

ANALISA EKONOMI MAKRO, INDUSTRI DAN KARAKTERISTIK PERUSAHAAN TERHADAP BETA SAHAM SYARIAH

ARDI HAMZAH
Magister Sains UGM

ABSTRACT

The purpose of this study are to know effect variable-variable macro economic, industry and firm characteristic on syariah stock beta. The samples of the study are firms listed in Jakarta Islamic Index in 2001 – 2004. The result of study with F test or ANOVA indicate that variable-variable macro economic, industry and firm 5% significant effect on syariah stock beta. The result of study with t-test indicate that leverage and profitability 10% significant effect on syariah stock beta.

Keyword: macro economic, industry, firm characteristic, syariah stock beta

PENDAHULUAN

Pasar modal sebagai salah satu instrumentasi sistem keuangan merupakan salah satu tolok ukur perkembangan ekonomi suatu negara. Perkembangan pasar modal di Indonesia telah memperlihatkan kemajuan seiring dengan perkembangan ekonomi Indonesia. Seiring perkembangan pasar modal, maka dikembangkan pula pasar modal syariah yaitu pasar modal yang menggunakan prinsip, prosedur, asumsi, instrumentasi, dan aplikasi bersumber dari nilai epistemologi Islam.

Pasar modal, baik pasar modal konvensional maupun pasar modal syariah memperdagangkan beberapa jenis sekuritas yang mempunyai tingkat risiko yang berbeda. Saham merupakan salah satu sekuritas diantara sekuritas-sekuritas lainnya yang mempunyai tingkat risiko yang tinggi. Risiko tinggi tercermin dari ketidakpastian *return* yang akan diterima oleh investor di masa datang. Hal ini sejalan dengan definisi investasi menurut Sharpe dalam (Tandelilin, 2001), bahwa investasi merupakan komitmen dana dengan jumlah yang pasti untuk mendapatkan *return* yang tidak pasti di masa depan. Dengan demikian, ada dua aspek yang melekat dalam suatu investasi, yaitu tingkat pengembalian (*return*) yang diharapkan dan risiko tidak tercapainya *return* yang diharapkan. Risiko yang tinggi pada saham berhubungan dengan kondisi ekonomi makro, seperti resesi ekonomi, gejolak politik, dan lain sebagainya serta industri dan karakteristik perusahaan.

Risiko dari sekuritas berupa risiko spesifik dan risiko sistematis. Risiko spesifik dapat dihilangkan dengan membentuk portofolio yang baik. Risiko sistematis tidak dapat dihilangkan dengan membentuk portofolio yang baik, dikarenakan risiko tersebut terjadi di luar perusahaan. Risiko sistematis juga disebut dengan beta karena beta merupakan pengukur dari risiko sistematis. Risiko sistematis dapat terjadi dikarenakan faktor ekonomi makro, industri, dan karakteristik perusahaan. Untuk mengukur risiko digunakan koefisien beta. Beta suatu sekuritas merupakan hal yang penting untuk menganalisis sekuritas atau portofolio. Beta suatu sekuritas menunjukkan kepekaan tingkat keuntungan suatu sekuritas terhadap perubahan-perubahan pasar.

Penelitian untuk mengetahui variabel-variabel ekonomi makro, industri, dan karakteristik perusahaan yang mempengaruhi beta syariah merupakan hal yang menarik untuk dilakukan karena sifat dari risiko ini yang akan selalu melekat pada setiap investasi terutama investasi dalam setiap saham, baik saham biasa maupun saham yang sesuai dengan kaidah syariah. Penelitian-penelitian sebelumnya hanya melihat pengaruh variabel makro dan karakteristik perusahaan pada beta saham biasa. Berdasarkan hal tersebut, maka menarik untuk diteliti kembali variabel-variabel ekonomi makro, industri, dan

karakteristik perusahaan dengan menggunakan beta saham syariah yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ).

