

**BETA SAHAM LQ45:
SUATU PERBANDINGAN PADA PERIODE *BULLISH* DAN
PERIODE *BEARISH* UNTUK SAHAM-SAHAM YANG
TERCATAT DI BURSA EFEK JAKARTA**

TESIS

**Diajukan sebagai salah satu syarat
memperoleh derajat S-2 Magister Akuntansi**



**Nama : Ung Kusneri
N I M : C4C000176**

**Kepada
Program Studi Magister Akuntansi
Program Pascasarjana
Universitas Diponegoro
Tahun 2002**

Tesis Berjudul

**BETA SAHAM LQ45:
SUATU PERBANDINGAN PADA PERIODE BULLISH DAN PERIODE
BEARISH UNTUK SAHAM-SAHAM YANG TERCATAT DI BURSA EFEK
JAKARTA**

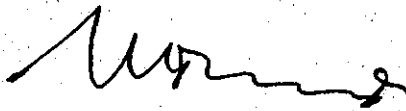
Yang dipersiapkan dan disusun oleh

Uung Kusneri

Telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada Tanggal 20 Desember 2002 dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima

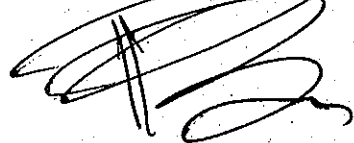
Susunan Tim Penguji

Pembimbing Utama



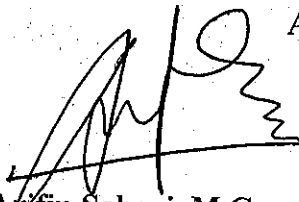
Drs. H. Mohamad Nasir, M.Si., Akt.

Pembimbing Kedua




Dr. Purbayu BS, M.S.

Anggota Tim Penguji



Dr. H. Arifin Sabeni, M.Com. Hons., Akt.



Drs. Moh. Syaruddin, M.Si., Akt.



Drs. M. Kholiq Mahfud, M.Si.

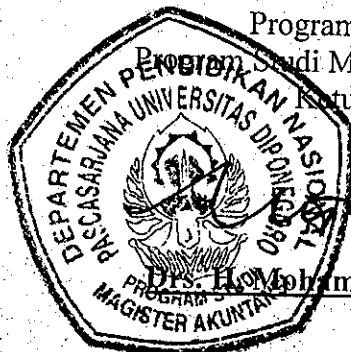
Semarang, 23 Desember 2002

Universitas Diponegoro

Program Pasca Sarjana

Studi Magister Sains Akuntansi

Ketua Program.



Drs. H. Mohamad Nasir, M.Si., Akt.

PERNYATAAN

Yang bertanda tangan di bawah ini nama **Ung Kusneri** nomor induk mahasiswa C4C000176 menyatakan dengan sesungguhnya bahwa tesis dengan judul **BETA SAHAM LQ45: SUATU PERBANDINGAN PADA PERIODE BULLISH DAN PERIODE BEARISH UNTUK SAHAM-SAHAM YANG TERCATAT DI BURSA EFEK JAKARTA**, adalah benar-benar karya ilmiah yang disusun sendiri oleh penandatangan dan bukan plagiat atas penulisan dari peneliti lain.

Semarang, 23 Desember 2002



Ung Kusneri

NIM : C4C000176

MOTTO

Demi masa. Sesungguhnya manusia dalam kerugian. Kecuali orang-orang yang beriman dan beramal shaleh dan saling berwasiat dengan kebenaran , dan saling berwasiat dengan kesabaran.

(Q.S. Al 'Ashr)

Kupersembahkan untuk :

Ibunda, Ayahanda, Istri dan Ananda tercinta.

ABSTRACT

Researches which had been conducted in Indonesian setting tend to abandon the capital market condition's difference in order to count systematic risk. In fact, model proposed by Fama and French (1992) with assumption that beta constant overtime which frequently used by Indonesian researchers have been debated because it create beta with lack of explanation power. Empirical evidence show that systematic risk represented by beta tend to change and did not constant, moreover beta must be viewed separately and divided to bullish and bearish beta. This study will scrutinize about systematic risk in two different market condition (bullish and bearish) in Jakarta Stock Exchange and will test whether any differences in those two market condition. As addition, this study will present systematic risk in both market condition.

Data in this study are stock prices and Composite-Stock Price Index during January 1994 – December 2000 period, those data were provided by JSX Monthly Statistics published by Jakarta Stock Exchange. By using purposive sampling method, 24 stocks being obtained as samples in this study. Market model was employed to analyse the data and to obtain the stock's beta. Bharwaj and Brooks (1993) method were used to divide market condition into bearish and bullish condition. T-test conducted to conclude the hyphotesis about difference between both market condition.

The finding shows there were any differences between beta in bullish market condition and beta in bearish market condition. Beta in bullish market condition have higher mean value than beta in bearish market condition. This evidence show that stocks in bullish market condition tend to sensitive and agresive (with $\beta > 1$) in order to react the market condition, meanwhile stocks in bearish condition tend to less sensitive and defensive (with $\beta \leq 1$) toward stock market change.

ABSTRAKSI

Banyak penelitian mengenai resiko sistematis yang dilakukan di Indonesia kurang memperhatikan adanya perbedaan kondisi pasar saham untuk memperkirakan resiko sistematis. Padahal model yang diajukan oleh Fama dan French (1992) yang digunakan oleh peneliti-peneliti di Indonesia dipandang kurang memadai, di mana diasumsikan bahwa resiko sistematis adalah konstan sepanjang waktu, akibat dari hal tersebut maka kondisi ini menghasilkan beta yang memiliki kemampuan yang menjelaskan kurang memadai. Bahkan beberapa bukti empiris menunjukkan bahwa resiko sistematis yang ditunjukkan oleh koefisien beta saham selalu berubah seiring dengan waktu serta ditemukan pula kecenderungan adanya perbedaan resiko sistematis pada pasar saham yang berada dalam kondisi *bullish* dan *bearish*. Penelitian ini akan mengkaji lebih mendalam mengenai resiko sistematis pada dua periode pasar yang berbeda (*bearish* dan *bullish*) di Bursa Efek Jakarta dan akan menguji mengenai ada tidaknya perbedaan resiko sistematis pada dua periode pasar tersebut. Sementara itu sebagai pelengkap, penelitian ini juga akan menampilkan resiko sistematis pada semua kategori waktu tersebut.

Data pada penelitian ini yang berupa harga saham dan IHSG penutupan bulanan selama periode Januari 1994 hingga Desember 2000 diperoleh dari *JSX Monthly Statistics* yang dipublikasikan oleh Bursa Efek Jakarta. Dengan menggunakan metode *purposive sampling* diperoleh sebanyak 24 saham yang menjadi sampel pada penelitian ini. Teknik analisis data dilakukan dengan menggunakan *market model* untuk memperoleh beta saham dari saham-saham yang menjadi sampel. Pembagian kondisi pasar *bullish* dan *bearish* dilakukan dengan menggunakan metode yang dikembangkan oleh Bharwaj dan Brooks (1993). Teknik uji beda dilakukan untuk menyimpulkan hipotesis mengenai ada tidaknya perbedaan antara beta *bullish* dengan beta *bearish*.

Hasil penelitian ini adalah bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara beta saham pada kondisi *bullish* dengan beta saham pada kondisi *bearish*. Beta saham pada kondisi *bullish* memiliki nilai rata-rata yang lebih besar dari pada beta saham pada kondisi *bearish*. Temuan ini menunjukkan bahwa pada kondisi pasar *bullish*, saham-saham cenderung bersifat lebih agresif (memiliki koefisien beta lebih besar dari 1) dan peka terhadap perubahan dalam pasar saham sedangkan pada kondisi *bearish*, saham-saham cenderung bersifat defensif dan tidak peka terhadap perubahan dalam pasar saham.

KATA PENGANTAR

Dengan segala kerendahan hati, penulis panjatkan puji syukur ke hadirat Allah SWT atas karunia yang telah dilimpahkan-Nya sehingga memungkinkan terselesainya penulisan tesis ini. Penulisan tesis ini dimaksudkan untuk memenuhi sebagian dari persyaratan-persyaratan untuk mencapai gelar Magister Sains pada Program Studi Magister Akuntansi, Program Pascasarjana Universitas Diponegoro Semarang, disamping manfaat yang mungkin dapat disumbangkan dari hasil penelitian ini kepada pihak yang berkepentingan.

Banyak pihak yang telah dengan tulus hati memberi bantuan, baik itu melalui kata-kata ataupun nasihat serta semangat untuk menyelesaikan penulisan tesis ini. Pada kesempatan ini, penulis ingin menyampaikan rasa terima kasih disertai penghargaan yang setinggi-tingginya kepada:

1. Bapak Drs. Moch. Nasir, Msi., Akt., sebagai direktur program Magister Akuntansi Universitas Diponegoro Semarang serta sebagai dosen pembimbing utama dalam penulisan tesis ini.
2. Bapak Dr. Purbayu B.S., M.S., selaku dosen pembimbing anggota yang telah menuntun dan memberikan saran-saran serta perhatian sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini.
3. Para staf pengajar Magister Akuntansi Universitas Diponegoro Semarang yang melalui kegiatan belajar mengajar telah memberikan suatu dasar pemikiran analitis dan pengetahuan yang lebih baik.

4. Keluarga, yang telah memberikan kesempatan dan dukungan baik secara moril maupun spirituil kepada penulis.
5. Rekan-rekan kuliah yang selalu memberikan dukungan yang dapat menyejukkan hati penulis.
6. Para staf administrasi Magister Akuntansi Universitas Diponegoro Semarang yang telah banyak membantu dan mempermudah penulis dalam menyelesaikan studi di Magister Akuntansi Undip.

Hanya doa yang dapat penulis panjatkan. Akhir-kata, teriring harapan semoga tesis ini dapat bermanfaat meskipun penulis menyadari sepenuhnya bahwa tesis ini masih jauh dari sempurna.

Semarang, November 2002

Ung Kusneri

DAFTAR ISI

	Halaman
Halaman Judul	i
Halaman Pengesahan	ii
Abstract	iii
Abstrak	iv
Kata Pengantar	v
Daftar Tabel	ix
Daftar Gambar	x
Daftar Lampiran	xi
BAB I PENDAHULUAN	
1.1. Latar Belakang Masalah.....	1
1.2. Perumusan Masalah.....	6
1.3. Tujuan Penelitian.....	6
1.4. Kegunaan Penelitian.....	7
BAB II TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS	
2.1. Telaah Pustaka.....	8
2.1.1. Pengertian dan Fungsi Pasar Modal.....	8
2.1.2. Investasi.....	10
2.1.3. Saham.....	11
2.1.4. Resiko dan <i>Return</i> Saham.....	12
2.1.4.1. Resiko Saham.....	12
2.1.4.2. <i>Return</i> Saham.....	14
2.1.5. Beta.....	15
2.1.6. <i>Single Index Model</i>	15
2.1.7. Indeks Harga Saham.....	17
2.1.8. Kondisi Pasar <i>Bullish</i> dan <i>Bearish</i>	20
2.2. Penelitian Terdahulu.....	21
2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis.....	26
2.4. Hipotesis.....	27
BAB III METODE PENELITIAN	
3.1. Jenis dan Sumber Data.....	28
3.2. Populasi dan Sampling.....	29
3.3. Definisi Operasional Variabel.....	31
3.4. Metode Pengumpulan Data.....	33
3.5. Teknik Analisis.....	33
3.6. Pengujian Asumsi Klasik.....	35
3.6.1. Uji Normalitas Data.....	35
3.6.2. Uji Autokorelasi.....	36
3.6.3. Uji Heteroskedastisitas.....	36

BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN	
4.1. Profil Obyek Penelitian.....	37
4.2. Periode <i>Bullish</i> dan Periode <i>Bearish</i>	38
4.3. Statistika Deskriptif <i>Return Saham</i>	40
4.3.1. Statistika Deskriptif <i>Return Saham</i> Pada Periode <i>Bullish</i>	40
4.3.2. Statistika Deskriptif <i>Return Saham</i> Pada Periode <i>Bearish</i>	42
4.3.3. Statistika Deskriptif <i>Return Saham</i> Pada Gabungan Periode <i>Bullish</i> dan Periode <i>Bearish</i>	43
4.4. Pengujian Asumsi Klasik.....	44
4.4.1. Uji Normalitas Data.....	45
4.4.2. Uji Heteroskedastisitas.....	47
4.4.3. Uji Otokorelasi.....	49
4.5. Analisis Beta Saham.....	50
4.5.1. Beta Saham Pada Kondisi Pasar <i>Bullish</i>	51
4.5.2. Beta Saham Pada Kondisi Pasar <i>Bearish</i>	54
4.5.3. Beta Saham Pada Kondisi Pasar <i>Bullish</i> dan <i>Bearish</i>	56
4.6. Hasil Uji Beda Beta <i>Bullish</i> dan Beta <i>Bearish</i>	58
4.7. Implikasi Hasil Penelitian.....	59
 BAB V KESIMPULAN DAN SARAN	
5.1. Kesimpulan.....	61
5.2. Saran.....	62

DAFTAR TABEL

TABEL	Halaman
2.1. Ringkasan Hasil Penelitian Terdahulu.....	25
3.1. Sampel Penelitian.....	31
4.1. Nama Perusahaan Yang Menjadi Obyek Penelitian.....	37
4.2. Pengelompokan Periode Penelitian.....	39
4.3. Statistika Deskriptif <i>Return</i> Saham Pada Periode <i>Bullish</i>	40
4.4. Statistika Deskriptif <i>Return</i> Saham Pada Periode <i>Bearish</i>	42
4.5. Statistika Deskriptif <i>Return</i> Saham Pada Gabungan Periode <i>Bullish</i> dan Periode <i>Bearish</i>	44
4.6. Hasil Uji Kolmogorov Smirnov Satu Arah.....	46
4.7. Hasil Uji Heteroskedastisitas.....	48
4.8. Hasil Uji Otokorelasi.....	50
4.9. Hasil Perhitungan Analisis Regresi Pada Periode <i>Bullish</i>	52
4.10. Hasil Perhitungan Analisis Regresi Pada Periode <i>Bearish</i>	54
4.11. Hasil Perhitungan Analisis Regresi Pada Kondisi Pasar <i>Bullish</i> dan <i>Bearish</i> Secara Keseluruhan.....	57
4.12. Hasil Uji Beda Beta <i>Bullish</i> dan Beta <i>Bearish</i>	59

DAFTAR GAMBAR

Gambar	Halaman
2.1. Resiko Total, Resiko Tidak Sistematis dan Resiko Sistematis..	14
2.2. Kerangka Pemikiran Teoritis.....	27

DAFTAR LAMPIRAN

- | | |
|-------------|--|
| Lampiran 1. | Data <i>Return</i> Saham Selama Periode Penelitian |
| Lampiran 2. | Data <i>Return</i> Saham Pada Periode <i>Bullish</i> |
| Lampiran 3. | Data <i>Return</i> Saham Pada Periode <i>Bearish</i> |
| Lampiran 4. | Hasil Perhitungan Beta Saham Pada Periode <i>Bullish</i> |
| Lampiran 5. | Hasil Perhitungan Beta Saham Pada Periode <i>Bearish</i> |
| Lampiran 6. | Hasil Perhitungan Beta Saham Pada Gabungan Periode <i>Bullish</i> dan <i>Bearish</i> |
| Lampiran 7. | Hasil Uji Beda Beta <i>Bullish</i> dan Beta <i>Bearish</i> |

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Dana merupakan salah satu faktor penting dalam pengembangan suatu usaha. Dalam suatu usaha untuk mencapai pertumbuhan yang tinggi maka dibutuhkan adanya sumber dana yang cukup besar. Hal ini dapat terjadi karena sebagian besar perusahaan dihadapkan pada permasalahan dana yang akan digunakan untuk memperluas usahanya. Sumber dana ini tidak bisa hanya mengandalkan pada satu sumber saja yaitu hutang, karena dengan berhutang perusahaan akan menanggung beban bunga yang justru akan menyulitkan posisinya.

