



## RINGKASAN EKSEKUTIF

ANDAM DEWI. 2006. Analisis Penggunaan *Capital Asset Pricing Model* dan *Arbitrage Pricing Theory* dalam Memprediksi *Return* Saham Kelompok *Jakarta Islamic Index*. Dibawah bimbingan **DJONI TANOPRUWITO** dan **HERMANTO SIREGAR**.

Latar belakang penulisan tesis ini adalah adanya berbagai kesimpulan dari berbagai tulisan/penelitian mengenai CAPM dan APT terkait validitas penggunaan model tersebut dalam penggunaannya pada dunia nyata. Disamping itu, ketertarikan penulis untuk mengetahui perilaku saham-saham dalam kelompok JII turut menjadi landasan penulisan tesis ini. Berdasarkan pencarian penulis, belum terdapat tulisan mengenai penggunaan kedua model tersebut pada saham-saham dalam kelompok JII. Untuk itulah penulis melakukan penelitian yang dituangkan dalam tesis ini.

Bagaimana model CAPM dan APT digunakan dalam memprediksi *return* saham dalam kelompok JII serta model mana yang lebih tepat digunakan untuk memprediksi saham dalam kelompok JII penulis ajukan sebagai rumusan masalah dalam tesis ini.

Berdasarkan rumusan masalah di atas, tujuan penelitian yang dilakukan penulis adalah untuk memprediksi *return* saham kelompok JII pada masa yang akan datang dengan menggunakan model CAPM berdasarkan beta saham historis; memprediksi *return* saham kelompok JII pada masa yang akan datang dengan menggunakan model/teori APT berdasarkan koefisien *risk premium* indeks historis serta menentukan model/teori yang lebih tepat (diantara kedua model di atas) untuk digunakan dalam memprediksi *return* saham kelompok JII. Penelitian terbatas pada saham-saham yang termasuk dalam kelompok JII pada Bursa Efek Jakarta. Dalam hal ini penulis mengambil sampel atas beberapa saham berdasarkan kriteria saham yang secara konsisten sejak akhir Desember 2001 (sebagai *base day*) sampai dengan akhir tahun 2004 tetap masuk dalam kelompok JII yaitu saham AALI, ANTM, ASGR, GJTL, INDF, INTP, ISAT, SMCB, SMGR, TINS, TLKM, UNTR dan UNVR. Periode penelitian yang digunakan adalah tahun 2002 s.d tahun 2004, sedangkan tahun 2005 digunakan sebagai tahun prediksi yang kemudian dibandingkan dengan kondisi nyata/aktual.

Penelitian dilakukan dengan menggunakan data sekunder yang berasal dari Bursa Efek Jakarta, Bank Indonesia dan Biro Pusat Statistik. Bentuk penelitian (*Research Design*) yang dilakukan adalah *Descriptive Quantitative* yakni mengkaji dan menganalisis masalah yang telah dirumuskan berdasarkan fakta dan teori terkait. Dalam menentukan *excess return* masing-masing saham dalam model CAPM dan APT dan *excess return* pasar dalam model CAPM serta *risk premium* faktor dalam APT, penulis menggunakan tingkat bonus Sertifikat Wadiah Bank Indonesia (SWBI) sebagai *proxy* tingkat pengembalian investasi bebas risiko (*Risk Free rate/Rf*), hal ini dilakukan karena populasi yang diambil sampelnya merupakan saham kelompok JII yang seleksi pertamanya dilakukan

Hak cipta dilindungi Undang-Undang

Program Pascasarjana Manajemen dan Bisnis  
Institut Pertanian Bogor

IPB-IPB

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
  - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
  - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



dengan menggunakan kriteria syariah. Namun demikian karena pada umumnya suku bunga SBI digunakan sebagai *proxy* tingkat pengembalian bebas risiko (Rf), dalam membahas model CAPM, penulis tetap melakukan perbandingan atas kedua *proxy* tingkat pengembalian investasi bebas risiko tersebut dalam dampaknya terhadap beberapa parameter yang digunakan. Dalam menentukan faktor-faktor yang akan digunakan sebagai variabel bebas dalam model APT, digunakan analisis korelasi antara *excess return* saham dengan *risk premium* masing-masing faktor dari 6 (enam) alternatif faktor. Dalam menganalisis model APT digunakan analisis regresi *multivariate*. Selanjutnya untuk menentukan manakah diantara kedua model yang lebih tepat untuk digunakan dalam memprediksi *return* saham dalam kelompok JII digunakan parameter *Theil's Inequality Coefficient (U)*, *Adjusted R-Square* dan *Estimated Standard Error*. Dalam menganalisis data digunakan perangkat lunak *Microsoft Excell* dan *SPSS* versi 10.

