

ANALISIS PERBEDAAN BETA PADA PERUSAHAAN PERBANKAN DAN PERUSAHAAN MANUFAKTUR

Oleh:

Anita Permatasari
Universitas Katolik Darma Cendika

ABSTRAK

Pasar modal memiliki peranan penting dalam menunjang perekonomian, sehingga sering kali pasar modal dapat dijumpai di banyak negara. Dengan kondisi pasar saham maupun perekonomian yang selalu berubah-ubah, menyebabkan ketidakpastian bagi investor untuk mendapatkan keuntungan, sehingga hampir semua investasi mengandung risiko. Risiko yang disebabkan oleh pergerakan pasar agregat, dimana saham bergerak tergantung dari pergerakan pasar, yang dikenal dengan istilah Beta (β).

Beta dapat diuji dengan menggunakan model *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Pada model *Capital Asset Pricing Model*, beta diartikan sebagai pengukur *volatilitas return* suatu sekuritas terhadap *return* pasar. Oleh karena itu, sebelum melakukan investasi investor harus selalu memperhatikan dan mempertimbangkan faktor-faktor apa saja yang dapat mempengaruhi besarnya risiko yang ditanggungnya. Salah satu faktor yang harus diperhatikan dan dipertimbangkan oleh investor adalah tingkat suku bunga deposito. Mengingat industri perbankan juga sangat mempengaruhi perkembangan ekonomi suatu negara dan hampir seluruh transaksi ekonomi selalu berhubungan dengan bank.

Penelitian ini mencoba untuk menganalisis perbedaan risiko-risiko sistematis pada perusahaan perbankan dan perusahaan manufaktur: uji validasi *Capital Asset Pricing Model* di Indonesia periode 2003 – 2006. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat pengaruh antara *excess return* pasar terhadap *excess return* individual pada perusahaan perbankan dan perusahaan manufaktur, sedangkan *excess* suku bunga deposito, baik *excess* suku bunga deposito 3 bulanan dan *excess* suku bunga deposito 6 bulanan tidak memiliki pengaruh terhadap *excess return* individual, baik pada perusahaan perbankan maupun pada perusahaan manufaktur. Hasil kedua dari penelitian ini adalah tidak terdapat perbedaan antara beta *excess return* pasar, beta *excess* suku bunga deposito 3 bulanan dan beta *excess* suku bunga deposito 6 bulanan, baik pada perusahaan perbankan dan perusahaan manufaktur. Selain itu, hasil penelitian ini juga menyebutkan *Capital Asset Pricing Model* pada perusahaan manufaktur lebih valid bila dibandingkan dengan *Capital Asset Pricing Model* pada perusahaan perbankan.

Kata kunci : *Capital Asset Pricing Model*, *excess return* pasar, *excess* suku bunga deposito 3 bulanan, *excess* suku bunga deposito 6 bulanan

1. Latar Belakang Permasalahan

Pasar modal memiliki peranan penting dalam menunjang perekonomian, sehingga sering kali pasar modal dapat dijumpai di banyak negara. Dengan adanya pasar modal di suatu negara, diharapkan pasar modal tersebut bisa menjadi alternatif investasi selain sistem perbankan dan juga memungkinkan para pemodal mempunyai berbagai pilihan investasi yang sesuai dengan preferensi risiko para investor (Husnan, 2001:4-5). Sedangkan tempat di mana terjadinya jual beli sekuritas disebut dengan bursa efek. Oleh karena itu, bursa efek merupakan arti dari pasar modal secara fisik.

Perkembangan pasar modal Indonesia pada awalnya sangat lambat, kalau diukur dengan jumlah perusahaan yang menerbitkan sahamnya di Bursa Efek Jakarta maupun diukur dari kegiatan perdagangan sahamnya. Hal ini dapat dibuktikan dengan kenaikan volume dan nilai transaksi perdagangan serta banyaknya perusahaan yang *go public*, sehingga jenis saham yang ditawarkan semakin bervariasi. Pada tahun 1997 jumlah perusahaan yang tercatat sudah sebanyak 282 perusahaan (Husnan, 2001:14). Selanjutnya untuk perkembangan jumlah perusahaan yang tercatat di pasar modal Indonesia pada Bursa Efek Jakarta, untuk tahun 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, dan 2005 adalah sebanyak 287, 316, 331, 333, 331, 336 perusahaan., (*Indonesian Capital Market Directory* 2006).

Kondisi pasar saham maupun perekonomian yang selalu berubah-ubah, menyebabkan ketidakpastian bagi investor untuk mendapatkan keuntungan. Unsur ketidakpastian tersebut akan selalu melekat dalam dunia investasi, sehingga para investor akan sering mendapatkan *return* yang berbeda dengan yang diharapkan. Risiko timbul sebagai akibat adanya unsur ketidakpastian. Risiko akan semakin tinggi apabila terjadi penyimpangan yang semakin besar terhadap *return* yang diharapkan.

Risiko jika dilihat dari sudut pandang investor dibagi menjadi dua jenis, yaitu pertama risiko sistematis yang sering disebut juga risiko pasar, dampak risiko ini tidak dapat dihilangkan walaupun sudah diterapkan bentuk-bentuk gabungan investasi yang efisien sekalipun. Kedua, risiko tidak sistematis yang sering dikenal pula dengan sebutan *unique risk*, risiko ini dapat diminimalkan dengan melakukan diversifikasi portfolio. Selanjutnya yang tersisa hanyalah risiko pasar atau risiko yang disebabkan oleh pergerakan pasar agregat, di mana saham bergerak tergantung dari pergerakan pasar, yang dikenal dengan istilah Beta (β).

Beta dapat diuji dengan menggunakan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Pada *Capital Asset Pricing Model*, beta diartikan sebagai pengukur *volatilitas return* suatu sekuritas terhadap *return* pasar. Sedangkan *Capital Asset Pricing Model* merupakan suatu model keseimbangan yang memungkinkan investor untuk menentukan risiko yang relevan dan mengetahui bagaimana hubungan antara risiko untuk setiap aset apabila pasar modal berada dalam keadaan seimbang (*equilibrium*). Oleh karena itu, sebelum melakukan investasi investor harus selalu memperhatikan dan mempertimbangkan faktor-faktor apa saja yang dapat mempengaruhi besarnya risiko yang ditanggungnya.

Salah satu faktor yang harus diperhatikan dan dipertimbangkan oleh investor adalah tingkat suku bunga deposito. Mengingat industri perbankan juga sangat mempengaruhi perkembangan ekonomi suatu negara dan hampir seluruh transaksi ekonomi selalu berhubungan dengan bank.

Berdasarkan uraian dalam latar belakang permasalahan diatas, maka perumusan masalahnya adalah sebagai berikut :

1. Apakah terdapat pengaruh antara *excess return* pasar, *excess* suku bunga deposito 3 bulanan dan *excess* suku bunga deposito 6 bulanan dan terhadap *excess return* individual pada perusahaan perbankan di Indonesia?
2. Apakah terdapat perbedaan antara beta *excess return* pasar, beta *excess* suku bunga deposito 3 bulanan dan beta *excess* suku bunga deposito 6 bulanan pada perusahaan perbankan di Indonesia?
3. Apakah terdapat pengaruh antara *excess return* pasar, *excess* suku bunga deposito 3 bulanan dan *excess* suku bunga deposito 6 bulanan dan terhadap *excess return* individual pada perusahaan manufaktur di Indonesia?
4. Apakah terdapat perbedaan antara beta *excess return* pasar, beta *excess* suku bunga deposito 3 bulanan dan beta *excess* suku bunga deposito 6 bulanan pada perusahaan manufaktur di Indonesia?
5. Apakah *Capital Asset Pricing Model* lebih valid pada perusahaan perbankan atau pada perusahaan manufaktur di Indonesia?

