai dengan perubahan kondisi pasar yang terjadi, sehingga keputusan investasi yang tidak tepat dan bisa merugikan investor bisa dihindari. Di samping itu, dalam praktek pasar modal, beberapa penasehat investasi dan *broker* ada yang menyediakan jasa statistik untuk penghitungan beta saham secara terpisah menurut pasar *bullish* dan pasar *bearish* bagi para kliennya, sebagai salah satu dasar pembuatan keputusan investasi (Fabozzi dan Francis, 1977).

2.1.5 Beta Saham pada Pasar *Bullish* dan *Bearish*

Pengujian terhadap risiko sistematis pada pasar yang sedang *bullish* dan pasar *bearish* merupakan isu menarik dan banyak dilakukan dalam penelitian keuangan. Beberapa penelitian empiris sebelumnya pernah dilakukan oleh Levy (1974), yang melakukan penghitungan beta saham secara terpisah untuk beta saham pada saat pasar sedang *bullish* dan beta saham pada saat pasar sedang dalam kondisi *bearish*. Black (1972), juga menggunakan *two faktor market model* yang memungkinkan penghitungan alpha dan beta yang berubah-ubah sesuai dengan kondisi pasar (Tandelilin, 2001).

Fabozzi dan Francis (1977) juga melakukan pengujian terhadap perubahan *abnormal return* (alpha) dan risiko sistematis (beta) pada pasar yang *bullish* dan *bearish*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara koefisien alpha dan beta pada saat pasar *bullish* dan *bearish*. Hasil penelitian ini juga didukung oleh Wiggins (1992), serta Bhardwaj dan Brooks (1993), yang menemukan adanya perbedaan yang signifikan pada koefisien alpha dan beta pada pasar yang sedang *bullish* dan *bearish*. Perbedaan tersebut ditegaskan kembali dalam penelitian Fletcher (2000), bahwa terdapat hubungan signifikan yang positif antara beta dengan *return* dalam bulan-bulan pasar *bullish* dan hubungan signifikan yang negatif antara beta dengan *return* dalam bulan-bulan pasar *bearish*.

2.1.6 Konsep Ukuran Perusahaan pada Kondisi Pasar *Bullish* dan *Bearish*

Ukuran dari perusahaan yang sudah *go publik* diprosikan dengan nilai kapitalisasi sahamnya di pasar modal. Saham-saham dengan nilai kapitalisasi kecil dan besar mempunyai perbedaan sensitivitas terhadap faktor risiko yang merupakan faktor penting untuk memberikan *pricing asset* (Chan, Hamao dan Lakonishok, 1991). Pandangan ini menekankan bahwa perbedaan risiko diantara saham-saham kapitalisasi kecil dan besar timbul karena perbedaan respon-respon *time series* untuk merubah faktor-faktor risiko fundamental sesuai kondisi pasar saat *bullish* dan *bearish*.

Chan, Hamao dan Lakonishok (1991) telah menemukan bahwa perusahaan-perusahaan kecil lebih terbuka terhadap penciptaan risiko dan perubahan-perubahan dalam premium risiko. Sedangkan *return-return* dari perusahaan dengan variasi ukuran yang sama cenderung merespon faktor risiko dengan cara yang hampir sama, kemudian *return-return* mereka cenderung bergerak bersama. Perbedaan-perbedaan dalam karakteristik struktural telah mengakibatkan ukuran perusahaan menjadi berbeda-beda, selanjutnya tiap perusahaan berdasarkan ukuran perusahaan masing-masing bereaksi secara berbeda pula terhadap berbagai informasi ekonomi.

Perusahaan kecil dalam literatur empiris cenderung dikenal dengan perusahaan-perusahaan marginal. Perusahaan ini mempunyai nilai pasar yang kecil karena kinerja yang buruk, perusahaannya merupakan produsen yang tidak efisien, dan perusahaan ini cenderung mempunyai *leverage financial* yang tinggi dan problem *cash flow*. Perusahaan kecil ini marginal dalam kemampuan sehingga

harga sahamnya cenderung lebih sensitif untuk berubah dalam bidang ekonomi, dan perusahaan ini mempunyai kecenderungan yang kecil untuk berkembang dalam kondisi ekonomi yang sulit. Sebagai contoh, dalam kondisi ekonomi yang kompetitif dengan perubahan teknologi yang terus berkembang, perusahaan-perusahaan yang tidak efisien atau mempunyai biaya-biaya yang tinggi akan mengalami penurunan dalam *size*-nya. Sedangkan kinerja perusahaan yang lebih efisien bisa berkembang baik dan bisa menguntungkan walau kondisi ekonomi keseluruhan tumbuh dengan lamban. Sehingga perusahaan-perusahaan yang mengalami keberuntungan yang buruk pada masa lalu cenderung ukurannya menjadi lebih kecil. Jika perusahaan tersebut tidak merubah struktur kapital secara konsekuen, akan mempunyai *leverage financial* yang lebih tinggi. Selanjutnya, jika informasi tidak konsisten dalam pasar modal, kinerja masa lalu yang buruk dan *leverage financial* terakhir yang tinggi bisa membatasi aksesibilitas perusahaan ini terhadap pembiayaan keuangan dari luar, terutama selama periode kredit yang ketat. Oleh sebab itu informasi ekonomi dapat mempengaruhi *return* dari perusahaan-perusahaan marginal, melebihi dari suatu faktor dimana faktor tersebut bisa mempengaruhi *return* saham perusahaan-perusahaan besar (Chan, Hamao dan Lakonishok, 1991).

2.1.7 Penelitian Terdahulu

Berbagai penelitian mengenai faktor-faktor yang berpengaruh terhadap *return* saham sesuai dengan kondisi pasar yang terjadi seperti nilai kapitalisasi

pasar sebagai proksi dari ukuran (*size*) perusahaan dan risiko sistematisnya (beta) telah banyak dilakukan oleh peneliti sebelumnya seperti terlihat pada tabel 2.1.

Penelitian terdahulu yang menggunakan variabel risiko sistematis (beta) untuk dianalisis pengaruhnya terhadap *return portfolio* saham pada pasar *bullish* dan *bearish* di pasar modal Indonesia (BEJ) telah dilakukan oleh Tandelin (2000) dengan hasil yang signifikan.

Tabel 2.1
Daftar Penelitian Terdahulu

No	Judul Jurnal	Peneliti	Th.	Hasil Penelitian
1.	Betas in Up & Down Markets	James B. Wiggins	1992	Ukuran perusahaan dan model beta pasar historis adalah determinan yang penting dari kondisional beta
2.	Dual Betas from Bull & Bear Markets: Reversal of The Size Effect.	Ravinder K. Bhardwaj & LeRoy D. Brooks	1993	Terdapat perbedaan signifikan yang berhubungan antara ukuran perusahaan dengan <i>abnormal return</i> dan risiko sistematis yang terjadi dalam pasar <i>bullish</i> dan <i>bearish</i> . Yaitu saham-saham perusahaan besar berhubungan signifikan negatif dengan <i>excess return</i> dalam pasar <i>bullish</i> dan saham-saham perusahaan kecil berhubungan signifikan positif dengan <i>excess return</i> dalam pasar <i>bearish</i> .
3.	The Conditional Relation Between Beta and Return.	Glenn N. Pettengill, Sridhar Sundaram, & Ike Mathur	1995	Hubungan positif antara beta dan <i>return</i> selama pasar <i>bullish</i> dan hubungan negatif selama pasar <i>bearish</i> .
4.	Estimates of Small Stock Betas Are Much Too Low	Roger G. Ibbotson, Paul D. Kaplan & James D. Peterson	1997	Estimasi beta perusahaan kecil cenderung bias dan terlalu kecil, maka penyesuaian estimasi beta diperlukan untuk lebih menjelaskan pengaruh ukuran perusahaan terhadap <i>return-return</i> saham.

No	Judul Jurnal	Peneliti	Th.	Hasil Penelitian
5.	Stock Returns, Beta & Firm Size: The Case of Bull, Bear & Flat Markets	James L. Davis & Anand S. Desai	1998	Terdapat indikasi <i>return-return</i> saham lebih tinggi (lebih rendah) terhadap beta saham yang tinggi dalam pasar <i>bullish</i> (<i>bearish</i>).
6.	An Examination of Cross Sectional Realized Stock Returns Using A Varying Risk Beta Model	Shelly W. Howton & David R. Peterson	1998	Beta pasar <i>bullish</i> berhubungan signifikan positif dengan <i>return</i> kecuali untuk bulan Januari. Beta pasar <i>bearish</i> secara signifikan berhubungan negatif dengan <i>return</i> . Hubungan ini tidak menghilangkan faktor ukuran perusahaan, B/M <i>equity</i> dan E/P ratio. B/M <i>equity</i> merupakan faktor penting dalam pasar <i>bearish</i> saja sedangkan ukuran perusahaan penting dalam bulan Januari dan dalam pasar <i>bearish</i> selama Februari sampai Desember.
7.	Cross-Sectional Regression Analysis of Return & Beta in Japan	Jiro Hodoshima, Xavier Garza-Gomez dan Michio Kunimura	2000	Hubungan kondisional antara <i>return</i> dan beta terdapat dalam pasar yang turun (<i>down market</i>)/ <i>bearish</i> dibandingkan dalam pasar yang naik (<i>up market</i>)/ <i>bullish</i> .
8.	Beta & Returns: Istanbul Stock Exchange Evidence	Ali Argun Karacabey	2000	Terdapat hubungan kondisional antara beta & <i>return</i> kemudian beta masih digunakan di Istanbul dan berguna bagi manajer <i>portfolio</i> dan investor yang ingin berinvestasi dalam <i>emerging markets</i> .
9.	On The Conditional Relationship Between Beta & Return in International Stock Returns	Jonathan Fletcher	2000	Terdapat hubungan signifikan positif antara beta dan <i>return</i> dalam bulan-bulan pasar <i>bullish</i> dan hubungan signifikan negatif antara beta & <i>return</i> dalam bulan-bulan pasar <i>bearish</i> .
10.	Beta pada Pasar Bullish & Bearish: Studi Empiris di BEJ	Eduardus Tandelilin	2000	Terdapat indikasi bahwa beta saham-saham <i>portfolio</i> pada dua kondisi pasar yang berbeda dapat menggambarkan <i>return-return portfolio</i> secara signifikan

2.2 Posisi Penelitian terhadap Penelitian Terdahulu

Penelitian tentang variasi risiko sistematis (beta) sudah dilakukan di pasar modal Indonesia, seperti penelitian Tandelilin (2001) yang membuktikan secara empiris tentang signifikansi hubungan risiko sistematis saham pada saat pasar sedang *bullish* dan sedang *bearish* terhadap *return portfolio* saham di pasar modal Indonesia terutama di BEJ. Penelitian yang telah dilakukan Tandelilin hanya memperhitungkan pengaruh variasi risiko sistematis (beta) saja terhadap *return portfolio* saham pada kondisi *bullish* dan *bearish*.