Penelitian ini dilakukan dengan tujuan untuk mengetahui pengaruh variabel-variabel makro ekonomi (kurs rupiah terhadap *dollar* dan PDB), variabel-variabel industri (nilai akhir yang diharapkan dari industri dan jenis industri) dan variabel-variabel karakteristik perusahaan (*dividend payout*, *leverage*, *earning variability*, *accounting Beta*, *cyclical*, profitabilitas, dan *price book value*) baik secara bersama-sama maupun parsial terhadap Beta saham syariah.

LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Pasar Modal Syariah

Pasar modal syariah adalah pasar modal yang dijalankan dengan konsep syariah, di mana setiap perdagangan surat berharga mentaati ketentuan transaksi sesuai dengan basis syariah. Lembaga keuangan yang pertama kali menaruh perhatian di dalam mengoperasikan portofolionya dengan manajemen portofolio syariah di pasar modal syariah adalah *Amanah Income Fund* yang didirikan bulan Juni 1986 oleh para anggota *the North American Islamic Trust* yang bemarkas di Indiana, Amerika Serikat. Wacana mengenai pasar modal syariah ini disambut dengan antusias di kalangan intelektual muslim lainnya di seluruh belahan bumi ini mulai dari kawasan Timur Tengah, Eropa, Asia dan Amerika. Beberapa negara yang proaktif dalam menyambut kedatangan para investor muslim maupun investor yang ingin memanfaatkan pasar modal yang berprinsipkan syariah ini dan yang konsisten di dalam menerapkan syariah Islam dalam sendi kehidupannya adalah *Bahrain Stock* di Bahrain, *Amman Financial Market* di Amman, *Muscat Securities Kuwait Stock Exchange* di Kuwait dan *Kuala Lumpur Stock Exchange* di Malaysia.

Perkembangan pasar modal di Indonesia juga mengikuti perkembangan di negara-negara lain dengan membentuk pasar modal syariah. Hadirnya pasar modal syariah yang diluncurkan pada bulan Juli 2000 ditandai dengan berdirinya *Jakarta Islamic Index* tidak terlepas dari nilai-nilai kemanusiaan untuk mendapatkan keuntungan dengan cara yang syariah.

Instrumen Pasar Modal Syariah

Investasi keuangan syariah harus disertai dengan kegiatan sektor riil atau transaksi yang mendasari (*underlying transaction*). Untuk itu, penciptaan instrumen investasi syariah dalam pasar modal adalah dari sekuritasi aset/proyek (*asset securitisation*) yang merupakan bukti penyertaan, sekuritasi utang (*debt securitisation*) atau penerbitan surat utang yang timbul atas transaksi jual beli (*al dayn*) atau merupakan sumber pendanaan bagi perusahaan, sekuritasi modal (*equity securitisation*), merupakan emisi surat berharga oleh perusahaan emiten yang telah terdaftar dalam pasar modal syariah dalam bentuk saham.

Adapun instrumen pasar modal yang sesuai dengan syariah dalam pasar perdana adalah *muqaradah/mudharabah funds*, saham biasa (*common stock*), *muqaradah/mudharabah Bonds*. Karena instrumen pasar modal tersebut diperdagangkan di pasar perdana, maka prinsip dasar pasar perdana adalah semua efek harus berbasis pada harta atau transaksi riil, tidak boleh menerbitkan efek utang untuk membayar kembali utang (*bay al dayn bi al dayn*), dana atau hasil penjualan efek akan diterima oleh perusahaan, hasil investasi akan diterima pemodal (*shohibul maal*), tidak boleh memberikan jaminan hasil yang semata-mata merupakan fungsi dari waktu (Harahap, 2001).

Sedangkan untuk pasar sekunder ada beberapa tambahan dari prinsip dasar pasar perdana, yaitu tidak boleh membeli efek berbasis *trend* (indeks), suatu efek dapat diperjualbelikan namun hasil (manfaat) yang diperoleh dari efek tersebut berupa kupon

atau deviden tidak boleh diperjual belikan, tidak boleh melakukan suatu transaksi *murabahah* dengan menjadikan objek transaksi sebagai jaminan. Adapun jenis instrumen pasar modal yang jelas diharamkan syariah adalah *preferred stock* (saham istimewa), *forward contract*, *option*.

