

**ANALISIS PENGARUH RETURN PASAR DAN BEBERAPA
VARIABEL MAKRO EKONOMI TERHADAP RETURN
SAHAM INDIVIDUAL DAN PORTOFOLIO
(Perbandingan Model Pasar, Model Makro-Ekonomi dan
Gabungannya)**

Hasan

Fakultas Ekonomi Universitas Wahid Hasyim

ABSTRACT

The controversy about superiority of market model or multi-factors model keeps as interesting research theme in finance. This paper try to analyse some return generating models using several individual stocks and a portfolio composed from six listed stocks in Jakarta Islamic Index. The result shows that market model outperforms multifactors or macro model. In other words, market is reliable enough in generating predicted return.

Keywords : *return, market model, multifactors model,*

PENDAHULUAN

Capital Asset Pricing Model (CAPM) merupakan salah satu model untuk menentukan harga suatu aset, dimana tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh pemodal untuk suatu saham akan dipengaruhi oleh risiko saham yang diukur dengan Beta (β). Model ini menggunakan beberapa asumsi penyederhanaan. Meskipun dengan penyederhanaan, baik tidaknya suatu model bukan pada realistik tidaknya asumsi-asumsi yang dipergunakan, tetapi pada seberapa jauh model tersebut mampu menjelaskan keadaan dunia nyata (Husnan, 2005). Dengan kata lain, perlu dilakukan pengujian terhadap model tersebut. Selain CAPM, dikenal pula *Arbitrage Pricing Theory (APT)* yang dikemukakan oleh Ross (1976). Teori ini tidak didasarkan atas asumsi pembentukan investasi (portofolio) yang efisien sebagaimana CAPM, namun lebih mengacu pada hukum satu harga yaitu aktiva yang berkarakteristik sama tidak dapat dijual dengan harga yang berbeda karena adanya proses arbitrase. APT mengasumsikan bahwa tingkat keuntungan ini dipengaruhi oleh berbagai faktor perekonomian dan industri. Namun tidak dijelaskan lebih lanjut mengenai faktor-faktor spesifik yang mempengaruhinya (Husnan, 2005).

Beberapa pembahasan mengenai *single-factor market model (CAPM)* dan *multifactor model* sebagaimana APT telah dirangkum oleh Chang (1991). Diantaranya adalah pembahasan oleh Ross (1967), Rosenberg-Guy (1976), dan Sharpe (1997) yang menyatakan bahwa *market-return* dapat disusun ulang menjadi kombinasi linier beberapa faktor fundamental ekonomi makro. Sedangkan Chen (1983) menyatakan bahwa *multi-beta pricing* dapat selalu tercakup dalam *single-beta relation*. Chang sendiri pada hasil studi empirisnya

menyatakan bahwa *market-return generating model* cenderung dominan daripada *multifactor economic model*. Pertentangan *single* faktor dan multifaktor ini tetap menjadi topik yang menarik dibahas. Hampir selalu dijumpai dalam jurnal-jurnal penelitian keuangan, penelitian-penelitian yang membahas mengenai biaya/ harga suatu aset. Oleh karena itu, masih relevan untuk memprediksi harga aset yang diukur dari *return*-nya di Indonesia.

Salah satu indeks yang ada di Indonesia adalah yang dikenal dengan Jakarta Islamic Index (JII). JII merupakan indeks di Bursa Efek Indonesia yang terdiri atas saham-saham yang sesuai dengan syariah. Indeks ini dibuat untuk menarik masyarakat Indonesia yang sebagian besar beragama Islam, untuk turut berinvestasi di pasar modal. Hal ini dikarenakan masih adanya kepercayaan di kalangan muslim bahwa berinvestasi di pasar modal, termasuk pasar saham adalah *subhat* dan bahkan *haram*. Untuk itu, disusunlah saham-saham yang berasal dari perusahaan-perusahaan yang sesuai dan tidak bertentangan dengan syariah Islam. Saham-saham ini selalu dievaluasi tiap enam bulan dan disesuaikan dengan kondisi masing-masing emiten, apakah masih layak masuk dalam daftar saham syariah yang dinamakan Jakarta Islamic Index. Kelayakan masuk dalam indeks ini diantaranya, namun tidak terbatas pada kesesuaian dengan fatwa Dewan Syariah Nasional-Mejelis Ulama Indonesia.