Sedangkan tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh antara *excess return* pasar, *excess* suku bunga deposito 3 bulanan dan *excess* suku bunga deposito 6 bulanan terhadap *excess return* individual pada perusahaan perbankan di Indonesia.
2. Untuk mengetahui dan menganalisis perbedaan antara beta *excess return* pasar, beta *excess* suku bunga deposito 3 bulanan, dan beta *excess* suku bunga deposito 6 bulanan pada perusahaan perbankan di Indonesia.
3. Untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh antara *excess return* pasar, *excess* suku bunga deposito 3 bulanan dan *excess* suku bunga deposito 6 bulanan terhadap *excess return* individual pada perusahaan manufaktur di Indonesia.
4. Untuk mengetahui dan menganalisis perbedaan antara beta *excess return* pasar, beta *excess* suku bunga deposito 3 bulanan, dan beta *excess* suku bunga deposito 6 bulanan pada perusahaan manufaktur di Indonesia.
5. Untuk mengetahui dan menganalisis kevalidan *Capital Asset Pricing Model* antara perusahaan perbankan dan perusahaan manufaktur di Indonesia.

2. Landasan Teori

2.1. Investasi

Investasi merupakan komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan di masa datang, Tandellilin (2001:3). Sedangkan yang dimaksud dengan proses investasi adalah bagaimana investor seharusnya melakukan investasi dalam sekuritas, yaitu sekuritas apa yang akan dipilih, seberapa banyak investasi tersebut dan kapan investasi tersebut akan dilaksanakan, Husnan (2001:48-49).

2.2. Portofolio Efisien dan Portofolio Optimal

Karakteristik portofolio efisien adalah suatu keadaan di mana investor selalu ingin memaksimalkan *return* yang diharapkan dengan tingkat risiko tertentu yang bersedia ditanggungnya atau mencari portofolio yang menawarkan risiko terendah dengan tingkat *return* tertentu di dalam pembentukan portofolio. Untuk membentuk portofolio yang efisien, investor harus berpegang pada asumsi tentang bagaimana perilaku investor dalam pembuatan keputusan investasi yang diambilnya. Salah satu asumsi yang paling penting adalah bahwa semua investor tidak menyukai risiko (*risk averse*).

Portofolio yang optimal merupakan portofolio yang dipilih seorang investor dari sekian banyak pilihan yang ada pada kumpulan portofolio efisien. Dalam hal ini, portofolio yang dipilih oleh investor adalah portofolio yang sesuai dengan preferensi investor yang bersangkutan terhadap *return* maupun terhadap risiko yang bersedia ditanggung oleh investor tersebut, Tandellilin (2001:74).

2.3. Capital Asset Pricing Model

Capital Asset Pricing Model pertama kali dikenalkan oleh Sharpe, Lintner dan Mossin pada pertengahan tahun 1960-an. Kemampuan untuk mengestimasi *return* individual suatu sekuritas merupakan hal yang sangat penting dan diperlukan oleh investor. Untuk dapat mengestimasi *return* suatu sekuritas dengan baik dan mudah diperlukan suatu model estimasi. Oleh karena itu, kehadiran *Capital Asset Pricing Model* dapat digunakan untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas yang dianggap sangat penting di bidang keuangan, Jogianto (2003:339). Selain itu *Capital Asset Pricing Model* merupakan suatu model yang menghubungkan tingkat *return* yang diharapkan dari suatu aset berisiko dengan risiko aset tersebut pada kondisi pasar yang seimbang, Tandellilin (2001:90)

Formula dari *Capital Asset Pricing Model*, menurut Jogianto (2003:352), adalah sebagai berikut :

$$E(R_i) = R_{BR} + \beta_i \cdot [E(R_M) - R_{BR}] \quad (2.2)$$

Di mana :

$E(R_i)$ = Ekspektasi *return* sekuritas ke-i

R_{BR} = *Return* aktiva bebas risiko

R_M = *Return* portofolio pasar

β_i = Beta sekuritas ke-i

2.4. Risiko dan Return

Di lihat dari sudut pandang investor, risiko investasi ada dua macam risiko, yaitu:

1. Risiko sistematis yang sering disebut juga risiko pasar (*market risk*), dampak risiko ini tidak dapat dihilangkan walaupun sudah diterapkan bentuk-bentuk gabungan investasi yang efisien sekalipun.
2. Risiko tidak sistematis yang sering dikenal pula dengan sebutan *unique risk*, risiko tidak sistematis ini dapat dihilangkan dengan melakukan diversifikasi portofolio, Fbozzi dan Modigliani (2003:146).

Dalam berinvestasi, investor juga memiliki suatu tujuan. Tujuan investor tersebut dalam berinvestasi adalah memaksimalkan *return*, tanpa melupakan faktor risiko investasi yang dihadapinya. Jogiyanto (2003:109), menyatakan bahwa *return* merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. *Return* dapat berupa *return* realisasi (*realized return*) yang sifatnya telah terjadi dan *return* ekspektasi (*expected return*) yang merupakan *return* yang diharapkan akan diperoleh investor di masa mendatang.

2.5 Beta

Beta merupakan suatu pengukur volatilitas (*volatility*) *return* suatu sekuritas atau *return* portofolio terhadap *return* pasar, Jogianto (2003:265). Beta sekuritas ke-*i* mengukur volatilitas *return* sekuritas ke-*i* dengan *return* pasar. Beta portofolio mengukur volatilitas *return* portofolio dengan *return* pasar. Dengan demikian beta merupakan pengukur risiko sistematis (*systematic risk*) dari suatu sekuritas relatif terhadap risiko pasar. Menurut teori *Capital Asset Pricing Model*, beta merupakan satu-satunya faktor risiko yang relevan untuk mengukur risiko sistematis, Tandelilin (2001:103).

2.6 Hipotesis

Pengujian hipotesis untuk penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Terdapat pengaruh antara *excess return* pasar, *excess* suku bunga deposito 3 bulanan dan *excess* suku bunga deposito 6 bulanan terhadap *excess return* individual pada perusahaan perbankan di Indonesia.
2. Terdapat perbedaan antara beta *excess return* pasar, beta *excess* suku bunga deposito 3 bulanan, dan beta *excess* suku bunga deposito 6 bulanan pada perusahaan perbankan di Indonesia.
3. Terdapat pengaruh antara *excess return* pasar, *excess* suku bunga deposito 3 bulanan, dan *excess* suku bunga deposito 6 bulanan terhadap *excess return* individual pada perusahaan manufaktur di Indonesia.
4. Terdapat perbedaan antara beta *excess return* pasar, beta *excess* suku bunga deposito 3 bulanan dan beta *excess* suku bunga deposito 6 bulanan pada perusahaan manufaktur di Indonesia.
5. *Capital Asset Pricing Model* pada perusahaan manufaktur lebih valid bila dibandingkan dengan *Capital Asset Pricing Model* pada perusahaan perbankan di Indonesia.