Saham Syariah

Saham syariah merupakan salah satu bentuk dari saham biasa yang memiliki karakteristik khusus berupa kontrol yang ketat dalam hal kehalalan ruang lingkup kegiatan usaha. *Jakarta Islamic Indeks* adalah indeks yang dikeluarkan oleh PT. Bursa Efek Jakarta yang merupakan subset dari Indeks Harga Saham Gabungan. *Jakarta Islamic Indeks* diluncurkan pada tanggal 3 Juli 2000 dan menggunakan tahun 1 Januari 1995 sebagai *base date* dengan nilai 100. Bagi perusahaan yang terdaftar di *Jakarta Islamic Indeks* paling tidak mereka dinilai telah memenuhi penyaringan syariah dan kriteria untuk indeks. Penyaringan secara syariah yang difatwakan oleh Dewan Syariah Nasional No. 20 tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi untuk Reksa Dana Syariah.

Kriteria untuk indeks adalah Kapitalisasi pasar (*market capitalization*) dari saham dimana *Jakarta Islamic Indeks* menggunakan kapitalisasi pasar harian rata-rata selama satu tahun. Perdagangan saham di bursa, *Jakarta Islamic Indeks* menggunakan rata-rata harian perdagangan reguler saham di bursa selama satu tahun. Dari kedua penilaian tersebut untuk perusahaan emiten dapat digolongkan dalam daftar *Jakarta Islamic Indeks* melalui prosedur teknis, yaitu saham dari emiten dipilih yang tidak bertentangan dengan syariah dan telah *listing* minimum 3 bulan, kecuali saham-saham tersebut termasuk 10 besar kapitalisasi pasar. Saham dipilih dengan kapitalisasi pasar tertinggi sejumlah 60 saham. Saham dipilih dengan nilai transaksi rata-rata tertinggi harian sejumlah 30 saham. Evaluasi terhadap komponen indeks dilakukan setiap 6 bulan sekali.

Tinjauan Peneliti Terdahulu

Penelitian yang telah dilakukan Tandelilin (1997) mengenai penentuan faktor-faktor yang mempengaruhi risiko sistematis yang terjadi di Indonesia. Hasil dari penelitian tersebut adalah variabel-variabel ekonomi makro seperti, tingkat inflasi, tingkat suku bunga, dan perubahan GDP secara bersama-sama tidak berpengaruh signifikan terhadap risiko sistematis, tetapi tingkat suku bunga secara parsial berpengaruh signifikan terhadap Beta.

Martinez (1999) melakukan penelitian mengenai informasi makro ekonomi dengan variabel yang digunakan adalah indeks harga konsumen dan *Gross National Product* (GNP). Penelitian ini menjelaskan bahwa variabel-variabel makro ekonomi dapat menambah penjelasan dari nilai harga sekuritas. Groenewold dan Fraser (2000) melakukan penelitian mengenai peramalan Beta dengan tiga model peramalan yang berbeda. Variabel-variabel makro yang digunakan berupa indeks produksi, tingkat pekerja dan pengangguran, indeks harga manufaktur, upah, tingkat suku bunga 3 bulan dan 6 bulan, nilai tukar, dan defisit neraca berjalan untuk peramalan Beta. Hasil pengujian dengan regresi hanya 4 variabel ekonomi makro, yaitu tingkat pengangguran, tingkat suku bunga, nilai tukar terhadap Yen dan perubahan persentase tingkat suku bunga 6 bulan yang berpengaruh signifikan terhadap peramalan Beta.

Aruzzo dan Bandi (2003) melakukan penelitian untuk menguji pengaruh tingkat suku bunga terhadap Beta saham syariah. Hasil dari penelitian menunjukkan bahwa tingkat suku bunga tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap Beta saham syariah. Sufiyati dan Na'im (1998) meneliti pengaruh jenis industri perusahaan terhadap risiko sistematis saham. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel industri tidak berpengaruh terhadap risiko sistematis saham.