Secara ekonomis, JII ternyata juga tidak kalah kinerjanya dibandingkan pasar. Hal ini terlihat pada tahun 2007, *return* JII lebih tinggi daripada IHSG. Saat pasar sedang *bearish* di tahun 2008, meskipun *return* negatif, namun tetap lebih besar daripada *return* pasar yang diukur dari IHSG. Meskipun masih perlu diuji ulang, namun data ini dapat menjadi cerminan cukup menguntungkannya saham-saham JII. Hal ini dimungkinkan karena adanya syarat-syarat khusus untuk masuk JII, diantaranya struktur modal yang baik, dalam arti tidak terlalu banyak menggunakan hutang. Maraknya perkembangan produk-produk keuangan islami tidak hanya terjadi di Indonesia dan negara-negara yang sebagian masyarakatnya beragama Islam. Di negara-negara maju yang sebagian besar bukan beragama Islam-pun berlomba-lomba untuk membuat produk-produk keuangan yang sesuai dengan syariah Islam. Hal ini dilakukan karena pertimbangan permintaan dan minat produk-produk ini yang tinggi. Karena itu, cukup menarik untuk menggunakan indeks semacam ini dalam penelitian-penelitian pengujian *return* saham.

Dari paparan diatas, penelitian ini untuk menganalisis beberapa model pembangun *return* (*return generating model*) dari beberapa saham dan portofolio dari saham-saham yang masuk dalam JII dari berbagai sektor industri yang berbeda. Tujuan penelitian ini adalah menganalisa pengaruh *return* pasar dan beberapa variabel makro ekonomi (BI-rate, inflasi, dan kurs) terhadap *return* saham individual dan portofolio; menganalisa *market model*, makro model, dan gabungannya dalam memprediksi *return* yang baik ; menganalisa penggunaan saham individu dan portofolio dalam memprediksi *return*

LANDASAN TEORI

Capital Asset Pricing Model (CAPM) dapat didefinisikan sebagai sebuah model yang menggambarkan hubungan antara risiko dan return yang diharapkan, model ini digunakan dalam penilaian harga sekuritas (www.investopedia.com). CAPM menjelaskan hubungan antara risiko dan *return*. Persamaan risiko dan *return* ini adalah :

$$R_s = R_f + R_p ; \text{dimana } R_p = \beta (R_m - R_f); \text{ maka}$$

$$R_s = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

Keterangan:

R_s = *Expected Return on a given risky security*

R_f = *Risk-free rate*

R_m = *Expected return on the stock market as a whole*

β = *Stock's beta*

Beta memperlihatkan risiko sistematis suatu aset (sekuritas). Bila nilai Beta (β) = 1 artinya adanya hubungan yang sempurna antara risiko saham individual dengan kinerja portofolio pasar yang diukur dengan indeks pasar (*market index*), atau dengan kata lain risiko sekuritas tersebut adalah sama dengan risiko sistematis pasar. Beta inilah yang sering disebut juga dengan faktor pasar, sehingga model penentuan harga sekuritas dengan model ini disebut dengan *market model*. Biasanya nilai beta berkisar 0,5 – 1,5.

CAPM pada dasarnya merupakan *one factor model* dalam menaksir harga sekuritas (satu-satunya faktor yang mempengaruhi adalah risiko). Pelonggaran bisa dilakukan dengan mengintrodusir faktor tambahan (Husnan, 1994). Tambahan ini ditawarkan oleh *Arbitrage Pricing Theory* (APT) yang diperkenalkan oleh Ross pada tahun 1967. Teori ini menawarkan adanya multi-faktor model. Teori ini tidak didasarkan atas asumsi pembentukan investasi (portofolio) yang efisien sebagaimana CAPM, namun lebih mengacu pada hukum satu harga, yaitu apabila aktiva yang berkarakteristik sama tidak dapat dijual dengan harga yang berbeda karena adanya proses arbitrase. APT mengasumsikan bahwa tingkat keuntungan ini dipengaruhi oleh berbagai faktor perekonomian dan industri (Husnan, 2005). Peneliti-peneliti lain kemudian mengembangkan berbagai model untuk menjelaskan harga aset ini. Banyak diantara mereka kemudian memasukkan faktor ekonomi makro dalam analisisnya.