Pasar modal merupakan salah satu alternatif untuk mendapatkan dana. Dilihat dari sisi pemodal, dengan adanya pasar modal investor dapat menanamkan dananya pada surat berharga (*financial assets*) di samping pada *real assets* (Suad Husnan, 1998). Pasar modal dapat diartikan sebagai sarana untuk mempertemukan permintaan dan penawaran jangka panjang baik dalam bentuk saham maupun obligasi. Pasar modal sebagai salah satu kekuatan dalam memobilisasi dana masyarakat, diharapkan akan dapat berperan aktif dalam menunjang keberhasilan pengerahan dana untuk memenuhi kebutuhan dunia usaha.

Investor akan dihadapkan pada resiko yang berhubungan dengan tingkat keuntungan yang diharapkan pada suatu investasi surat berharga, sehingga

investor akan selalu mencari portofolio optimum yang menawarkan *expected return* maksimum pada tingkat resiko tertentu, atau portofolio yang menawarkan resiko minimum pada tingkat *expected return* tertentu. Suad Husnan dan Enny Pudjiastuti (1993) menyatakan bahwa hubungan antara resiko dan *return* yang disyaratkan bisa dijelaskan dengan *Capital Assets Pricing Model* (CAPM), yang menyatakan bahwa semakin besar resiko suatu investasi, semakin besar pula *return* yang disyaratkan investor, sehingga hubungan antara resiko dan *return* yang diharapkan investor bersifat positif dan linier. Menurut Suad Husnan (1998), resiko dapat dikelompokkan menjadi dua bagian, yaitu :

1. *systematic risk*, merupakan resiko yang mempengaruhi semua (banyak) perusahaan, dan
2. *unsystematic risk*, merupakan resiko yang mempengaruhi satu (sekelompok kecil) perusahaan.

Resiko sistematis ini juga disebut sebagai resiko pasar (Suad Husnan, 1998). Resiko sistematis disebut resiko pasar (*market risk*) karena fluktuasi yang terjadi disebabkan oleh faktor-faktor yang mempengaruhi semua perusahaan yang beroperasi. Faktor-faktor tersebut misalnya, kondisi perekonomian, kebijaksanaan pajak, dan lain sebagainya. Faktor-faktor tersebut menyebabkan ada kecenderungan semua saham mempengaruhi secara luas dan selalu ada dalam setiap saham. Peran suatu saham terhadap resiko portofolio yang didiversifikasi dengan baik, tidak dapat dilihat hanya melalui seberapa besar tingkat resiko saham tersebut apabila dimiliki secara terpisah, tetapi harus dengan mengukur resiko pasarnya dan ini akan mendorong untuk mengukur kepekaan saham tersebut

terhadap perubahan pasar. Resiko pasar ini menarik bagi para investor karena resiko pasar (sistematis) tidak dapat dihilangkan melalui diversifikasi saham (Suad Husnan, 1996). Ukuran dari resiko sistematis ini disebut dengan β (beta) yang merupakan suatu koefisien yang menunjukkan kepekaan tingkat keuntungan suatu saham (R_i) terhadap perubahan tingkat keuntungan indeks pasar (R_m).

Suad Husnan (1996) menyatakan bahwa tingginya angka β menunjukkan sangat pekannya pengaruh perubahan pasar terhadap perubahan harga saham individual yang sekaligus menunjukkan tingkat sensitivitas perubahan *return* saham (R_i). Saham dengan beta lebih besar 1,0 merupakan saham yang peka terhadap perubahan pasar, sedangkan saham dengan beta lebih kecil 1,0 merupakan saham yang tidak peka terhadap perubahan pasar. Investasi pada seluruh saham merupakan investasi pada portofolio pasar, karena itu beta nya adalah 1,0 yang dihubungkan dengan *Security Market Line* (SML). Persamaan keseimbangan tersebut hanya diperoleh apabila portofolio pasar dalam keadaan efisien yang diformulasikan ke dalam bentuk *market index*. Kendala yang dialami oleh model ini adalah diperlukan adanya portofolio yang efisien sebagai *market index*, sehingga perlu dijamin bahwa indeks pasar yang akan dipakai sebagai *proxy* harus benar-benar efisien.

Pada pengamatan yang dilakukan secara rinci, maka akan tampak bahwa pada saat pasar membaik yang ditunjukkan oleh indeks pasar yang tersedia, harga saham-saham individual juga meningkat. Demikian sebaliknya pada saat pasar memburuk maka harga saham-saham akan turun harganya. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat keuntungan suatu saham nampaknya berkorelasi dengan perubahan

pasar. Kalau perubahan pasar dinyatakan sebagai tingkat keuntungan suatu saham maka tingkat keuntungan suatu saham dinyatakan sebagai berikut $R_i = \alpha_i + \beta_i R_m$, dimana R_i adalah tingkat keuntungan saham i , α adalah resiko tidak sistematis dan R_m adalah tingkat pengembalian pasar yang dapat diperoleh dengan menggunakan indeks harga saham gabungan (IHSG).

Pada kondisi pasar yang sedang menurun (*bearish*), saham-saham dengan beta rendah akan berada pada keadaan yang lebih aman dan lebih menguntungkan daripada saham-saham yang memiliki koefisien beta yang tinggi, demikian pula sebaliknya (Rustam Hidayat, 1997). Namun hal tersebut didasarkan pada asumsi awal dari perhitungan beta yang digunakan oleh Fama dan French (1992), di mana disebutkan bahwa resiko diasumsikan konstan dalam waktu pengamatan. Hal ini berbeda dengan yang dinyatakan oleh Jagannathan dan Wang (1996) yang menyatakan bahwa beta disyaratkan untuk bervariasi dalam setiap waktu. Kondisi pasar saham yang berubah-ubah akan menyebabkan setiap saham akan memiliki karakteristiknya sendiri dan tidak setiap waktu akan mengikuti pergerakan pasar saham. Howton dan Peterson (1998) bahkan secara tegas menyatakan bahwa beta pada model yang diajukan oleh Fama dan French (1992) tidak memiliki kemampuan menjelaskan yang memadai.

Beberapa penelitian menunjukkan bahwa resiko sistematis selalu berubah seiring dengan waktu. Fabozzi dan Francis (1977, 1979) dan Francis dan Fabozzi (1979) menemukan bahwa terdapat perbedaan resiko sistematis pada pasar saham yang berada dalam kondisi *bullish* dan *bearish*. Penelitian Fabozzi dan Francis (1977, 1979) melakukan penentuan pasar *bullish* dan pasar *bearish* dengan

melihat *return* bulanan dari suatu indeks harga saham yang digunakan sebagai *proxy* pasar, apabila *return* tersebut adalah positif maka pasar pada bulan tersebut dikategorikan *bullish* demikian pula halnya apabila ditemukan *return* negatif maka pasar tersebut dikategorikan *bearish*. Hal ini kemudian disempurnakan oleh Bharwaj dan Brooks (1993) yang mengusulkan adanya penelitian mengenai ada perbedaan resiko sistematis saham pada kondisi *bullish* dan *bearish*. Bharwaj dan Brooks (1993) menggunakan *mean* dari *return* pasar saham yang ada pada waktu penelitian untuk membedakan kondisi *bullish* dan *bearish*. Apabila *return* pasar saham suatu bulan tertentu lebih besar daripada *mean* maka pasar pada bulan tersebut dikategorikan *bullish*, demikian pula sebaliknya. Bharwaj dan Brooks (1993) telah menggunakan data dari *National Bureau Economic Research* (NBER) untuk menguji validitas dari metode yang digunakan ini. Pada penelitian ini ditemukan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara resiko sistematis pada pasar *bullish* dan pasar *bearish*. Penelitian Pettengill, Sundaram dan Mathur (1995) juga menemukan hasil yang sama bahkan dipertegas pula bahwa beta tetap merupakan alat yang baik untuk mencerminkan resiko sistematis.

Banyak penelitian mengenai resiko sistematis yang dilakukan di Indonesia kurang memperhatikan adanya perbedaan kondisi pasar saham untuk memperkirakan resiko sistematis, sebagai contoh penelitian Rustam Hidayat (1997) dan Suad Husnan dan Suwardi Hermanto (1998). Padahal model yang diajukan oleh Fama dan French (1992) yang digunakan oleh peneliti-peneliti tersebut dipandang kurang memadai, di mana diasumsikan bahwa resiko sistematis adalah konstan sepanjang waktu, akibat dari hal tersebut maka kondisi

ini menghasilkan beta yang memiliki kemampuan menjelaskan kurang memadai (Howton dan Peterson, 1998).

Penelitian ini akan mengkaji lebih mendalam mengenai resiko sistematis pada dua periode pasar yang berbeda (*bearish* dan *bullish*) di Bursa Efek Jakarta dan akan menguji mengenai ada tidaknya perbedaan resiko sistematis pada dua periode pasar tersebut. Sementara itu sebagai pelengkap, penelitian ini juga akan menampilkan resiko sistematis pada semua kategori waktu tersebut. Saham-saham yang digunakan dalam penelitian ini adalah saham yang aktif diperdagangkan selama periode penelitian, hal ini dapat dilihat dari masuknya saham-saham tersebut secara konsisten ke dalam perhitungan Indeks LQ45 selama periode penelitian. Saham aktif digunakan dalam penelitian ini karena investor cenderung lebih tertarik pada saham aktif dibandingkan dengan saham yang jarang ditransaksikan (sering disebut dengan saham tidur).

1.2. Perumusan Masalah

Berdasarkan hal tersebut di atas maka dirumuskan pertanyaan penelitian sebagai berikut :

Apakah terdapat perbedaan antara resiko sistematis saham (koefisien regresi dari *return* pasar terhadap *return* saham / beta) pada masa *bullish* dan *bearish*?

1.3. Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah :

1. Untuk menganalisis apakah koefisien regresi (beta) dari *return* pasar saham memiliki pengaruh terhadap *return* saham pada pasar yang *bullish*.
2. Untuk menganalisis apakah koefisien regresi (beta) dari *return* pasar saham memiliki pengaruh pada *return* saham pada pasar yang *bearish*.
3. Untuk menganalisis apakah koefisien regresi (beta) dari *return* pasar saham memiliki pengaruh pada *return* saham pada gabungan pasar yang *bearish* dan *bullish*.
4. Untuk menganalisis ada tidaknya perbedaan antara resiko sistematis saham pada masa *bullish* dan *bearish*.

1.4. Kegunaan Penelitian

Adapun kegunaan penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Bagi investor, penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan dalam membentuk strategi investasi dan referensi berupa implikasi kebijakan untuk melakukan investasi di pasar modal pada kondisi pasar yang *bullish* maupun *bearish*.
2. Bagi peneliti yang tertarik untuk melakukan kajian di bidang pasar modal, diharapkan penelitian ini dapat menjadi referensi untuk penelitian berikutnya.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS

Pada bab ini akan dijelaskan mengenai telaah pustaka, penelitian terdahulu, kerangka pemikiran teoritis dan hipotesis pada penelitian ini.

2.1. Telaah Pustaka

2.1.1. Pengertian dan Fungsi Pasar Modal

Pasar modal sebagai alternatif pengumpulan dana selain sistem perbankan. Bank-bank menghimpun dana dari masyarakat dan kemudian disalurkan kepada pihak-pihak yang memerlukan dana sebagai kredit, sehingga perusahaan-perusahaan yang akan melakukan ekspansi usaha dapat memperoleh dana tersebut dalam bentuk kredit. Dalam teori keuangan dijelaskan bahwa adanya batasan dalam menggunakan hutang. Keterbatasan tersebut diindikasikan dari *debt to equity ratio* perusahaan yang terlalu tinggi, yang mengakibatkan biaya modal perusahaan yang meningkat. Perusahaan akan terpaksa menahan diri untuk memperluas usahanya bila sudah mencapai batasan tersebut, kecuali jika bisa mendapatkan dana dalam bentuk modal sendiri (*equity*). Hal tersebut bisa diatasi dengan adanya pasar modal yang memungkinkan perusahaan menerbitkan sekuritas berupa surat tanda hutang (obligasi) dan surat tanda kepemilikan (saham).

Menurut Suad Husnan (1994), Pasar Modal adalah pasar dari berbagai instrumen keuangan (sekuritas) jangka panjang yang dapat diperjualbelikan, baik

dalam bentuk hutang (obligasi) maupun modal sendiri (saham) yang diterbitkan pemerintah dan perusahaan swasta. Pasar Modal mempunyai peranan yang penting dalam pembangunan ekonomi, karena pasar modal sebagai salah satu sumber pembiayaan eksternal jangka panjang bagi dunia usaha khususnya perusahaan yang *go public* dan sebagai wahana investasi bagi masyarakat (Farid Harianto dan Siswanto Sudomo, 1998).

Masyarakat dapat ikut menikmati keberhasilan perusahaan dengan memiliki saham-saham yang tercatat di pasar modal dalam bentuk pembagian deviden dan peningkatan harga saham yang diharapkan. Keikutsertaan masyarakat itu juga memberi pengaruh positif terhadap pengelolaan perusahaan melalui mekanisme pengawasan langsung oleh masyarakat. Hal ini akan mendorong pimpinan perusahaan untuk menerapkan manajemen secara lebih profesional sehingga tercipta aktivitas usaha yang efisien.

Seperti halnya dalam kegiatan pasar pada umumnya, di samping melibatkan penjual dan pembeli, yang pasti harus ada ialah barang atau jasa yang diperjualbelikan. Dalam pasar modal yang diperjualbelikan adalah surat-surat berharga. Surat-surat berharga tersebut dapat bersifat hutang yang umumnya dikenal dengan obligasi dan surat berharga yang bersifat pemilikan yang dinamakan dengan saham. Tempat bertemunya para *broker* dan *dealer* untuk melakukan jual beli saham dan obligasi dinamakan dengan Bursa Efek.

Pada saat ini ada tiga bursa efek yang beroperasi di Indonesia (Marzuki Usman, 1990), yaitu :

- a. Bursa Efek Jakarta (BEJ) yang dikelola oleh Pemerintah cq Badan Pelaksanaan Pasar Modal.
- b. Bursa Efek Surabaya (BES) yang dikelola oleh PT. Bursa Efek Surabaya dimana para pemegang sahamnya sekaligus merupakan anggota bursa.
- c. Bursa Paralel yang dikelola oleh Perserikatan Perdagangan Uang dan Efek-Efek (PPUE).

2.1.2. Investasi

Investasi menurut Farid Harianto dan Siswanto Sudomo (1998:2) diartikan sebagai suatu kegiatan menempatkan dana pada satu atau lebih dari satu *asset* selama periode tertentu dengan harapan dapat memperoleh penghasilan dan atau peningkatan nilai investasi. Berdasarkan pengertian tersebut, memegang kas atau uang tunai bukan merupakan investasi, sedangkan menabung di bank merupakan investasi karena mendapat *return* atau keuntungan berupa bunga.

Pembelian saham merupakan investasi karena memberikan keuntungan dalam bentuk dividen maupun dalam bentuk *capital gain*. Tujuan investasi adalah untuk memperoleh penghasilan dalam usaha meningkatkan kesejahteraan baik sekarang maupun di masa datang.

Investasi merupakan suatu aktiva yang digunakan perusahaan untuk pertumbuhan kekayaan (*accretion wealth*) melalui distribusi hasil investasi (seperti bunga, royalti, dividen dan uang sewa) untuk apresiasi nilai investasi atau untuk mendapat manfaat lain bagi perusahaan yang berinvestasi, seperti manfaat yang diperoleh melalui hubungan perdagangan. Persediaan dan aktiva tetap bukan merupakan investasi (SAK, 1999).

Definisi investasi yang lain menyebutkan bahwa investasi merupakan suatu kegiatan penempatan dana pada satu atau lebih dari suatu aset selama periode tertentu dengan harapan dapat memperoleh penghasilan dan atau peningkatan nilai investasi (Jones, 1996). Pengertian investasi tersebut menunjukkan bahwa tujuan investasi adalah meningkatkan kesejahteraan investor, baik sekarang maupun di masa yang akan datang. Pada umumnya para investor mempunyai sifat tidak menyukai resiko (*risk averse*), yaitu apabila mereka dihadapkan pada suatu kesempatan investasi yang mempunyai resiko tinggi maka para investor tersebut akan mensyaratkan tingkat keuntungan yang lebih besar. Suad Husnan (1990) menyatakan bahwa semakin tinggi resiko suatu kesempatan investasi, maka semakin tinggi pula tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh investor. Konsep ini juga berlaku pada investasi dalam saham.