Beaver, Kettler, dan Scholes (1970) melakukan pengujian hubungan antara faktor-faktor fundamental yang ada pada laporan keuangan terdiri variabel-variabel *dividend payout*, *growth*, *leverage*, likuiditas, ukuran aset, variabilitas laba, dan beta akuntansi

dengan risiko sistematis atau Beta. Dari ketujuh variabel, empat diantaranya mempunyai korelasi dengan tingkat signifikan 1%, baik untuk portofolio 1 perusahaan atau portofolio 5 perusahaan. Keempat variabel itu adalah *dividend payout*, *leverage*, *earning variability*, dan *accounting Beta*. Sedangkan tiga variabel lainnya yaitu *asset growth*, *liquidity*, dan *asset size* tidak mempunyai korelasi yang signifikan.

Hamada (1972) menguji pengaruh *leverage* perusahaan terhadap risiko sistematis. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh secara signifikan terhadap risiko sistematis. Eskew (1979) menguji kembali penelitian yang dilakukan oleh Beaver, Kettler, dan Scholes mengenai kemampuan peramalan untuk risiko sistematis pada model terhadap data akuntansi untuk menentukan kemampuan peramalan. Hasil penelitian menunjukkan data akuntansi superioritas dalam memprediksi beta. Bowman (1979) melakukan penelitian untuk mengetahui hubungan teoritis antara risiko sistematis dan variabel-variabel keuangan, seperti *leverage*, beta akuntansi, variabilitas laba, dividen, *asset size*, dan *growth*. Hasil dari penelitiannya adalah adanya suatu hubungan antara *leverage* perusahaan dan beta akuntansi dengan risiko sistematis.

Elger (1980) melakukan pengujian kembali penelitian yang dilakukan oleh Beaver, Kettler, dan Scholes (1970) dan Eskew (1979) mengenai pengukuran risiko berbasis akuntansi yang digunakan untuk memprediksi risiko sistematis. Temuan penelitian ini bahwa pengukuran risiko akuntansi tidak memperbaiki atas risiko sistematis berbasis pasar. Temuan lainnya menunjukkan bahwa *dividend payout* dan *sales Beta* mempunyai kontribusi di setiap pengujian terhadap Beta. Chung (1989) melakukan penelitian untuk melihat pengaruh *financial leverage*, *operating leverage*, dan risiko bisnis intrinsik (*cyclical*) secara bersama-sama terhadap Beta saham biasa. Hasil dari penelitiannya adalah *financial leverage*, *operating leverage*, dan risiko bisnis merupakan faktor yang mempengaruhi secara signifikan terhadap Beta saham.

Tandelilin (1997) melakukan penelitian untuk mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi risiko sistematis atau Beta. Hasil dari penelitiannya adalah rasio aktivitas, ukuran perusahaan, likuiditas, dan profitabilitas mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap risiko sistematis atau Beta. Sufiyati dan Na'im (1998) meneliti tentang pengaruh tingkat *leverage* operasi dan *leverage* finansial pada tingkat risiko sistematis perusahaan publik di Indonesia. Hasil analisis data terhadap 60 perusahaan publik di Bursa Efek Jakarta (BEJ) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan merupakan variabel yang konsisten berpengaruh secara positif terhadap risiko beta. Miswanto dan Husnan (1999) melakukan penelitian untuk menganalisa dampak *operating leverage*, *cyclical* dan ukuran perusahaan terhadap risiko bisnis. Risiko bisnis dalam hal ini diukur dengan beta. Hasil penelitian dengan uji regresi parsial menunjukkan bahwa variabel *cyclical* dan *firm size* mempunyai pengaruh signifikan, tetapi *operating leverage* tidak berpengaruh terhadap Beta. Pengujian secara simultan juga menunjukkan bahwa variabel *cyclical* dan *firm size* memiliki pengaruh signifikan terhadap Beta.