Haryanto dan Riyatno (2007) menyebutkan beberapa penelitian tentang variabel makro yang mempengaruhi risiko. Penelitian Tandelilin (1997) ingin membuktikan bahwa variabel makro juga mempengaruhi risiko. Variabel yang dipakai adalah tingkat inflasi, tingkat suku bunga dan perubahan GDP. Walaupun secara bersama-sama variabel-variabel tersebut tidak berpengaruh signifikan terhadap risiko sistematis namun tingkat suku bunga secara parsial terbukti berpengaruh signifikan terhadap risiko sistematis. Widjaja

(2004) menunjukkan bahwa variabel inflasi mempengaruhi risiko saham. Penelitiannya menggunakan saham yang tergolong dalam LQ-45 dengan periode penelitian dari tahun 2001 sampai 2002.

Meskipun penelitian-penelitian diatas yang melihat adanya pengaruh variabel-variabel makro ekonomi terhadap risiko, namun dalam teori keuangan diketahui bahwa return sangat terkait dengan risiko. Semakin tinggi risiko, maka akan semakin tinggi pula return yang diminta oleh investor. Sehingga dengan melihat risiko, dapat diperkirakan pergerakan ekspektasi investor terhadap risiko. Analisa terhadap *return*, tidak dapat dipisahkan dari analisa terhadap risiko. Karena sulit menggunakan *return expected*, maka digunakan *return ex-post* sebagai proksi dari risiko ini.

Tandelilin dan Lantara (2001) meneliti stabilitas dan prediktabilitas beta saham di Bursa Efek Jakarta. Mereka menjelaskan bahwa beta saham bisa diprediksikan. Beta portofolio saham cenderung lebih kuat dibanding prediktabilitas beta saham individual. Hasil penelitian dengan menggunakan indikator koefisien korelasi mengindikasikan bahwa koefisien korelasi beta portofolio saham cenderung meningkat seiring dengan semakin banyaknya jenis saham yang dimasukkan dalam portofolio. Terlihat adanya kecenderungan koefisien korelasi beta portofolio saham terus meningkat sampai mencapai beta portofolio yang terdiri dari 15 jenis saham, dan selanjutnya cenderung menurun pada saat beta portofolio terdiri dari 20 jenis saham.

DATA DAN METODOLOGI

Saham yang digunakan dalam penelitian ini adalah saham-saham perusahaan (emiten) lintas industri yang sering masuk dalam indeks LQ-45 dan Jakarta Islamic Index (JII). Pertimbangan memasukkannya LQ-45 dalam analisa ini adalah untuk menghindari adanya bias akibat *thin-trading* sebagaimana yang disampaikan Husnan (1994). Dengan kondisi saham yang *thin-trading* (jarang diperdagangkan) dapat mengakibatkan bias prediksi yang dilakukan.

Saham-saham yang digunakan dalam penelitian ini meliputi : Astra International (ASII), Bumi Resources (BUMI), Kalbe Farma (KLBF), Timah (TINS), Telekomunikasi Indonesia (TLKM), United Tractor (UNTR), Unilever Indonesia (UNVR). Pada awalnya dipilih 10 saham, termasuk Aneka Tambang (ANTM), Adaro Energy (ADRO), dan Semen Gresik (SMGR). Namun karena keterbatasan data, hanya digunakan 7 saham terpilih. Data harga saham dalam penelitian ini bersumber dari Yahoo!Finance (finance.yahoo.com). *Return* saham dan *return* pasar dihasilkan 61 perhitungan bulanan dari Februari 2005 – Februari 2010. Hal ini diperoleh dari data 62 pengamatan harga saham dan indeks IHSG bulanan selama periode Januari 2005 - Februari 2010. Sedangkan *return* portofolio bulanan disusun dari rata-rata *return* bulanan ketujuh saham yang dianalisa. Untuk variabel makro ekonomi, digunakan nilai bulanan dari *BI-rate*, Inflasi bulanan (*Year-on-year*), dan kurs 1 US Dollar terhadap rupiah (nilai tengah kurs beli-jual pada awal

bulan) yang diperoleh dari data Bank Indonesia (www.bi.go.id) selama periode Februari 2005 – Februari 2010.