3. Metodologi Penelitian

3.1 Populasi dan Sampel

Data yang digunakan dalam penelitian ini diperoleh dari publikasi di Bursa Efek Jakarta. Berdasarkan populasi yang sudah ditentukan, maka penentuan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling*. Kriteria-kriteria yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah

1. Perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta periode 2003 – 2006 dan memiliki laporan keuangan lengkap dan dan jelas periode 2003 – 2006.
2. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta periode 2003 – 2006 yang diambil secara random memiliki laporan keuangan lengkap dan jelas periode 2003 – 2006.

3.2 Identifikasi Variabel

Berdasarkan perumusan masalah dan hipotesis penelitian, variabel yang digunakan dalam penelitian ini ada dua macam yaitu variabel bebas (*independent*) dan variabel terikat (*dependent*). Variabel-variabel tersebut adalah :

1. Variabel bebas (X) yang digunakan dalam penelitian ini adalah *excess return* pasar ($R_{M_t} - R_{R_t}$), *excess* suku bunga deposito 3 bulanan ($R_{D3} - R_{R_t}$) dan *excess* suku bunga deposito 6 bulanan ($R_{D6} - R_{R_t}$).
2. Variabel terikat (Y) dalam penelitian ini diidentifikasi sebagai variabel Y adalah *excess return* individual ($R_{i_t} - R_{R_t}$).

3.3 Definisi Operasional Variabel

Pengukuran variabel dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. *Excess return* pasar ($R_{M_t} - R_{R_t}$) adalah selisih antara tingkat keuntungan indeks pasar yang terdapat di Bursa Efek Jakarta dengan tingkat keuntungan bebas risiko yang berasal dari tingkat suku bunga SBI selama periode 2003 – 2006.
2. *Excess return* individual ($R_{i_t} - R_{R_t}$) adalah selisih antara tingkat keuntungan saham *i* yang terdapat di Bursa Efek Jakarta dengan tingkat keuntungan bebas risiko yang berasal dari tingkat suku bunga SBI selama periode 2003 – 2006.

3. *Excess* suku bunga deposito 3 bulanan ($R_{D3} - R_R$) adalah selisih antara tingkat keuntungan suku bunga deposito 3 bulanan dengan tingkat keuntungan bebas risiko yang di peroleh dari Bank Indonesia selama periode 2003 – 2006.
4. *Excess* suku bunga deposito 6 bulanan ($R_{D6} - R_R$) adalah selisih antara tingkat keuntungan suku bunga deposito 6 bulanan dengan tingkat keuntungan bebas risiko yang di peroleh dari Bank Indonesia selama periode 2003 – 2006.

3.4 Jenis dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang berupa data kuantitatif yang berasal dari *website* Bursa Efek Jakarta (BEJ), *JSX Statistics* (www.jsx.com), *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD). Sedangkan data untuk *risk free* dan suku bunga deposito berasal dari Bank Indonesia.

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data mengenai tingkat keuntungan *return* sekuritas (R_i), tingkat keuntungan indeks pasar (R_M) dari perusahaan sampel yaitu perusahaan perbankan dan perusahaan manufaktur pada periode 2003 – 2006 yang diperoleh dari Bursa Efek Jakarta, tingkat suku bunga deposito 3 bulanan dan tingkat suku bunga deposito 6 bulanan diperoleh dari Bank Indonesia. Sedangkan data untuk *risk free* (R_f) berasal dari tingkat suku bunga SBI (Suku Bank Indonesia).

3.5 Teknik Analisis Data

Teknik analisis data yang dilakukan meliputi:

1. Melakukan regresi tahap pertama, dengan tujuan untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh antara *excess return* pasar, *excess* suku bunga deposito 3 bulanan dan *excess* suku bunga deposito 6 bulanan terhadap *excess return* individual serta untuk mengetahui dan menganalisis perbedaan antara beta *excess return* pasar, beta *excess* suku bunga deposito 3 bulanan dan beta *excess* suku bunga deposito 6 bulanan pada perusahaan perbankan dan perusahaan manufaktur, maka persamaan regresinya adalah sebagai berikut :

$$R_{it} - R_{Rt} = \alpha_i + \beta_1 (R_{Mt} - R_{Rt}) + \beta_2 (R_{D3t} - R_{Rt}) + \beta_3 (R_{D6t} - R_{Rt}) + e_{it} \quad (3.1)$$

Di mana :

- R_{it} = Tingkat keuntungan saham i pada periode waktu ke t
- R_{Mt} = Tingkat keuntungan indeks pasar pada periode waktu ke t
- R_{Rt} = Tingkat keuntungan bebas risiko pada periode waktu ke t
- $\beta_1, \beta_2, \beta_3$ = Parameter regresi
- R_{D3} = Tingkat keuntungan suku bunga deposito 3 bulanan
- R_{D6} = Tingkat keuntungan suku bunga deposito 6 bulanan

Dari hasil persamaan 4.1, maka dapat diketahui juga kevalidan *Capital Asset Pricing Model*. *Capital Asset Pricing Model* dikatakan valid apabila hasil dari persamaan 4.1 menunjukkan bahwa α_i , β_2 , dan β_3 tidak signifikan dan β_1 signifikan. Untuk pengujian kevalidan *Capital Asset Pricing Model* lebih lanjut, maka perlu dilakukan pengujian *Capital Asset Pricing Model* itu sendiri.

2. Melakukan regresi tahap kedua untuk pengujian *Capital Asset Pricing Model* menurut model Black, Jensen dan Scholes, persamaan regresinya adalah sebagai berikut:

$$R_{it} - R_{Rt} = \alpha_i + \beta_1 (R_{Mt} - R_{Rt}) + e_{it} \quad (3.2)$$

Di mana :

- R_{it} = Tingkat keuntungan saham i pada periode waktu ke t
- R_{Mt} = Tingkat keuntungan indeks pasar pada periode waktu ke t
- R_{Rt} = Tingkat keuntungan bebas risiko pada periode waktu ke t
- α_i dan β_1 = Parameter regresi
- e_{it} = Residual saham i pada periode waktu ke t

Apabila *standart Capital Asset Pricing Model* berlaku, maka pada saat persamaan (4.2) diuji untuk data *time series* koefisien regresi untuk α_i seharusnya sama dengan nol, sehingga formula dari model yang akan diuji adalah sebagai berikut :

$$R_{it} - R_{Rt} = \beta_1 (R_{Mt} - R_{Rt}) + e_{it} \quad (3.3)$$

3. Menghitung variabel

Perhitungan variabel dilakukan dengan menggunakan program Microsoft Excel dan SPSS versi 11. Berikut ini adalah variabel-variabel yang akan dihitung adalah

- a. Menghitung *return* saham

$$E(R_u) = \frac{P_u - P_{u-1}}{P_{u-1}} \quad (3.4)$$

Di mana :

P_u = Harga saham saat ini

P_{u-1} = Harga saham pada periode lalu

$E(R_u)$ = Tingkat keuntungan yang diharapkan dari suatu saham pada periode tertentu

- b. Menghitung *return* pasar

$$R_m = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}} \quad (3.5)$$

Di mana :

R_m = Tingkat keuntungan index pasar pada periode waktu ke t

$IHSG_t$ = IHSG pada periode ke t

$IHSG_{t-1}$ = IHSG pada periode lalu

3.6 Uji Hipotesis

- a. Hipotesis pertama dan ketiga

$H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = 0$, *excess return* pasar, *excess* suku bunga deposito 3 bulanan dan *excess* suku bunga deposito 6 bulanan tidak memiliki pengaruh terhadap *excess return* individual.