Gudono dan Nurhayati (2001) meneliti hubungan antara ukuran risiko pasar dan risiko akuntansi dengan mereplikasi penelitian Beaver, Kettler, dan Scholes (1970). Hasil penelitian menunjukkan bahwa dari beberapa variabel yang diuji, hanya *growth* yang mempunyai hubungan signifikan dengan risiko pasar. Aruzzi dan Bandi (2003) melakukan penelitian untuk menguji rasio profitabilitas dan beta akuntansi terhadap Beta saham syariah. Hasil dari pengujian, baik secara parsial maupun simultan menunjukkan bahwa rasio profitabilitas dan beta akuntansi tidak berpengaruh signifikan terhadap Beta saham syariah.

Hipotesa Penelitian

Berdasarkan landasan teori dan penelitian-penelitian terdahulu, maka dapat diturunkan hipotesis sebagai berikut:

H_{A1}: Variabel-variabel makro ekonomi, industri dan karakteristik perusahaan secara bersamaan berpengaruh secara signifikan terhadap risiko sistematis (β) suatu sekuritas yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index*.

H_{A2}: Kurs mata uang secara parsial berpengaruh positif terhadap risiko sistematis (β) suatu sekuritas yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index*.

H_{A3}: Produk Domestik Bruto secara parsial berpengaruh positif terhadap risiko sistematis (β) suatu sekuritas yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index*.

H_{A4}: Nilai *earning per share* dan *price earning ratio* secara parsial berpengaruh positif terhadap risiko sistematis (β) suatu sekuritas yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index*.

H_{A5}: Jenis Industri secara parsial berpengaruh terhadap risiko sistematis (β) suatu sekuritas yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index*.

H_{A6}: *Dividend payout* secara parsial berpengaruh negatif terhadap terhadap risiko sistematis (β) suatu sekuritas yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index*.

H_{A7}: *Leverage* secara parsial berpengaruh positif terhadap terhadap risiko sistematis (β) suatu sekuritas yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index*.

H_{A8}: *Earnings variability* secara parsial berpengaruh positif terhadap terhadap risiko sistematis (β) suatu sekuritas yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index*.

H_{A9}: *Accounting Beta* berpengaruh positif terhadap terhadap risiko sistematis (β) suatu sekuritas yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index*.

H_{A10}: *Cyclicality* berpengaruh positif terhadap terhadap risiko sistematis (β) suatu sekuritas yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index*.

H_{A11}: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap terhadap risiko sistematis (β) suatu sekuritas yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index*.

H_{A12}: *Price Book Ratio* (PBR) berpengaruh positif terhadap terhadap risiko sistematis (β) suatu sekuritas yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index*.

METODOLOGI PENELITIAN

Populasi, Sampel dan Metode Pengambilan Sampel Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian penjelasan (*explanatory research*) dengan tujuan untuk menguji hipotesis yang diajukan mengenai analisa ekonomi makro, industri, dan karakteristik perusahaan sebagai variabel independen dengan Beta saham syariah sebagai variabel dependen. Ruang lingkup penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Fokus penelitian merupakan saham emiten yang *listing* di Bursa Efek Jakarta (BEJ).
2. Obyek yang diteliti adalah saham perusahaan yang termasuk dalam *Jakarta Islamic Index* (JII).
3. Periode yang diteliti dari Januari 2001 sampai Desember 2004.
4. Variabel dependen adalah risiko sistematis atau Beta saham syariah.
5. Variabel independen adalah variabel-variabel ekonomi makro, industri dan karakteristik perusahaan.

Pengambilan sampel menggunakan teknik *purposive sampling*. Perusahaan yang dijadikan sampel merupakan perusahaan yang memenuhi kriteria berikut:

1. Saham emiten yang halal berdasarkan ketentuan syariah, kehalalan suatu saham disahkan oleh Dewan Pengawas Syariah.
2. Saham-saham tersebut terdaftar di *Jakarta Islamic Index*.
3. Perusahaan masuk 30 besar dalam *Jakarta Islamic Indeks* minimal 3 kali dari periode Januari 2001 sampai Desember 2004.
4. Perusahaan emiten menerbitkan laporan keuangan tahunan selama periode Januari 2001 sampai Desember 2004.