2.1.3. Saham

Saham biasa (*common stock*) adalah yang paling dikenal di kalangan masyarakat diantara surat-surat berharga yang diperdagangkan di pasar modal. Saham secara sederhana dapat didefinisikan sebagai berikut : "Saham adalah surat berharga sebagai bukti penyertaan atau kepemilikan individu maupun institusi dalam suatu perusahaan". Menurut Elton dan Gruber (1995), saham adalah menunjukkan hak kepemilikan pada keuntungan dan aset dari sebuah perusahaan. Makna "surat berharga" adalah sesuatu yang mempunyai nilai dan tentunya dapat diperjualbelikan.

2.1.4. Resiko dan *Return* Saham

Hampir semua investasi mengandung unsur ketidakpastian. Investor kelak mengetahui secara pasti hasil yang akan diperoleh dari investasi yang dilakukannya. Investor menghadapi resiko dalam berinvestasi dalam keadaan tersebut, sehingga yang dapat dilakukan hanyalah memperkirakan berapa keuntungan yang diharapkan dari investasinya (*expected return*) dan seberapa jauh kemungkinan hasilnya nanti akan menyimpang dari yang diharapkan (Suad Husnan, 1998).

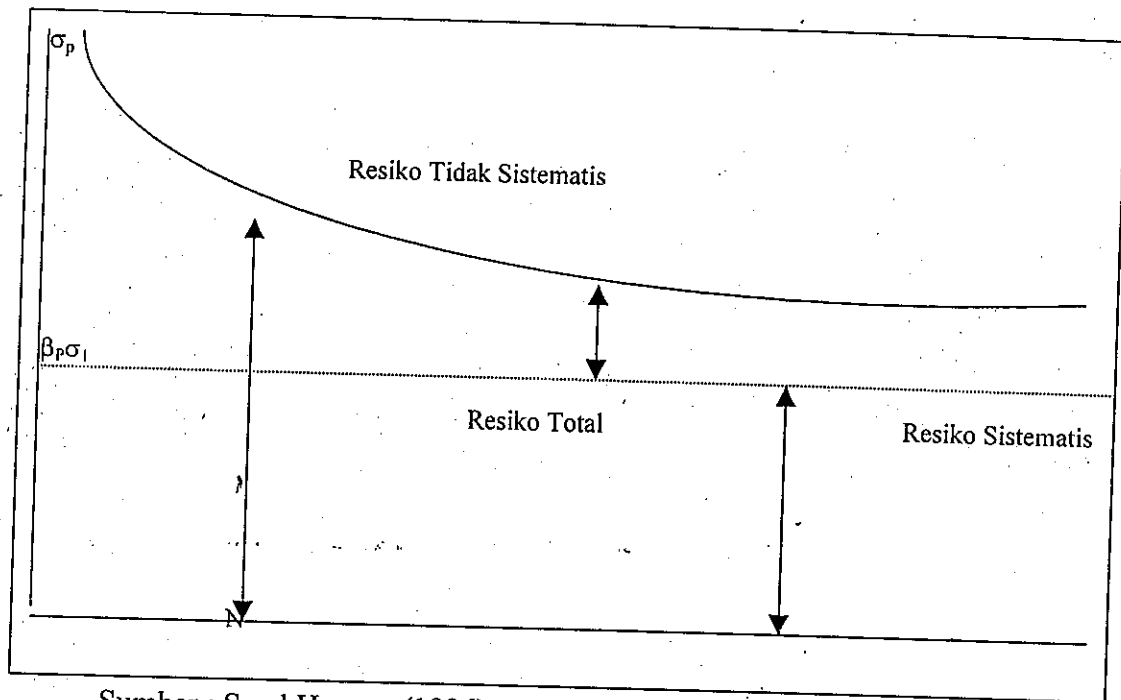
2.1.4.1. Resiko Saham

Bodie, Kane dan Marcus (1998) menyatakan bahwa resiko diartikan sebagai *uncertainty about future rate of return* atau sebagai adanya ketidakpastian antara keuntungan yang diharapkan dengan keuntungan nyata yang diterima. Suad Husnan (1997) menyatakan bahwa resiko dalam teori portofolio didefinisikan sebagai deviasi standar tingkat keuntungan ($=\sigma$). Hal ini disebabkan karena deviasi standar menunjukkan seberapa jauh kemungkinan nilai yang diperoleh menyimpang dari nilai yang diharapkan. Nilai deviasi standar yang makin besar akan membuat semakin besar pula kemungkinan nilai riil menyimpang dari yang diharapkan, yang berarti semakin tinggi resikonya, sedangkan nilai yang diharapkan merupakan rata-rata atau *mean*.

Resiko yang terdapat pada suatu saham terdiri dari dua resiko, yaitu: resiko sistematis dan resiko yang tidak sistematis. Para investor yang bersifat tidak menyukai resiko cenderung akan lebih memperhatikan resiko yang sistematis

daripada resiko yang tidak sistematis, hal ini dikarenakan resiko yang sistematis tidak bisa dihilangkan melalui diversifikasi saham (Suad Husnan, 1996). Resiko sistematis dipengaruhi oleh perubahan kondisi perekonomian dan kondisi politik, yang jelas mempengaruhi semua saham. Ukuran dari resiko sistematis ini disebut dengan β (beta) yang merupakan suatu koefisien yang menunjukkan kepekaan tingkat keuntungan suatu saham terhadap perubahan tingkat keuntungan indeks pasar. Resiko yang tidak sistematis adalah bagian dari resiko total saham yang secara unik berhubungan dengan kondisi perusahaan atau industri. Perubahan-perubahan seperti pemogokan buruh, kesalahan manajemen, penemuan baru, pergeseran selera konsumen, kampanye iklan dan peraturan-peraturan baru dapat menyebabkan variabilitas tingkat keuntungan secara tidak sistematis pada suatu perusahaan. Resiko ini dapat dihilangkan dengan membentuk portofolio yang efisien. Resiko yang tidak sistematis akan berkurang dengan tingkat yang makin kecil ke arah nol pada saat saham yang dipilih secara acak ditambah pada portofolio. Pada Gambar 2.1. berikut ini dapat dilihat resiko sistematis dan resiko tidak sistematis.

Gambar 2.1.
Resiko Total, Resiko Tidak Sistematis dan Resiko Sistematis



Sumber : Suad Husnan (1996)

2.1.4.2. Return Saham

Return merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. *Return* dapat berupa *return* realisasi yang sudah terjadi atau *return* ekspektasi yang belum terjadi tetapi yang diharapkan di masa mendatang. *Return* realisasi (*realized return*) merupakan *return* yang telah terjadi, dihitung berdasarkan data historis. *Return* realisasi penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja dari perusahaan. *Return* historis ini berguna sebagai dasar penentuan *return* ekspektasi (*expected return*) dan resiko di masa mendatang. Suad Husnan (1994) membedakan pendapatan saham menjadi dua yaitu pendapatan dalam bentuk deviden dan *capital gain* yang merupakan kelebihan harga beli. Teori portofolio mensyaratkan bahwa apabila resiko yang ditanggung oleh para pemegang saham meningkat maka saham

tersebut akan memperoleh *return* saham yang besar, sehingga dapat dikatakan ada hubungan positif antara resiko dan *return* saham.

Konsep *risk* dan *return* mempunyai peranan yang sangat besar di mana perilaku investor seringkali didasarkan pada konsep ini. Suad Husnan (1994) mengungkapkan teori keuangan yang membahas tentang analisis investasi baik itu saham maupun bukan saham selalu menunjukkan pada setiap investasi yang memiliki resiko tinggi, para pemodal mensyaratkan tingkat *return* yang semakin tinggi pula.

2.1.5. Beta

Jogiyanto Hartono (1998) menyatakan bahwa mengetahui beta suatu sekuritas atau suatu portofolio merupakan hal yang penting untuk menganalisis sekuritas atau portofolio tersebut. Beta suatu sekuritas dapat dihitung menggunakan data historis dengan menggunakan teknik regresi. Teknik regresi untuk mengestimasi beta suatu sekuritas dapat dilakukan dengan menggunakan *return* sekuritas sebagai variabel dependen dan *return* pasar sebagai variabel independen.

2.1.6. *Single Index Model*

Single index model didasarkan pada pengamatan bahwa harga dari suatu sekuritas berfluktuasi searah dengan indeks harga pasar. Secara khusus dapat diamati bahwa kebanyakan saham cenderung mengalami kenaikan harga jika indeks harga saham naik. Kebalikannya juga benar, yaitu jika indeks harga saham turun kebanyakan saham mengalami penurunan harga, hal ini menyarankan bahwa

return-return dari sekuritas mungkin berkorelasi dengan adanya reaksi umum (*common response*) dari suatu sekuritas dan *return* dari indeks pasar yang umum dapat dituliskan sebagai hubungan (Jogiyanto, 1998) :

$$R_i = a_i + \beta_i R_m \quad (2.1.)$$

Notasi :

R_i	=	<i>Return</i> sekuritas
a_i	=	Suatu variabel acak yang menunjukkan komponen dari <i>return</i> sekuritas ke i yang independen terhadap kinerja pasar
β_i	=	Beta yang merupakan koefisien yang mengukur perubahan R_i akibat dari perubahan R_m
R_m	=	Tingkat <i>return</i> dari indeks pasar, juga merupakan variabel acak

Variabel a_i merupakan komponen *return* yang tidak tergantung dari *return* pasar. Variabel a_i dapat dipecah menjadi nilai yang diharapkan (*expected value*) α_i dan kesalahan residu (*residual error*) e_i sebagai berikut :

$$a_i = \alpha_i + e_i \quad (2.2.)$$

Substitusikan persamaan (2.2.) ke dalam rumus (2.1.), maka akan didapatkan persamaan model indeks tunggal sebagai berikut:

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_m + e_i \quad (2.3.)$$

Notasi

- α_i = Nilai ekspektasi dari *return* sekuritas yang independen terhadap *return* pasar
- e_i = Kesalahan residu yang merupakan variabel acak dengan nilai ekspektasinya sama dengan nol atau $E(e_i) = 0$

Penggunaan model indeks tunggal memerlukan penaksiran beta dari saham-saham yang akan dimasukkan ke dalam portofolio. Penelitian empiris menemukan bukti bahwa beta historis memberikan informasi yang berguna tentang beta di masa yang akan datang (Suad Husnan, 1998). Beta menunjukkan kemiringan (*slope*) garis regresi dan α menunjukkan *intercept* dengan sumbu R_{it} . Semakin besar beta, semakin curam kemiringan garis tersebut, dan sebaliknya.

Nilai β_i dan α_i yang dihitung dengan persamaan regresi merupakan taksiran dari beta dan alpha sebenarnya. Taksiran tersebut tidak luput dari kesalahan (*subject to error*). Berbagai properti statistik, seperti nilai t, nilai F dan koefisien determinasi perlu diperhatikan untuk menggunakan nilai-nilai taksiran tersebut.

2.1.7. Indeks Harga Saham

Indeks Harga Saham merupakan salah satu indikator utama yang menggambarkan pergerakan harga saham. Saat ini ada empat Indeks yang dikenal di BEJ yaitu (Bursa Efek Jakarta, 1997) :

1. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) menggunakan semua saham tercatat sebagai komponen penghitungan indeks

Sebagai indikator pergerakan harga saham yang tercatat di BEJ, IHSG diperkenalkan pertama kali tanggal 1 April 1983. Rumus yang digunakan untuk menghitung IHSG adalah Rumus Paasche sebagai berikut :

$$IHSG = \frac{\sum (P_s X S_s)}{\sum (P_{BASE} X S_s)} \quad (2.4.)$$

Dimana :

IHSG = Indeks Harga Saham Gabungan

P_s = Harga Saham

S_s = Jumlah saham yang dikeluarkan (*oustanding shares*)

P_{base} = Harga Dasar Saham

2. Indeks Sektoral, menggunakan semua saham yang termasuk dalam masing-masing sektor

Indeks sektoral adalah sub indeks dari IHSG. Semua saham diklasifikasikan ke dalam 9 sektor menurut klasifikasi industri yang disebut JASICA (*Jakarta Stock Exchange Industrial Classification*) yaitu (1) pertanian, (2) pertambangan, (3) industri dasar dan kimia, (4) aneka industri (5) industri barang konsumsi, (6) properti dan real estate, (7) transportasi dan infrastruktur, (8) keuangan, (9) perdagangan, jasa dan investasi

3. Indeks LQ 45, menggunakan 45 saham yang terpilih setelah melalui beberapa macam seleksi

LQ 45 mulai diperkenalkan tanggal 27 Februari 1997. Dipilih sebanyak 45 saham melalui beberapa kriteria, (a) masuk ranking 60 terbesar total

transaksi di pasar reguler dalam 12 bulan terakhir, (b) Ranking berdasarkan nilai Kapitalisasi Pasar selama 12 bulan terakhir, (c) tercatat di BEJ minimum 3 bulan, (d) kinerja keuangan perusahaan, frekuensi dan jumlah hari perdagangan

Metode perhitungan indeks LQ45 sama dengan metode perhitungan IHSG namun yang dipakai hanya saham-saham yang masuk dalam perhitungan Indeks LQ45 saja. Rumusnya adalah sebagai berikut :

$$LQ45 = \frac{\sum (P_s \times S_s)}{\sum (P_{BASE} \times S_s)} \quad (2.5.)$$

Keterangan :

LQ45 = Indeks LQ45

P_s = Harga Saham

S_s = Jumlah saham yang dikeluarkan (*oustanding shares*)

P_{base} = Harga Dasar Saham

4. Indeks Individual, yaitu indeks harga masing-masing saham terhadap harga dasarnya

Indeks ini merupakan indikator perubahan harga suatu saham dibandingkan dengan harga perdananya. Setiap saham yang dicatatkan perdana, indeks individualnya adalah 100. Diperkenalkan bersamaan dengan IHSG dan dicantumkan pada Daftar Kurs Efek tanggal 1 April 1983.

Indeks Harga Saham Gabungan dan Indeks LQ 45 Bursa Efek Jakarta (BEJ) telah mendapatkan persetujuan pendaftaran hak paten dari Direktur Jenderal Hak Cipta, Paten dan Merek Departemen Kehakiman RI. Sertifikat Persetujuan

diberikan pada tanggal 24 Maret 1999 lalu dengan nomor pendaftaran 019524 untuk LQ 45 dan nomor 019525 untuk IHSG.

Semua indeks BEJ ini menggunakan metode penghitungan yang sama. Bedanya hanya pada jumlah saham yang digunakan sebagai komponen penghitungan. Semua indeks ini ditampilkan terus-menerus melalui *display wall* di lantai bursa dan disebarakan ke *data vendor* melalui *data feed*.

Jogiyanto Hartono (1998) menyatakan bahwa pemilihan indeks pasar tidak tergantung pada teori tetapi lebih tergantung dari hasil empirisnya. Indeks pasar yang dapat dipilih untuk pasar BEJ misalnya adalah IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan) atau indeks untuk saham-saham yang aktif saja (misalnya LQ45). Penelitian ini menggunakan IHSG sebagai wakil pasar saham karena periode penelitian ini mencakup periode yang lampau IHSG dimana indeks LQ 45 belum diperkenalkan di Bursa Efek Jakarta.