$H_1 : \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 \neq 0$, *excess return* pasar, *excess* suku bunga deposito 3 bulanan dan *excess* suku bunga deposito 6 bulanan memiliki pengaruh terhadap *excess return* individual.

- b. Hipotesis kedua dan keempat

$H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = 0$, *excess return* pasar, *excess* suku bunga deposito 3 bulanan dan *excess* suku bunga deposito 6 bulanan tidak memiliki pengaruh terhadap *excess return* individual.

$H_1 : \beta_1 > \beta_2 ; \beta_3 \neq 0$, pengaruh *excess return* pasar terhadap *excess return* individual lebih baik daripada pengaruh *excess* suku bunga deposito 3 bulanan terhadap *excess return* individual; *excess return* pasar berpengaruh signifikan terhadap *excess return* individual.

$\beta_1 > \beta_3 ; \beta_2 \neq 0$, pengaruh *excess return* pasar terhadap *excess return* individual lebih baik daripada pengaruh *excess* suku bunga deposito 6 bulanan terhadap *excess return* individual; *excess return* pasar berpengaruh signifikan terhadap *excess return* individual.

- c. Hipotesis kelima

$H_0 : \beta_{PM} > \beta_{PP}$, *Capital Asset Pricing Model* pada perusahaan manufaktur lebih valid dibandingkan dengan *Capital Asset Pricing Model* pada perusahaan perbankan di Indonesia.

$H_1 : \beta_{PM} < \beta_{PP}$, *Capital Asset Pricing Model* pada perusahaan perbankan lebih valid dibandingkan dengan *Capital Asset Pricing Model* pada perusahaan manufaktur di Indonesia.

3.7 Uji Dua Koefisien Regresi

Menurut Gujarati (1995: 254), untuk mengetahui koefisien regresi yang telah diperoleh berbeda atau tidak berbeda, maka perlu dilakukan uji dua koefisien regresi secara bersama-sama dengan menggunakan persamaan sebagai berikut :

1. Untuk menghitung nilai t antara beta *excess* return pasar dan beta *excess* suku bunga deposito 3 bulanan, maka persamaannya adalah sebagai berikut :

$$t = \frac{\hat{\beta}_1 - \hat{\beta}_2}{\sqrt{\text{var}(\hat{\beta}_1) + \text{var}(\hat{\beta}_2) - 2 \text{cov}(\hat{\beta}_1, \hat{\beta}_2)}} \quad (3.6)$$

2. Untuk menghitung nilai t antara beta *excess* return pasar dan beta *excess* suku bunga deposito 6 bulanan, maka persamaannya adalah sebagai berikut :

$$t = \frac{\hat{\beta}_1 - \hat{\beta}_3}{\sqrt{\text{var}(\hat{\beta}_1) + \text{var}(\hat{\beta}_3) - 2\text{cov}(\hat{\beta}_1, \hat{\beta}_3)}} \quad (3.7)$$

Apabila nilai t_{hitung} lebih besar dari nilai t_{tabel} , maka H_0 ditolak. Hal itu berarti bahwa *excess return* pasar, *excess* suku bunga deposito 3 bulanan dan *excess* suku bunga deposito 6 bulanan memiliki pengaruh terhadap *excess return* individual.

3.8 Uji t

Uji t digunakan untuk menguji tingkat signifikansi *excess return* pasar, *excess* suku bunga deposito 3 bulanan dan *excess* suku bunga deposito 6 bulanan dengan menggunakan $\alpha = 5\%$ dan dihitung dengan menggunakan program SPSS. Apabila nilai t_{hitung} memiliki probabilitas lebih dari 5%, maka koefisien regresi tidak signifikan.

3.9 Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas dilakukan dengan tujuan untuk mengetahui ada tidaknya korelasi antar variabel independen di dalam suatu model regresi. Ada tidaknya multikolinieritas di dalam suatu regresi dapat dilihat dari nilai *tolerance* (TOL) dan *variance inflation* (VIF). TOL digunakan dengan tujuan untuk mengukur variabilitas variabel independen yang terpilih yang tidak dijelaskan oleh variabel lainnya. Jika nilai TOL lebih besar dari 0,1, maka tidak terdapat multikolinieritas yang tinggi antar variabel penelitian. Atau dapat dilihat dari nilai VIF, dalam hal ini apabila nilai VIF lebih kecil dari 10, maka tingkat multikolinieritasnya tidak berbahaya.

4. Pembahasan

4.1 Data Penelitian

Berdasarkan hasil analisis terdapat 42 perusahaan yang dipilih sebagai sampel, yang terdiri dari 21 perusahaan dengan kategori perusahaan perbankan dan 21 perusahaan dengan kategori perusahaan manufaktur. Hal ini dikarenakan ada 2 perusahaan perbankan periode 2003 – 2006 yang dikeluarkan dari sampel karena tidak sesuai dengan kriteria-kriteria yang digunakan dalam penelitian, yaitu memiliki indeks harga saham bulanan tidak dimulai pada bulan Januari 2003. Kedua sampel tersebut adalah Bank Rakyat Indonesia Tbk (BRI) yang memiliki index harga saham dimulai pada bulan November 2003 dan Bank Mandiri Tbk (Persero) Tbk (BMRI) yang memiliki index harga saham yang dimulai pada bulan Juli 2003. Sedangkan sampel untuk perusahaan manufaktur hanya diwakili sebanyak 21 perusahaan dengan maksud sebagai pembandingan perusahaan perbankan.

Berikut ini adalah daftar perusahaan perbankan periode 2003 – 2006 yang dijadikan sampel:

1	ANKB	Bank Arta Niaga Kencana Tbk
2	BABP	Bank Bumiputra Indonesia Tbk
3	BBCA	Bank Central Asia Tbk
4	BBLA	Bank Buana Indonesia Tbk
5	BBNI	Bank Negara Indonesia Tbk
6	BBNP	Bank Nusantara Parahyangan Tbk
7	BCIC	Bank Century Tbk
8	BDMN	Bank Danamon Tbk
9	BEKS	Bank Eksekutif Internasional Tbk
10	BKSW	Bank Kesawan Tbk
11	BNGA	Bank Niaga Tbk

12	BNII	Bank International Ind. Tbk
13	BNLI	Bank Permata Tbk
14	BSWD	Bank Swadesi Tbk
15	BVIC	Bank Victoria Int I. Tbk
16	INPC	Bank Artha Graha Internasional Tbk
17	LPBN	Bank Lipo Tbk
18	MAYA	Bank Mayapada Tbk
19	MEGA	Bank Mega Tbk
20	NISP	Bank NISP Tbk
21	PNBN	Bank Pan Indonesia Tbk

Daftar perusahaan manufaktur periode 2003 – 2006 yang dijadikan sampel, adalah sebagai berikut:

1	ADES	Ades Waters Indonesia Tbk
2	AKRA	AKR Corporation Tbk
3	ALMI	Alumindo Light Metal Industry Tbk
4	AMFG	Asahimas Flat Glass Tbk
5	AUTO	Astra Otoparts Tbk
6	ESTI	Ever Shine Textile Industry Tbk
7	GGRM	Gudang Garam Tbk
8	IKAI	Intikeramik Alamasari Industri Tbk
9	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk
10	INTA	Intraco Penta Tbk
11	KAEF	Kimia Farma Tbk
12	LMPI	Langgeng Makmur Industry Tbk
13	LMSH	Lion Mesh Prima Tbk
14	PBRX	Pan Brothers Tex Tbk
15	RDTX	Roda Vivatex Tbk
16	SCCO	Sucaco Tbk
17	SKLT	Sekar Laut Tbk
18	SULI	Sumalindo Lestari Jaya Tbk
19	TCID	Mandom Indonesia Tbk
20	UNIC	Unggul Indah Cahaya Tbk
21	UNTR	United Tractors Tbk