Data variabel-variabel makro ekonomi, industri dan karakteristik perusahaan diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD), Pusat Data Pasar Modal di

Fakultas Ekonomi, *website* mengenai pasar modal, Biro Pusat Statistik, Bank Indonesia Daerah Istimewa Yogyakarta.

Pengukuran kurs mata uang ditentukan oleh Bank Indonesia. Untuk pengukuran Pendapatan Domestik Bruto (PDB) diukur dari nilai seluruh output atau produk dalam perekonomian suatu negara. Nilai PDB dihitung oleh pemerintah. Variabel-variabel karakteristik dan jenis industri yang dijadikan penelitian ini adalah nilai perkalian antara *earning per share* dan *price earning ratio* atau *expected ending value of industry* serta jenis industri yang ada pada sampel penelitian.

Variabel-variabel pada karakteristik perusahaan yang dijadikan penelitian ini adalah *dividend payout*, *leverage*, *earning variability*, *accounting beta*, *cyclical*, profitabilitas, dan *price book ratio*. Pengukuran pada variabel-variabel ini ditentukan berdasarkan nilai dividen, total hutang jangka, total aktiva, harga saham, laba perusahaan, laba akuntansi dan indeks laba pasar, harga saham serta nilai buku.

Pengukuran Beta ini diukur menggunakan persamaan dari *market* model dengan persamaan:

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_m + e_t$$

Penghitungan *return* pasar dilakukan menggunakan persamaan:

$$R_m = (R_m - R_{m,t-1}) / R_{m,t-1}$$

Dimana:

Untuk return saham R_i dihitung berdasarkan harga saham individual tahunan.

$$R_i = (P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1}$$

ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

Untuk mengetahui seberapa besar pengaruh variabel independen secara bersama-sama terhadap variabel independen digunakan uji anova atau *F-test*. Untuk mengetahui seberapa besar pengaruh variabel independen secara parsial terhadap variabel independen digunakan *t-test*. Model pengujian variabel-variabel makro ekonomi, karakteristik dan jenis industri serta karakteristik perusahaan terhadap Beta saham syariah dapat ditunjukkan sebagai berikut.

$$\beta_i = \alpha_i + a_1 X_1 + a_2 X_2 + b_1 Y_1 + b_2 Y_2 + c_1 Z_1 + c_2 Z_2 + c_3 Z_3 + c_4 Z_4 + c_5 Z_5 + c_6 Z_6 + c_7 Z_7 + e_i$$

dimana:

β_i = beta saham syariah

α_i = konstanta

a_1, a_2 = koefisien variabel kurs dan PDB

b_1, b_2 = koefisien variabel nilai akhir yang diharapkan dan jenis industri

$c_1, c_2, c_3, c_4, c_5, c_6, c_7$ = koefisien variabel-variabel karakteristik perusahaan

X_1, X_2 = variabel kurs dan PDB

Y_1, Y_2 = variabel nilai akhir yang diharapkan dan jenis industri

$Z_1, Z_2, Z_3, Z_4, Z_5, Z_6, Z_7$ = variabel-variabel karakteristik perusahaan

e = kesalahan pengganggu

Sampel perusahaan yang diambil pada penelitian ini sebanyak 30 perusahaan sesuai dengan kriteria-kriteria yang telah ditentukan selama periode Januari 2001 sampai Desember 2004. Analisis deskriptif dilakukan untuk menghitung nilai *mean*, maksimum dan minimum pada variabel independen dan variabel dependen. Berdasarkan perhitungan yang telah dilakukan pada masing-masing variabel yang diteliti, maka diperoleh hasil sebagaimana tercantum dalam tabel 1 berikut ini.

Tabel 1.

Dalam model persamaan regresi ini, analisis regresi linear berganda menjelaskan hubungan antara variabel dependen berupa beta saham syariah dengan variabel

independen berupa variabel-variabel ekonomi makro, industri dan karakteristik perusahaan. Hasil dari analisis regresi berganda antara variabel dependen dengan variabel independen tercantum dalam tabel 2 berikut.