2.1.8. Kondisi Pasar *Bullish* dan *Bearish*

Kondisi pasar saham dapat dibagi menjadi dua (Fabozzi, 1979) yaitu pasar *bullish* dan pasar *bearish*. Pasar diindikasikan mengalami *bullish* apabila indeks harga saham gabungan mengalami pergerakan naik paling sedikit 7 point (*bullish catapult*). Setelah terjadinya penurunan harga secara besar-besaran (*discount price*) dan atau terjadi pergerakan harga naik secara *trend* (terus menerus), sedangkan pasar diindikasikan *bearish* apabila indeks harga saham gabungan mengalami pergerakan turun paling sedikit 7 point (*bearish catapult*). Setelah itu terjadi kenaikan harga secara besar-besaran (*premium price*) dan atau terjadi pergerakan

harga turun secara *trend* (terus menerus). Namun definisi tersebut kurang aplikatif bagi penelitian-penelitian mengenai pasar *bullish* dan *bearish* sehingga Bharwaj dan Brooks (1993) memperkenalkan cara untuk membagi kondisi pasar menjadi *bullish* dan *bearish*.

Bharwaj dan Brooks (1993) menggunakan rata-rata dari *return* pasar saham yang ada pada waktu penelitian, apabila *return* pasar saham suatu bulan tertentu lebih besar daripada *mean* maka pasar pada bulan tersebut dikategorikan *bullish*, demikian pula sebaliknya. Metode Bharwaj dan Brooks (1993) ini sudah teruji validitasnya, di mana telah diuji dengan menggunakan data dari *National Bureau Economic Research* (NBER).

2.2. Penelitian Terdahulu

Metodologi yang paling sering digunakan dalam penelitian yang mengkaji masalah resiko sistematis adalah dengan melakukan *time series regression* untuk menaksir Beta, dan kemudian melakukan *cross sectional regression* antara tingkat keuntungan rata-rata dengan Beta yang ditaksir dari *time series regression* (Sharpe dan Copper, 1972 ; Prananingih, 1991 ; Noer, 1993 ; dan Henny, 1995). Penelitian yang dilakukan oleh Sharpe (1964), Lintner (1965) dalam Levy (1994) mengungkapkan tentang adanya hubungan positif antara tingkat resiko aktiva dengan tingkat harapan keuntungan, dimana hubungan tersebut ditunjukkan melalui garis pasar sekuritas (SML) yang terdiri dari α dan β . Metode ini kemudian dikenal sebagai *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), di mana pada awalnya CAPM dikembangkan untuk dengan asumsi bahwa *return* yang

diharapkan akan berhubungan dengan resiko sistematisnya (Gordon dan Gordon, 1997).

Penelitian-penelitian yang dilakukan pada awal munculnya CAPM cenderung masih menggunakan suatu serangkaian data runtut waktu yang sangat panjang. Sharpe (1963) mengembangkan model indeks tunggal yang sederhana untuk memperkirakan *return* saham. Hal yang utama dalam model indeks tunggal adalah bahwa satu-satunya faktor yang mempengaruhi *return* saham adalah kepekaannya terhadap perubahan *return* portofolio pasar (Martin dan Klemkosky, 1976).

King (1966) mempublikasikan telaah penting yang pertama kalinya membuktikan bahwa harga saham untuk perusahaan-perusahaan dalam industri yang sama menunjukkan pergerakan yang umum di mana dipengaruhi oleh pergerakan pasar saham. Penelitian tersebut dilakukan dengan menggunakan harga saham penutupan bulanan dari 63 perusahaan dalam enam industri selama periode Juni 1927 hingga Desember 1960. Penelitian tersebut mendokumentasikan bahwa 50% pergerakan harga saham dapat diperkirakan oleh pergerakan pasar saham.

Banyak penelitian yang dilakukan untuk mengkaji lebih lanjut mengenai resiko sistematis saham, di antaranya adalah Fama dan French (1992). Dengan berlandaskan asumsi bahwa beta adalah konstan sepanjang waktu, penelitian Fama dan French (1992) menemukan bahwa beta tidak berhubungan dengan *return* saham bahkan disebutkan bahwa beta bukan merupakan ukuran yang baik dalam mengukur suatu resiko saham. Kothari, Shanken dan Sloan (1995) meneliti mengenai hubungan *cross section* antara *return* dan beta yang diukur dengan data

tahunan, berbeda dengan Fama dan French (1992) yang menggunakan data bulanan. Hasil penelitian tersebut adalah bahwa ditemukan hubungan yang kuat antara *return* dengan beta, temuan ini sangat berbeda dengan temuan Fama dan French (1992), temuan ini sangatlah penting karena dalam penelitiannya, Kothari, Shanken dan Sloan (1995) menunjukkan signifikansi dari beta adalah sangat peka terhadap cara mengukurnya.

Penelitian yang dilakukan oleh Cheng F. Lee, John Wei (1989) dan Bubnys (1990) mengindikasikan adanya gejala ketidakkonsistenan *single index model* sebagai model keseimbangan dalam mengukur resiko. Pengujian yang sama di Bursa Efek Jakarta telah dilakukan oleh Pranarningsih (1991), Noer (1993) dan Agnes (1994) pada rentang waktu tahun 1991 menunjukkan tidak adanya hubungan positif antara tingkat keuntungan dan resiko. Penelitian yang dilakukan oleh Pranarningsih (1991), Noer (1993) dan Agnes (1994) pada rentang waktu tahun 1991 menunjukkan tidak adanya hubungan positif antara tingkat keuntungan dan resiko. Penelitian Rustam Hidayat (1997) dan Suad Husnan dan Suwardi Hermanto (1998) menemukan hal yang berbeda. Pada penelitian Rustam Hidayat (1997) ditemukan bahwa beta saham-saham yang tercatat di Bursa Efek Surabaya secara umum berpengaruh signifikan terhadap *return*, sementara itu Suad Husnan dan Suwardi Hermanto (1998) menemukan bahwa sebanyak 37 saham dari 85 saham yang digunakan sebagai sampel memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham yang tercatat di Bursa Efek Jakarta.

Penelitian-penelitian tersebut di atas masih menggunakan pendapat bahwa beta adalah konstan sepanjang waktu, dengan seiring berjalannya waktu pendapat

ini mulai dipertanyakan, terlebih dengan adanya hasil temuan empiris yang meragukannya. Penelitian yang dilakukan oleh Fabozzi dan Francis (1977, 1979) dan Francis dan Fabozzi (1979) yang menemukan adanya perubahan dalam resiko sistematis pada masa *bullish* dan masa *bearish*. Bharwaj dan Brooks (1993) kemudian mengembangkan penelitian mengenai perubahan beta pada saat pasar *bullish* dan pada saat pasar *bearish* bahkan lebih jauh lagi mereka mengembangkan suatu bentuk *asset pricing model* dengan resiko yang bervariasi antar waktu. Hasil penelitian tersebut adalah bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara beta pada pasar *bullish* dan pasar *bearish*. Pettengil, Sundaram dan Mathur (1995) dalam penelitiannya menemukan hal yang sama, bahwa secara umum resiko sistematis pada periode yang berbeda cenderung konsisten, bahkan secara tegas penelitian ini mendukung pernyataan bahwa beta merupakan alat pengukur resiko sistematis yang berkesinambungan. Fletcher (2000) menemukan hasil yang konsisten dengan penelitian ini, dalam penelitiannya mengenai hubungan beta dan *return* pada saham-saham di pasar internasional, Fletcher (2000) menggunakan metode yang sama dengan Pettengil, Sundaram dan Mathur (1995).

Pada Tabel 2.1. berikut ini dapat dilihat ringkasan dari penelitian-penelitian yang telah ada.

Tabel 2.1.
Ringkasan Hasil Penelitian Terdahulu

No.	Penulis /Tahun	Variabel Yang Digunakan	Metode	Hasil
1.	Sharpe (1963)	<i>Return</i> pasar saham dan <i>return</i> saham	Regresi sederhana	<i>Return</i> pasar saham memiliki pengaruh positif terhadap <i>return</i> saham
2.	Sharpe (1964)	Tingkat resiko dan tingkat keuntungan saham	Korelasi	Tingkat resiko dengan tingkat keuntungan memiliki hubungan positif
3.	Lintner (1965)	Tingkat resiko dan tingkat keuntungan saham	Regresi	Tingkat resiko memiliki pengaruh positif terhadap tingkat keuntungan
4.	King (1966)	<i>Return</i> pasar saham dan <i>return</i> saham 63 perusahaan dalam 6 industri	Regresi sederhana	Pergerakan pasar saham dapat memperkirakan 50%50% pergerakan harga saham
5.	Prananingsih (1991)	Tingkat keuntungan dan resiko	Korelasi	Tingkat keuntungan dan resiko tidak memiliki hubungan positif
6.	Fama dan French (1992)	Beta dan <i>return</i> saham	Regresi dan korelasi dengan data runtut waktu	Beta tidak berhubungan dengan <i>return</i> saham
7.	Noer (1993)	Tingkat keuntungan dan resiko	Korelasi	Tingkat keuntungan dan resiko tidak memiliki hubungan positif
8.	Bharwaj dan Brooks (1993)	Beta <i>bullish</i> dan beta <i>bearish</i>	Uji beda	Terdapat perbedaan yang signifikan antara beta <i>bullish</i> dan beta <i>bearish</i>
9.	Agnes (1994)	Tingkat keuntungan dan resiko	Korelasi	Tingkat keuntungan dan resiko tidak memiliki hubungan positif
10.	Kothari <i>et al.</i> (1995)	Beta dan <i>return</i> saham	Regresi dan korelasi dengan data <i>cross section</i>	Beta memiliki hubungan yang kuat dengan <i>return</i> saham
11.	Rustam Hidayat (1997).	<i>Return</i> pasar saham dan <i>return</i> saham	Regresi sederhana	<i>Return</i> pasar saham secara umum berpengaruh signifikan terhadap <i>return</i> saham
12.	Suad Husnan dan Suwardi Hermanto (1998)	<i>Return</i> pasar saham dan <i>return</i> saham	Regresi sederhana	<i>Return</i> pasar saham secara umum berpengaruh signifikan terhadap <i>return</i> saham

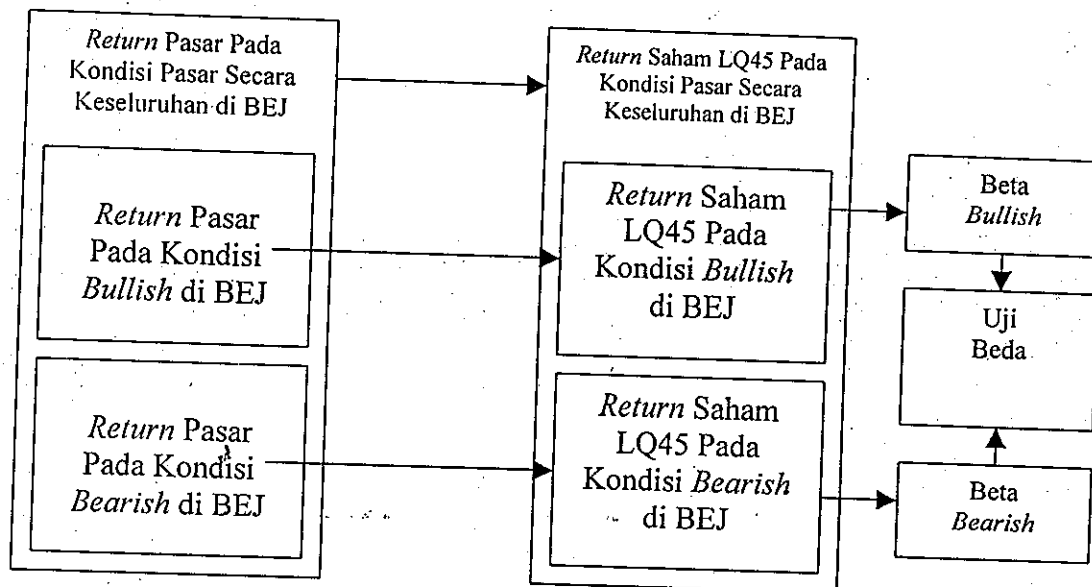
Sumber : Berbagai penelitian. Diolah.

Berdasarkan hal tersebut maka penelitian ini mengkaji mengenai resiko sistematis saham dengan membagi kategori kondisi pasar saham terlebih dulu agar dapat diketahui resiko sistematis pada masing-masing kondisi pasar tersebut. Hal ini dilakukan karena penelitian-penelitian yang telah dilakukan di Indonesia belum mengakomodasi hal ini meskipun penelitian-penelitian yang telah dilakukan di luar negeri sudah mempertimbangkan adanya perbedaan beta pada kondisi pasar yang berbeda. Metode yang dikembangkan oleh Bharwaj dan Brooks (1993) akan digunakan dalam penelitian ini guna membedakan kondisi *bullish* dan *bearish*, karena sudah teruji validitasnya.

2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis

Temuan Fabozzi dan Francis (1977, 1979), Francis dan Fabozzi (1979), Bharwaj dan Brooks (1993) dan Pettengil, Sundaram dan Mathur (1995) serta Fletcher (2000) yang menyatakan bahwa beta pada kondisi *bullish* dan kondisi *bearish* berbeda secara signifikan menyebabkan perlunya mempertimbangkan kondisi pasar untuk menghitung resiko sistematis saham. Penelitian ini akan mempertimbangkan kondisi pasar saham untuk menghitung resiko sistematis saham, sementara itu guna melihat resiko sistematis saham pada keseluruhan periode tersebut dilakukan pula uji pendamping yang melibatkan keseluruhan periode tersebut. Untuk singkatnya dapat dilihat pada Gambar 2.2. berikut ini.

Gambar 2.2.
Kerangka Pemikiran Teoritis



Sumber : Dikembangkan untuk tesis ini

2.4. Hipotesis

Dalam penelitian ini, hipotesis yang diajukan dan akan diuji adalah sebagai berikut :

Hipotesis 1 : Terdapat perbedaan antara resiko sistematis saham (koefisien regresi dari *return* pasar terhadap *return* saham / beta) pada masa *bullish* dan *bearish*

BAB III

METODE PENELITIAN

Pada bab ini akan dijelaskan mengenai metode penelitian yang digunakan pada penelitian ini. Secara umum bab ini akan memberikan gambaran mengenai jenis dan sumber data, populasi dan sampling, definisi operasional variabel, metode pengeumpulan data dan teknik analisis.

3.1. Jenis dan Sumber Data

Data merupakan keterangan yang dapat memberikan gambaran tentang suatu keadaan. Jenis data yang dipakai di dalam penelitian ini adalah data sekunder dilihat dari cara memperolehnya. Data yang dibutuhkan dalam penelitian ini adalah data harga saham bulanan saham-saham yang terpilih menjadi sampel dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) bulanan dari tahun 1994 hingga tahun 2000.

Tahun 1994 hingga tahun 2000 dipilih sebagai tahun penelitian karena pada tahun tersebut di Bursa Efek Jakarta masih berlaku kebijakan perubahan harga fraksi tunggal di mana 1 poin pergerakan harga saham adalah sebesar Rp. 25, hal ini dilakukan agar terjadi perlakuan yang sama untuk setiap saham. Kebijakan Bursa Efek Jakarta yang terbaru telah membagi pergerakan harga saham menjadi 3 fraksi harga saham yang seringkali disebut dengan istilah multifraksi.

Data ini diperoleh dari *JSX Monthly Statistics*. Data yang digunakan pada penelitian ini menurut klasifikasi pengumpulannya adalah data *time series*.

Data yang diperoleh perlu diolah untuk dapat menjawab persoalan penelitian yang dirumuskan. Data yang dibutuhkan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Harga saham yang masuk dalam perhitungan indeks LQ45, bulanan selama periode penelitian yaitu Januari 1994 hingga Desember 2000.
2. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) bulanan selama periode penelitian (Periode Januari 1994 hingga Desember 2000).