Berikut ini adalah data tentang Tingkat Suku Bunga BI (R_f), Tingkat Keuntungan Indeks Pasar (R_m), Tingkat Suku Bunga Deposito 3 bulanan (R_{D3}) dan Tingkat Suku Bunga Deposito 6 bulanan (R_{D6}) yang diambil dari Bursa Efek Jakarta periode 2003 – 2004 adalah:

Periode	R_f	R_m	R_{D3}	R_{D6}
Jan-03	0,1280	-0,0859	0,1366	0,1383
Feb-03	0,1125	0,0278	0,1349	0,1379
Mar-03	0,1158	-0,0031	0,1327	0,1352
Apr-03	0,1124	0,1328	0,1282	0,1333
May-03	0,1071	0,0974	0,1234	0,1297

Jun-03	0,0990	0,0217	0,1186	0,1244
Jul-03	0,0920	0,0049	0,1119	0,1177
Aug-03	0,0900	0,0427	0,1021	0,1129
Sep-03	0,0874	0,1283	0,0898	0,1072
Oct-03	0,0853	0,0467	0,0821	0,1030
Nov-03	0,0847	-0,0135	0,0774	0,0988
Dec-03	0,0839	0,1212	0,0720	0,0865
Jan-04	0,0805	0,0811	0,0667	0,0790
Feb-04	0,0764	0,0107	0,0643	0,0737
Mar-04	0,0742	-0,0345	0,0615	0,0689
Apr-04	0,0734	0,0609	0,0605	0,0660
May-04	0,0732	-0,0695	0,0632	0,0660
Jun-04	0,0734	-0,0002	0,0657	0,0680
Jul-04	0,0737	0,0325	0,0686	0,0673
Aug-04	0,0737	-0,0030	0,0687	0,0696
Sep-04	0,0739	0,0798	0,0690	0,0712
Oct-04	0,0741	0,0469	0,0691	0,0721
Nov-04	0,0742	0,1199	0,0693	0,0725
Dec-04	0,0743	0,0225	0,0698	0,0738

Sedangkan untuk periode 2005 – 2006, data tentang Tingkat Suku Bunga BI (R_t), Tingkat Keuntungan Indeks Pasar (R_m), Tingkat Suku Bunga Deposito 3 bulanan (R_{D3}) dan Tingkat Suku Bunga Deposito 6 bulanan (R_{D6}) adalah sebagai berikut:

Periode	R_t	R_m	R_{D3}	R_{D6}
Jan-05	0,0742	0,0432	0,0697	0,0717
Feb-05	0,0743	0,0264	0,0698	0,0725
Mar-05	0,0744	0,0059	0,0732	0,0801
Apr-05	0,0762	-0,0491	0,0699	0,0719
May-05	0,0788	0,0538	0,0709	0,0720
Jun-05	0,0810	0,0305	0,0726	0,0717
Jul-05	0,0848	0,0507	0,0745	0,0734
Aug-05	0,0884	-0,1259	0,0777	0,0744
Sep-05	0,1000	0,0270	0,0851	0,0787
Oct-05	0,1100	-0,0122	0,0951	0,0854
Nov-05	0,1225	0,0277	0,1084	0,0922
Dec-05	0,1275	0,0568	0,1195	0,1014
Jan-06	0,1275	0,0565	0,1246	0,1121
Feb-06	0,1274	-0,0013	0,1255	0,1188
Mar-06	0,1273	0,0698	0,1244	0,1220
Apr-06	0,1274	0,0966	0,1228	0,1231
May-06	0,1255	-0,1011	0,1216	0,1231
Jun-06	0,1250	-0,0151	0,1206	0,1224

Jul-06	0,1238	0,0306	0,1194	0,1213
Aug-06	0,1185	0,0556	0,1168	0,1194
Sep-06	0,1125	0,0673	0,1133	0,1169
Oct-06	0,1092	0,0303	0,1095	0,1141
Nov-06	0,1035	0,0793	0,1046	0,1110
Dec-06	0,0988	0,0479	0,0988	0,1079

Hasil perhitungan diskriptif menunjukkan *excess return* saham tertinggi untuk perusahaan perbankan terjadi pada Bank Artha Graha Internasional Tbk (INPC), yaitu sebesar 0,9147 pada periode 2003 - 2004, pada periode 2005 - 2006 dan pada periode 2003 - 2006 terjadi pada Bank Mayapada Tbk (MAYA) sebesar 1,8595. Sedangkan hasil perhitungan diskriptif *excess return* saham tertinggi untuk perusahaan manufaktur pada periode 2003 - 2004 dan pada periode 2003 - 2006 terjadi pada Ever Shine Textile Industry Tbk (ESTI), yaitu sebesar 1,8252, pada periode 2005 - 2006 terjadi pada Langgeng Makmur Industry Tbk (LMPI) sebesar 1,7258. *Excess return* rata-rata saham bulanan pada perusahaan perbankan dan pada perusahaan manufaktur periode 2005 - 2006 lebih tinggi bila daripada *excess return* rata-rata saham bulanan periode 2003 - 2004 dan periode 2003 - 2006.

4.2 Regresi pada Beta Saham

Beta dapat dihitung dengan menggunakan teknik regresi. Regresi yang dilakukan dalam penelitian ini menggunakan program SPSS versi 11.00. Adapun variabel dependennya adalah *excess return* individual ($R_{it} - R_{ft}$), sedangkan Variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini adalah *excess return* pasar ($R_{Mt} - R_{ft}$), *excess* suku bunga deposito 3 bulanan ($R_{D3} - R_{ft}$) dan *excess* suku bunga deposito 6 bulanan ($R_{D6} - R_{ft}$).

4.2.1 Pembahasan Regresi Tahap Pertama

Regresi tahap pertama yang dilakukan bertujuan untuk mengetahui dan menganalisis ada atau tidaknya pengaruh *excess return* pasar, *excess* suku bunga deposito 3 bulanan dan *excess* suku bunga deposito 6 bulanan terhadap *excess return* individual, serta untuk mengetahui dan menganalisis perbedaan antara beta *excess return* pasar, beta *excess* suku bunga deposito 3 bulanan dan beta *excess* suku bunga deposito 6 bulanan. Persamaan regresi tahap pertama adalah sebagai berikut :

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_1 (R_{Mt} - R_{ft}) + \beta_2 (R_{D3} - R_{ft}) + \beta_3 (R_{D6} - R_{ft}) + e_{it} \quad (4.1)$$

Hasil regresi tahap pertama yang dilakukan pada perusahaan perbankan menunjukkan bahwa β_1 , β_2 , β_3 pada periode 2003 - 2004 yang signifikan sebanyak 9, 2, dan 1 perusahaan, sedangkan pada periode 2005 - 2006 adalah sebanyak 9, 2 dan 3 perusahaan. Pada periode 2003 - 2006 menunjukkan bahwa β_1 dan β_2 yang signifikan sebanyak 9 dan 1 perusahaan, sedangkan nilai β_3 pada periode 2003 - 2006 semuanya menunjukkan hasil yang tidak signifikan Alpha perusahaan keuangan pada periode 2003 - 2004, 2005 - 2006, dan 2003 - 2006 yang tidak signifikan sebanyak 18, 15, dan 17 perusahaan.