Tabel 2

Berdasarkan pada tabel 2 tersebut menunjukkan dari Uji F yang telah dilakukan menghasilkan probabilitas signifikansi di bawah 5% yaitu sebesar 0% dan nilai F-hitung sebesar 16.015. Dengan adanya hal itu, hasil pengujian dapat disimpulkan bahwa terdapat pengaruh signifikan secara bersama-sama dari variabel-variabel ,akro ekonomi, industri dan karakteristik perusahaan terhadap Beta saham syariah.

Pengujian analisis regresi parsial untuk menjelaskan hubungan antara satu variabel dependen dengan satu variabel independen. Uji t ini dilakukan untuk menguji H_{A2} sampai H_{A12} yang diajukan. Hasil dari regresi parsial tercantum pada tabel 3. berikut.

Tabel 3.

Pada tabel 3. tersebut menunjukkan nilai t-hitung dari variabel nilai tukar rupiah terhadap *dollar* adalah sebesar 2,254 dan signifikansinya 0,026. Arah dari hipotesis berlawanan dengan hasil dari pengujian yang semula dihipotesiskan positif tetapi hasil koefisiennya adalah negatif. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Groenewold dan Fraser (2000) bahwa secara parsial variabel nilai tukar mata uang berpengaruh secara signifikan terhadap beta saham.

Untuk variabel PDB mempunyai nilai t-hitung 5,138 dan signifikansi 0,00%. Arah dari hipotesis berlawanan dengan hasil dari pengujian yang semula dihipotesiskan positif tetapi hasil koefisiennya adalah negatif. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Martinez (1999) bahwa secara parsial variabel PDB berpengaruh secara signifikan terhadap beta saham. Tetapi, hasil ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Tandelilin (1997) yang menyatakan bahwa secara parsial variabel PDB tidak berpengaruh secara signifikan terhadap beta saham. Perbedaan ini terjadi kemungkinan disebabkan oleh pengambilan jumlah sampel, periode waktu penelitian, jangka waktu yang digunakan serta kondisi perekonomian Indonesia secara makro yang berbeda.

Tabel 4.

Pada tabel 4. tersebut menunjukkan variabel nilai akhir yang diharapkan mempunyai nilai t-hitung 0,210 dan signifikansi 84,3%. Arah dari hipotesis konsisten dengan hasil dari pengujian pada variabel ini. Untuk variabel jenis industri mempunyai nilai t-hitung - 0,400 dan signifikansi 69%. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Sufiyati dan Na'im (1998) bahwa secara parsial variabel jenis industri tidak berpengaruh secara signifikan terhadap beta saham.

Tabel 5.

Pada tabel 5. tersebut menunjukkan *dividend payout* mempunyai nilai t-hitung 0,045 dan signifikansi 96,4%. Arah dari hipotesis berlawanan dengan hasil dari pengujian yang semula dihipotesiskan negatif tetapi hasil koefisiennya adalah positif. Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Beaver, Kettler dan Scholes (1970), Eskew (1979), Elger (1980), Tandelilin (1997), bahwa secara parsial variabel *dividend payout* berpengaruh secara signifikan dengan Beta saham. Perbedaan ini selain dikarenakan banyaknya perusahaan yang dijadikan sampel tidak membagi deviden juga dimungkinkan karena pengambilan periode waktu penelitian yang berbeda dan jangka waktu yang digunakan juga berbeda. Penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Bowman (1979), Gudono dan Nurhayati (2001), Suherman (2003) bahwa secara parsial variabel *dividend payout* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap beta saham.

Untuk variabel *leverage* mempunyai nilai t-hitung 1,797 dan signifikansi 7,5%. Tetapi variabel *leverage* menunjukkan signifikansi pada tingkat 10%. Arah dari hipotesis sesuai dengan hasil dari pengujian yang semula dihipotesiskan. Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Beaver, Kettler dan Scholes (1970),

Hamada (1972), Eskew (1979), Bowman (1979), Elger (1980), Chung (1989), Sufiyati dan Na'im (1998), Indriastuti (2001), dan Setiawan (2004) bahwa secara parsial variabel *leverage* berpengaruh secara signifikan dengan Beta saham. Perbedaan dikarenakan pengambilan periode waktu penelitian yang berbeda dan jangka waktu yang digunakan juga berbeda serta kondisi paska krisis ekonomi yang masih penuh dengan ketidakpastian ekonomi dan politik. Penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Kapoor dan Pope (1997), Tandelilin (1997), Gudono dan Nurhayati (2001), Supriyadi (2001), Suherman (2003) bahwa secara parsial variabel *leverage* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap beta saham.