3.2. Populasi dan Sampling

Populasi adalah semua saham perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta hingga akhir tahun 2000. Jumlah populasi ini adalah saham dari 296 perusahaan (Bursa Efek Jakarta, 2000). Sampel diambil dengan metode *purposive sampling*. *Purposive sampling* adalah pengambilan sampel yang dilakukan sesuai dengan tujuan penelitian yang telah ditetapkan (Sekaran, 1992). Sampel ini ditentukan berdasarkan syarat yang ditentukan sebagai berikut:

1. Tercatat di Bursa Efek Jakarta dari Januari 1994 hingga Desember 2000.
2. Merupakan saham yang aktif diperdagangkan di BEJ. Hal ini untuk menghindari terpilihnya saham yang tidak aktif sebagai sampel. Untuk memilih saham yang aktif diperdagangkan, digunakan saham-saham yang masuk dalam perhitungan Indeks LQ45. Indeks LQ45 merupakan indeks saham yang dikeluarkan oleh BEJ yang terdiri dari 45 saham teraktif yang *direview* setiap 6 bulan sekali. Pada

penelitian ini, saham-saham yang konsisten masuk ke dalam perhitungan Indeks LQ45 digunakan sebagai sampel penelitian. Bursa Efek Jakarta menerapkan kebijaksanaan untuk mengkategorikan suatu saham termasuk saham aktif dan layak digunakan dalam perhitungan Indeks LQ45, syarat-syarat tersebut adalah bahwa suatu saham masuk dalam ranking 60 terbesar dari total transaksi saham di Pasar Reguler (rata-rata nilai transaksi selama 12 bulan terakhir), ranking berdasarkan Kapitalisasi pasar (rata-rata kapitalisasi harian selama 12 bulan terakhir), telah tercatat di BEJ minimum 3 bulan, dan keadaan keuangan perusahaan dan prospek pertumbuhannya, frekuensi dan jumlah hari perdagangan transaksi pasar reguler.

3. Tidak pernah mengalami suspensi / penghentian perdagangan saham selama periode pengamatan. Hal ini dilakukan agar dalam periode pengamatan tidak terdapat data yang tidak lengkap dan mengakibatkan kesenjangan jumlah periode pengamatan. Berdasarkan kriteria di atas, maka diharapkan semua saham yang menjadi sampel memiliki jumlah periode amatan yang sama sehingga dapat diperoleh hasil yang cukup akurat.

Berdasarkan ketiga kriteria tersebut di atas maka diperoleh sampel sebanyak 24 saham. Adapun nama-nama saham sebagai sampel pada penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 3.1. berikut ini.

Tabel 3.1.
Sampel Penelitian

No.	Nama Perusahaan	No.	Nama Perusahaan
1.	Indocement Tunggul Prakarsa	13.	Polysindo Eka Perkasa
2.	Semen Cibinong	14.	Matahari Putra Prima
3.	Semen Gresik	15.	Dankos Laboratories
4.	Indah Kiat Pulp and Paper	16.	Kalbe Farma
5.	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia	17.	Gudang Garam
6.	Gajah Tunggul	18.	HM Sampoerna
7.	Astra International	19.	Mayora
8.	United Tractor	20.	Ultra Jaya
9.	Astra Graphia	21.	Mulia Industrindo
10.	Multipolar	22.	Barito Pacific Timber
11.	Metrodata	23.	Jakarta International Hotel
12.	Indorama Synthetic	24.	Berlian Laju Tanker

Sumber : Dikembangkan untuk tesis ini.

3.3. Definisi Operasional Variabel

Definisi operasional variabel yang akan digunakan dalam penelitian ini dijelaskan sebagai berikut :

- a. *Return Saham* ($R_{i,t}$) adalah hasil yang diperoleh dari investasi pada suatu saham, merupakan apresiasi / depresiasi harga saham di suatu hari amatan dibandingkan dengan satu amatan sebelumnya. *Return* saham diukur dengan rumus :

$$R_{i,t} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \quad (3.1.)$$

Dimana :

$R_{i,t}$ = *Return* saham i pada bulan ke t

P_t = Harga saham pada bulan ke t

P_{t-1} = Harga saham pada bulan ke t - 1

- b. *Return* Pasar (R_{mt}) adalah tingkat keuntungan pasar, dalam penelitian ini diukur dengan rumus :

$$R_{m,t} = \left[\frac{IHS\text{G}_t - IHS\text{G}_{t-1}}{IHS\text{G}_{t-1}} \right] \quad (3.2.)$$

Dimana :

$IHS\text{G}_t$ = IHSG pada bulan ke t

$IHS\text{G}_{t-1}$ = IHSG pada bulan ke t - 1

- c. Resiko sistematis saham yang diukur dari koefisien beta saham. Beta saham merupakan suatu ukuran populer di dalam mengukur tingkat resiko suatu sekuritas di dalam hubungannya dengan pasar sekuritas itu sendiri (Robert Ang, 1995). Beta juga menunjukkan sensitivitas *return* saham terhadap perubahan *return* pasar. Beta saham diperoleh dengan melakukan regresi antara *return* pasar terhadap *return* saham, koefisien regresi dari *return* pasar itulah yang seringkali disebut sebagai beta saham.
- d. Kondisi pasar saham, untuk membedakan kondisi *bullish* dan *bearish*, penelitian ini menggunakan metode yang diperkenalkan oleh Bharwaj dan Brooks (1993) yaitu dengan menggunakan rata-rata dari *return* pasar saham yang ada pada waktu penelitian, apabila *return* pasar saham suatu bulan tertentu lebih besar daripada *mean* maka pasar pada bulan tersebut dikategorikan *bullish*, demikian pula sebaliknya. Metode ini sudah teruji validitasnya, di mana telah diuji dengan menggunakan data dari *National Bureau Economic Research* (NBER). Metode

tersebut membuktikan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara *return* pasar saham pada kondisi *bullish* dan *bearish*.

3.4. Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data dalam penelitian ini adalah metode dokumentasi. Pengumpulan data dimulai dengan tahap penelitian pendahuluan yaitu melakukan studi kepustakaan dengan mempelajari buku-buku dan bacaan-bacaan lain yang berhubungan dengan topik penelitian. Pada tahap ini juga dilakukan pengkajian data yang dibutuhkan, yaitu mengenai jenis data yang dibutuhkan, ketersediaan data, cara memperoleh data, dan gambaran cara pengolahan data.

Tahapan selanjutnya adalah penelitian pokok yang digunakan untuk mengumpulkan keseluruhan data yang dibutuhkan guna menjawab persoalan penelitian dan memperkaya literatur untuk menunjang data kuantitatif yang diperoleh.

3.5. Teknik Analisis

Analisis data digunakan untuk menyederhanakan agar supaya data lebih mudah diinterpretasikan. Dalam penelitian ini teknik analisis yang digunakan adalah teknik analisis regresi dan uji beda dua rata-rata.

Teknik analisis regresi dilakukan untuk menghitung nilai beta saham. Model regresi yang digunakan adalah sebagai berikut :

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} + u_{jt} \quad (3.3.)$$

Keterangan :

R_{jt} : *Return* saham j pada periode ke t (dalam suatu waktu amatan)

α_j : konstanta

β_j : koefisien beta saham j

R_{mt} : *return* pasar pada periode t yang diwakili oleh *return* IHSG

u_{jt} : *residual*

Guna menyimpulkan hipotesis 1, digunakan uji beda 2 rata-rata (*independent sample t-test*) yang oleh Wonnacot (1985) dirumuskan sebagai berikut :

$$t - \text{hitung} = \frac{\bar{x}_1 - \bar{x}_2}{t_{0,025} sp \sqrt{\frac{1}{n_1} + \frac{1}{n_2}}} \quad (3.4.)$$

$$sp = \sqrt{\frac{\sum (x_{i1} - \bar{x}_1)^2 + \sum (x_{i2} - \bar{x}_2)^2}{n_1 + n_2 - 2}} \quad (3.5.)$$

dimana, n = jumlah sampel

sp^2 = varians gabungan sampel

$x_1 - x_2$ = selisih antara nilai rata-rata koefisien beta pada periode *bullish* dan nilai rata-rata koefisien beta pada periode *bearish*

x_i = sampel ke-i

\bar{x}_1 = nilai rata-rata koefisien beta pada periode *bullish*

x_2 = nilai rata-rata koefisien beta pada periode *bearish*

Apabila nilai t hitung tersebut lebih besar daripada t tabel maka hipotesis 1 diterima, sedangkan apabila nilai t hitung lebih kecil daripada t tabel maka hipotesis 1 ditolak.

3.6. Pengujian Asumsi Klasik

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 otokorelasi, dan uji heteroskedastisitas. Uji multikolinearitas tidak dilakukan karena pada penelitian ini, masing-masing model regresi hanya menggunakan satu variabel bebas.

3.6.1. 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) mengemukakan bahwa normalitas data dapat dilihat dengan uji Kolmogorov Smirnov. 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.

3.6.2. Uji Autokorelasi.

Autokorelasi terjadi apabila penyimpangan terhadap suatu observasi dipengaruhi oleh penyimpangan observasi yang lain atau terjadi korelasi diantara kelompok observasi menurut waktu dan tempat. Uji autokorelasi dilakukan dengan menggunakan uji Durbin Watson.

3.6.3. Uji Heteroskedastisitas

Heterokedastisitas terjadi apabila tidak adanya kesamaan deviasi standar nilai variabel dependen pada setiap variabel independen. Bila terjadi gejala heterokedastisitas akan menimbulkan akibat varians koefisien regresi menjadi minimum dan *confidence interval* melebar sehingga hasil uji signifikansi statistik tidak valid lagi. Heterokedastisitas dapat dideteksi secara mudah dengan menggunakan uji Box Ljung, juga karena uji Box Ljung lebih tepat digunakan untuk data *time series*.

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1. Profil Obyek Penelitian

Perusahaan-perusahaan yang menjadi obyek pada penelitian ini adalah perusahaan yang memiliki kriteria-kriteria sebagai berikut :

1. Tercatat di Bursa Efek Jakarta dari Januari 1994 hingga Desember 2000.
2. Sahamnya aktif diperdagangkan di BEJ dan secara konsisten masuk ke dalam perhitungan Indeks LQ45 selama periode penelitian.
3. Perdagangan saham perusahaan tidak pernah mengalami suspensi / penghentian perdagangan saham selama periode pengamatan.

Pada Tabel 4.1. berikut ini ditampilkan nama-nama perusahaan yang menjadi obyek dalam penelitian ini.

Tabel 4.1.
Nama Perusahaan Yang Menjadi Obyek Penelitian

No.	Nama Perusahaan	No.	Nama Perusahaan
1.	Indocement Tunggul Prakarsa	13.	Polysindo Eka Perkasa
2.	Semen Cibinong	14.	Matahari Putra Prima
3.	Semen Gresik	15.	Dankos Laboratories
4.	Indah Kiat Pulp and Paper	16.	Kalbe Farma
5.	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia	17.	Gudang Garam
6.	Gajah Tunggul	18.	HM Sampoerna
7.	Astra International	19.	Mayora
8.	United Tractor	20.	Ultra Jaya
9.	Astra Graphia	21.	Mulia Industrindo
10.	Multipolar	22.	Barito Pacific Timber
11.	Metrodata	23.	Jakarta International Hotel
12.	Indorama Synthetic	24.	Berlian Laju Tanker

Sumber : Dikembangkan untuk tesis ini.

4.2. Periode *Bullish* dan Periode *Bearish*

Pengelompokan periode *bullish* dan *bearish* dilakukan dengan menggunakan metode yang diperkenalkan oleh Bharwaj dan Brooks (1993) yaitu dengan menggunakan rata-rata dari *return* pasar saham yang ada pada waktu penelitian, apabila *return* pasar saham suatu bulan tertentu lebih besar daripada *mean* maka pasar pada bulan tersebut dikategorikan *bullish*, demikian pula sebaliknya.

Berdasarkan hasil analisis data, diketahui bahwa nilai rata-rata *return* pasar (*return* IHSG) selama periode penelitian adalah sebesar 0,2094%, suatu periode dikategorikan periode *bullish* apabila *return* pasar pada periode tersebut lebih besar daripada rata-rata *return* pasar sebesar 0,2094%, dan suatu periode dikategorikan *bearish* apabila *return* pasar pada periode tersebut lebih kecil daripada rata-rata *return* pasar sebesar 0,2094%. Berdasarkan metode tersebut maka pada Tabel 4.2. berikut ini dapat dilihat pengelompokan dari periode penelitian.

Tabel 4.2.
Pengelompokan Periode Penelitian

No.	Periode <i>Bullish</i>	Periode <i>Bearish</i>
1	Feb-94	Jan-94
2	May-94	Mar-94
3	Aug-94	Apr-94
4	Oct-94	Jun-94
5	Feb-95	Jul-94
6	May-95	Sep-94
7	Jun-95	Nov-94
8	Jul-95	Dec-94
9	Dec-95	Jan-95
10	Jan-96	Mar-95
11	Feb-96	Apr-95
12	Apr-96	Aug-95
13	Aug-96	Sep-95
14	Sep-96	Oct-95
15	Nov-96	Nov-95
16	Dec-96	Mar-96
17	Jan-97	May-96
18	Feb-97	Jun-96
19	May-97	Jul-96
20	Jun-97	Oct-96
21	Sep-97	Mar-97
22	Jan-98	Apr-97
23	Mar-98	Jul-97
24	Jun-98	Aug-97
25	Jul-98	Oct-97
26	Oct-98	Nov-97
27	Nov-98	Dec-97
28	Dec-98	Feb-98
29	Jan-99	Apr-98
30	Apr-99	May-98
31	May-99	Aug-98
32	Jun-99	Sep-98
33	Oct-99	Feb-99
34	Dec-99	Mar-99
35	Mar-00	Jul-99
36	Jun-00	Aug-99
37	Nov-00	Sep-99
38		Aug-01
39		Jan-00
40		Feb-00
41		Apr-00
42		May-00
43		Jul-00
44		Aug-00
45		Sep-00
46		Oct-00
47		Dec-00

Sumber : Bursa Efek Jakarta, 1994-2000, diolah.

Dari Tabel 4.2. tersebut dapat dilihat bahwa sebanyak 37 bulan dalam periode penelitian masuk dalam kategori periode *bullish* karena memiliki *return* pasar yang lebih besar dari pada rata-rata *return* pasar selama periode penelitian, dari tabel yang sama juga terlihat bahwa sebanyak 47 bulan dalam periode penelitian masuk dalam kategori periode *bearish* karena memiliki *return* yang lebih kecil daripada rata-rata *return* pasar selama periode penelitian.

4.3. Statistika Deskriptif *Return* Saham

4.3.1. Statistika Deskriptif *Return* Saham Pada Periode *Bullish*

Statistika deskriptif yang meliputi nilai rata-rata, nilai maksimum dan nilai minimum dari *return* setiap saham yang menjadi sampel pada pada periode *bullish* dapat dilihat pada Tabel 4.3. berikut ini.

Tabel 4.3.
Statistika Deskriptif *Return* Saham Pada Periode *Bullish*

No.	Keterangan	Maximum	Minimum	Rata-Rata
1	IHSG	0.284274	0.011501	0.088425
2	INTP	0.84722	-0.463235	0.04002
3	SMCB	1.375	-0.111111	0.143332
4	SMGR	0.495	-0.538462	0.080503
5	INKP	0.550725	-0.208333	0.080482
6	TKIM	0.594595	-0.108434	0.103837
7	GJTL	1.5	-0.514286	0.08651
8	ASII	1.294118	-0.712687	0.065823
9	UNTR	1.684211	-0.754386	0.142769
10	ASGR	0.821429	-0.870588	0.053715
11	MTDL	1.444444	-0.816406	0.091601
12	MLPL	3.083333	-0.571429	0.185423
13	INDR	0.73913	-0.452381	0.071437
14	POLY	0.692308	-0.333333	0.054832
15	MPPA	1.5	-0.540909	0.157312
16	DNKS	1.117647	-0.64	0.096353
17	KLBF	2.045455	-0.373913	0.17179
18	GGRM	0.516418	-0.421416	0.118053
19	HMSP	0.679012	-0.467105	0.118729
20	MYOR	0.611111	-0.12766	0.123616
21	ULTJ	0.484848	-0.264706	0.058321
22	MLIA	0.722222	-0.444444	0.065833
23	BRPT	1.4	-0.444444	0.124854
24	JJHD	1.363636	-0.348837	0.095471
25	BLTA	0.465116	-0.418079	0.049949

Sumber : Bursa Efek Jakarta, 1994-2000, diolah.

Dari Tabel 4.3. nampak bahwa nilai rata-rata *return* pasar saham yang dapat dilihat dari rata-rata *return* IHSIG pada periode *bullish* adalah sebesar 8,8425%. *Return* pasar tertinggi pada periode *bullish* adalah sebesar 28,42% yang terjadi pada bulan November 1998, sedangkan *return* pasar terendah pada periode *bullish* adalah sebesar 1,15% yang terjadi pada bulan Maret 2000.