Analisa data dilakukan dengan melakukan regresi dengan 3 persamaan untuk masing-masing saham dan portofolio:

$$R_{it} = \alpha_1 + \beta_1 (IHS\text{G})_{t-1} + \epsilon_{it}$$

$$R_{it} = \alpha_2 + \beta_2 (\text{BIRATE})_{t-1} + \beta_3 (\text{INFLASI})_{t-1} + \beta_4 (\text{KURS})_{t-1} + \epsilon_{it}$$

$$R_{it} = \alpha_3 + \beta_4 (IHS\text{G})_{t-1} + \beta_5 (\text{BIRATE})_{t-1} + \beta_6 (\text{INFLASI})_{t-1} + \beta_7 (\text{KURS})_{t-1} + \epsilon_{it}$$

Dimana:

R_{it} = Return saham atau portofolio i pada bulan t; return saham diperoleh dari harga saham pada saat t dikurangi harga saham saat t-1 (bulan sebelumnya), dibagi harga saham t-1. Sedangkan return portofolio merupakan rata-rata return dari ketujuh saham yang digunakan.

$IHS\text{G}_t$ = Return pasar (*market*) pada bulan t, diproksikan dari return Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Return pasar diperoleh dari IHSG pada saat t dikurangi IHSG saat t-1 (bulan sebelumnya), dibagi IHSG t-1.

$\alpha_{1,2,3}$ = konstanta / *intercept* masing-masing persamaan 1,2,3

$\beta_{1,2,3,4,5,6,7}$ = *slope* / parameter estimasi dari masing-masing variabel 1-7 pada masing-masing persamaan.

BIRATE_t = tingkat bunga Sertifikat Bank Indonesia pada bulan t

INFLASI_t = tingkat inflasi pada bulan t

KURS_t = kurs tengah nilai beli dan jual 1 US dollar atas rupiah di awal bulan t

ϵ_{it} = *error-term* pada saat t

Pengolahan data dilakukan dengan tahapan :

1. Menyusun data pada masing-masing variabel : return saham dan portofolio, return pasar, BI-Rate, Inflasi, dan Kurs.
2. Melakukan regresi pada tiap persamaan untuk masing-masing saham individual dan portofolio. Tiap persamaan dilakukan regresi untuk masing-masing saham (7 regresi untuk tujuh saham), dan (1) portofolio, sehingga ada 24 regresi (8 regresi x 3 persamaan).
3. Dilakukan analisa untuk melihat *goodness of fit* model dan konsistensi tanda pada masing-masing persamaan, termasuk uji signifikansi dari masing-masing model.
4. Dilakukan uji asumsi klasik untuk persamaan yang terpilih, yaitu *unified model* (model gabungan - antara *market* dan makro model).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Ringkasan hasil pengolahan data dapat dilihat pada tabel di bagian akhir tulisan ini. Dari hasil olah data sebagaimana tampak pada Panel A (*market*-