Sedangkan hasil regresi tahap pertama yang dilakukan pada perusahaan manufaktur menunjukkan bahwa β_1 dan β_2 yang signifikan sebanyak 11 dan 1 perusahaan dan hasil regresi untuk nilai β_3 pada periode 2003 - 2004 semuanya menunjukkan hasil yang tidak signifikan, sedangkan pada periode 2005 - 2006 adalah sebanyak 11, 2 dan 1 perusahaan. Pada periode 2003 - 2006 menunjukkan bahwa β_1 dan β_3 yang signifikan sebanyak 13 dan 2 perusahaan, sedangkan untuk nilai β_2 pada periode 2003 - 2006 menunjukkan hasil tersebut tidak signifikan untuk semua perusahaan pada periode 2003 - 2006. Alpha perusahaan manufaktur pada periode 2003 - 2004, 2005 - 2006, dan 2003 - 2006 yang tidak signifikan sebanyak 18, 18, dan 17 perusahaan.

Dari hasil regresi tahap pertama tersebut dapat dinyatakan bahwa model regresi tahap pertama yang dilakukan tidak berlaku. Hal ini dapat dibuktikan dengan banyaknya nilai β_2 dan β_3 tidak signifikan, sehingga model *Capital Asset Pricing Model* yang lebih berlaku, dengan asumsi bahwa nilai alpha tidak signifikan dan nilai β_1 adalah signifikan, sehingga hipotesis yang

menyatakan bahwa *excess return* pasar, *excess* suku bunga deposito 3 bulanan dan *excess* suku bunga deposito 6 bulanan memiliki pengaruh terhadap *excess return* individual ditolak. Hasil yang tidak signifikan ini tidak sesuai dengan hasil penelitian yang telah dilakukan oleh Soejoto (2002), yang menyatakan bahwa tingkat suku bunga dapat mempengaruhi harga saham. Hal ini disebabkan karena adanya penelitian yang dilakukan oleh Soejoto dilakukan pada periode 1992 - 1997, yang pada saat itu kondisi perekonomian memburuk sehingga dapat mempengaruhi kondisi pasar. Dengan terpengaruhnya kondisi pasar tersebut, maka pada gilirannya kondisi pasar tersebut akan mempengaruhi pasar modal. Sedangkan penelitian ini menggunakan periode 2003 - 2006, dimana kondisi perekonomian di Indonesia dalam keadaan stabil atau lebih baik dibandingkan pada periode 1992 -1997, sehingga *excess return* suku bunga deposito tidak memiliki pengaruh terhadap *excess return* saham individual.

Hasil lainnya yang diperoleh dengan menggunakan model regresi tahap pertama ini dengan menggunakan uji dua koefisien regresi adalah penelitian ini menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan antara beta *excess return* pasar, beta *excess* suku bunga deposito 3 bulanan dan beta *excess* suku bunga deposito 6 bulanan pada perusahaan perbankan dan pada perusahaan manufaktur. Hasil penelitian ini memberikan hasil yang tidak sejalan dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Tandililin, Kaaro, dan Mahadwartha (2003), yang menemukan periode analisa yang lebih pendek lebih tidak konsisten dibandingkan dengan periode analisa yang lebih panjang. Hal ini dapat dibuktikan didalam hasil penelitian bahwa tidak terdapat perbedaan antara beta *excess return* pasar, beta *excess* suku bunga deposito 3 bulanan dan beta *excess* suku bunga deposito 6 bulanan. Hal tersebut berlaku untuk sampel pada perusahaan perbankan dan pada perusahaan manufaktur. Sedangkan dengan adanya dua sampel yang digunakan di dalam penelitian ini dengan sektor industri yang berbeda, yaitu sektor perbankan dan sektor manufaktur diharapkan akan memberikan informasi yang bermanfaat untuk periode 3 bulanan dan 6 bulanan.

4.2.2 Pembahasan Hasil Regresi Tahap Kedua

Setelah melakukan regresi tahap pertama, langkah yang selanjutnya adalah melakukan regresi tahap kedua. Regresi tahap kedua untuk pengujian *Capital Asset Pricing Model* menurut model Black, Jensen dan Scholes, persamaan regresinya adalah sebagai berikut:

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_{it} \cdot (R_{Mt} - R_{ft}) + e_{it} \quad (4.2)$$

Dan apabila *standart Capital Asset Pricing Model* berlaku, maka pada saat persamaan (4.2) diuji untuk data *time series* koefisien regresi untuk α_i seharusnya sama dengan nol, sehingga formula dari model yang akan diuji adalah sebagai berikut :

$$R_{it} - R_{ft} = \beta_{it} \cdot (R_{Mt} - R_{ft}) + e_{it} \quad (4.3)$$

Nilai alpha (α) untuk setiap saham yang dipilih sebagai sampel dapat dihitung, sehingga diperoleh distribusi α_i . Tetapi distribusi tersebut tidak dapat dipergunakan untuk menyimpulkan apakah secara keseluruhan alpha memang berbeda dari nol atau tidak. Untuk menguji seluruh sampel perusahaan perbankan dan perusahaan manufaktur memiliki alpha yang berbeda dari nol, maka dilakukan uji *One-Sample t Test*. Hasil dari uji *One-Sample t Test* menunjukkan bahwa sampel perusahaan perbankan dan perusahaan manufaktur periode 2003 - 2006 secara keseluruhan memiliki alpha tidak berbeda dengan nol, sehingga pengujian ini mendukung berlakunya *Standar Capital Asset Pricing Model*.

Regresi tahap kedua yang dilakukan pada perusahaan perbankan menunjukkan bahwa β_1 yang signifikan pada periode 2003 - 2004, 2005 - 2006, dan 2003 - 2006 sebanyak 9, 10, dan 9 perusahaan serta menunjukkan alpha yang tidak signifikan sebanyak 18, 14 dan 17 perusahaan dari periode 2003 - 2004, 2005 - 2006, dan 2003 - 2006. Selain itu, dari hasil regresi tahap kedua yang dilakukan dapat diketahui bahwa nilai alpha berbeda atau tidak berbeda dengan nol untuk seluruh sampel perusahaan yang diteliti, maka dilakukan pengujian dengan menggunakan *One Sample t Test* dengan berdasarkan nilai probabilitas $> 0,05$, maka alpha tidak berbeda dengan nol dan sebaliknya apabila nilai probabilitas $< 0,05$, maka alpha berbeda dengan nol. Hasil pengujian dengan menyatakan bahwa alpha pada perusahaan perbankan periode 2003 - 2004, 2005 - 2006, dan 2003 - 2006 memiliki alpha tidak berbeda dengan nol. Berikut ini adalah nilai alpha pada periode 2003 - 2004, 2005 - 2006, dan 2003 - 2006 adalah sebesar 0,469; 0,226; dan 0,538.

Sedangkan hasil regresi tahap kedua yang dilakukan pada perusahaan manufaktur menunjukkan bahwa β_1 yang signifikan pada periode 2003 - 2004, 2005 - 2006, dan 2003 - 2006

sebanyak 10, 15, dan 15 perusahaan serta menunjukkan alpha yang tidak signifikan sebanyak 18, 16 dan 15 perusahaan dari periode 2003 – 2004, 2005 – 2006, dan 2003 – 2006.