Berdasarkan penelitian yang penulis lakukan, dapat dirangkum hasil sebagai berikut:

- 1) Saham-saham kelompok JII tidak saja terseleksi dari segi syariah, namun juga terseleksi dari segi kapitalisasi pasar. Hal ini terbukti dari hasil penelitian yang penulis lakukan.
- 2) Tingkat pengembalian/bonus SWBI dapat dijadikan sebagai *proxy* Rf.
- 3) Walaupun *R-Square* yang diperoleh dari analisis regresi *bivariate* CAPM sebagian besar kurang dari 50 persen, namun karena perhitungan dilakukan terhadap *return*, maka dapat disimpulkan bahwa model regresi CAPM dapat digunakan untuk memprediksi *return* saham pada masa yang akan datang. Selain itu berdasarkan Anova diperoleh nilai F hitung dan Sig/ $\rho$  *value* yang signifikan.
- 4) Koefisien regresi/ $\beta$  (beta) yang diperoleh menunjukkan bahwa sebagian besar saham-saham sampel merupakan saham-saham agresif.
- 5) Berdasarkan uji coba atas indeks-indeks makro ekonomi yang digunakan sebagai alternatif variabel bebas dalam persamaan regresi APT menunjukkan bahwa indeks pasar saham yaitu IHSG lah yang paling memberikan pengaruh secara nyata/ signifikan terhadap *excess return* saham-saham kelompok JII.
- 6) Walaupun hanya 5 (lima) dari 13 (tiga belas) saham sampel yang memiliki koefisien determinasi (*R-Square*) lebih dari 50 persen, namun karena perhitungan dilakukan terhadap *return*, maka dapat disimpulkan bahwa persamaan regresi pada model APT dapat digunakan untuk memprediksi *return* saham pada masa yang akan datang. Selain itu hasil Anova menunjukkan nilai F dan Sig ( $\rho$  *value*) yang signifikan.
- 7) Faktor Kurs USD terhadap Rupiah yang menghasilkan koefisien korelasi yang negatif antara *excess return* semua saham sampel dengan *risk premium* kurs, yang berarti depresiasi rupiah akan menurunkan *return* saham demikian juga apresiasi rupiah akan menaikkan *return* saham, ternyata tidak demikian halnya jika faktor kurs tersebut digunakan secara bersama-sama dengan faktor lainnya (IHKG dan IHSG) untuk memprediksi *return* saham. Hal ini ditunjukkan dengan adanya koefisien regresi yang tidak seluruhnya negatif.
- 8) Berdasarkan parameter yang digunakan untuk memilih model yang terbaik dalam memprediksi *return* saham pada masa yang akan datang yakni nilai



1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.

2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



*Theil's U*, *Adjusted R-Square* dan *Estimated Standard Error* menghasilkan kesimpulan yang berbeda-beda. Namun demikian secara keseluruhan dapat diambil kesimpulan model CAPM lebih unggul dalam memprediksi *return* saham kelompok JII dibandingkan dengan model APT.

- 9) Saham TLKM merupakan saham paling baik dalam menjelaskan model CAPM dan APT. Namun demikian, CAPM lebih tepat digunakan dalam memprediksi saham TLKM dibandingkan dengan model APT.
- 10) Mengkaitkan dengan kajian para peneliti sebagaimana diungkapkan pada bab II, dalam penelitian yang penulis lakukan dapat dibuktikan hal-hal sebagaimana dinyatakan oleh peneliti terdahulu, antara lain:
  - Sebagaimana yang dinyatakan oleh Jensen (1968), dalam penelitian yang penulis lakukan terdapat *intercept* yang diperoleh dari hasil regresi *bivariate* antara *excess return* saham dengan *excess return market* dalam CAPM. Hal ini mematahkan teori CAPM Sharpe-Lintner yang mengatakan bahwa *intercept* yang timbul adalah *risk free rate*. Demikian juga halnya dengan APT dimana dalam persamaan APT, Ross menyatakan bahwa *intercept* yang dihasilkan adalah sebesar  $R_f$ , ternyata berdasarkan penelitian diperoleh adanya konstanta lain yang dihasilkan dari analisis regresi *multivariate* antara *excess return* saham dengan *risk premium* faktor-faktor IHKG, Kurs dan IHSG.