Saham yang memiliki *return* maksimum yang relatif lebih besar dibandingkan dengan *return* maksimum saham-saham lainnya adalah saham MLPL (Multipolar) yang memiliki *return* maksimum sebesar 308,33%. Hal ini terjadi pada bulan Desember 1999, kenaikan yang sangat spektakuler ini terjadi karena pada periode Desember 1999 saham ini terangkat oleh euforia yang ditimbulkan perusahaan terafiliasi yaitu P.T. Asuransi Lippo Life yang beralih bisnis intinya dari perusahaan asuransi menjadi perusahaan dot com dengan nama P.T. Lippo e-net. P.T. Multipolar sendiri pada saat itu diisyukan akan menjadi salah satu pemain utama di bisnis dot com. Karena pada periode akhir tahun 1999, banyak kalangan yang optimis dengan masa depan perusahaan dot com maka harga saham Multipolar dari Rp. 300 di bulan November terangkat naik menjadi Rp. 1225 pada akhir bulan Desember 1999. Selama periode *bullish*, saham MLPL juga merupakan saham yang memiliki rata-rata *return* saham yang terbesar senilai Rp. 18,54%.

Saham yang memiliki *return* minimum paling rendah apabila dibandingkan dengan saham-saham lainnya adalah saham ASGR (Astra Graphia) dengan nilai *return* minimum sebesar 87,0588% yang terjadi pada bulan Maret 2000.

4.3.2. Statistika Deskriptif *Return* Saham Pada Periode *Bearish*

Statistika deskriptif yang meliputi nilai rata-rata, nilai maksimum dan nilai minimum dari *return* setiap saham yang menjadi sampel pada pada periode *bearish* dapat dilihat pada Tabel 4.4. berikut ini.

Tabel 4.4.
Statistika Deskriptif *Return* Saham Pada Periode *Bearish*

No.	Keterangan	Maximum	Minimum	Rata-Rata
1	IHSG	0.000848	-0.314948	-0.065869
2	INTP	0.166667	-0.893939	-0.070976
3	SMCB	0.636364	-0.826087	-0.092671
4	SMGR	0.28	-0.414634	-0.04375
5	INKP	0.392857	-0.445455	-0.058601
6	TKIM	0.313725	-0.517857	-0.094725
7	GJTL	1.230769	-0.547945	-0.035502
8	ASII	1.263158	-0.454545	-0.028788
9	UNTR	5.06383	-0.787234	0.041523
10	ASGR	1.206349	-0.545455	-0.012742
11	MTDL	0.636364	-0.5	-0.018945
12	MLPL	1.390244	-0.533333	-0.059782
13	INDR	0.306667	-0.375	-0.067045
14	POLY	0.4375	-0.454545	-0.072538
15	MPPA	2.661538	-0.670103	-0.054651
16	DNKS	1.055556	-0.790909	-0.046364
17	KLBF	1.372263	-0.809524	-0.096062
18	GGRM	0.509434	-0.475	-0.053439
19	HMSP	0.131579	-0.892857	-0.096575
20	MYOR	0.613636	-0.651961	-0.108228
21	ULTJ	0.640351	-0.596154	-0.049141
22	MLIA	4.96	-0.879195	0.025325
23	BRPT	0.557756	-0.618619	-0.11751
24	JJHD	0.808696	-0.533333	-0.0616
25	BLTA	0.5625	-0.533333	-0.024457

Sumber : Bursa Efek Jakarta, 1994-2000, diolah.

Dari Tabel 4.4. nampak bahwa nilai rata-rata *return* pasar saham yang dapat dilihat dari rata-rata *return* IHSG pada periode *bearish* adalah sebesar -6,5869%, hal ini mengindikasikan bahwa selama periode *bearish*, *return* pasar di Bursa Efek Jakarta cenderung negatif karena saham-saham yang tercatat secara umum mengalami penurunan harga. *Return* pasar tertinggi pada periode *bearish* adalah sebesar 0,0848% yang terjadi pada bulan Maret 1996, sedangkan *return* pasar terendah pada periode *bearish* adalah sebesar -31,49% yang terjadi pada

bulan Agustus 1997, yaitu awal terjadinya krisis moneter di Indonesia. Pada bulan Agustus 1997, para pelaku pasar kehilangan arah dalam melakukan investasi dan melakukan *panic selling* terhadap saham-sahamnya.

Saham yang memiliki *return* maksimum terbesar dibandingkan saham-saham lain adalah saham UNTR dengan *return* maksimum sebesar 506% yang terjadi pada bulan Januari 1994. Hal ini dapat terjadi karena pada bulan Januari tersebut para pelaku pasar banyak yang melakukan aksi beli saham UNTR akibat beredarnya isu bahwa P.T. United Tractor akan melakukan aliansi strategis dengan perusahaan asing. Sementara itu saham yang memiliki nilai rata-rata *return* negatif terbesar adalah saham BRPT (Baritor Pacific Timber) dengan rata-rata *return* sebesar -11,751%.

4.3.3. Statistika Deskriptif *Return* Saham Pada Gabungan Periode *Bullish* dan Periode *Bearish*

Statistika deskriptif yang meliputi nilai rata-rata, nilai maksimum dan nilai minimum dari *return* setiap saham yang menjadi sampel pada pada gabungan periode *bullish* dan periode *bearish* dapat dilihat pada Tabel 4.5. berikut ini.

Nilai rata-rata *return* pasar saham yang dapat dilihat dari rata-rata *return* IHSG pada gabungan periode *bullish* dan periode *bearish* adalah sebesar 0,2094%. *Return* pasar tertinggi pada periode *bullish* adalah sebesar 28,42% yang terjadi pada bulan November 1998 yang masuk dalam kategori periode *bullish*, sedangkan *return* pasar terendah adalah sebesar -31,49% yang terjadi pada bulan Maret 2000, yang masuk dalam kategori periode *bearish*.

Tabel 4.5.
Statistika Deskriptif Return Saham
Pada Gabungan Periode *Bullish* dan Periode *Bearish*

No.	Keterangan	Maximum	Minimum	Rata-Rata
1	IHSG	0.284274	-0.314948	0.002094
2	INTP	0.847222	-0.463235	-0.012667
3	SMCB	1.375	-0.826087	0.011283
4	SMGR	0.495	-0.538462	0.01098
5	INKP	0.550725	-0.445455	0.002662
6	TKIM	0.594595	-0.517857	-0.007263
7	GJTL	1.5	-0.547945	0.018242
8	ASII	1.294118	-0.712687	0.012886
9	UNTR	5.06383	-0.787234	0.086119
10	ASGR	1.206349	-0.870588	0.016531
11	MTDL	1.444444	-0.816406	0.029748
12	MLPL	3.083333	-0.571429	0.048225
13	JNDR	0.73913	-0.452381	-0.006047
14	POLY	0.692308	-0.454545	-0.016434
15	MPPA	2.661538	-0.670103	0.038714
16	DNKS	1.117647	-0.790909	0.016499
17	KLBF	2.045455	-0.809524	0.022365
18	GGRM	0.516418	-0.475	0.022099
19	HMSP	0.679012	-0.581448	0.020811
20	MYOR	0.613636	-0.651961	-0.006106
21	ULTI	0.640351	-0.596154	-0.001807
22	MLIA	4.96	-0.879195	0.043168
23	BRPT	1.4	-0.618619	-0.010754
24	JJHD	1.363636	-0.533333	0.007586
25	BLTA	0.5625	-0.533333	0.008317

Sumber : Bursa Efek Jakarta, 1994-2000, diolah.

4.4. Pengujian Asumsi Klasik

Suatu model dinyatakan baik untuk alat prediksi apabila mempunyai sifat-sifat *best linear unbiased estimator* (Gujarati, 1997). 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 otokorelasi menggunakan Durbin Watson statistik, dan uji heteroskedastisitas dengan menggunakan Box Ljung Q statistik.

Uji multikolinieritas tidak dilakukan karena variabel bebas yang digunakan dalam setiap model persamaan regresi pada penelitian ini tidak lebih dari satu variabel bebas.

Pengujian asumsi klasik ini dilakukan untuk masing-masing kategori pasar baik kondisi pasar *bullish* maupun kondisi pasar *bearish* serta untuk gabungan keduanya.

4.4.1. 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. Hipotesis yang menyatakan bahwa data terdistribusi tidak normal akan diuji dengan nilai Z. 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 ditegaskan oleh Imam Ghozali (2001) yang menyatakan bahwa apabila nilai Z hitung $>$ Z tabel, maka distribusi tidak normal. Uji Kolmogorov Smirnov satu arah dilakukan dengan menggunakan tingkat kepercayaan 5%. Bahkan agar lebih sederhana, pengujian ini dapat dilakukan dengan melihat tingkat probabilitas dari Kolmogorov Smirnov Z statistik. Pada Tabel 4.6. berikut ini akan disajikan hasil uji Kolmogorov Smirnov satu arah.

Tabel 4.6.

Hasil Uji Kolmogorov Smirnov Satu Arah

No.	Variabel Bullish	Nilai Z	Prob.	Variabel Bearish	Nilai Z	Prob.	Variabel Gabungan	Nilai Z	Prob.
1	IHSG	1.042	0.228	IHSG	1.307	0.066	IHSG	0.836	0.488
2	INTP	0.153	0.999	INTP	1.265	0.082	INTP	0.522	0.888
3	SMCB	0.259	0.999	SMCB	0.881	0.42	SMCB	0.54	0.877
4	SMGR	0.938	0.342	SMGR	1.044	0.226	SMGR	1.248	0.089
5	INKP	0.749	0.629	INKP	0.482	0.974	INKP	0.744	0.637
6	TKIM	0.816	0.518	TKIM	0.729	0.663	TKIM	0.646	0.798
7	GJTL	1.114	0.167	GJTL	0.824	0.457	GJTL	0.736	0.644
8	ASII	1.247	0.089	ASII	0.491	0.972	ASII	0.676	0.77
9	UNTR	0.662	0.75	UNTR	0.815	0.463	UNTR	0.836	0.488
10	ASGR	1.197	0.114	ASGR	0.416	0.999	ASGR	0.843	0.462
11	MTDL	0.673	0.739	MTDL	1.178	0.125	MTDL	0.823	0.5
12	MLPL	0.469	0.927	MLPL	1.174	0.124	MLPL	0.348	0.946
13	INDR	0.7	0.711	INDR	0.658	0.779	INDR	1.043	0.227
14	POLY	1.233	0.096	POLY	0.952	0.325	POLY	0.369	0.91
15	MPPA	0.304	0.304	MPPA	0.931	0.352	MPPA	0.809	0.529
16	DNKS	1.247	0.089	DNKS	0.614	0.794	DNKS	0.953	0.35
17	KLBF	1.077	0.196	KLBF	0.786	0.653	KLBF	0.649	0.789
18	GGRM	0.909	0.38	GGRM	0.625	0.83	GGRM	0.922	0.363
19	HMSP	0.722	0.715	HMSP	0.708	0.686	HMSP	0.891	0.405
20	MYOR	0.763	0.605	MYOR	1.046	0.224	MYOR	1.121	0.162
21	ULTJ	1.027	0.242	ULTJ	1.213	0.106	ULTJ	1.196	0.114
22	MLIA	0.928	0.355	MLIA	0.18	0.999	MLIA	0.385	0.989
23	BRPT	1.279	0.076	BRPT	0.753	0.622	BRPT	0.351	0.992
24	JIHD	1.246	0.09	JIHD	0.87	0.436	JIHD	0.553	0.886
25	BLTA	0.859	0.451	BLTA	1.341	0.055	BLTA	0.852	0.462

Sumber : Bursa Efek Jakarta, 1994-2000, diolah.

Dari Tabel 4.6. tersebut di atas dapat dilihat bahwa semua variabel yang digunakan dalam penelitian memiliki nilai Z dengan tingkat probabilitas yang lebih besar dari 5% yang artinya bahwa nilai Z 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.

4.4.2. 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

Untuk menguji ada tidaknya heteroskedastisitas dapat digunakan metode Glejser dan metode Box Ljung. Metode Glejser lebih tepat digunakan untuk data yang bersifat *cross section* (Gunawan Sumodiningrat, 1995). Namun untuk data yang bersifat *time series*, metode yang tepat adalah metode Box Ljung. Uji Box Ljung dipilih untuk menguji kestasioneran suatu data runtut waktu.

Seiler dan Rom (1997) menggunakan uji Box Ljung dengan 16 periode *lag* untuk menguji kestasioneran suatu data dengan $\alpha = 5\%$. Bila nilai Q statistiknya tidak signifikan maka dapat dikatakan data tersebut bersifat stasioner dan tidak terdapat heteroskedastisitas. Pada Tabel 4.7. berikut ini dapat dilihat hasil uji heteroskedastisitas dengan menggunakan Box Ljung statistik.

Tabel 4.7.

Hasil Uji Heteroskedastisitas

No.	Variabel Bullish	Nilai Q	Prob.	Variabel Bearish	Nilai Q	Prob.	Variabel Gabungan	Nilai Q	Prob.
1	IHSG	10.505	0.839	IHSG	15.890	0.461	IHSG	14.160	0.587
2	INTP	1.159	1.000	INTP	24.046	0.088	INTP	2.117	1.000
3	SMCB	8.568	0.930	SMCB	8.642	0.927	SMCB	19.190	0.259
4	SMGR	9.210	0.905	SMGR	19.935	0.223	SMGR	7.539	0.961
5	INKP	17.808	0.335	INKP	7.643	0.959	INKP	0.116	1.000
6	TKIM	23.520	0.100	TKIM	24.152	0.086	TKIM	15.824	0.465
7	GJTL	6.333	0.984	GJTL	14.538	0.559	GJTL	14.956	0.528
8	ASII	10.583	0.834	ASII	17.459	0.357	ASII	19.420	0.247
9	UNTR	11.623	0.770	UNTR	0.761	1.000	UNTR	3.691	0.999
10	ASGR	7.585	0.960	ASGR	21.572	0.158	ASGR	0.116	1.000
11	MTDL	8.918	0.917	MTDL	11.416	0.783	MTDL	10.898	0.816
12	MLPL	9.314	0.900	MLPL	6.004	0.988	MLPL	18.848	0.277
13	INDR	22.901	0.116	INDR	7.824	0.954	INDR	23.170	0.109
14	POLY	24.072	0.088	POLY	17.161	0.375	POLY	15.749	0.471
15	MPPA	15.025	0.523	MPPA	3.438	1.000	MPPA	3.323	1.000
16	DNKS	24.649	0.076	DNKS	15.640	0.478	DNKS	15.520	0.487
17	KLBF	8.220	0.942	KLBF	8.883	0.918	KLBF	13.739	0.618
18	GGRM	11.480	0.779	GGRM	17.530	0.352	GGRM	4.722	0.997
19	HMSP	11.104	0.803	HMSP	9.085	0.910	HMSP	1.211	1.000
20	MYOR	24.740	0.075	MYOR	10.654	0.830	MYOR	22.604	0.125
21	ULTJ	8.198	0.943	ULTJ	13.701	0.621	ULTJ	13.223	0.656
22	MLIA	7.002	0.973	MLIA	6.681	0.979	MLIA	6.355	0.984
23	BRPT	12.668	0.697	BRPT	10.642	0.831	BRPT	13.843	0.610
24	JIHD	14.730	0.545	JIHD	12.283	0.724	JIHD	18.106	0.318
25	BLTA	10.141	0.859	BLTA	13.162	0.661	BLTA	11.153	0.800

Sumber : Bursa Efek Jakarta, 1994-2000, diolah.

Dari Tabel 4.7. di atas maka dapat disimpulkan bahwa semua data yang dipergunakan adalah bersifat stasioner hal ini dapat dilihat dari tidak adanya Q statistik yang signifikan pada $\alpha = 5\%$, hal tersebut juga menunjukkan bahwa tidak terdapat heteroskedastisitas pada masing-masing data tersebut.