Pada penelitian ini, terdapat variabel tambahan untuk dianalisis yaitu ukuran (*size*) perusahaan disamping risiko sistematis (beta) sebagai faktor-faktor independen yang dapat mempengaruhi *return* saham sesuai variasi kondisi pasar yang terjadi. *Return* saham sebagai variabel dependen dipilih supaya dapat melihat besarnya pengaruh faktor-faktor independen terhadap *return* saham langsung secara individual. Selain itu sampel penelitian ini merupakan seleksi pada saham-saham LQ45 karena indeks LQ45 memiliki tingkat kesalahan prediksi yang lebih kecil dibandingkan dengan IHSG, oleh sebab itu indeks LQ45 dapat dikatakan lebih tepat digunakan untuk mewakili pasar saham (Bima Putra, 2001)

Jadi penelitian ini merupakan pengembangan penelitian yang dilakukan Tandelilin (2001) dengan menganalisis pengaruh ukuran perusahaan (*size effect*) dan risiko sistematis (beta) saham pada saat pasar sedang *bullish* dan sedang *bearish* terhadap *return* saham LQ45 di Bursa Efek Jakarta. Jika terdapat pengaruh yang signifikan dari ukuran perusahaan (*size effect*) yang berdasarkan nilai kapitalisasi pasar dan risiko sistematis (beta) saham terhadap *return* saham

berarti perhitungan beta saham dan pemilihan ukuran perusahaan pada dua kondisi pasar *bullish* dan *bearish* secara terpisah sangat perlu dilakukan untuk menghasilkan keputusan investasi yang lebih akurat bagi investor.

2.3 Kerangka Pikir Teoritis

2.3.1 Pengaruh Risiko (Beta) terhadap *Return* Saham

Dalam berbagai literatur investasi banyak dibahas tentang pentingnya pemahaman dua konsep utama dalam pembuatan keputusan investasi, yaitu konsep risiko dan *return*. Bahkan konsep ini juga diakui sebagai konsep yang fundamental bagi pengembangan teori keuangan kuantitatif modern. Dalam pembuatan keputusan investasi, investor harus memperhatikan hubungan antara kedua konsep penting tersebut. Hubungan antara kedua konsep penting tersebut berdasarkan teori Sharpe-Lintner-Mossin yang menyatakan bahwa semakin besar risiko suatu investasi, semakin besar pula *return* yang disyaratkan investor. Dengan demikian hubungan antara risiko dan *return* yang disyaratkan investor bersifat positif dan linier (Fowler dan Rorke, 1983).

Dalam pernyataan Sharpe-Lintner-Mossin tersebut, risiko yang dianggap relevan dan mempengaruhi besarnya *return* yang diharapkan dari suatu aset adalah risiko sistematis (Jones, 1998). Risiko sistematis merupakan risiko yang tidak bisa dikurangi, meskipun dengan melakukan diversifikasi investasi pada berbagai jenis aset. Risiko ini terkait dengan pengaruh faktor makro ekonomi maupun politis yang sulit dikendalikan, yang mempengaruhi pasar. Faktor-faktor ini bisa berupa perubahan GDP (*Gross Domestic Product*), inflasi, tingkat suku

bunga, dan nilai tukar (Ashton dan Tippet, 1994). Di samping itu hasil penelitian dari Myers (1975), menyatakan bahwa risiko sistematis suatu saham juga dipengaruhi oleh empat variabel, yaitu *leverage* perusahaan, variabilitas *earning*, tingkat pertumbuhan, dan beta akuntansi (*accounting beta*) (Jogiyanto, 2000).

Fabozzi dan Francis (1977) selanjutnya telah menemukan perubahan dalam risiko sistematis (beta) dan *abnormal return* (alpha) yaitu sepanjang pasar *bullish* dan *bearish* pada saham perorangan maupun dana-dana kerjasama. Salah satu hasil penting dalam penelitian tersebut adalah perlunya penghitungan beta saham secara terpisah (*separated*) pada kondisi pasar yang sedang *bullish* dan *bearish* untuk memperoleh hasil estimasi *return* yang lebih akurat dan bisa mengakomodasi perubahan risiko sistematis beta akibat perubahan kondisi pasar.

2.3.2 Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap *Return* Saham

Telah diketahui untuk sementara waktu bahwa *return-return* perusahaan kecil sering berbeda dari perusahaan yang besar, dan teori-teori mengenai *asset pricing*, termasuk *Capital Asset Pricing Model* dan *Arbitrage Pricing Theory* tidak dapat menjelaskan perbedaannya. Saham-saham kapitalisasi kecil memberikan *return* rata-rata yang lebih tinggi dibandingkan saham-saham kapitalisasi besar, dan kondisi terbaiknya akan menguat dalam bulan Januari. Banyak peneliti berkeinginan untuk menjelaskan pengaruh ukuran perusahaan sebagai akibat dari perbedaan biaya-biaya transaksi, likuiditas, ketidakpastian informasi dan pengurangan pajak akhir tahun terhadap penjualan. Sedangkan peneliti yang lainnya menyatakan bahwa kondisi terbaik dari saham-saham

perusahaan yang kecil disebabkan mereka cenderung mempunyai rasio P/E yang lebih rendah (Jacobs & Kenneth, 1989).

Gordon (1962) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa *return-return* saham pada umumnya berhubungan kebalikan dengan ukuran perusahaan. Banz akhirnya menemukan pula bahwa selama 40 tahun sampai tahun 1975, perusahaan-perusahaan kecil di NYSE memberikan *return* rata-rata yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan-perusahaan yang besar, ketika *return-return* tersebut disesuaikan dengan risiko yang menggunakan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Ternyata hubungan yang kuat antara penyesuaian rata-rata *return* berdasarkan risiko dan ukuran perusahaan sama pentingnya hubungan antara rata-rata *return* dan risiko sistematis yang diukur menggunakan beta (Jacobs & Kenneth, 1989).

Kontradiksi yang lebih jauh dari teori Sharpe-Lintner-Mossin adalah penemuan Banz (1981), Keim (1983), Reinganum (1981) yang menyatakan bahwa nilai ekuitas pasar (proksi dari ukuran perusahaan) berhubungan secara kuat dengan variasi *cross sectional* dalam *return*: perusahaan-perusahaan kecil mempunyai *return* yang lebih tinggi, pada umumnya dibandingkan yang terjadi pada perusahaan-perusahaan besar (Davis dan Desai, 1998).

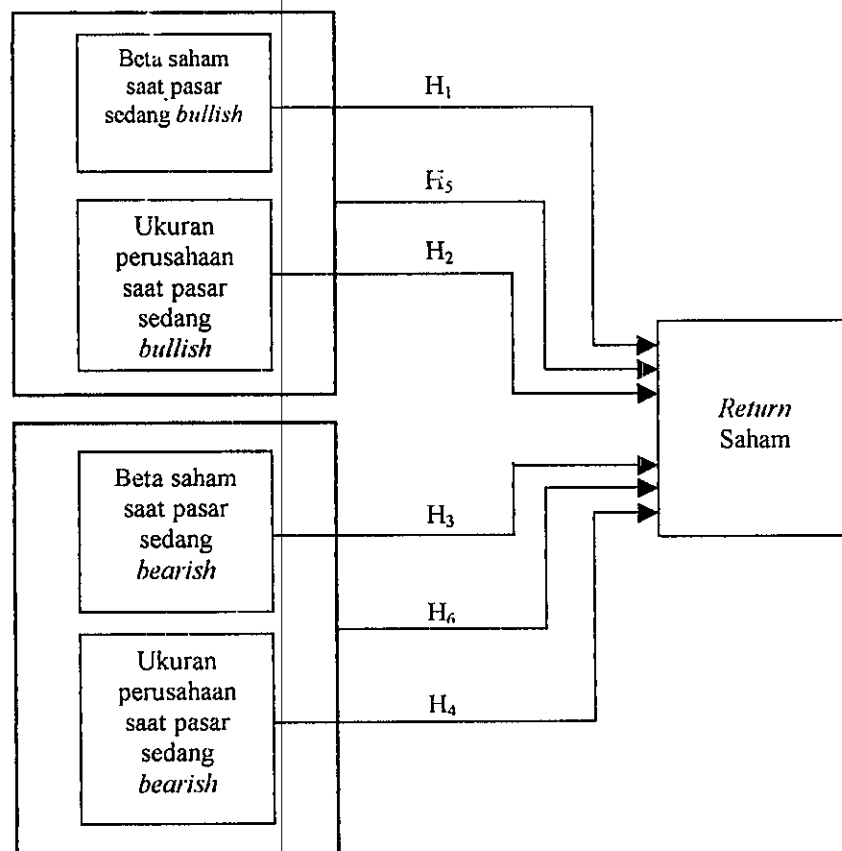
Dalam penelitian ini pengaruh ukuran perusahaan diselidiki kembali dengan dasar pemikiran bahwa risiko-risiko saham yang ternyata berbeda saat pasar *bullish* dan *bearish*. Keim (1983) menyatakan bahwa tidak stasionernya perkiraan-perkiraan risiko sistematis berdasarkan model beta pasar tunggal semakin menjelaskan pengaruh ukuran perusahaan. Dengan menggunakan

beberapa model *time-series* untuk menjelaskan karakteristik yang bervariasi dari *equity* nilai-nilai beta, mereka menemukan pengaruh signifikan negatif yang kuat dari ukuran perusahaan terhadap *excess return*. Pernyataan ini konsisten dengan Fama dan French (1989), yang menemukan perkiraan *return* yang lebih rendah pada saham-saham dan obligasi-obligasi ketika kondisi ekonomi perusahaan sedang kuat (ekspansi) dan lebih tinggi ketika kondisi ekonomi sedang lemah (resesi).

Berdasarkan pemikiran teoritis di atas dapat dikembangkan model pemahaman kerangka pikir teoritis sbb:

Gambar 2.1.

Model Kerangka Pikir Teoritis



2.4 Pengembangan Hipotesis

Berdasarkan model kerangka pikir di atas kemudian dapat dikembangkan hipotesis sbb:

- H₁ : Terdapat pengaruh signifikan beta saham terhadap *return* saham saat pasar sedang *bullish*.
- H₂ : Terdapat pengaruh signifikan ukuran perusahaan terhadap *return* saham saat pasar sedang *bullish*.
- H₃ : Terdapat pengaruh signifikan beta saham terhadap *return* saham saat pasar sedang *bearish*.
- H₄ : Terdapat pengaruh signifikan ukuran perusahaan terhadap *return* saham saat pasar sedang *bearish*.
- H₅ : Terdapat pengaruh signifikan secara bersama-sama antara ukuran perusahaan dengan beta saham terhadap *return* saham saat pasar sedang *bullish*.
- H₆ : Terdapat pengaruh signifikan secara bersama-sama antara ukuran perusahaan dengan beta saham terhadap *return* saham saat pasar sedang *bearish*.

BAB III METODE PENELITIAN

3.1. Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder yaitu harga penutupan saham bulanan (*monthly closing price*), nilai kapitalisasi pasar, dan Indeks harga saham LQ45 bulanan sebagai proksi untuk menghitung *return* pasar. Data tersebut dikumpulkan dari JSX (*Jakarta Stock Exchange*) *Monthly Statistic* dan *Capital Market Book Directory Index*.

3.2. Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah saham-saham yang termasuk LQ45 di Bursa Efek Jakarta dengan periode pengamatan 3 tahun terhitung bulan Januari 1997 (awal terbentuknya LQ45) hingga Desember 1999. Penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling* yaitu sampel saham-saham yang termasuk LQ45 di Bursa Efek Jakarta dipilih dengan menggunakan kriteria seperti berikut:

1. Telah termasuk dalam LQ45 sejak awal tahun 1997.
2. Tetap diperdagangkan hingga 31 Desember 1999.
3. Tidak melakukan *company action* (*stock split*, *stock dividend*, dan *right issue*) supaya tidak terjadi bias pada *return* saham.