Selain itu, penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Husnan (1998); Tandililin, Kaaro dan Mahadwartha (2003); serta Kurniawan (2006), yang melakukan pengujian terhadap alpha dan hasil dari penelitian tersebut adalah alpha tidak berbeda dengan nol dan hal itu berarti *Standar Capital Asset Pricing Model* yang berlaku bukan *Zero Beta Capital Asset Pricing Model*. Hal itu berarti bahwa penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Sharpe dan Cooper pada tahun 1972 serta Black *et al.* pada tahun 1972 yang menyatakan bahwa *Zero Beta Capital Asset Pricing Model* yang lebih berlaku dari pada *Standar Capital Asset Pricing Model* yang berlaku. Dengan berlakunya *Standar Capital Asset Pricing Model*, maka hal ini juga mendukung adanya teori dari *Capital Asset Pricing Model* itu sendiri yang menyatakan bahwa *Capital Asset Pricing Model* dianggap sebagai model keseimbangan yang bisa membantu investor dalam menyederhanakan gambaran realitis hubungan antara *return* dan risiko dalam dunia nyata yang terkadang sangat kompleks.

4.2.3 Hasil Uji Dua Koefisien Regresi

Pengujian terhadap nilai t pada perusahaan perbankan dan perusahaan manufaktur periode 2003 – 2004, 2005 – 2006, 2003 – 2006, menunjukkan bahwa nilai t_{hitung} lebih kecil daripada nilai t_{tabel} dengan menggunakan nilai t_{tabel} sebesar 2,021 untuk periode 2003 - 2004 dan periode 2005 – 2006, sedangkan untuk periode 2003 – 2006 menggunakan nilai t_{tabel} sebesar 2,000. Hasil signifikansi yang tersebut juga sudah menjelaskan kondisi tentang ada tidaknya perbedaan antara *excess return* pasar, *excess* suku bunga deposito 3 bulanan dan *excess* suku bunga deposito 6 bulanan. Apabila $\beta_1 > \beta_2$; $\beta_1 \neq 0$, maka pengaruh *excess return* pasar terhadap *excess return* individual lebih baik daripada pengaruh *excess* suku bunga deposito 3 bulanan terhadap *excess return* individual; *excess return* pasar berpengaruh signifikan terhadap *excess return* individual. Dan sebaliknya, apabila $\beta_1 > \beta_3$; $\beta_1 \neq 0$, maka pengaruh *excess return* pasar terhadap *excess return* individual lebih baik daripada pengaruh *excess* suku bunga deposito 6 bulanan terhadap *excess return* individual; *excess return* pasar berpengaruh signifikan terhadap *excess return* individual.

Pada periode 2003 – 2004, baik perusahaan perbankan dan perusahaan manufaktur dapat terlihat bahwa tidak ada perusahaan yang memenuhi kondisi $\beta_1 > \beta_2$; $\beta_1 \neq 0$ dan juga tidak ada perusahaan yang memenuhi kondisi $\beta_1 > \beta_3$; $\beta_1 \neq 0$, baik pada perusahaan perbankan maupun pada perusahaan manufaktur. Untuk periode 2005 – 2006, yang memenuhi kondisi $\beta_1 > \beta_2$; $\beta_1 \neq 0$ adalah sebanyak 1 sampel untuk perusahaan perbankan dan sebanyak 1 sampel untuk perusahaan manufaktur yang memenuhi kondisi $\beta_1 > \beta_2$; $\beta_1 \neq 0$. Sedangkan hasil yang ditunjukkan pada Lampiran 7 pada periode 2005 - 2006 tidak ada perusahaan perbankan maupun perusahaan manufaktur yang memenuhi kondisi $\beta_1 > \beta_3$; $\beta_1 \neq 0$. Sedangkan pada periode 2003 – 2006, baik perusahaan perbankan dan perusahaan manufaktur tidak ada perusahaan yang digunakan sebagai sampel penelitian yang memenuhi kondisi $\beta_1 > \beta_2$; $\beta_1 \neq 0$ dan juga tidak ada perusahaan yang memenuhi kondisi $\beta_1 > \beta_3$; $\beta_1 \neq 0$, baik pada perusahaan perbankan maupun pada perusahaan manufaktur.

4.3 Hasil Uji Multikolinieritas

Hasil perhitungan nilai TOL menunjukkan tidak adanya variabel independen yang memiliki nilai TOL yang lebih besar dari 0,1, yang berarti tidak ada korelasi antara variabel independen yang nilainya lebih dari 95%. Hasil perhitungan juga menunjukkan nilai VIF lebih kecil dari 10. Jadi dapat disimpulkan bahwa multikolinieritas antara variabel independen dalam model regresi pada perusahaan perbankan dan perusahaan manufaktur dari periode ke periode, baik periode 2003 – 2004, periode 2005 – 2006, maupun periode 2003 – 2006 sangat rendah dan hal tersebut berarti memiliki tingkat multikolinieritas yang tidak berbahaya.

4.4 Kevalidan *Capital Asset Pricing Model*

Hasil regresi tahap pertama yang dilakukan pada 21 perusahaan perbankan dan 21 perusahaan manufaktur periode 2003 – 2006 tentang kevalidan terhadap pengujian *Capital Asset Pricing Model*, adalah sebagai berikut:

Perbandingan Kevalidan *Capital Asset Pricing Model*

Perusahaan Perbankan dan Perusahaan Manufaktur

Tahun	Perusahaan Perbankan		Perusahaan Manufaktur	
	Valid	Tidak Valid	Valid	Tidak Valid
2003 – 2004	8	13	8	13
2005 – 2006	9	12	11	10
Total Periode (2003 - 2006)	8	13	11	10

Sumber : SPSS, yang diolah

Perbandingan kevalidan *Capital Asset Pricing Model* tersebut juga merupakan hasil dari regresi tahap kedua yang telah dilakukan pada perusahaan perbankan dan perusahaan manufaktur yang juga dapat menunjukkan kevalidan dari *Capital Asset Pricing Model*. *Capital Asset Pricing Model* dikatakan valid apabila memiliki beta (β) yang signifikan dan alpha (α) tidak signifikan.

Dapat dilihat pada Perbandingan kevalidan *Capital Asset Pricing Model* untuk perusahaan perbankan yang dinyatakan valid di dalam pengujian *Capital Asset Pricing model* adalah sebanyak 8 perusahaan pada periode 2003 - 2004, 9 perusahaan pada periode 2005 - 2006, 8 perusahaan pada periode 2003 - 2006 Sedangkan untuk perusahaan manufaktur, pengujian *Capital Asset Pricing Model* yang dianggap valid adalah sebanyak 8 perusahaan pada periode 2003 – 2004, 11 perusahaan pada periode 2005 – 2006, dan 11 perusahaan pada periode 2003 – 2006.