4.4.3. Uji Otokorelasi

Model Durbin Watson statistik dilakukan untuk menguji ada tidaknya otokorelasi pada suatu data *time series*. Konsekwensi dari adanya otokorelasi dalam suatu model regresi adalah bahwa varians sampel tidak menggambarkan varians populasinya. Lebih jauh lagi, model regresi yang dihasilkan tidak dapat digunakan untuk menaksir variabel dependen pada nilai variabel independen tertentu. Untuk mendiagnosis adanya otokorelasi dalam suatu model regresi dapat dilakukan melalui pengujian terhadap nilai Durbin Watson dengan ketentuan sebagai berikut (Algifari, 1997) :

Kurang dari 1,10	: Ada otokorelasi
1,10 hingga 1,54	: Tanpa kesimpulan
1,55 hingga 2,46	: Tidak ada otokorelasi
2,46 hingga 2,90	: Tanpa Kesimpulan
Lebih dari 2,91	: Ada otokorelasi

Nilai Durbin Watson statistik pada masing-masing persamaan regresi dalam penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 4.8. berikut ini.

Tabel 4.8.

Hasil Uji Otokorelasi

No.	Variabel Bullish	Nilai DW	Variabel Bearish	Nilai DW	Variabel Gabungan	Nilai DW
1	INTP	2.032	INTP	2.156	INTP	2.191
2	SMCB	2.093	SMCB	1.986	SMCB	2.142
3	SMGR	2.120	SMGR	1.999	SMGR	2.082
4	INKP	1.909	INKP	1.905	INKP	1.820
5	TKIM	1.945	TKIM	1.804	TKIM	2.213
6	GJTL	2.207	GJTL	1.917	GJTL	2.070
7	ASII	1.953	ASII	2.049	ASII	2.177
8	UNTR	1.931	UNTR	1.875	UNTR	1.937
9	ASGR	1.806	ASGR	2.026	ASGR	1.991
10	MTDL	2.054	MTDL	1.859	MTDL	1.971
11	MLPL	1.896	MLPL	1.995	MLPL	2.069
12	INDR	2.294	INDR	2.102	INDR	2.080
13	POLY	2.063	POLY	1.869	POLY	2.055
14	MPPA	2.247	MPPA	1.944	MPPA	1.901
15	DNKS	1.911	DNKS	2.009	DNKS	1.807
16	KLBF	1.805	KLBF	1.821	KLBF	1.858
17	GGRM	1.928	GGRM	1.942	GGRM	2.252
18	HMSP	2.014	HMSP	1.882	HMSP	2.153
19	MYOR	1.840	MYOR	1.813	MYOR	1.967
20	ULTJ	2.192	ULTJ	1.849	ULTJ	1.915
21	MLIA	2.111	MLIA	2.170	MLIA	2.082
22	BRPT	2.055	BRPT	1.908	BRPT	2.213
23	JHHD	1.944	JHHD	1.845	JHHD	1.988
24	BLTA	1.991	BLTA	1.826	BLTA	1.948

Sumber : Bursa Efek Jakarta, 1994-2000, diolah.

Semua persamaan regresi memiliki nilai DW yang berada pada kisaran kriteria tidak ada otokorelasi. Berdasarkan hal tersebut maka disimpulkan bahwa tidak terdapat otokorelasi pada variabel terikat yang akan digunakan.

4.5. Analisis Beta Saham

Setelah kondisi pasar dikelompokkan berdasarkan kategori *bullish* dan *bearish*, maka dilakukan analisis regresi sederhana pada setiap kategori tersebut.

Sebelum dilakukan analisis regresi tersebut terlebih dahulu dilakukan pengujian asumsi klasik untuk masing-masing kategori. Sesuai dengan kaidah dalam melakukan analisis regresi sebagaimana dinyatakan oleh Gujarati (1997), bahwa suatu persamaan regresi harus memiliki data yang terdistribusi normal, bebas heteroskedastisitas, dan bebas otokorelasi agar diperoleh persamaan regresi yang baik dan tidak bias. Dari hasil uji normalitas data yang telah dilakukan maka diketahui bahwa data yang digunakan dalam persamaan regresi ini terdistribusi secara normal; tidak terdapat otokorelasi dan bebas heteroskedastisitas sehingga memenuhi persyaratan untuk melakukan analisis regresi dengan baik. Hasil analisis yang telah dilakukan akan dijelaskan pada bagian selanjutnya.

4.5.1. Beta Saham Pada Kondisi Pasar *Bullish*

Berdasarkan analisis regresi sederhana maka dapat diketahui bahwa beta dari koefisien regresi *return* pasar saham memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham pada pasar yang *bullish*. Saham MLPL (Multipolar) memiliki koefisien beta terbesar pada pasar *bullish* dibandingkan koefisien beta saham yang lain. Koefisien beta saham dari saham MLPL ini adalah sebesar 5,187 yang memiliki arti bahwa apabila *return* pasar meningkat sebesar 1% maka akan menyebabkan peningkatan *return* saham MLPL sebesar 5,187%. Koefisien beta saham yang paling kecil terdapat pada saham ULTJ (Ultra Jaya) dengan koefisien beta sebesar 0,328. Koefisien beta senilai 0,328 ini memiliki arti bahwa apabila *return* pasar meningkat sebesar 1% maka akan menyebabkan peningkatan *return* saham ULTJ sebesar 0,328%.

Hasil lengkap dari analisis regresi sederhana (*single index model*) pada kondisi pasar *bullish* dapat dilihat pada Tabel 4.9. berikut ini.

Tabel 4.9.
Hasil Perhitungan Analisis Regresi Pada Periode *Bullish*

No.	Saham	Konstanta	Beta	R Square	F Hitung
1	INTP	0.09917	3.961**	0.16	6.258**
2	SMCB	-0.107	2.826***	0.368	20.397***
3	SMGR	-0.004039	0.956**	0.11	4.317**
4	INKP	-0.05648	1.549***	0.279	13.546***
5	TKIM	0.04023	0.719*	0.095	3.689*
6	GJTL	-0.187**	3.088***	0.364	20.037***
7	ASII	-0.108	1.967**	0.162	6.779**
8	UNTR	0.009239	1.51*	0.13	4.064*
9	ASGR	-0.01727	0.803**	0.143	5.243**
10	MTDL	0.132	0.46*	0.143	4.046*
11	MLPL	-0.273*	5.187***	0.286	14.005***
12	INDR	0.01049	0.689*	0.085	3.874*
13	POLY	-0.04951	1.18***	0.176	7.451***
14	MPPA	-0.165*	3.64***	0.379	21.346***
15	DNKS	-0.0855	2.057**	0.157	6.535**
16	KLBF	-0.06751	2.745***	0.198	8.406***
17	GGRM	-0.01051	1.454***	0.311	15.783***
18	HMSP	0.656	0.365***	0.362	32.276***
19	MYOR	-0.04207	1.874***	0.366	20.192***
20	ULTJ	0.05542	0.328**	0.12	6.356**
21	MLIA	-0.04506	1.254**	0.159	6.630**
22	BRPT	-0.05336	2.015**	0.166	6.949**
23	JIHD	-0.09516	2.156***	0.216	9.625***
24	BLTA	0.03992	0.113**	0.183	6.739**

Sumber : Bursa Efek Jakarta, 1994-2000, diolah.

Keterangan :

* signifikan pada tingkat signifikansi 10%

** signifikan pada tingkat signifikansi 5%

*** signifikan pada tingkat signifikansi 1%

Dari Tabel 4.9. tersebut dapat dilihat bahwa sebanyak 4 saham memiliki koefisien beta saham dengan nilai t hitung yang lebih besar daripada t tabel dengan df 36 pada tingkat signifikan 10% senilai 1,645. Hal ini memiliki arti bahwa beta saham tersebut signifikan pada tingkat signifikansi 10%. Berdasarkan tabel yang sama pula dapat dilihat bahwa sebanyak 9 saham memiliki koefisien beta saham

dengan nilai t hitung yang lebih besar daripada t tabel dengan df 36 pada tingkat signifikan 5% senilai 1,960. Hal ini memiliki arti bahwa beta saham tersebut signifikan pada tingkat signifikansi 5%, sisanya sebanyak 11 saham memiliki koefisien beta saham yang signifikan pada tingkat signifikansi 1%.

Kesebelas saham tersebut (SMCB, INKP, GJTL, MLPL, POLY, MPPA, KLBF, GGRM, HMSP, MYOR, JIHD) memiliki nilai t hitung yang lebih besar daripada tabel dengan df 36 pada tingkat signifikansi 1% senilai 2,576. Berdasarkan hal tersebut dapat disimpulkan bahwa beta saham kesebelas saham tersebut signifikan pada tingkat signifikansi 1%.

Secara umum nilai konstanta dari masing-masing saham tidak signifikan secara statistik, hanya terdapat 3 saham yang memiliki konstanta yang signifikan yaitu saham GJTL (signifikan pada 5%), MLPL dan MPPA (signifikan pada 10%). Hal ini menunjukkan bahwa pada ketiga saham ini, masih terdapat faktor lain yang memiliki pengaruh dominan selain *return* pasar saham. Tercatat sebanyak 16 saham memiliki nilai konstanta bertanda negatif yang memiliki implikasi bahwa pada keenam belas saham tersebut, *return actual* ternyata lebih kecil dibandingkan dengan *expected return*. Gruber (1998) menyatakan bahwa apabila nilai konstanta pada persamaan *single index model* bertanda negatif maka dapat disimpulkan bahwa *return actual* ternyata lebih kecil dibandingkan dengan *expected return* demikian pula sebaliknya.

4.5.2. Beta Saham Pada Kondisi Pasar *Bearish*

Berdasarkan analisis regresi sederhana maka dapat diketahui bahwa beta dari koefisien regresi *return* pasar saham memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham pada pasar yang *bearish*. Hasil lengkap dari analisis regresi sederhana (*single index model*) pada kondisi pasar *bearish* dapat dilihat pada Tabel 4.10. berikut ini.

Tabel 4.10.
Hasil Perhitungan Analisis Regresi Pada Periode *Bearish*

No.	Saham	Konstanta	Beta	R Square	F Hitung
1	INTP	-0.03840	0.495	0.17	0.495***
2	SMCB	0.0330	1.912***	0.294	18.705***
3	SMGR	0.04522**	1.351***	0.514	47.634***
4	INKP	0.02392	1.253***	0.288	18.215***
5	TKIM	-0.02510	1.057***	0.212	12.125***
6	GJTL	0.02537	0.924**	0.242	5.211**
7	ASII	0.04787	1.164**	0.101	5.049**
8	UNTR	0.240	3.014**	0.166	4.575**
9	ASGR	0.04795	0.921***	0.176	8.795***
10	MTDL	0.07082	1.363***	0.142	7.453***
11	MLPL	0.01050	1.067*	0.068	3.272*
12	INDR	0.006126	1.111***	0.292	18.547***
13	POLY	-0.05570	0.256**	0.092	5.714**
14	MPPA	0.06710	1.848**	0.083	4.095**
15	DNKS	0.03051	1.167*	0.078	3.824*
16	KLBF	-0.01369	1.242*	0.071	3.358*
17	GGRM	0.06399	0.908***	0.175	9.578***
18	HMSP	0.0006746	1.476***	0.214	12.248***
19	MYOR	-0.06293*	0.688*	0.065	3.106*
20	ULTJ	-0.04156	0.115***	0.195	8.813***
21	MLIA	0.09781	1.100**	0.159	4.449**
22	BRPT	-0.03841	1.201***	0.177	9.681***
23	JJHD	0.02181	1.266***	0.172	9.326***
24	BLTA	0.05565	1.216***	0.18	9.896***

Sumber : Bursa Efek Jakarta, 1994-2000, diolah.

Keterangan :

- * signifikan pada tingkat signifikansi 10%
- ** signifikan pada tingkat signifikansi 5%
- *** signifikan pada tingkat signifikansi 1%

Saham UNTR (United Tractor) memiliki koefisien beta terbesar pada pasar *bearish* dibandingkan koefisien beta saham yang lain. Koefisien beta saham dari saham UNTR ini adalah sebesar 3,014 yang memiliki arti bahwa apabila *return* pasar meningkat sebesar 1% maka akan menyebabkan peningkatan *return* saham UNTR sebesar 3,014%.

Sama halnya dengan kondisi pasar *bullish*, pada kondisi pasar *bearish* ini ditemukan pula bahwa koefisien beta saham yang paling kecil terdapat pada saham ULTJ (Ultra Jaya) dengan koefisien beta sebesar 0,115. Koefisien beta senilai 0,115 ini memiliki arti bahwa apabila *return* pasar meningkat sebesar 1% maka akan menyebabkan peningkatan *return* saham ULTJ sebesar 0,115%.

Koefisien beta saham pada kondisi *bearish* ini semuanya memiliki pengaruh yang signifikan. Sebanyak 4 saham memiliki koefisien beta saham dengan nilai *t* hitung yang lebih besar daripada nilai *t* tabel dengan *df* 47 pada tingkat signifikansi 10% senilai 1,645. Hal ini memiliki arti bahwa keempat saham tersebut (MLPL, DNKS, KLBF dan MYOR) memiliki beta saham yang signifikan pada tingkat signifikansi 10%. Enam saham (GJTL, ASII, UNTR, POLY, MPPA, dan MLIA) memiliki koefisien beta saham dengan nilai *t* hitung yang lebih besar daripada nilai *t* tabel dengan *df* 47 pada tingkat signifikansi 5% senilai 1,960. Hal ini memiliki arti bahwa keenam saham tersebut memiliki beta saham yang signifikan pada tingkat signifikansi 5%, sisanya sebanyak 14 saham memiliki nilai *t* hitung yang lebih besar daripada nilai *t* tabel dengan *df* 47 pada tingkat signifikansi 1% senilai 2,576, yang artinya adalah bahwa keempat belas saham tersebut memiliki beta saham yang signifikan pada tingkat signifikansi 1%.

Hampir semua nilai konstanta dari masing-masing saham tidak signifikan secara statistik, hanya terdapat 2 saham yang memiliki konstanta yang signifikan yaitu saham SMGR (signifikan pada 5%) dan MYOR (signifikan pada 10%). Hal ini menunjukkan bahwa pada kedua saham ini, masih terdapat faktor lain yang memiliki pengaruh dominan selain *return* pasar saham. Tercatat sebanyak 7 saham memiliki nilai konstanta bertanda negatif yang memiliki implikasi bahwa pada ketujuh saham tersebut, *return actual* ternyata lebih kecil dibandingkan dengan *expected return*.

4.5.3. Beta Saham Pada Kondisi Pasar *Bullish* dan *Bearish*

Berdasarkan analisis regresi sederhana maka dapat diketahui bahwa beta dari koefisien regresi *return* pasar saham memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham pada kedua pasar baik *bullish* maupun *bearish*. Saham HMSP (HM Sampoerna) memiliki koefisien beta saham yang terbesar apabila dibandingkan dengan koefisien beta saham yang lain. Nilai koefisien beta saham dari saham HMSP adalah sebesar 3,326 yang memiliki arti bahwa apabila *return* pasar meningkat 1% maka *return* saham HMSP akan meningkat sebesar 3,326%.

Saham yang memiliki koefisien beta yang paling kecil adalah saham ULTJ, sama halnya dengan periode *bullish* dan periode *bearish*, saham ULTJ pada kondisi pasar secara keseluruhan ini tetap menjadi saham dengan koefisien beta saham yang paling kecil. Pada gabungan kondisi pasar *bullish* dan *bearish* ini, saham ULTJ memiliki nilai koefisien beta saham sebesar 0,43 yang memiliki arti

bahwa apabila *return* pasar meningkat sebesar 1% maka *return* saham ULTJ ini akan meningkat sebesar 0,43%.

Hasil lengkap dari analisis regresi sederhana (*single index model*) pada kondisi pasar secara keseluruhan dapat dilihat pada Tabel 4.11. berikut ini.