Alasan pemilihan sampel tersebut karena indeks LQ45 memiliki tingkat kesalahan prediksi yang lebih kecil dibandingkan dengan IHSG, oleh sebab itu

indeks LQ45 dapat dikatakan lebih tepat digunakan untuk mewakili pasar saham (Bima Putra, 2001)

Berdasarkan kriteria pemilihan sampel di atas, jumlah saham yang memenuhi kriteria tersebut dan sekaligus sebagai sampel dalam penelitian ini adalah 22 saham sehingga relevan dengan ketentuan jumlah sampel minimum yang disyaratkan oleh Hair *et all* (1998) dan Sekaran (1992).

3.3. Definisi Operasional Variabel

3.3.1. Ukuran Perusahaan (SIZE)

Nilai ukuran perusahaan (nilai pasar dari ekuitas perusahaan) semua sampel saham yang *listing* di Bursa Efek Jakarta berasal dari data perusahaan yang terdaftar di *Capital Market Book Directory Index* atau dari *JSX Monthly Statistics*. Selanjutnya dicari nilai logaritma (Ln) dari nilai kapitalisasi pasar tersebut untuk menyeimbangkan nilai variabel SIZE terhadap nilai variabel lain yaitu BETA dalam persamaan regresi untuk mendapatkan pengaruhnya terhadap *return* saham (R_t).

3.3.2. Beta Saham (BETA)

Data yang digunakan untuk menghitung beta saham individual adalah berdasarkan model indeks tunggal yang merupakan persamaan regresi dari data *return* saham dan *return* pasar bulanan, selama periode pengamatan. Setiap bulan yang termasuk dalam periode pengamatan dalam penelitian ini (36 bulan) selanjutnya diklasifikasikan sebagai bulan *bullish* dan *bearish*, yaitu apabila

keuntungan pasar lebih tinggi (*bullish*) atau lebih rendah (*bearish*) dibandingkan dengan median (nilai tengah) dari tingkat keuntungan pasar selama periode pengamatan (Fabozzi dan Francis, 1979; Bhardwaj dan Brooks, 1993).

Dalam menghitung risiko sistematis setiap saham yang termasuk dalam sampel penelitian ini, dilakukan secara *time series* berdasarkan model indeks tunggal (Davis dan Desai, 1998) adalah sebagai berikut:

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 R_{mt} + \epsilon_{it} \dots \dots \dots (3)$$

Dimana:

R_{it} = *return* saham perusahaan ke-i pada bulan ke-t

β_0 = intersep dari regresi untuk masing-masing perusahaan ke i

β_1 = nilai beta (BETA) untuk masing-masing perusahaan ke i

R_{mt} = *return* pasar pada bulan ke-t

ϵ_{it} = kesalahan residu untuk persamaan regresi tiap-tiap perusahaan ke i pada bulan ke t

3.3.3. Return Saham (R_t)

Return saham pada masing-masing perusahaan dihitung dari bulan Januari 1997 sampai Desember 1999 berdasarkan asumsi kondisi pasar yang bervariasi selama pasar *bullish* dan *bearish*. *Return* saham dihitung dengan formulasi sebagai berikut:

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \dots \dots \dots (4)$$

Dimana:

R_t = *return* saham atau *return* pasar pada bulan ke-t

P_t = harga penutupan saham atau indeks pasar pada bulan ke-t

P_{t-1} = harga penutupan saham atau indeks pasar pada bulan ke t-1

3.4. Metode Analisis Data

Penelitian ini menggunakan langkah analisis data untuk menguji hipotesis yang sudah dikembangkan sebagai berikut:

3.4.1. Model Persamaan Regresi

Bentuk model persamaan regresi yang digunakan dalam penelitian ini untuk mendapatkan besarnya pengaruh variabel independen yaitu ukuran perusahaan (LNSIZE) dan risiko saham (BETA) terhadap variabel dependen *return* saham (R_t) adalah:

$$R_t = \alpha_1 + \alpha_2 \text{BETA} + \alpha_3 \text{LNSIZE} + e_1 \dots \dots \dots (5)$$

Dimana:

BETA = nilai Beta saham

LNSIZE = nilai Ln dari Ukuran Perusahaan

R_t = *return* saham perusahaan ke-i pada bulan ke-t

α_1 = intersep dari regresi untuk masing-masing perusahaan ke i

$\alpha_{2\&3}$ = koefisien dari variabel-variabel

e_1 = *Error*

3.4.2. Menilai Uji Asumsi Klasik (*Goodnes of Fit*) Suatu Model

Pengujian gejala asumsi klasik dilakukan agar hasil analisis regresi memenuhi kriteria BLUE (*Best, Linear, Unbiased Estimator*). Uji asumsi klasik ini terdiri dari uji normalitas data, uji multikolinieritas, uji heteroskedastisitas dan uji otokorelasi.

3.4.2.1. Uji Normalitas

Pengujian ini bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel terikat dan variabel bebas keduanya mempunyai distribusi normal ataukah tidak. Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal. Dalam menguji apakah distribusi normal atau tidak terhadap penelitian ini dilakukan dengan menggunakan uji Kolmogorov Smirnov satu arah (Hair *et al*, 1998:66). Apabila nilai Z statistiknya tidak signifikan maka suatu data disimpulkan terdistribusi secara normal. Uji Kolmogorov Smirnov dipilih dalam penelitian ini karena uji ini dapat secara langsung menyimpulkan apakah data yang ada terdistribusi normal secara statistik atau tidak. Sementara uji normalitas data yang lain seperti dari statistika deskriptif dirasakan tidak efisien karena memerlukan kesimpulan tambahan.

3.4.2.2. Uji Multikolinieritas

Uji kolinearitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antara variabel bebas (*independen*). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi di antara variabel bebas. Jika variabel bebas

saling berkorelasi, maka variabel-variabel ini tidak ortogonal. Variabel ortogonal adalah variabel bebas yang nilai korelasi antar sesama variabel bebas sama dengan nol.

Untuk mendeteksi ada atau tidaknya multikolinieritas di dalam model regresi adalah sbb (Imam Ghozali, 2001):

- a. Nilai R^2 yang dihasilkan oleh suatu estimasi model empiris sangat tinggi, tetapi secara individual variabel-variabel bebas banyak yang tidak signifikan mempengaruhi variabel terikat.
- b. Menganalisis matrik korelasi variabel-variabel bebas. Jika antar variabel bebas ada korelasi yang cukup tinggi (umumnya diatas 0.90), maka hal ini merupakan indikasi adanya multikolinieritas. Tidak adanya korelasi yang tinggi antar variabel bebas tidak berarti bebas dari multikolinieritas. Multikolinieritas dapat disebabkan karena adanya efek kombinasi dua atau lebih variabel bebas.
- c. Multikolinieritas dapat juga dilihat dari (1) nilai *tolerance* dan lawannya dan (2) *variance inflation factor* (VIF). Kedua ukuran ini menunjukkan setiap variabel bebas manakah yang dijelaskan oleh variabel bebas lainnya. Nilai *tolerance* yang rendah sama dengan nilai VIF yang tinggi karena $VIF = 1/tolerance$ dan menunjukkan adanya kolinieritas yang tinggi. Nilai *cutoff* yang umum dipakai adalah nilai *tolerance* 0,10 atau sama dengan nilai VIF di atas 10.

3.4.2.3. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam suatu model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu (residual) pada periode t dengan kesalahan pada periode $t-1$ (sebelumnya).

Pada data *cross section* (silang waktu), masalah autokorelasi relatif jarang terjadi karena “gangguan” pada observasi yang berbeda berasal dari individu/kelompok yang berbeda. Model regresi yang baik adalah regresi yang bebas dari autokorelasi, dalam mendeteksi ada tidaknya autokorelasi terhadap penelitian ini dilakukan uji Durbin-Watson (DW test)

H_0 : tidak ada autokorelasi ($\rho = 0$)

H_A : ada autokorelasi ($\rho \neq 0$)

Pengambilan keputusan ada tidaknya autokorelasi berdasarkan Algifari (2002):

- a. bila nilai DW terletak dibawah nilai 1,5 dan diatas nilai 2,5 maka terdapat autokorelasi.
- b. Bila nilai DW terletak antara 1,5-2,5 maka tidak terdapat autokorelasi

3.4.2.4. Uji Heteroskedastisitas

Pengujian ini bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika variance dari residual satu pengamatan ke pangamatan yang lain tetap, maka disebut homoskedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang homoskedastisitas atau yang tidak terjadi heteroskedastisitas. Kebanyakan data *cross-section* mengandung situasi

heteroskedastisitas karena data ini menghimpun data yang mewakili berbagai ukuran (kecil, sedang, dan besar) (Imam Ghozali, 2001).

Heteroskedastisitas terjadi apabila tidak adanya kesamaan deviasi standar nilai variabel dependen pada setiap variabel independen. Bila terjadi gejala heteroskedastisitas akan menimbulkan akibat varians koefisien regresi menjadi minimum dan *confidence interval* melebar sehingga hasil uji signifikansi statistik tidak valid lagi.

Heteroskedastisitas dapat dideteksi dengan uji Glejser. Dalam uji ini model regresi linier yang digunakan dalam penelitian ini diregresikan untuk mendapatkan nilai residualnya. Kemudian nilai residual tersebut diabsolutkan dan dilakukan regresi dengan semua variabel independen, bila terdapat variabel independen yang berpengaruh secara signifikan terhadap residual absolut maka terjadi heteroskedastisitas dalam model regresi ini (Gunawan Sumodiningrat, 1996:217).

3.4.3. Uji Hipotesis

3.4.3.1. Pengujian H_1

Pada H_1 terdapat hipotesis pengaruh signifikan antara beta saham (BETA) dengan *return* saham saat pasar sedang *bullish*.

H_0 : BETA = 0 dimana variabel BETA (risiko saham) bukan merupakan penjelas yang signifikan terhadap variabel R_t (*return* saham).

H_{A1} : $BETA \neq 0$ dimana variabel BETA (risiko saham) merupakan penjelas yang signifikan terhadap variabel R_t (*return* saham).

Pengujian H_1 menggunakan uji statistik t yang pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel penjelas/independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen. Bila jumlah *degree of freedom* adalah 20 atau lebih, dan derajat kepercayaan sebesar 5 %, maka H_0 yang menyatakan $\beta = 0$ dapat ditolak apabila nilai t lebih besar dari 2 (dalam nilai absolut) sehingga H_{A1} dapat diterima. Bilamana membandingkan nilai statistik t dengan titik kritis menurut tabel, maka H_{A1} diterima dengan syarat nilai statistik t hasil perhitungan lebih tinggi dibandingkan nilai t tabel (Imam Ghozali, 2001).

3.4.3.2. Pengujian H_2

Pada H_2 terdapat hipotesis pengaruh signifikan antara ukuran perusahaan (SIZE) dengan *return* saham saat pasar sedang *bullish*.

H_0 : $SIZE = 0$ dimana variabel SIZE (ukuran perusahaan) bukan merupakan penjelas yang signifikan terhadap variabel R_t (*return* saham).

H_{A2} : $SIZE \neq 0$ dimana variabel SIZE (ukuran perusahaan) merupakan penjelas yang signifikan terhadap variabel R_t (*return* saham).