Selain itu, dapat dilihat juga bahwa pengujian kevalidan *Capital Asset Pricing Model* pada perusahaan perbankan dari periode ke periode lebih sedikit bila dibandingkan dengan pengujian kevalidan *Capital Asset Pricing Model* pada perusahaan manufaktur untuk periode 2005 – 2006 dan periode 2003 – 2006. Dari hasil analisis yang dilakukan, ditemukan bahwa *Capital Asset Pricing Model* pada perusahaan manufaktur lebih valid dibandingkan dengan *Capital Asset Pricing Model* pada perusahaan perbankan, dan itu berarti bahwa H_0 diterima. Hasil dari penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Wahyudi dan Hartini (2002) serta Kurniawan (2006), hal ini disebabkan karena adanya perusahaan manufaktur dianggap sebagai sektor yang stabil bila dibandingkan dengan perusahaan keuangan. Di dalam perusahaan manufaktur yang dijadikan sampel, terdapat sektor farmasi dan sektor konsumsi yang didukung dengan beberapa saham, seperti Gudang Garam Tbk (GGRM) dan Indofood Sukses Makmur Tbk (INDF) merupakan perusahaan-perusahaan yang memiliki tingkat keuntungan yang meningkat, dan juga dikarenakan kegiatan usaha ini tidak terpengaruh dengan kondisi booming atau krisis bila dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan manufaktur lainnya yang dijadikan sampel di dalam penelitian atau bahkan untuk perusahaan perbankan yang memiliki pengaruh yang sangat besar pada perekonomian suatu negara.

Ketidakvalidan *Capital Asset Pricing Model* yang terjadi, baik pada perusahaan perbankan dan manufaktur di dalam pengujian *Capital Asset Pricing Model* mungkin disebabkan oleh adanya nilai beta yang dihasilkan tersebut merupakan beta yang bias. Beta yang bias bisa terjadi karena ketidaksamaan waktu antara *return* suatu sekuritas dengan *return* pasar dalam perhitungan beta yang disebabkan oleh perdagangan tidak sinkron. Sedangkan ketidak signifikanan koefisien beta pada periode 2003 – 2006 disebabkan data yang digunakan untuk setiap periodenya terlalu pendek jaraknya, yaitu untuk periode 2003 – 2004 dan periode 2005 – 2006 digunakan data selama 2 tahun dan untuk 2003 – 2006 data yang digunakan selama 4 tahun. Apabila data yang digunakan lebih panjang, maka hasilnya akan lebih signifikan. Karena dalam jangka panjang nilai beta yang ditaksir akan mendekati nilai beta yang sebenarnya. Dari pembahasan tersebut dapat dikatakan bahwa beta dapat digunakan sebagai alat ukur risiko dan juga merupakan indikator penting dalam memperkirakan *return* atau tingkat keuntungan yang akan diperoleh dari suatu investasi.

5. Simpulan dan Saran

5.1 Simpulan

Berdasarkan analisis dan pembahasan yang telah dikemukakan pada bab sebelumnya, maka dapat disimpulkan bahwa:

1. Terdapat pengaruh antara *excess return* pasar terhadap *excess return* individual pada perusahaan perbankan di Indonesia dan tidak terdapat pengaruh antara *excess* suku bunga

- deposito, baik untuk *excess* suku bunga deposito 3 bulanan maupun *excess* suku bunga deposito 6 bulanan terhadap *excess return* individual pada perusahaan perbankan di Indonesia
2. Tidak terdapat perbedaan antara beta *excess return* pasar, beta *excess* suku bunga deposito 3 bulanan dan beta *excess* suku bunga deposito 6 bulanan pada perusahaan perbankan di Indonesia.
 3. Terdapat pengaruh antara *excess return* pasar terhadap *excess return* individual pada perusahaan manufaktur di Indonesia dan tidak terdapat pengaruh antara *excess* suku bunga deposito, baik untuk *excess* suku bunga deposito 3 bulanan maupun *excess* suku bunga deposito 6 bulanan terhadap *excess return* individual pada perusahaan manufaktur di Indonesia
 4. Tidak terdapat perbedaan antara beta *excess return* pasar, beta *excess* suku bunga deposito periode 3 bulanan dan beta *excess* suku bunga deposito 6 bulanan pada perusahaan manufaktur di Indonesia.
 5. *Capital Asset Pricing Model* pada perusahaan manufaktur lebih valid bila dibandingkan dengan *Capital Asset Pricing Model* pada perusahaan perbankan di Indonesia.

5.2 Saran

Berdasarkan simpulan yang telah diuraikan, maka saran yang diajukan adalah sebagai berikut:

1. Bagi para peneliti selanjutnya disarankan lebih berhati-hati di dalam menggunakan ekuilibrium *Capital Asset Pricing Model* karena penentuan lamanya selang waktu di dalam menaksir beta sangat mempengaruhi hasil yang diperoleh.
2. Menambah periode penelitian yang digunakan. Apabila data yang digunakan lebih panjang, maka hasilnya akan lebih signifikan. Karena dalam jangka panjang nilai beta yang ditaksir akan mendekati nilai beta yang sebenarnya.
3. Menambah jumlah variabel yang digunakan, sehingga model yang dihasilkan benar-benar menunjukkan kondisi yang sesungguhnya. Variabel lain tersebut seperti : tingkat inflasi, pertumbuhan ekonomi, pertumbuhan pendapatan, isu politik, *rate of return on total asset*, dan lain sebagainya.
4. Sampel yang diambil sebaiknya mampu mewakili semua yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta.
5. Sebaiknya menggunakan data harian atau data mingguan untuk dapat melihat perbedaan risiko-risiko pada masing-masing perusahaan, karena di dalam penelitian ini menggunakan data bulanan selama 4 tahun dari periode 2003 – 2006.

DAFTAR KEPUSTAKAAN

- Gujarati, Damodar N., 1995, "*Basic Econometrics*". Third Edition, McGraw-Hill, Singapore.
- Husnan, Suad, 2001, "*Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*", Yogyakarta : UPP AMP YKPN,
- Husnan, Suad, 2002, "Pengujian CAPM di BEJ Periode 1994 – 1997: Standard CAPM atukah Zero Beta?", *Kumpulan Bunga Rampai*, 401 – 413, BPE, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Jakarta Stock Exchange, 2006, "*Indonesian Capital Market Directory 2006*", Seventeenth Edition, Jakarta.
- Jogiyanto, 2003, "*Teori Portofolio dan Analisis Investasi*", Edisi ketiga, Yogyakarta:BPFE Yogyakarta.
- Kurniawan, Candra, 2006, "*Pengujian Empiris Capital Asset Pricing Model untuk Mengukur risiko dan Return pada perusahaan LQ-45 di Bursa Efek Jakarta Periode Februari 2004 – Juli 2005*", Thesis Program Pascasarjana Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya.
- Soejoto, Ady, 2002, "Analisis Harga Saham Perusahaan Manufaktur dan Faktor-Faktor yang Mempengaruhinya di Pasar Modal Indonesia," *Ekuitas* Vol. 6 No. 3 September 2002 : 250 - 267.

- Tandelilin, Eduardus, 2001, "*Analisis Investasi dan Manajemen Portafolio*", Edisi Pertama, BPFE, Yogyakarta.
- Tandelilin, Eduardus, Kaaro, Hermendito dan Mahadwartha, Putu Anom, 2003, "*Research Report – The Evaluation of Mutual Fund Performance in Indonesia*", Master of Management Program Gadjah Mada University Yogyakarta, Yogyakarta.
- Wahyudi, Untung dan Hartani, PP., 2002, "Analisis Korelasi antara Kandungan Portafolio dan Tingkat Keuntungan Saham : Studi pada P.T. Bursa Efek Yakarta", *Ventura*, Vol 5 No. 2, Desember 2002 : 176 – 182.