model), semua koefisien b (Beta) terlihat signifikan pada level 0,01 (6 saham dan 1 portofolio) dan 0,05 (UNVR). Dengan kata lain, berarti beta dapat menjadi penaksir *return* yang signifikan. Sedangkan untuk kebaikan model, dapat dilihat pada nilai *R-square* sebagai koefisien determinasi. Nilai *R-square* semua saham individual, nilainya bervariasi antara 0,095 yang terendah (UNVR) dan tertinggi 0,706 (ASII), sedangkan portofolio memiliki kemampuan memprediksi yang paling baik (dengan nilai t-statistik 204,0636 dan *R-square* tertinggi = 0,7757) dibandingkan saham individual pada *market model*. Hal ini sesuai dengan Tandelilin dan Lantara (2001) yang mengatakan bahwa portofolio akan lebih stabil dan lebih baik daripada saham individual. Risiko (diukur dengan beta) pada saham individual biasanya akan sangat bergantung pada kondisi internal perusahaan, sehingga akan lebih stabil jika menggunakan portofolio daripada saham individual. Penggunaan portofolio akan menghilangkan risiko non-sistematis (spesifik perusahaan) dan hanya mengikutkan risiko sistematis pasar. Dengan portofolio, risiko non-sistematis menjadi tidak relevan.

Pada *macro-economic model* (Panel B) untuk saham individual, banyak koefisien yang tidak signifikan. Sedangkan untuk portofolio memperlihatkan pengaruh yang signifikan pada ketiga variabel makro yang digunakan terhadap return portofolio, dengan tingkat signifikansi adalah pada level 1% untuk ketiga variabel. Untuk kebaikan model digunakan *adjusted-R-square* (karena variabel independen lebih dari satu) yang nilainya relatif rendah. Meskipun rendah, nilai tertinggi adalah pada portofolio sebesar 0,20 (signifikan pada level 1%; dilihat dari signifikansi / probabilitas F-hitung) yang dapat diterjemahkan secara umum bahwa kemampuan model untuk menjelaskan variasi *return* portofolio dengan menggunakan variabel BI-rate, Inflasi, dan Kurs adalah 20%, sedangkan selebihnya (80%) dijelaskan oleh variabel yang lain. Hal ini memperlihatkan kelemahan makro-model yang digunakan dalam penelitian ini dibandingkan dengan *market model*.

Spesifikasi makro-model tampaknya perlu ditingkatkan dengan memasukkan variabel-variabel lain yang lebih mewakili. Apalagi ditemukan adanya multikolinieritas pada variabel-variabel makro yang digunakan, yaitu antara BI-rate dan Inflasi. Hal ini diketahui dari koefisien korelasi (positif) yang besar hingga 0,87 antara kedua variabel tersebut (tidak ditampilkan, mengingat keterbatasan *space* artikel). Hubungan linier yang kuat ini sangat dimungkinkan terjadi karena *BI-rate* memang ditentukan oleh Bank Indonesia (sebagai otoritas moneter) dengan salah satu faktor yang dipertimbangkan adalah tingkat inflasi yang terjadi. Dengan kata lain, memasukkan keduanya sekaligus dalam model memang sangat riskan. Inilah yang tampaknya menyebabkan tanda koefisien regresinya menjadi bias/ salah arah. *BI-rate* yang seharusnya berpengaruh negatif menjadi positif. Hal ini dibuktikan, ketika inflasi dihilangkan, pengaruh *BI-rate* menjadi negatif sebagaimana diharapkan (sekali lagi, tidak ditampilkan). Argumen rasional pengaruh *BI-rate* yang negatif karena dengan naiknya *BI-rate*, akan cenderung menaikkan tingkat bunga, sehingga menurunkan kinerja emiten yang umumnya menggunakan pinjaman. Dengan naiknya suku bunga,

akan menaikkan suku bunga pinjaman pula. Peningkatan *BI-rate*, akan diikuti peningkatan suku bunga deposito dan investasi pendapatan tetap lainnya, sehingga akan menurunkan gairah perdagangan di bursa, dengan kecenderungan mengalihkan investasi dari saham ke investasi pendapatan tetap, seperti obligasi dan deposito.

Persamaan berikutnya coba dilakukan dengan menghilangkan *BI-rate*, sebagai bentuk koreksi model yang terkena multikolinieritas. Penghilangan *BI-rate* daripada inflasi karena *BI-rate* signifikansi pengaruhnya lebih kecil dan lebih terdapat arah yang berkebalikan. Hal ini dicoba dilakukan baik pada *macro-model* maupun *unified-model*. Pada model makro, justru signifikansi pengaruhnya yang semakin mengecil dengan probabilitasnya menjadi signifikan pada level 10% dan tidak signifikan pada 5%, hal ini juga terjadi pada *unified model*. *Adjusted R-Square* juga berkurang menjadi hanya 8,2% (0,082) saja pada model makro, sedangkan pada *unified-model*, relatif tidak berpengaruh karena kuatnya pengaruh faktor pasar yang diproksikan dengan *return IHS*G.