Pengujian H_2 menggunakan uji statistik t yang pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel penjelas/independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen. Bila jumlah *degree of freedom* adalah 20 atau lebih, dan derajat kepercayaan sebesar 5 %, maka H_0 yang

menyatakan $S_i = 0$ dapat ditolak apabila nilai t lebih besar dari 2 (dalam nilai absolut) sehingga H_{A2} dapat diterima. Bilamana membandingkan nilai statistik t dengan titik kritis menurut tabel, maka H_{A2} diterima dengan syarat nilai statistik t hasil perhitungan lebih tinggi dibandingkan nilai t tabel (Imam Ghozali, 2001).

3.4.3.3. Pengujian H_3 dan H_4

Pengujian hipotesis keduanya sama prosesnya dengan pengujian hipotesis H_1 dan H_2 tetapi dengan menggunakan periode pasar sedang *bearish*.

3.4.3.4. Pengujian H_5 dan H_6

Pada H_5 terdapat hipotesis pengaruh signifikan secara bersama-sama antara ukuran perusahaan (SIZE) dengan beta saham (BETA) saat pasar sedang *bullish* terhadap *return* saham. Sedangkan H_6 terdapat hipotesis pengaruh signifikan secara bersama-sama antara ukuran perusahaan (SIZE) dengan beta saham (BETA) saat pasar sedang *bearish* terhadap *return* saham.

Untuk menganalisis apakah terdapat hubungan yang signifikan antara beta portfolio saham pada pasar sedang *bullish* dan *bearish* terhadap *return* saham dilakukan dengan menggunakan uji statistik F (Fabozzi dan Francis, 1979; Wiggins, 1992; Bhardwaj dan Brooks, 1993). Semakin signifikan nilai F, berarti semakin signifikan pengaruh beta saham pada pasar sedang *bullish* dan *bearish* untuk menjelaskan *return* saham.

Uji statistik F pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel bebas yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama

terhadap variabel terikat/dependen. Hipotesis nol (H_0) yang hendak diuji adalah apakah semua parameter dalam model sama dengan nol, atau:

$$H_0 : \text{SIZE} = \text{BETA} = 0$$

Artinya suatu variabel independen bukan merupakan penjelas yang signifikan terhadap variabel dependen. Hipotesis alternatifnya (H_5 dan H_6) tidak semua parameter secara simultan sama dengan nol, atau:

$$H_{A5} : H_{A6} : \text{SIZE} \neq \text{BETA} \neq 0$$

Artinya semua variabel independen secara simultan merupakan penjelas yang signifikan terhadap variabel dependen.

Bila nilai F lebih besar daripada 4 maka H_0 yang menyatakan $\text{SIZE} = \text{BETA} = 0$ dapat ditolak pada derajat kepercayaan 5%. Dengan kata lain kita menerima hipotesis alternatif (H_{A5} dan H_{A6}), yang menyatakan bahwa semua variabel independen secara serentak dan signifikan mempengaruhi variabel dependen (Imam Ghozali, 2001).

BAB IV ANALISIS DATA

4.1. Gambaran Umum Objek Penelitian dan Data Deskriptif

4.1.1. Kelompok Saham LQ45

Pada tanggal 24 Februari 1997, penyelenggara bursa Efek Jakarta memperkenalkan indeks baru kepada para pelaku dan investor di pasar modal. Nama indeks itu singkat namun memiliki daya pikat, yaitu LQ45. Indeks LQ45 diciptakan untuk bisa menjadi tolok ukur dalam memantau kecenderungan pasar dan perkembangan tingkat harga saham yang diperdagangkan (JPMI, 1997).

Sesuai namanya, indeks LQ45 hanya mencakup 45 saham dari perusahaan publik yang memiliki nilai pasar dan likuiditas tertinggi. Nilai pasar seluruh saham terpilih itu meliputi sekitar 70% dari nilai kapitalisasi pasar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan juga meliputi sekitar 72,5% dari nilai transaksi di pasar reguler. Selain itu tidak kurang penting lainnya adalah perusahaan-perusahaan yang akan dimasukkan ke dalam LQ45 harus benar-benar bebas dari pengaruh atau kepentingan emiten. Dengan demikian seleksi terhadap 45 perusahaan dengan likuiditas tertinggi itu benar-benar murni dan mewakili kenyataan yang objektif (JPMI, 1997).

Kriteria penilaian yang disusun oleh pihak BEJ dalam menentukan saham-saham yang dapat masuk dalam daftar indeks LQ45 adalah hanya saham aktif yang diperdagangkan di BEJ dan merupakan cerminan kualitas suatu saham.

Kriteria penilaian itu ditetapkan dalam 2 kelompok penilaian, penilaian atas kelompok pertama terdiri dari 3 butir kriteria:

1. Emiten harus berada dalam top 95% dari total rata-rata nilai transaksi tahunan di pasar reguler.
2. Emiten berada diantara top 90% dari rata-rata tahunan kapitalisasi pasar
3. Tercatat di BEJ minimum 30 hari bursa.

Sedangkan kriteria penilaian kelompok yang kedua juga memiliki tiga butir persyaratan, yakni emiten berada pada urutan tertinggi yang mewakili sektornya dalam klasifikasi industri BEJ sesuai dengan kapitalisasi pasarnya; selain dari itu juga memiliki porsi yang sama dengan sektor lain, dan juga menduduki urutan tertinggi berdasarkan frekuensi transaksi (JPMI, 1997).

Sampel penelitian ini merupakan saham-saham yang termasuk kelompok saham LQ45 yang selalu tercatat/*listing* di BEJ dengan periode pengamatan 3 tahun, 1997-1999.

4.1.2. Gambaran Umum Perusahaan Emiten

Perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam emiten sebagai penjual saham dalam sampel penelitian ini terdiri dari perusahaan dengan bermacam-macam klasifikasi bidang usaha dan industrinya sehingga penyebaran sampel penelitian dapat lebih merata klasifikasinya. Berdasarkan tabel 4.1 terlihat bahwa jenis bidang usaha dari perusahaan emiten yang paling banyak digunakan dalam sampel penelitian adalah perusahaan emiten dengan bidang usaha perbankan dengan prosentase 18.18% dari total sampel penelitian.

Sedangkan berdasarkan klasifikasi industri dari semua perusahaan yang termasuk dalam sampel penelitian ini dapat terlihat pada tabel 4.2 dimana klasifikasi industri yang paling banyak digunakan dalam penelitian adalah jenis *consumer goods industry* dengan prosentase 22.73% dari total sampel penelitian.

Tabel 4.1

Klasifikasi Bidang Usaha dari Sampel Perusahaan Emiten

No.	Kode Saham	Nama Perusahaan Emiten	Bidang Usaha	% Bidang Usaha
1	DGSA	Daya Guna Samudera Tbk.	<i>Fishery</i>	4.54
2	TINS	Timah Tbk.	<i>Metal and Mineral Mining</i>	4.54
3	SMGR	Semen Gresik Tbk.	<i>Cement</i>	4.54
4	MLIA	Mulia Industrindo	<i>Ceramics, Glass, Porcelain</i>	4.54
5	BRPT	Barito Pacific Timber	<i>Wood Industries</i>	4.54
6	INKP	Indah Kiat Pulp & Paper	<i>Pulp & Paper</i>	4.54
7	ASII	Astra International Tbk.	<i>Automotive & Components</i>	4.54
8	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk.	<i>Food & Beverages</i>	9.09
9	MYOR	Mayora Indah		
10	GGRM	Gudang Garam Tbk.	<i>Tobacco Manufactures</i>	9.09
11	HMSP	HM Sampoerna		
12	KLBF	Kalbe Farma	<i>Pharmaceuticals</i>	4.54
13	CMNP	Citra Marga Nushapala Persada	<i>Toll Road, Airport, Harbor & Allied Products</i>	4.54
14	ISAT	Indosat Tbk.	<i>Telecommunication</i>	9.09
15	TLKM	Telekomunikasi Indonesia		
16	BBNI	Bank Negara Indonesia Tbk.		
17	BDMN	Bank Danamon Tbk.	<i>Bank</i>	18.18
18	BNII	Bank International Indonesia Tbk,		
19	LPBN	Lippo Bank Tbk.		
20	MPPA	Matahari Putra Prima Tbk.	<i>Retail Trade</i>	9.09
21	RALS	Ramayana Lestari Sentosa Tbk.		
22	BMTR	Bimantara Citra Tbk.	<i>Investment Company</i>	4.54

Sumber: JSX Monthly Statistic, 1999, yang sudah diolah.

Tabel 4.2

Klasifikasi Industri dari Sampel Perusahaan Emiten

No.	Kode Saham	Nama Perusahaan Emiten	Klasifikasi Industri	% Industri
1	DGSA	Daya Guna Samudera Tbk.	<i>Plantation</i>	4.54
2	TINS	Timah Tbk.	<i>Mining</i>	4.54
3	SMGR	Semen Gresik Tbk.	<i>Basic Industry and Chemicals</i>	18.18
4	MLIA	Mulia Industrindo		
5	BRPT	Barito Pacific Timber		
6	INKP	Indah Kiat Pulp & Paper		
7	ASII	Astra International Tbk.	<i>Miscellaneous Industry</i>	4.54
8	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk.	<i>Consumer Goods Industry</i>	22.73
9	MYOR	Mayora Indah		
10	GGRM	Gudang Garam Tbk.		
11	HMSP	HM Sampoerna		
12	KLBF	Kalbe Farma		
13	CMNP	Citra Marga Nushapala Persada	<i>Infrastructure, Utilities and Transportation</i>	13.64
14	ISAT	Indosat Tbk.		
15	TLKM	Telekomunikasi Indonesia		
16	BBNI	Bank Negara Indonesia Tbk.	<i>Finance</i>	18.18
17	BDMN	Bank Danamon Tbk.		
18	BNII	Bank International Indonesia Tbk.		
19	LPBN	Lippo Bank Tbk.		
20	MPPA	Matahari Putra Prima Tbk		
21	RALS	Ramayana Lestari Sentosa Tbk.	<i>Trade, Service & Investment</i>	13.64
22	BMTR	Bimantara Citra Tbk.		

Sumber: JSX Monthly Statistics, 1999, yang sudah diolah.