Tabel 4.11.
Hasil Perhitungan Analisis Regresi
Pada Kondisi Pasar *Bullish* dan *Bearish* Secara Keseluruhan

No.	Saham	Konstanta	Beta	R Square	F Hitung
1	INTP	0.06664	2.018**	0.055	4.764**
2	SMCB	0.007391	1.859***	0.413	57.621***
3	SMGR	0.008948	0.971***	0.342	42.538***
4	INKP	0.0003447	1.107***	0.362	46.509***
5	TKIM	-0.009623	1.127***	0.391	52.649***
6	GJTL	0.01565	1.236***	0.140	13.332***
7	ASII	0.01080	0.995***	0.126	11.774***
8	UNTR	0.08317	1.408*	0.042	3.582*
9	ASGR	0.01523	0.622**	0.047	4.060*
10	MTDL	0.02835	0.67*	0.046	3.938*
11	MLPL	0.04383	2.101***	0.196	19.947***
12	INDR	-0.007962	0.914***	0.217	22.757***
13	POLY	-0.01799	0.744***	0.164	16.070***
14	MPPA	0.03474	1.900***	0.204	20.958***
15	DNKS	0.01401	1.189***	0.146	13.965***
16	KLBF	0.01964	1.795***	0.227	23.455***
17	GGRM	0.01975	1.121***	0.404	55.555***
18	HMSP	0.242	3.326*	0.040	3.427*
19	MYOR	-0.008958	1.362***	0.382	50.647***
20	ULTJ	-0.002707	0.43**	0.060	5.272**
21	MLIA	0.04180	0.653**	0.045	4.032**
22	BRPT	-0.01401	1.556***	0.308	36.549***
23	JIHD	0.004896	1.285***	0.242	26.194***
24	BLTA	0.007055	0.603***	0.106	9.760***

Sumber : Bursa Efek Jakarta, 1994-2000, diolah.

Keterangan :

* signifikan pada tingkat signifikansi 10%

** signifikan pada tingkat signifikansi 5%

*** signifikan pada tingkat signifikansi 1%

Secara umum koefisien beta saham pada kondisi pasar secara keseluruhan ini signifikan. Sebanyak 4 saham memiliki koefisien beta saham dengan nilai t

hitung yang lebih besar daripada nilai t tabel dengan df 83 pada tingkat signifikansi 10% senilai 1,645. Hal ini memiliki arti bahwa keempat saham tersebut (UNTR, ASGR, MTDL dan HMSP) memiliki beta saham yang signifikan pada tingkat signifikansi 10%. Tiga saham (INTP, ULTJ, dan MLIA) memiliki koefisien beta saham dengan nilai t hitung yang lebih besar daripada nilai t tabel dengan df 83 pada tingkat signifikansi 5% senilai 1,960. Hal ini memiliki arti bahwa ketiga saham tersebut memiliki beta saham yang signifikan pada tingkat signifikansi 5%, sisanya sebanyak 17 saham memiliki nilai t hitung yang lebih besar daripada nilai t tabel dengan df 83 pada tingkat signifikansi 1% senilai 2,576, yang artinya adalah bahwa ketujuh belas saham tersebut memiliki beta saham yang signifikan pada tingkat signifikansi 1%.

Semua nilai konstanta dari masing-masing saham tidak signifikan secara statistik. Hal ini menunjukkan bahwa *return* pasar saham merupakan penjelas utama bagi *return* saham. Tercatat sebanyak 6 saham memiliki nilai konstanta bertanda negatif yang memiliki implikasi bahwa pada ke enam saham tersebut, *return actual* ternyata lebih kecil dibandingkan dengan *expected return*.

4.6. Hasil Uji Beda Beta *Bullish* dan Beta *Bearish*

Pada bagian ini akan dilakukan pengujian mengenai ada tidaknya perbedaan beta saham pada kondisi *bullish* dengan beta saham pada kondisi *bearish*. Hasil pengujian tersebut dapat dilihat pada Tabel 4.12. berikut ini.

Tabel 4.12.
 Hasil Uji Beda Beta *Bullish* dan Beta *Bearish*

Keterangan	Nilai Rata-Rata	Nilai t hitung	Kesimpulan
Beta <i>Bullish</i>	1,78733	2,220*	Tolak Ho
Beta <i>Bearish</i>	1,17146		

Sumber : Bursa Efek Jakarta, 1994-2000, diolah.

* signifikan pada tingkat signifikansi 5%

Pada Tabel 4.12. tersebut dapat dilihat bahwa nilai t hitung untuk menguji ada tidaknya perbedaan yang signifikan antara beta saham pada kondisi *bullish* dengan beta saham pada kondisi *bearish* adalah sebesar 2,220 yang lebih besar apabila dibandingkan dengan nilai t tabel dengan df 23 pada tingkat signifikansi 5% senilai 2,069. Berdasarkan hal tersebut maka dapat disimpulkan untuk menerima H1 yang menyatakan bahwa terdapat perbedaan antara resiko sistematis saham (koefisien regresi dari *return* pasar terhadap *return* saham / beta) pada masa *bullish* dan *bearish* dan menolak Ho1 yang menyatakan tidak terdapat perbedaan antara resiko sistematis saham (koefisien regresi dari *return* pasar terhadap *return* saham / beta) pada masa *bullish* dan *bearish*.

4.7. Implikasi Hasil Penelitian

Temuan pada penelitian ini konsisten dengan temuan pada penelitian Bharwaj dan Brooks (1993). Nilai rata-rata beta saham pada kondisi *bullish* adalah sebesar 1,78733 sedangkan nilai rata-rata beta saham pada kondisi *bearish* adalah sebesar 1,17146. Dari nilai rata-rata beta saham pada kedua kondisi pasar yang berbeda ini dapat disimpulkan bahwa beta saham pada kondisi *bullish* lebih besar dibandingkan beta saham pada kondisi *bearish*. Temuan ini mengindikasikan

bahwa pada saat kondisi pasar sedang *bullish* maka saham-saham cenderung memiliki sifat yang agresif, dalam artian bergerak naik dengan cepat dan peka terhadap kenaikan *return* pasar, sedangkan pada kondisi pasar yang *bearish* saham-saham relatif lebih bersifat defensif atau berkurang kepekaannya dibandingkan pada saat pasar mengalami peningkatan. Hal ini dapat terjadi karena pada saat pasar mengalami penguatan, para pelaku pasar beramai-ramai untuk melakukan aksi beli saham sedangkan pada saat pasar mengalami penurunan, pasar pelaku pasar cenderung bersifat *wait and see* sambil melakukan tinjauan ulang atas kebijakan investasi yang telah dilakukannya.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

Pada bab ini akan disajikan kesimpulan dan saran atas analisis data yang telah dilakukan.

5.1. Kesimpulan

Berikut ini adalah kesimpulan dari penelitian ini :

1. Bahwa semua koefisien regresi (beta) dari *return* pasar saham memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham pada pasar yang *bullish*. Tercatat sebanyak 4 saham memiliki koefisien regresi (beta) yang signifikan pada tingkat signifikansi 10%, sebanyak 9 saham memiliki koefisien regresi (beta) yang signifikan pada tingkat signifikansi 5%, dan sisanya sebanyak 11 saham memiliki koefisien regresi (beta) yang signifikan pada tingkat signifikansi 1%.
2. Bahwa semua koefisien regresi (beta) dari *return* pasar saham memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham pada pasar yang *bearish*. Tercatat sebanyak 4 saham memiliki koefisien regresi (beta) yang signifikan pada tingkat signifikansi 10%, sebanyak 6 saham memiliki koefisien regresi (beta) yang signifikan pada tingkat signifikansi 5%, dan sisanya sebanyak 14 saham memiliki koefisien regresi (beta) yang signifikan pada tingkat signifikansi 1%.

3. Bahwa semua koefisien regresi (beta) dari *return* pasar saham memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham pada baik kondisi pasar *bullish* maupun pasar yang *bearish*. Tercatat sebanyak 4 saham memiliki koefisien regresi (beta) yang signifikan pada tingkat signifikansi 10%, sebanyak 3 saham memiliki koefisien regresi (beta) yang signifikan pada tingkat signifikansi 5%, dan sisanya sebanyak 17 saham memiliki koefisien regresi (beta) yang signifikan pada tingkat signifikansi 1%.
4. Beta saham pada kondisi *bullish* dan beta saham pada kondisi *bearish* memiliki perbedaan yang signifikan pada tingkat signifikansi 5%. Rata-rata koefisien beta saham pada kondisi *bullish* lebih besar daripada rata-rata koefisien beta saham pada kondisi *bearish*. Hal ini mengindikasikan bahwa pada saat kondisi pasar sedang *bullish*, saham-saham cenderung bergerak naik dengan cepat dan peka terhadap kenaikan *return* pasar, sedangkan pada kondisi pasar yang *bearish* saham-saham cenderung kurang peka dibandingkan pada saat pasar mengalami peningkatan.

5.2. Saran

Berikut ini adalah saran yang dapat diberikan pada penelitian ini :

1. Investor dalam melakukan investasi saham harus memperhatikan kondisi pasar saham, karena terbukti bahwa kondisi pasar saham sangat berperan dalam menentukan *return* saham. Investor dapat melakukan investasi pada saat kondisi pasar *bullish* karena pada kondisi tersebut harga saham cenderung lebih peka terhadap penguatan pasar. Lebih lanjut investor dapat melakukan

investasi pada saham-saham yang menjadi sampel pada penelitian ini, karena saham-saham pada penelitian ini memiliki kepekaan yang relatif lebih tinggi terhadap kondisi pasar *bullish* dibandingkan kondisi pasar *bearish*. Dengan melakukan investasi pada saham-saham yang menjadi sampel pada penelitian ini, diharapkan investor dapat memperoleh *return* yang cukup tinggi pada saat pasar menguat dan dapat mengurangi potensi kerugian pada saat pasar mengalami koreksi.

2. Peneliti yang akan melakukan kajian yang berkaitan dengan penggunaan variabel pasar berupa *return* pasar untuk menghitung resiko sistematis harus melakukan pembedaan terlebih dahulu antara kondisi *bullish* maupun *bearish*. Hal ini mutlak dilakukan karena pada penelitian ini terbukti (dibuktikan dengan adanya perbedaan antara beta *bullish* dan beta *bearish*) bahwa beta tidak konstan sepanjang waktu sebagaimana yang dianut oleh beberapa penelitian di Indonesia selama ini.

DAFTAR PUSTAKA

- Ahmed, P dan L.J. Lockwood (1998), "Changes in Factor Betas and Risk Premium Over Varying Markets Conditions," *Financial Review*, 33.
- Ardiyanti Prananingih (1991), "Analisis Resiko dan Tingkat Keuntungan Saham di Bursa Efek Jakarta Periode 1990," FE UGM, Yogyakarta
- Bharwaj R. dan L. Brooks (1993), "The Dual Betas from Bull and Bear Markets : Reversal of the Size Effect," *Journal of Financial Research*, 16.
- Black, Fischer (1993), "Estimating Expected Return," *Financial Analyst Journal*, September/October.
- Bodie, Kane dan Marcus (1998), *Investments*, Mc Graw-Hill; Chicago.
- Bursa Efek Jakarta (1997), *Cetak Biru Pasar Modal Indonesia*, Bursa Efek Jakarta, Jakarta
- Davis, James L., Eugene F. Fama dan Kenneth R. French (1999), "Characteristics, Covariances, and Average Returns: 1929 to 1997," *Journal of Finance*, April
- Downe, Edward A. (2000), "Increasing returns : A Theoretical Explanation for The Demise Beta," *American Business Review*, January.
- Elton, Edwin J. dan Martin J. Gruber (1995), *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis 5th Edition*, John Willey&Sons Inc, New York
- E. Lucky Maretha Sitinjak (2001), "Beta Faktor Pada Variabel CRR Ditinjau Dari Kondisi Pasar Saham di Indonesia," *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Dian Ekonomi*, Vol. VII, No. 2.
- Emory, C. William (1996), *Metode Penelitian Bisnis*, Terjemahan, Penerbit Erlangga Jakarta
- Fabozzi, Frank dan J Francis (1997), "The Stability Tests for Alphas and Betas Over Bull and Bear Market Conditions," *Journal of Finance*, No. 32.
- _____ (1979), "Mutual Fund Systematic Risk for Bull and Bear Months : An Empirical Examination," *Journal of Finance*, 34.
- Fama, Eugene F. dan French K. (1992), "The Cross-Section of Expected Return," *Journal of Finance*, June

- _____. (1996), "The CAPM is Wanted : Dead or Alive," *Journal of Finance*, December
- Farid Hananto dan Siswanto Sudomo (1998), *Perangkat dan Teknik Analisis Investasi di Pasar Modal Indonesia*, P.T. Bursa Efek Jakarta, Jakarta
- Francis, J dan Frank Fabozzi (1979), "The Effect of Changing Macroeconomic Conditions on the Parameters of the Single Index Market Model," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 14.
- Gordon, Joseph R. dan Myron J. Gordon (1997), "The Finite Horizon Expected Return Model," *Financial Analyst Journal*, May/June.
- Gujarati, D.N. (1995), *Basic Econometric*, 3rd Edition; McGraw Hill, Inc.
- Hair, J.F., R.E. Anderson, R.L. Tatham dan W.C. Black (1998), *Multivariate Data Analysis : With Readings*, Indianapolis, 5th Edition, Mac Millan Publishing Company.
- Howton, Shelly W. dan David R. Peterson (1998), "An Examination of Cross-Sectional Realized Stock Return Using a Varying Risk Beta Model," *The Financial Review*, No. 33.
- Imam Ghozali (2001), *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*, Badan Penerbitan Universitas Diponegoro, Semarang
- Jagannathan, Ravi dan Zhenyu Wang (1996), "The Conditional CAPM and The Cross Section of Expected Return," *Journal of Finance*, March
- Jogiyanto HM.(1994), *Dasar-Dasar Teori Portfolio dan Analisis Sekuritas*, BPFE UGM, Yogyakarta
- _____. dan Suriyanto (1999), "Bias di Beta Sekuritas dan Koreksinya Untuk Pasar Modal Yang Sedang Berkembang : Bukti Empiris di Bursa Efek Jakarta," *Makalah Seminar*, Universitas Diponegoro Semarang
- Kandel, Shmuel and Robert F. Stambaugh (1995), "Portfolio Inefficiency and The Cross-Section of Expected Return," *Journal of Finance*; Vol 1, No.1, March
- King, Benjamin F. (1966), "Market and Industry Factors in Stock Price Behavior," *Journal of Business* 39, No.1, January 1966
- Krueger, Thomas M. dan Mohammad H. Rahbar (1995), "Explanation of Industry Returns Using The Variable Beta Model and Lagged Variable Beta Model," *Journal of Financial and Strategic Decisions*, Vol. 8 No. 2.

- Peterngill, Glenn N., Sridhar Sundharam dan Ike Marthur (1995), "The Conditional Relation Between Beta and Returns," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol 30, No. 1, March
- Rustam Hidayat (1997), "Test Variabel-Variabel CAPM Sebagai Penentu Tingkat Pengembalian Saham," *Usahawan*, No.12.
- Seiler, Michael J. dan Walter Rom (1997), "A Historical Analysis of Market Efficiency: Do Historical Returns Follow a Random Walk," *Journal of Financial and Strategic Decision*, Vol. 10, No. 2
- Sekaran, Uma (1992), *Research Methods For Business: Skill-Building Approach*, 2nd Editon, John Wiley & Sons, Inc.
- Sharpe, William F. (1963), "A Simplified Model for Portfolio Analysis," *Management Science* 9, No. 1, January 1963
- _____ (1982), "Factors in New York Stock Exchange Security Return, 1931-1979," *Journal of Portfolio Management* 8, No. 4, Summer 1982
- _____, Gordon, J. Alexander dan V. Bailey (1995), *Investment*, Prentice Hall, New York
- Suad Husnan (1998), *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Edisi Ketiga, UPP AMP YKPN, Yogyakarta
- _____ dan Suwardi Hermanto (1998), "CAPM dan Strategi Portofolio Kajian Kondisi Pasar di BEJ 1997," *Usahawan*, no. 05 Th. XXVII Mei 1998.
- Wonnacot, Ronald J. & Wonnacot, Thomas H. (1985), *Introductory Statistics*; 4th Edition, John Wiley & Sons, Inc.