Panel C lampiran 1 memperlihatkan model gabungan antara *market* dan *macro economic model (unified model)*. Hal ini dilakukan untuk melihat kemampuan variabel-variabel makro ekonomi ketika digabungkan dengan variabel pasar. Hasilnya terlihat bahwa faktor pasar relatif tetap konsisten pengaruh dan signifikasinya. Sedangkan tiga faktor makro ekonomi yang digunakan, pengaruhnya menjadi tidak beraturan dan signifikansinya melemah hingga cenderung tidak signifikan. Inflasi yang semula negatif pengaruhnya menjadi tidak beraturan, dengan signifikansi yang makin melemah. Jika pada *macro-economic* model pengaruh signifikan inflasi terdapat pada portofolio dan 5 saham individual (portofolio dan 2 saham pada level 1%, 1 saham pada level 5%, dan 2 saham pada level 10%), sedangkan pada model gabungan, hanya 1 saham (TINS) dan portofolio saja yang signifikan, itupun menurun pada level 5%. Sedangkan pada variabel kurs Rupiah atas US Dollar juga memperlihatkan pola yang sama. Jika semula variabel ini berpengaruh signifikan terhadap *return* pada portofolio dan 5 saham (portofolio dan 1 saham signifikan pada level 1%, 3 saham pada level 5%, dan 1 saham pada level 10%) terlihat pengaruhnya menjadi banyak yang tidak signifikan, kecuali hanya pada 1 saham (TLKM) tetap signifikan pada level 5%. Bahkan pengaruh kurs yang digunakan untuk portofolio pun menjadi tidak signifikan. Meskipun analisa pada *BI-rate* tidak dilakukan karena terdapat korelasi yang besar (multikolinieritas) dengan inflasi sebagaimana dijelaskan diatas, namun sekilaspun terlihat bahwa signifikansinya melemah. Hal ini menandakan bahwa kekuatan variabel pasar begitu dominan dan konsisten dalam mempengaruhi *return* saham atau portofolio. Sedangkan sebaliknya pada variabel ekonomi-makro yang terpilih disini, memperlihatkan pengaruh yang kecil dan sering menjadi tidak konsisten ketika dibarengkan dengan variabel pasar. Hal ini menandakan bahwa variabel-variabel makro ekonomi yang digunakan dalam penelitian ini tidak dapat menggantikan ataupun melengkapi variabel pasar. Bahkan variabel-variabel makro tersebut bisa dikatakan sudah termasuk dalam faktor

pasar sebagaimana banyak disampaikan oleh para peneliti sebelumnya yang cenderung pada *market model* daripada *multifactor macro-economic model* (Chang, 1991).

Godness-of-fit model pun relatif tidak berbeda dibandingkan *market-model* murni. Nilai R2 (adjusted R2 untuk model dengan multi-variabel independen atau *multiple regression*) terlihat tidak jauh berbeda antara model pasar dibandingkan dengan model gabungan yang memasukkan variabel pasar dan makroekonomi dalam penelitian ini sekaligus. Dengan kata lain, hal ini semakin menegaskan analisa sebelumnya yang memperlihatkan bahwa variabel makro-ekonomi yang digunakan dalam penelitian ini tidak dapat melengkapi variabel pasar, namun justru sudah termasuk dalam faktor pasar. Hal ini sesuai dengan penelitian Chang (1991).