Nilai kapitalisasi pasar dari saham emiten merupakan salah satu cerminan dari besarnya ukuran perusahaan yang termasuk dalam sampel penelitian. Besarnya nilai kapitalisasi pasar berdasarkan kondisi pasar ternyata bervariasi yaitu selama bulan-bulan *bullish* dan *bearish* pada periode penelitian 1997-1999. Pada tabel 4.3 terlihat bahwa selama bulan-bulan *bullish*, nilai kapitalisasi pasar terkecil selama periode penelitian 1997-1999 adalah pada saham perusahaan Mayora Indah Tbk. sebesar 533,015 (jutaan rupiah). Sedangkan nilai kapitalisasi pasar terbesar dipegang oleh saham perusahaan Telekomunikasi Indonesia Tbk. sebesar 34,141,332 (jutaan rupiah)

Tabel 4.3

Nilai Kapitalisasi Pasar pada Kondisi *Bullish*

No.	Kode Saham	Nama Perusahaan Emiten	Nilai Kapitalisasi Pasar (Jutaan Rp.)
1	MYOR	Mayora Indah Tbk	533,015
2	KLBF	Kalbe Farma Tbk	730,350
3	MLIA	Mulia Industrindo Tbk	777,263
4	CMNP	Citra Margz Nushapala Persada Tbk	1,210,938
5	MPPA	Matahari Putra Prima Tbk	1,359,339
6	BRPT	Barito Pacific Timber Tbk	1,360,625
7	BMTR	Bimantara Citra Tbk	1,369,772
8	RALS	Ramayana Lestari Sentosa Tbk	2,051,328
9	DGSA	Daya Guna Samudera Tbk	2,264,690
10	LPBN	Lippo Bank Tbk	2,294,780
11	TINS	Tambang Timah Tbk	3,066,210
12	ASII	Astra International Tbk	4,843,693
13	SMGR	Semen Gresik (Persero) Tbk	5,246,615
14	BNII	Bank International Indonesia Tbk	6,104,557
15	HMSP	HM Sampoerna Tbk	7,802,675
16	BBNI	Bank Negara Indonesia Tbk	8,563,208
17	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	9,095,914
18	INKP	Indah Kiat Pulp & Paper Corp. Tbk	10,845,780
19	ISAT	Indosat Tbk	12,882,267
20	BDMN	Bank Danamon Tbk	18,556,860
21	GGRM	Gudang Garam Tbk	23,705,366
22	TLKM	Telekomunikasi Indonesia Tbk	34,141,332

Sumber: JSX Monthly Statistics, 1997-1999, yang sudah diolah.

Selanjutnya selama bulan-bulan *bearish*, pada tabel 4.4 terlihat bahwa nilai kapitalisasi pasar terkecil dimiliki juga oleh saham perusahaan Mayora Indah Tbk. tetapi lebih kecil dengan nilai 524,152 (jutaan rupiah) dan nilai kapitalisasi pasar terbesar dimiliki saham perusahaan Telekomunikasi Indonesia Tbk. juga mengalami penurunan dengan nilai 29,830,266 (jutaan rupiah).

Tabel 4.4

Nilai Kapitalisasi Pasar pada Kondisi *Bearish*

No.	Kode Saham	Nama Perusahaan Emiten	Nilai Kapitalisasi Pasar (Jutaan Rp.)
1	MYOR	Mayora Indah Tbk	524,152
2	KLBF	Kalbe Farma Tbk	824,580
3	MLIA	Mulia Industrindo Tbk	951,733
4	MPPA	Matahari Putra Prima Tbk	1,333,830
5	CMNP	Citra Marga Nushapala Persada Tbk	1,373,750
6	BRPT	Barito Pacific Timber Tbk	1,709,750
7	BMTR	Bimantara Citra Tbk	1,759,410
8	DGSA	Daya Guna Samudera Tbk	1,860,631
9	RALS	Ramayana Lestari Sentosa Tbk	1,987,563
10	LPBN	Lippo Bank Tbk	2,127,248
11	TINS	Tambang Timah Tbk	2,537,271
12	SMGR	Semen Gresik (Persero) Tbk	4,373,013
13	ASII	Astra International Tbk	5,052,131
14	BNII	Bank International Indonesia Tbk	5,130,792
15	INKP	Indah Kiat Pulp & paper Corp. Tbk	7,574,524
16	HMSP	HM Sampoerna Tbk	7,950,150
17	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	8,091,615
18	ISAT	Indosat Tbk	9,749,233
19	BDMN	Bank Danamon Tbk	10,743,874
20	BBNI	Bank Negara Indonesia Tbk	10,755,868
21	GGRM	Gudang Garam Tbk	21,823,968
22	TLKM	Telekomunikasi Indonesia Tbk	29,830,266

Sumber: JSX Monthly Statistics, 1997-1999, yang sudah diolah.

4.1.3. Analisis Deskriptif Data

Untuk memberikan gambaran atau deskripsi data dalam penelitian ini maka dilakukan analisis *descriptive statistics* sesuai kondisi pasar yang terjadi, yaitu selama bulan-bulan *bullish* dan *bearish*. Gambaran atau deskripsi suatu data tersebut berupa rata-rata, standar deviasi, *variance*, maksimum, dan minimum seperti terlihat pada tabel 4.5 dan tabel 4.6.

Tabel 4.5

Hasil Analisis Deskriptif Data pada Kondisi *Bullish*

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Variance
RETURN	22	.061	.334	.17077	7.0951E-02	5.034E-03
BETA	22	.1470	2.6340	1.175455	.591684	.350
LNSIZE	22	13.19	17.35	15.1529	1.1974	1.434
Valid N (listwise)	22					

Sumber: Data sekunder yang sudah diolah.

Berdasarkan tabel 4.5 dapat terlihat jumlah data yang digunakan dalam penelitian adalah 22 data saham. Nilai rata-rata *return* saham pada bulan-bulan *bullish* adalah 17.08% dengan standard deviasi sebesar 7.095%. Nilai *return* saham tertinggi pada bulan-bulan *bullish* adalah 33.4% sedangkan nilai *return* saham terendah adalah 6.1%. Standard deviasi yang sangat besar dari nilai *return* saham (lebih dari 40% dari Mean) menunjukkan adanya variasi yang besar, atau adanya kesenjangan yang cukup besar dari nilai *return* saham terendah dan tertinggi. Kemudian nilai rata-rata beta saham adalah 1.175455 dengan standard deviasi 0.591684. Dimana nilai beta saham tertinggi adalah 2.6340 dan nilai terendah sebesar 0.1470. Standard deviasi yang cukup besar dari nilai beta saham (lebih dari 50% dari Mean) menunjukkan juga adanya variasi yang besar, atau kesenjangan yang cukup besar dari nilai beta saham terendah dan tertinggi. Selanjutnya nilai LNSIZE dipakai untuk mewakili nilai ukuran perusahaan emiten karena digunakan untuk menyeimbangkan besarnya nilai ukuran perusahaan terhadap nilai variabel lainnya yaitu beta dan *return* saham. Nilai rata-rata LNSIZE adalah 15.1529 dengan standard deviasi 1.1974 dimana nilai LNSIZE

tertinggi sebesar 17.35 sedangkan nilai terendah sebesar 13.19. Standard deviasi yang tidak besar terjadi pada nilai LNSIZE (tidak lebih dari 10% dari Mean) menunjukkan variasi yang kecil dari nilai LNSIZE tertinggi dan terendah.

Tabel 4.6

Hasil Analisis Deskriptif Data pada Kondisi *Bearish*

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Variance
RETURN	22	-.175	-.032	-.97E-02	3.7715E-02	1.422E-03
BETA	22	-.5050	1.4900	.899227	.412566	.170
LNSIZE	22	13.17	17.21	15.0990	1.0920	1.193
Valid N (listwise)	22					

Sumber: Data sekunder yang sudah diolah.

Pada tabel 4.6 dapat terlihat jumlah data yang digunakan dalam penelitian adalah 22 data saham juga. Nilai rata-rata *return* saham pada bulan-bulan *bearish* adalah -9.7% dengan standard deviasi sebesar 3.78%. Nilai *return* saham tertinggi pada bulan-bulan *bearish* adalah -3.2% sedangkan nilai *return* saham terendah adalah -17.5%. Standard deviasi yang cukup besar dari nilai *return* saham tersebut (lebih dari 30% dari Mean) menunjukkan adanya variasi yang besar, atau adanya kesenjangan yang cukup besar dari nilai *return* saham tertinggi dan terendah. Pada bulan-bulan *bearish* ini nilai rata-rata beta saham lebih kecil sebesar 0.899227 dengan standard deviasi 0.412566, dimana nilai beta saham tertinggi adalah 1.49 dan nilai terendah sebesar -0.5050. Standard deviasi yang juga besar dari nilai beta saham (lebih dari 40% dari Mean) menunjukkan variasi yang besar, atau adanya kesenjangan yang besar dari nilai beta saham tertinggi

dan terendah. Sedangkan Nilai rata-rata LNSIZE adalah 15.0990 dengan standard deviasi 1.0920 dimana nilai LNSIZE tertinggi sebesar 17.21 sedangkan nilai terendah sebesar 13.17. Standar deviasi yang kecil dari nilai LNSIZE (tidak lebih dari 10% dari Mean) menunjukkan variasi yang kecil dari nilai LNSIZE tertinggi dan terendah.

4.2. Analisis Data dan Pembahasan

4.2.1 Pengujian Asumsi Klasik

Penelitian ini menggunakan bentuk model persamaan regresi untuk mendapatkan besarnya pengaruh variabel-variabel independen yaitu ukuran perusahaan (LNSIZE) dan risiko saham (BETA) terhadap variabel dependen *return* saham (R_t) pada kondisi pasar yang bervariasi, yaitu saat *bullish* dan *bearish*.

Suatu model dinyatakan baik untuk alat prediksi apabila mempunyai sifat-sifat *best linear unbiased estimator* (Gujarati, 1995). Di samping itu suatu model dikatakan cukup baik dan dapat dipakai untuk memprediksi apabila sudah lolos dari serangkaian uji asumsi ekonometrik yang melandasinya.

Uji asumsi klasik dilakukan untuk mengetahui kondisi data yang ada agar dapat menentukan model analisis yang paling tepat digunakan. Uji asumsi klasik dalam penelitian ini terdiri dari uji Kolmogorov Smirnov satu arah untuk menguji normalitas data secara statistik, uji autokorelasi dengan menggunakan Durbin Watson statistik, uji heteroskedastisitas dengan menggunakan uji Glejser dan uji multikolinearitas dengan menggunakan *Variance Inflation Factors* (VIF).

4.2.1.1. Uji Normalitas Data

Uji normalitas data dilakukan untuk melihat bahwa suatu data terdistribusi secara normal atau tidak. Uji normalitas data dilakukan dengan menggunakan uji Kolmogorov Smirnov satu arah. Hair *et al* (1998) menyatakan bahwa data terdistribusi tidak normal akan diuji dengan nilai Z. Lebih lanjut Hair *et al* (1998) mengemukakan bahwa normalitas data dapat dilihat dengan uji Kolmogorov Smirnov. Apabila nilai Z statistiknya tidak signifikan maka suatu data disimpulkan terdistribusi secara normal.

Hal yang sama juga dinyatakan oleh Imam Ghozali (2001) bahwa apabila nilai Z hitung > Z tabel, maka distribusi tidak normal, cara lain adalah dengan melihat tingkat signifikansi nilai Z, apabila tingkat signifikansi lebih besar dari 5% maka data terdistribusi normal. Pada tabel 4.7. dan tabel 4.8. berikut ini akan disajikan hasil uji Kolmogorov Smirnov satu arah untuk tiap-tiap variabel penelitian yang digunakan sesuai kondisi pasar *bullish* dan *bearish*.

Tabel 4.7.

Hasil Uji Kolmogorov Smirnov pada Kondisi *Bullish*

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		RETURN	BETA	LNSIZE
N		22	22	22
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	17077	1.175454	15.1529
	Std. Deviation	7.10E-02	.591684	1.1974
Most Extreme Differences	Absolute	.095	.108	.122
	Positive	.095	.108	.122
	Negative	-.078	-.085	-.089
Kolmogorov-Smirnov Z		.444	.505	.571
Asymp. Sig. (2-tailed)		.989	.961	.901

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Sumber: Data sekunder yang sudah diolah.

Tabel 4.8.