Berdasarkan rangkuman hasil penelitian di atas, dapat dirumuskan implikasi manajerial sebagai berikut:

- 1) Saham-saham dalam kelompok JII merupakan saham-saham yang menarik untuk dilakukan investasi karena selain terseleksi karena unsur syariah, saham-saham tersebut terseleksi karena kriteria kapitalisasi pasar. Khususnya saham TLKM merupakan saham yang paling menarik untuk dilakukan investasi, selain karena pembuktian sebagaimana butir 9) di atas, selama periode penelitian, saham tersebut beberapa kali menduduki ranking pertama dalam kapitalisasi pasar.
- 2) Sebagian besar dari beta saham sampel menunjukkan bahwa saham-saham tersebut merupakan saham agresif yang mempunyai volatilitas lebih tinggi daripada pasar. Hal ini sangat menguntungkan pada pasar dalam keadaan "*bullish*" dan perlu diwaspadai pada pasar dalam keadaan "*bearish*".
- 3) Karena berdasarkan penelitian ini menunjukkan bahwa faktor pasar lah yang paling berpengaruh terhadap *return* saham, bagi calon investor yang akan melakukan investasi pada saham-saham tersebut sebaiknya perlu mencermati volatilitas pasar baik indeks JII maupun IHSG pada masa sebelumnya dalam kaitannya dengan saham yang akan dibeli.
- 4) Yang perlu dicermati juga adalah faktor Kurs USD terhadap Rupiah, karena walaupun berdasarkan analisis korelasi menunjukkan bahwa apresiasi rupiah akan meningkatkan *return* saham, namun secara bersama-sama dengan faktor lainnya menghasilkan pengaruh yang belum tentu positif antara apresiasi rupiah dengan *return* saham.
- 5) Tingkat inflasi yang dalam penelitian ini digambarkan dengan volatilitas IHKG, yang secara regresi *bivariate* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham, namun secara bersama-sama dengan faktor indeks pasar dan kurs dapat mempengaruhi volatilitas *return* saham.

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.

2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



Dikaitkan dengan tujuan penelitian, dapat diambil kesimpulan:

- 1) Model CAPM dapat digunakan untuk memprediksi *return* saham kelompok JII pada masa yang akan datang. Walaupun *R-Square* yang dihasilkan dari persamaan regresi *bivariate* antara *excess return* saham dengan *excess return* pasar, hanya sebagian saham sampel yang menunjukkan nilai di atas 50 persen, namun karena perhitungan dilakukan terhadap *return*, maka model tersebut dapat digunakan untuk memprediksi. Selain itu seluruh persamaan regresi menunjukkan adanya pengaruh nyata/signifikan antara *excess return* pasar dengan *excess return* saham.
- 2) Model APT dapat digunakan untuk memprediksi *return* saham kelompok JII pada masa yang akan datang. Walaupun *R-Square* yang dihasilkan dari persamaan regresi *multivariate* antara *excess return* saham dengan *risk premium* faktor-faktor yang digunakan, hanya sebagian saham sampel yang menunjukkan nilai di atas 50 persen, namun karena perhitungan dilakukan terhadap *return*, maka model tersebut dapat digunakan untuk memprediksi. Selain itu seluruh persamaan regresi menunjukkan adanya pengaruh nyata/signifikan antara *risk premium* faktor-faktor yang digunakan dengan *excess return* saham.
- 3) Model yang lebih tepat digunakan untuk memprediksi *return* saham kelompok JII pada masa yang akan datang sangat bergantung pada parameter yang digunakan. Namun demikian berdasarkan penelitian yang penulis lakukan, secara umum model CAPM lebih unggul dalam memprediksi *return* saham pada masa yang akan datang dibandingkan dengan model APT.

Berdasarkan kesimpulan yang penulis sampaikan di atas, maka penulis menyarankan hal-hal sebagai berikut:

- 1) Saham-saham dalam kelompok JII merupakan saham-saham yang menarik untuk dijadikan investasi. Disarankan bagi investor terutama bagi investor yang mensyaratkan unsur syariah dalam investasinya untuk melakukan investasi pada saham-saham dalam kelompok JII, karena selain terseleksi dengan kriteria syariah, kapitalisasi pasar merupakan kriteria seleksi lainnya.
- 2) Bagi peneliti berikutnya disarankan perlunya mencari indeks makro ekonomi lainnya selain IHKG, IHPB, IP, Kurs dan IHSG untuk mengetahui seberapa besar pengaruh indikator makro ekonomi terhadap *return* saham, sehingga dapat digunakan sebagai variabel dalam memprediksi *return* saham pada masa yang akan datang.
- 3) Karena nilai-nilai yang diperoleh yang digunakan sebagai parameter keakuratan model dalam memprediksi *return* saham masih relatif tinggi maka perlu dilakukan penelitian yang lebih mendalam antara lain dengan menambah periode penelitian yang diharapkan dapat memperkecil nilai *U* dan *Standard Error* dugaan dan memperbesar *Adjusted R-Square*, sehingga dapat diketahui model yang lebih andal untuk digunakan sebagai alat dalam memprediksi *return* saham pada masa yang akan datang.

Kata kunci: *Jakarta Islamic Index, Return, Risk Premium, R-Square, Sig (p value), Thiel's U, Adjusted R-Square, Estimated Standard Error.*