Namun untuk interpretasi hasil output data ini tampaknya harus hati-hati karena dijumpai beberapa “ketidaklulusan” dari uji asumsi klasik. Uji asumsi klasik perlu dilakukan pada penggunaan metode kuadrat terkecil (*Ordinary Least Square*) sebagaimana yang digunakan pada penelitian ini. Uji asumsi klasik ini sering disebut uji orde II karena sebelum melakukan pengujian ini, model penelitian terlebih dahulu harus memenuhi syarat uji statistik (Uji orde I) yang terdiri atas Uji t, Uji F, dan Uji Adjusted R2 (Harahap, 2009). Hal ini dilakukan untuk menghindari kesalahan spesifikasi pada asumsi *Classical Linier Regression Model* (CLRM), yaitu dengan menggunakan beberapa test seperti pengujian residual, *Durbin-Watson d Statistic*, *Ramsey Reset Test* dan *Lagrange Multiplier Test* (Gujarati dan Porter, 2009).

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan di atas, dapat ditarik beberapa kesimpulan sebagai berikut :

1. *Return* pasar yang diprosikan dengan IHSG berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham individual dan portofolio. Sedangkan variabel-variabel makroekonomi pada *macroeconomic model* juga berpengaruh signifikan terhadap *return* portofolio. Dalam hal ini, BI- rate berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* portofolio. Sedangkan inflasi berpengaruh negatif terhadap *return* portofolio. Sedangkan kurs berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* portofolio.
2. Variabel-variabel makro ekonomi dalam penelitian ini sudah termasuk dalam faktor pasar. Faktor pasar lebih dominan daripada multifaktor makro-ekonomi. Hal ini terlihat dari hasil analisa dimana ketika faktor pasar digabungkan dengan variabel-variabel makroekonomi, tidak menambah kemampuan model dalam menjelaskan *return* saham/ portofolio. Hal ini terlihat dari tidak bertambahnya nilai *adjusted R-square* secara ‘signifikan’ dibandingkan dengan *market model*.
3. Prediksi *return* portofolio saham akan lebih baik dan lebih stabil digunakan daripada prediksi *return* saham individual. Secara teoritis, *return* saham sangat dipengaruhi oleh karakteristik masing-masing perusahaan,

sehingga dengan membentuk portofolio, risiko individual saham menjadi tidak relevan. Selain itu, dengan membentuk portofolio akan lebih mudah melakukan prediksi dan analisa berdasarkan faktor pasar dan makroekonomi.

Sebagai penutup, miniriset ini memiliki banyak keterbatasan, diantaranya:

- Variabel-variabel makro yang dimasukkan dalam model perlu dispesifikasikan ulang. Re-spesifikasi ini diantaranya : perlu dimasukkan variabel lain yang lebih mewakili dan melengkapi (manaikkan kebaikan model-*goodness of fit – R Square dan adjustednya*), perlu dihindarinya variabel-variabel yang berkorelasi tinggi (sebagaimana BI-rate dan inflasi), dan penyesuaian ukuran-ukuran seperti variabel kurs (dengan diubah menjadi variabel perubahan kurs), sehingga diharapkan akan dapat memperbaiki model yang lebih sesuai dengan metode/ model OLS.
- Perlu dilakukan analisa yang lebih mendalam mengenai kebaikan model secara menyeluruh, termasuk dengan menggunakan uji asumsi klasik selama itu dianggap diperlukan. Penggunaan sampel saham dapat ditingkatkan kuantitasnya untuk mengetahui kehandalan pengujian.