Hasil Uji Kolmogorov Smirnov pada Kondisi *Bearish*

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		RETURN	BETA	LNSIZE
N		22	22	22
Normal Parameters a,b	Mean	-.97E-02	.899227	15.0990
	Std. Deviation	3.77E-02	.412566	1.0920
Most Extreme Differences	Absolute	.090	.150	.140
	Positive	.090	.091	.140
	Negative	-.078	-.150	-.115
Kolmogorov-Smirnov Z		.423	.704	.659
Asymp. Sig. (2-tailed)		.994	.704	.779

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Sumber : Data sekunder yang sudah diolah.

Dari tabel 4.7.dan tabel 4.8. tersebut di atas dapat dilihat bahwa semua variabel yang digunakan dalam penelitian memiliki nilai Z dengan tingkat signifikansi yang lebih besar dari 5% yang berarti bahwa nilai Z semua variabel tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5%. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis yang menyatakan data tidak normal ditolak dan menerima hipotesis bahwa data terdistribusi secara normal.

4.2.1.2. Uji Autokorelasi

Autokorelasi menunjukkan adanya korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode t-1 (sebelumnya). Konsekuensi dari adanya autokorelasi dalam suatu model regresi adalah varians sampel tidak dapat menggambarkan varians populasinya. Lebih jauh lagi, model regresi yang dihasilkan tidak dapat digunakan untuk menaksir nilai variabel dependen pada nilai variabel independen tertentu.

Untuk mendiagnosis adanya autokorelasi dalam suatu model regresi dilakukan melalui pengujian Durbin Watson dengan ketentuan sebagai berikut:

Tabel 4.9

Nilai Uji Durbin-Watson

Hasil DW	Kesimpulan
Kurang dari 1,1	Ada autokorelasi
1,1 hingga 1,54	Tanpa kesimpulan
1,55 hingga 2,46	Tidak ada autokorelasi
2,46 hingga 2,9	Tanpa kesimpulan
Lebih dari 2,9	Ada autokorelasi

Sumber: Algifari, 1997

Tabel 4.10.

Hasil Uji Durbin Watson pada Kondisi *Bullish*

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.727 ^a	.529	.505	5.8860E-02	2.128

a. Predictors: (Constant), LNSIZE, BETA

b. Dependent Variable: RETURN

Sumber : Data sekunder yang sudah diolah

Tabel 4.11.

Hasil Uji Durbin Watson pada Kondisi *Bearish*

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.708 ^a	.502	.477	3.7250E-02	1.980

a. Predictors: (Constant), LNSIZE, BETA

b. Dependent Variable: RETURN

Sumber: Data sekunder yang sudah diolah.

Berdasarkan tabel 4.10. dan tabel 4.11. di atas dapat diketahui bahwa besarnya nilai Durbin Watson pada setiap persamaan regresi pada penelitian ini adalah 2.128 pada kondisi *bullish* dan 1.980 pada kondisi *bearish*, jadi berada pada kisaran nilai DW dengan pernyataan tidak ada autokorelasi. Oleh sebab itu dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat autokorelasi pada semua persamaan regresi dalam penelitian ini.

4.2.1.3. Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas berarti varians variabel dalam model tidak sama (konstan). Konsekuensi adanya heteroskedastisitas dalam model regresi adalah penaksir (*estimator*) yang diperoleh menjadi tidak efisien, baik dalam sampel kecil maupun sampel besar meskipun penaksir yang diperoleh menggambarkan populasinya dan bertambahnya sampel yang digunakan akan mendekati nilai sebenarnya (konsisten). Hal ini disebabkan variansnya yang tidak minimum atau dengan kata lain tidak efisien.

Dalam penelitian ini pengujian heteroskedastisitas dilakukan dengan uji Glejser. Uji Glejser dilakukan dengan meregresi variabel-variabel bebas dalam persamaan regresi dengan nilai *absolute error* (*absolute residual*) sebagai variabel terikatnya. Apabila hasilnya signifikan maka dapat dikatakan terjadi heteroskedastisitas (Gunawan Sumodiningrat, 1996). Hasil uji Glejser untuk setiap persamaan regresi yang digunakan pada penelitian ini dapat dilihat pada tabel 4.12. untuk kondisi *bullish* dan tabel 4.13. untuk kondisi *bearish*.

Tabel 4.12.

Hasil Uji Glejser pada Kondisi *Bullish*

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.129	.114		1.136	.270
	BETA	-2.31E-03	.016	-.035	-.148	.884
	LNSIZE	-5.31E-03	.008	-.161	-.688	.500

a. Dependent Variable: ABSERROR

Sumber : Data sekunder yang sudah diolah

Tabel 4.13.

Hasil Uji Glejser pada Kondisi *Bearish*

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.220	.140		1.571	.131
	BETA	-4.31E-02	.039	-.450	-1.105	.282
	LNSIZE	-7.07E-03	.007	-.195	-.978	.340

a. Dependent Variable: ABSERROR

Sumber : Data sekunder yang sudah diolah

Dari uji Glejser untuk setiap persamaan regresi yang digunakan dalam penelitian ini seperti yang terlihat pada tabel 4.12. dan tabel 4.13. diatas diketahui bahwa semua variabel bebas yang digunakan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap variabel terikat yaitu *absolute residual* dari masing-masing persamaan regresi. Hal ini dapat dilihat dari tingkat signifikansi dari masing-masing variabel

bebas yang diteliti, di mana tingkat signifikansi dari masing-masing variabel bebas tersebut lebih besar dari 5%. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak ada heteroskedastisitas dalam setiap persamaan regresi yang dipergunakan dalam penelitian ini.

4.2.1.4. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinearitas ini dimaksudkan untuk mengetahui apakah terdapat inter korelasi yang sempurna di antara beberapa variabel bebas yang digunakan dalam model. Apabila terjadi gejala multikolinearitas, maka bisa mengakibatkan hal-hal sebagai berikut (Algifari, 1997):

1. Nilai koefisien regresi menjadi kurang dapat dipercaya.
2. Kesulitan dalam hal memisahkan pengaruh masing-masing variabel bebas terhadap variabel dependen.

Uji multikolinieritas dilakukan dengan menggunakan *tolerance value* atau *Variance Inflation Factors (VIF)*. Batas *tolerance value* adalah 0,10 dan *Variance Inflation Factors (VIF)* adalah 10 (Hair, et al.,1998 : 48). Jika nilai *tolerance value* di bawah 0,10 atau nilai *Variance Inflation Factors (VIF)* di atas 10 maka terjadi multikolinieritas. Hasil uji multikolinieritas untuk masing-masing persamaan regresi yang digunakan dapat dilihat pada tabel 4.14. untuk kondisi *bullish* dan tabel 4.15. untuk kondisi *bearish* berikut ini.

Tabel 4.14.

Hasil Uji Multikolinieritas pada Kondisi *Bullish*

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.510	.180		2.833	.011		
	BETA	4.607E-02	.011	.384	4.188	.000	.929	1.077
	LNSIZE	-2.60E-02	.012	-.436	-2.126	.047	.929	1.077

a. Dependent Variable: RETURN

Sumber : Data sekunder yang sudah diolah.

Tabel 4.15.

Hasil Uji Multikolinieritas pada Kondisi *Bearish*

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	2.370E-03	.001		2.214	.038		
	BETA	-4.46E-02	.013	-.049	-3.430	.003	1.000	1.000
	LNSIZE	8.997E-03	.004	.261	2.472	.022	1.000	1.000

a. Dependent Variable: RETURN

Sumber : Data sekunder yang sudah diolah.

Dari tabel 4.14. dan tabel 4.15. di atas dapat dilihat bahwa nilai *tolerance value* semua variabel bebas berada di atas 0,10 dan nilai *Variance Inflation Factors (VIF)* di bawah 10, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinieritas dalam persamaan regresi berganda yang digunakan dalam penelitian ini.

4.2.2 Pengujian Hipotesis

Bentuk model persamaan regresi yang digunakan dalam penelitian ini sebagai proses untuk mendapatkan hasil pengujian hipotesis adalah dengan mendapatkan besarnya pengaruh variabel independen yaitu ukuran perusahaan (LNSIZE) dan risiko saham (BETA) terhadap variabel dependen *return* saham (R_t) adalah seperti pada persamaan regresi (5) yang dilakukan pada kondisi *bullish* dan *bearish*:

$$R_t = \alpha_1 + \alpha_2 \text{BETA} + \alpha_3 \text{LNSIZE} + e_1$$

Terlebih dahulu dicari nilai BETA dengan menggunakan persamaan regresi secara *time series* seperti pada persamaan regresi (3):

$$R_t = \beta_0 + \beta_1 R_{mt} + \epsilon_t$$

Dalam menentukan nilai BETA sudah dibedakan kondisi *bullish* dan *bearish* berdasarkan *return* pasarnya, yaitu apabila *return* pasar lebih besar dari rata-rata *return* pasar selama periode penelitian (=1.2%) maka dikategorikan dalam kondisi *bullish*. Sedangkan apabila *return* pasar kurang dari rata-rata *return* pasar selama periode penelitian (=1.2%) maka dikategorikan dalam kondisi *bearish*.

Selanjutnya setelah data *cross section* dimasukkan pada model persamaan regresi (5), penyelesaian model persamaan regresi ini dilakukan dengan bantuan program SPSS dengan hasil berikut ini:

Tabel 4.16.

Hasil Analisis Regresi pada Kondisi *Bullish*

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.510	.180		2.833	.011
	BETA	4.607E-02	.011	.384	4.188	.000
	LNSIZE	-2.60E-02	.012	-.438	-2.126	.047
F		9.340				
Sig.		.002				
Adjusted R Square		.505				

Sumber: Data sekunder yang sudah diolah

Berdasarkan hasil analisis regresi pada tabel 4.16. maka diperoleh persamaan regresi dengan tingkat signifikansi kepercayaan dibawah 5% sebagai berikut:

$$R_t = 0.510 + 0.04607BETA - 0.0260LNSIZE + e_t$$

Sehingga dapat diketahui bahwa beta saham (BETA) mempunyai pengaruh signifikansi positif terhadap *return* saham (R_t) pada pasar sedang *bullish* sebesar 0.04607 dengan tingkat signifikansi kepercayaan 1% ($\alpha = 1\%$). Sebaliknya ukuran perusahaan (LNSIZE) diketahui mempunyai pengaruh signifikan negatif terhadap *return* saham (R_t) pada saat pasar sedang *bullish* sebesar -0.0260 dengan tingkat signifikansi kepercayaan 5% ($\alpha = 5\%$).

Koefisien determinasi pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Dalam penelitian ini

dihasilkan nilai *Adjusted R²* sebesar 0.505 (lihat tabel 4.16.), hal ini menunjukkan bahwa 50.5% variasi dari variabel *return* saham dapat dijelaskan oleh variasi kedua variabel independen, yaitu beta saham dan ukuran perusahaan saat kondisi pasar *bullish*. Sedangkan yang 49.5% dijelaskan oleh variabel yang lain atau sebab-sebab lain di luar model regresi ini.

Tabel 4.17.

Hasil Analisis Regresi pada Kondisi *Bearish*

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	2.370E-03	.001		2.214	.038
	BETA	-4.46E-02	.013	-.049	-3.430	.003
	LNSIZE	8.997E-03	.004	.261	2.472	.022
F		9.568				
Sig.		.001				
Adjusted R Square		.477				

Sumber: Data sekunder yang sudah diolah

Berdasarkan hasil analisis regresi pada tabel 4.17. maka diperoleh persamaan regresi dengan dasar tingkat signifikansi kepercayaan dibawah 5% sebagai berikut:

$$R_t = 0.00237 - 0.0446BETA + 0.008997LNSIZE + e_1$$

Sehingga dapat diketahui bahwa beta saham (BETA) mempunyai pengaruh signifikansi negatif terhadap *return* saham (R_t) pada pasar sedang *bearish* sebesar

-0.0446 dengan tingkat signifikansi kepercayaan 1% ($\alpha = 1\%$). Sebaliknya yang terjadi ukuran perusahaan (LNSIZE) diketahui mempunyai pengaruh signifikan positif terhadap *return* saham (R_i) pada saat pasar sedang *bearish* sebesar 0.008997 dengan tingkat signifikansi kepercayaan 5% ($\alpha = 5\%$).

Dalam penelitian ini juga dihasilkan nilai *Adjusted R*² sebesar 0.477 (lihat tabel 4.17.), hal ini menunjukkan bahwa 47.7% variasi dari variabel *return* saham dapat dijelaskan oleh variasi kedua variabel independen, yaitu beta saham dan ukuran perusahaan saat kondisi pasar *bearish*. Sedangkan yang 52.3% dijelaskan oleh variabel yang lain atau sebab-sebab lain di luar model regresi ini.

4.2.3 Pembahasan Hipotesis

4.2.3.1 Pengaruh Beta Saham terhadap *Return* Saham Saat Pasar sedang *Bullish*

Penelitian ini dapat membuktikan bahwa variabel beta saham memberikan pengaruh signifikansi positif secara statistik pada tingkat kepercayaan 1% ($\alpha = 1\%$) terhadap *return* saham LQ45 pada kondisi pasar *bullish* selama periode pengamatan. Berdasarkan nilai probabilitas beta saham sebesar 0.00 yang berada di bawah nilai 0.01 ($\alpha < 1\%$) dengan koefisien regresi sebesar 0.04607 (lihat lampiran 5), maka menunjukkan bahwa H_0 ditolak dan artinya H_{A1} diterima, dimana terdapat pengaruh beta saham terhadap *return* saham yang signifikan positif pada kondisi pasar *bullish*. Sehingga investasi saham dengan risiko (beta) saham yang semakin besar pada saat pasar sedang *bullish* maka akan mendapatkan *return* saham semakin besar pula. Hasil penelitian ini sesuai dengan

penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Bhardwaj dan Brooks (1993), Pettengill et.all (1995), Davis dan Desai (1998), Howton dan Peterson (1998), serta J. Fletcher (2000).

4.2.3.2 Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap *Return* Saham Saat Pasar sedang *Bullish*

Penelitian ini juga dapat membuktikan bahwa variabel ukuran perusahaan memberikan pengaruh signifikansi negatif secara statistik pada tingkat kepercayaan 5% ($\alpha = 5\%$) terhadap *return* saham LQ45 pada kondisi pasar *bullish* selama periode pengamatan. Berdasarkan nilai probabilitas ukuran perusahaan sebesar 0.047 yang berada di bawah nilai 0.05 ($\alpha < 5\%$) dengan koefisien regresi sebesar -0.0260 (lihat lampiran 5), maka menunjukkan bahwa H_0 ditolak dan artinya H_{A2} diterima, dimana terdapat pengaruh ukuran perusahaan terhadap *return* saham yang signifikan negatif pada kondisi pasar *bullish*. Sehingga investasi saham pada saat pasar sedang *bullish* dengan pemilihan ukuran perusahaan (nilai kapitalisasi saham sebagai proksi) yang semakin kecil maka *return* saham yang didapatkan akan semakin besar atau sebaliknya. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Bhardwaj dan Brooks (1993), R.G. Ibbotson et.all (1997), Howton dan Peterson (1998).

4.2.3.3 Pengaruh Beta Saham terhadap *Return* Saham Saat Pasar sedang *Bearish*

Penelitian ini dapat membuktikan bahwa variabel beta saham memberikan pengaruh signifikansi negatif secara statistik pada tingkat kepercayaan 1% ($\alpha = 1\%$) terhadap *return* saham LQ45 pada kondisi pasar *bearish* selama periode pengamatan. Berdasarkan nilai probabilitas beta saham sebesar 0.03 yang berada di bawah nilai 0.01 ($\alpha < 1\%$) dengan koefisien regresi sebesar -0.0446 (lihat lampiran 11), maka menunjukkan bahwa H_0 ditolak dan artinya H_{A3} diterima, dimana terdapat pengaruh beta saham terhadap *return* saham yang signifikan negatif pada kondisi pasar *bearish*. Sehingga investasi saham dengan risiko (beta) saham yang semakin kecil pada saat pasar sedang *bearish* maka akan mendapatkan *return* saham yang semakin besar. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Bhardwaj dan Brooks (1993), Pettengill et.all (1995), Davis dan Desai (1998), Howton dan Peterson (1998), serta J. Fletcher (2000).

4.2.3.4 Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap *Return* Saham Saat Pasar sedang *Bearish*

Penelitian ini juga dapat membuktikan bahwa variabel ukuran perusahaan memberikan pengaruh signifikansi positif secara statistik pada tingkat kepercayaan 5% ($\alpha = 5\%$) terhadap *return* saham LQ45 pada kondisi pasar *bearish* selama periode pengamatan. Berdasarkan nilai probabilitas ukuran perusahaan sebesar 0.022 yang berada di bawah nilai 0.05 ($\alpha < 5\%$) dengan

koefisien regresi sebesar 0.008997 (lihat lampiran 11), maka menunjukkan bahwa H_0 ditolak dan artinya H_{A4} diterima, dimana terdapat pengaruh ukuran perusahaan terhadap *return* saham yang signifikan positif pada kondisi pasar *bearish*. Sehingga investasi saham dengan pemilihan ukuran perusahaan (nilai kapitalisasi saham sebagai proksi) yang semakin besar pada saat pasar sedang *bearish* maka akan mendapatkan *return* saham yang semakin besar pula atau sebaliknya. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Bhardwaj dan Brooks (1993), R.G. Ibbotson et.all (1997), Howton dan Peterson (1998).

4.2.3.5 Pengaruh Beta Saham dan Ukuran Perusahaan secara bersama-sama terhadap *Return* Saham Saat Pasar sedang *Bullish*

Untuk mengetahui pengaruh risiko sistematis (beta) saham dan ukuran perusahaan secara bersama-sama terhadap *return* saham saat pasar sedang *bullish* dilakukan dengan uji F. Hasil uji F (lihat lampiran 5) didapatkan nilai F sebesar 9.340 dengan nilai probabilitasnya 0.002 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi 1% ($\alpha < 1\%$) yang berarti H_0 ditolak dan H_{A5} diterima. Maka model regresi dapat digunakan untuk memprediksi *return* saham atau dapat dikatakan bahwa variabel beta saham dan ukuran perusahaan secara bersama-sama berpengaruh terhadap *return* saham saat kondisi pasar sedang *bullish*.

4.2.3.6 Pengaruh Beta Saham dan Ukuran Perusahaan secara bersama-sama terhadap *Return Saham Saat Pasar sedang Bearish*

Begitu pula untuk mengetahui pengaruh risiko sistematis (beta) saham dan ukuran perusahaan secara bersama-sama terhadap *return* saham saat pasar sedang *bearish* dapat dilakukan dengan uji F. Hasil uji F (lihat lampiran 11) didapatkan nilai F sebesar 9.568 dengan nilai probabilitasnya 0.001 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi 1% ($\alpha < 1\%$) yang berarti H_0 ditolak dan H_{A6} diterima. Maka model regresi dapat digunakan untuk memprediksi *return* saham atau dapat dikatakan bahwa variabel beta saham dan ukuran perusahaan secara bersama-sama berpengaruh terhadap *return* saham saat kondisi pasar sedang *bearish*.

BAB V PENUTUP

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis data yang telah dilakukan untuk mengetahui pengaruh beta saham dan ukuran perusahaan terhadap *return* saham pada pasar *bullish* dan *bearish*, maka dapat diambil kesimpulan hipotesis dan kesimpulan penelitian.

5.1.1 Kesimpulan Hipotesis

1. Hasil penelitian ini dapat membuktikan hipotesis pertama (H_1) bahwa variabel beta saham memberikan pengaruh signifikansi (positip) secara statistik pada tingkat kepercayaan 1% ($\alpha = 1\%$) terhadap *return* saham LQ45 pada kondisi pasar *bullish* selama periode pengamatan. Sehingga apabila melakukan investasi pada suatu saham dengan risiko (beta) yang semakin besar pada saat pasar sedang *bullish* maka *return* saham yang didapatkan akan semakin besar pula.
2. Hasil penelitian ini membuktikan pula hipotesis kedua (H_2) bahwa variabel ukuran perusahaan memberikan pengaruh signifikansi (negatip) secara statistik pada tingkat kepercayaan 5% ($\alpha = 5\%$) terhadap *return* saham LQ45 pada kondisi pasar *bullish* selama periode pengamatan. Oleh sebab itu apabila melakukan investasi pada suatu saham dengan nilai kapitalisasi saham yang semakin kecil pada saat pasar sedang *bullish* maka *return* saham yang didapatkan akan semakin besar dan sebaliknya.

3. Hasil penelitian ternyata juga dapat membuktikan hipotesis yang ketiga (H_3) bahwa variabel beta saham memberikan pengaruh signifikansi (negatif) secara statistik pada tingkat kepercayaan 1% ($\alpha = 1\%$) terhadap *return* saham LQ45 pada kondisi pasar *bearish* selama periode pengamatan. Sehingga apabila melakukan investasi pada suatu saham dengan risiko (beta) saham yang semakin kecil pada saat pasar sedang *bearish* maka *return* saham yang didapatkan akan semakin besar.
4. Hasil penelitian juga memberikan pembuktian hipotesis yang keempat (H_4) bahwa variabel ukuran perusahaan memberikan pengaruh signifikansi (positif) secara statistik pada tingkat kepercayaan 5% ($\alpha = 5\%$) terhadap *return* saham LQ45 pada kondisi pasar *bearish* selama periode pengamatan. Sehingga apabila melakukan investasi pada suatu saham dengan nilai kapitalisasi saham yang semakin besar pada saat pasar sedang *bearish* maka *return* saham yang didapatkan akan semakin besar pula dan sebaliknya.
5. Hasil penelitian juga telah membuktikan hipotesis yang kelima (H_5) bahwa terdapat pengaruh risiko sistematis (beta) saham dan ukuran perusahaan secara bersama-sama terhadap *return* saham saat pasar sedang *bullish*. Hasil uji F sebesar 9.340 dengan nilai probabilitasnya 0.002 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi 1% ($\alpha < 1\%$) menunjukkan bahwa model regresi dapat digunakan untuk memprediksi *return* saham. Sehingga dapat dikatakan bahwa apabila melakukan investasi pada suatu saham untuk mendapatkan *return* yang optimal sebaiknya memperhatikan faktor-faktor beta saham dan ukuran perusahaan secara bersama-sama baik pada saat kondisi pasar sedang *bullish*.

6. Hasil penelitian juga menguatkan hipotesis yang keenam (H_6) bahwa terdapat pengaruh risiko sistematis (beta) saham dan ukuran perusahaan secara bersama-sama terhadap *return* saham saat pasar sedang *bearish*. Hasil uji F sebesar 9.568 dengan nilai probabilitasnya 0.001 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi 1% ($\alpha < 1\%$) menyatakan bahwa model regresi dapat digunakan untuk memprediksi *return* saham. Sehingga dapat dikatakan pula bahwa apabila melakukan investasi pada suatu saham untuk mendapatkan *return* yang optimal sebaiknya memperhatikan faktor-faktor beta saham dan ukuran perusahaan secara bersama-sama baik pada saat kondisi pasar sedang *bearish*.