DAFTAR PUSTAKA

- Chang, SJ, 1991, "A Study of Empirical Return Generating Model : A Market Model, A Multifactor Model, and A Unified Model", *Journal of Business Finance and Accounting*, vol 18 (3) pp. 337-391
- Gujarati, Damodar N., Dawn C. Porter, 2009, *Basic Econometrics 5th Edition*, Mc Graw Hill International Edition.
- Harahap, Poltak "Polsky", 2009, *Tutorial Ekonometri Poltak "Polsky" Harahap*, Bahan Asistensi Kuliah Ekonometri.
- Husnan, Suad, 2005, *Edisi Keempat Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, UPP AMP YKPN, Yogyakarta.
- Husnan, Suad, 1998, "Pengujian CAPM Di BEJ Periode 1994-1997: Standard CAPM atukah Zero Beta?" *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Volume 13 No.4
- Tandelilin, Eduardus, I Wayan Nuka Lantara, 2001, "Stabilitas dan Prediktabilitas Beta Saham: Studi Empiris Di Bursa Efek Jakarta", *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia* Vol. 16, No. 2, hal 164 - 176
- Haryanto, M.Y.Dedi, Riyatno, 2007, "Pengaruh Suku Bunga Sertifikat Bank Indonesia Dan Nilai Kurs Terhadap Risiko Sistematis Saham Perusahaan Di BEJ", *Jurnal Keuangan dan Bisnis*, Vol.5,No.1, Hal 24 – 40
- Karambe, Edwi; Eduardus Tandelilin 2003 : "The Falidity of The CAPM: The Case From JSX", *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Volume 18, No.3

Tabel .1 . koefisien, t-statistik, dan R square/ adj R Square

PANEL A					
Market	b	t-stat	sig	R square	
ASII	1.414411	11.90521	0.00	0.706079	
BUMI	1.700002	5.70619	0.00	0.355618	
KLBF	1.063397	4.588755	0.00	0.263022	
TINS	1.412004	3.917705	0.00	0.206439	
TLKM	0.747895	7.09736	0.00	0.460559	
UNTR	1.393284	9.078637	0.00	0.582808	
UNVR	0.299443	2.487535	0.02	0.094923	
PORTOFOLIO	1.147205	14.28508	0.00	0.77572	

PANEL B Macro factors	BI-Rate			Inflasi			Kurs			adj R square
	b1	t-stat	sig	b2	t-stat	sig	b3	t-stat	sig	
ASII	2.607137	1.384383	0.17	-1.53378	-1.92491	0.06	4.13E-05	1.797833	0.08	0.05
BUMI	5.968843	1.941848	0.06	-3.59888	-2.76725	0.01	7.56E-05	2.014699	0.05	0.12
KLBF	2.830694	1.226386	0.23	-0.85084	-0.87124	0.39	7.32E-05	2.59862	0.01	0.06
TINS	10.59006	3.230272	0.00	-5.23763	-3.77599	0.00	3.79E-05	0.947876	0.35	0.16
TLKM	3.624865	3.172845	0.00	-1.24809	-2.58201	0.01	4.83E-05	3.466131	0.00	0.19
UNTR	2.704696	1.343242	0.18	-1.46058	-1.71442	0.09	6.20E-05	2.524588	0.01	0.08
UNVR	1.008359	0.895401	0.37	-0.63227	-1.32697	0.19	2.96E-06	0.215767	0.83	-0.02
PORTOFOLIO	4.190664	3.134719	0.00	-2.0803	-3.67787	0.00	4.88E-05	2.988933	0.00	0.20

PANEL C market +macro factors	Market (IHSG)			BI-Rate			Inflasi			
	b1	t-stat	sig	b2	t-stat	sig	b3	t-stat	sig	
	b4									
ASII	1.470529	11.18393	0.00	-1.58535	-1.41407	0.16	0.389686	0.813559	0.42	-1.28E-05
BUMI	1.525396	4.655069	0.00	1.619928	0.579781	0.56	-1.60365	-1.3434	0.18	1.95E-05
KLBF	1.014061	3.958832	0.00	-0.0604	-0.02766	0.98	0.475565	0.509643	0.61	3.59E-05
TINS	1.146699	3.001751	0.00	7.32081	2.24755	0.03	-3.73773	-2.68589	0.01	-4.26E-06
TLKM	0.666219	5.923918	0.00	1.725469	1.799384	0.08	-0.37667	-0.9194	0.36	2.38E-05
UNTR	0.300107	8.10116	0.00	-1.25716	-0.85953	0.39	0.357069	0.571417	0.57	1.09E-05
UNVR	0.300107	2.213496	0.03	0.152751	0.132133	0.90	-0.23973	-0.48537	0.63	-8.07E-06
PORTFOLIO	1.073235	12.30917	0.00	1.130864	1.52114	0.13	-0.6765	-2.12987	0.04	9.28E-06