5.1.2 Kesimpulan Penelitian

1. Nilai *adjusted R*² sebesar 0.505 yang diperoleh dari hasil analisis data pada pasar *bullish* menunjukkan bahwa 50.5% variasi *return* saham dapat dijelaskan oleh kedua variabel independen yaitu beta saham dan ukuran perusahaan, sedangkan yang 49.5% kemungkinannya dapat dijelaskan oleh variabel lainnya di luar model.
2. Sedangkan Nilai *adjusted R*² sebesar 0.477 yang diperoleh dari hasil analisis data pada pasar *bearish* menunjukkan bahwa 47.7% variasi *return* saham dapat dijelaskan oleh kedua variabel independen yaitu beta saham dan ukuran perusahaan, sedangkan yang 52.3% kemungkinannya dapat dijelaskan oleh variabel lainnya di luar model.
3. Berdasarkan nilai *standardized coefficients* yang diperoleh dari hasil analisis data pada pasar *bullish* menunjukkan bahwa pengaruh beta saham lebih

dominan daripada pengaruh ukuran perusahaan apabila pengaruhnya dianalisis secara bersama-sama terhadap *return* saham.

4. Selanjutnya berdasarkan nilai *standardized coefficients* yang diperoleh dari hasil analisis data pada pasar *bearish* menunjukkan bahwa pengaruh ukuran perusahaan lebih dominan daripada pengaruh beta saham apabila pengaruhnya dianalisis secara bersama-sama terhadap *return* saham.

5.2 Implikasi Kebijakan

Implikasi kebijakan dalam penelitian ini adalah:

1. Bagi para investor dalam mengambil keputusan investasi yang lebih akurat sehingga mendapatkan *return* saham yang optimal, sebaiknya investor sangat perlu melakukan perhitungan beta saham dan mempertimbangkan nilai kapitalisasi saham pada kedua kondisi secara terpisah yaitu saat pasar *bullish* dan *bearish*.
2. Bagi para investor dalam pertimbangan investasinya pada saat pasar *bullish*, sebaiknya memperhatikan pengaruh yang dominan dari beta saham daripada pengaruh nilai kapitalisasi saham apabila ingin memperhatikan pengaruh kedua faktor tersebut.
3. Selanjutnya dalam pertimbangan investasinya pada saat pasar *bearish*, sebaiknya memperhatikan pengaruh yang dominan dari nilai kapitalisasi saham daripada pengaruh beta saham apabila ingin memperhatikan pengaruh kedua faktor tersebut.

5.3 Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini mempunyai keterbatasan, terutama dalam hal:

1. Masih banyak variabel lain yang berpengaruh terhadap *return* saham namun belum dimasukkan dalam model analisis penelitian ini.
2. Periode penelitian yang hanya 3 (tiga) tahun disebabkan karena banyak saham-saham yang kemudian *delisting* setelah periode penelitian dan untuk mempertahankan jumlah sampel standar menurut Sekaran (1992).
3. Sampel penelitian yang terbatas (22 saham) selama periode 1997-1999 pada saham LQ45 kemungkinan disebabkan karena kondisi pasar modal di Indonesia yang masih terkena imbas krisis ekonomi yang berlangsung mulai tahun 1997.
4. Dalam penelitian ini terbatas pada saham yang termasuk dalam kelompok LQ45 di Bursa Efek Jakarta periode 1997-1999 sehingga masih banyak emiten yang belum masuk dalam penelitian ini misalnya saham *Blue Chip* dan *Non Blue Chip*.

5.4 Agenda Penelitian di Masa Mendatang

Pada penelitian mendatang apabila juga mengambil fokus penelitian yang sama diharapkan lebih memperhatikan:

1. Masih banyaknya variabel lain di luar model analisis penelitian ini yang kemungkinan dapat mempengaruhi *return* saham misalnya *E/P ratio* dan *B/M equity* seperti pada penelitian yang dilakukan Shelly W.H. dan David R. Peterson (1998).

2. Dianjurkan supaya penelitian mendatang sebaiknya mengenai faktor-faktor serupa tetapi pengaruhnya terhadap *return portfolio* saham sehingga dapat digunakan sebagai bahan perbandingan.
3. Penelitian mendatang dapat mengambil sampel yang tidak terbatas pada saham-saham LQ45 misalnya saham *Blue Chips* dan *Non Blue Chips*. Sehingga periode penelitian pun lebih panjang tidak terpaku pada batasan jumlah sampel penelitian.

5.5 Saran-saran

1. Untuk penelitian mendatang sebaiknya variabel dalam model analisis penelitian ini yang kemungkinan dapat mempengaruhi *return* saham dapat ditambah.
2. Untuk penelitian mendatang sebaiknya menggunakan sampel penelitian yang tidak terbatas pada saham LQ45, tetapi juga pada saham *blue chips* dan *non blue chips*.

DAFTAR REFERENSI

- Algifari, 2002, **Analisis Regresi: Teori, Kasus & Solusi**, Edisi 2, BPFE Yogyakarta.
- Aston, D. dan Tippett, M., 1998, "*Systematic Risk and Empirical Research*", **Journal of Business Finance and Accounting**, 25.
- Bhardwaj, R.K., dan Brooks, L. D., 1993, "*Dual Betas from Bull and Bear Markets: Reversal of The Size Effect*", **Journal of Financial Research**, 4.
- Bhardwaj, R. K., dan L. D. Books, 1992, "*The January Anomaly: Effects of Low Share Price, Transaction costs, and Bid-ask Bias*", **Journal of Finance** 47, 553-75.
- Bima Putra, 2001, **Kajian terhadap Risiko Sistematis Saham dengan Menggunakan Indeks Harga Saham Gabungan & Indeks LQ 45 di Bursa Efek Jakarta**, tesis MM Undip, K82.
- Chan, L. K. C., Hamao, Y., dan Lakonishok, J., 1991, "*Fundamentals and Stock Returns in Japan*", **Journal of Finance**, 1739-1764.
- Davis, James. L. dan Desai, Anand. S., June 1998, "*Stock Return, Beta, and Firm Size: The Case of Bull, Bear, and Flat Markets*", *Working Paper Kansas State University*, www.google.com , 25 November 2002.
- Fabozzi, F. J., dan Francis, J. C., 1977, "*Stability Tests For Alphas and Betas Over Bull and Bear Market Conditions*", **The Journal of Finance**, vol. XXXII, No. 4, September.
- Fama E. F., dan French, K. R., 1989, "*Business Conditions and Expected Returns on Stocks and Bonds*", **Journal of Financial Economics**, 25.

- Ferson, W. E., dan Harvey, C. R., 1991, "*The Variations of Economic Risk Premium*", **Journal of Political Economics**, 99.
- Fletcher, Jonathan, 2000, "*On The Conditional Relationship Between Beta and return in International Stock Returns*", **International Review of Financial Analysis**, vol: 9, Iss: 3, p.235.
- Fowler, D. J., dan C. H. Rorke, 1983, "*The Risk Measurement When Shares are Subject to Infrequent Trading*", **Journal of Financial Economics**, 12, hal 279-289.
- Gujarati, D. N., 1995, **Basic Econometric**, 3rd Edition, McGraw Hill, Inc.
- Gunawan Sumodiningrat, 1996, **Ekonometrika Pengantar**, BPFE UGM, Yogyakarta.
- Hair. JR, Joseph F., Ralph E. A., Ronald L. T., and William C. B., 1998, **Multivariate Data Analysis With Regarding**, 5th Edition, Prentice Hall, Inc.
- Hodoshima, Jiro., Xavier G. G., dan Michio Kunimura, 2000, "*Cross-Sectional Regression Analysis of Return and Beta in Japan*", **Journal of Economics and Business**, vol. 52, p. 515-533.
- Howton, Shelly W., dan David R. Peterson, 1998, "*An Examination of Cross-Sectional Realized Stock Returns Using a Varying-Risk Beta Model*", **The Financial Review**, vol. 33, p. 199-212.
- Ibbotson, R. G., Paul D. Kaplan, dan James D. Peterson, 1997, "*Estimates of small-Stock Betas Are Much Too Low*", **The Journal of Portfolio Management**, Summer, p.104-111.
- Imam Gozhali, 2001, **Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS**, Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Jacobs, B. I., dan Kenneth N. L., 1989, "*Forecasting the Size Effect*", **Financial Analysts Journal**, May-June, 38-54.

- Jogiyanto, H.M., 2000, **Teori Portfolio dan Analisis Investasi**, BPFE Yogyakarta, edisi 2.
- Jones, C. P., 1998, **Investment: Analysis and Management**, 6th ed., John Willey & Sons, New York.
- Karacabey, A.A., 2001, "*Beta and Returns: Istanbul Stock Exchange Evidence*", Karacabe@politics.ankara.edu.tr , 25 November 2002.
- Karpoff, J. M., 1987, "*The Relation Between Price Changes and Trading Volume: A Survey*", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 22, 109-26.
- Keim, D. B., 1983, "*Size Related Anomalies and Stock Return Seasonality: Further Empirical Evidence*", **Journal of Financial Economics**, 12, 13-32.
- Manurung, A. H., 2000, **Strategi Investasi di Pasar Modal Indonesia**, Makalah Kuliah Umum MM-Program Fakultas Pasca Sarjana-Undip, 24 Agustus, p.1.
- Manurung, A. H. 2001, **Hasil dari Investasi**, Kolom Investasi dan Keuangan Kompas Minggu 27 Januari.
- Masassya, Alwyn G., 2002, **Investasi dan Keuangan: Mempertimbangkan Tawaran Kerjasama Usaha**, Kolom Investasi dan Keuangan Kompas Minggu, 3 Februari.
- Pettengill, G. N., Sridhar Sundaram, dan Ike Mathur, 1995, "*The Conditional Relation Between Beta and Returns*", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, vol. 30, no. 1, March.
- Rogalski, R. J., dan S. M. Tinic, 1986, "*The January Size Effect: Anomaly or Risk Mismeasurement?*", **Financial Analysts Journal**, 42, 63-70.
- Schwert, G. W., 1989, "*Why Does Stock Market Volatility Change Over Time*", **Journal of Finance**, 44, 1115-53.

Sekaran, Uma, 1992, **Research Methods for Business: A Skill Building Approach**, Second Edition, John Willey & Sons, New York.

Shefrin, H., dan Meir Statman, 1995, "*Making Sense of Beta, Size, and Book-to-Market*", **The Journal of Portfolio Management**, Winter, 26-34.

Stoll, H. R., dan R. E. Whaley, 1983, "*Transaction Costs and The Small Firm Effect*", **Journal of Financial Economics**, 12, 57-79.

Tandelilin, E., 2001, "Beta pada Pasar *Bullish* dan *Bearish*: Studi Empiris di Bursa Efek Jakarta", **Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia**, vol, 16, 3, 261-272.

VP, 1997, "Indeks LQ45 dan Tantangan Bagi Emiten", **Jurnal Pasar Modal Indonesia**, no.02/VIII/Februari.

Wiggins, J. B., 1992, "*Betas in Up and Down Markets*", **The Financial Review**, 27.