Variabel variabilitas laba mempunyai nilai t-hitung 0,312 dan signifikansi 75,5%. Arah dari hipotesis sesuai dengan hasil dari pengujian yang semula dihipotesiskan. Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Beaver, Kettler dan Scholes (1970) dan Eskew (1979) bahwa secara parsial variabel variabilitas laba berpengaruh secara signifikan dengan Beta saham. Perbedaan dikarenakan jumlah sampel, pengambilan periode waktu penelitian yang berbeda dan jangka waktu yang digunakan juga berbeda serta kondisi paska krisis ekonomi yang masih penuh dengan ketidakpastian ekonomi dan politik. Penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Bowman (1979), Elger (1980) dan Suherman (2003) bahwa secara parsial variabel variabilitas laba tidak berpengaruh secara signifikan terhadap beta saham.

Variabel Beta akuntansi mempunyai nilai t-hitung 1,018 dan signifikansi 31,1%. Arah dari hipotesis sesuai dengan hasil dari pengujian yang semula dihipotesiskan. Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Beaver, Kettler dan Scholes (1970), Eskew (1979), Bowman (1979) dan Elger (1980), bahwa secara parsial variabel Beta akuntansi berpengaruh secara signifikan dengan Beta saham. Perbedaan ini dimungkinkan karena perbedaan tahun penelitian, obyek penelitian dan variabel yang digunakan dalam perhitungan beta akuntansi. Penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Gudono dan Nurhayati (2001), Aruzzi dan Bandi (2003) dan Suherman (2003) bahwa secara parsial variabel Beta akuntansi tidak berpengaruh secara signifikan terhadap beta saham.

Variabel *cyclical* mempunyai nilai t-hitung 0,503 dan signifikansi 61,6%. Arah dari hipotesis sesuai dengan hasil dari pengujian yang semula dihipotesiskan. Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Chung (1989) dan Miswanto dan Husnan (1999) bahwa *cyclical* berpengaruh terhadap Beta saham. Perbedaan dikarenakan jumlah sampel yang berbeda, pengambilan periode waktu penelitian yang berbeda dan jangka waktu yang digunakan juga berbeda serta kondisi paska krisis ekonomi yang masih penuh dengan ketidakpastian ekonomi dan politik.

Variabel profitabilitas mempunyai nilai t-hitung 1,713 dan signifikansi 8,9%. Tetapi variabel profitabilitas menunjukkan signifikansi pada tingkat 10%. Arah dari hipotesis berlawanan dengan hasil dari pengujian yang semula dihipotesiskan positif hasilnya adalah negatif. Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Tandelilin (1997) bahwa secara parsial variabel profitabilitas berpengaruh secara signifikan dengan Beta saham. Perbedaan dikarenakan pengambilan jumlah sampel, periode waktu penelitian yang berbeda dan jangka waktu yang digunakan juga berbeda serta kondisi paska krisis ekonomi yang masih penuh dengan ketidakpastian ekonomi dan politik. Penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Aruzzi dan Bandi (2003) bahwa secara parsial variabel profitabilitas tidak berpengaruh secara signifikan terhadap beta saham.

Variabel *Price Book Ratio* mempunyai nilai t-hitung -0,207 dan signifikansi 83,6%. Arah dari hipotesis sesuai dengan hasil dari pengujian yang semula dihipotesiskan. Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Tandelilin (1997) bahwa secara parsial variabel *Price Book Ratio* berpengaruh secara signifikan dengan Beta saham. Perbedaan dikarenakan pengambilan periode waktu penelitian yang berbeda dan jangka waktu yang digunakan juga berbeda serta kondisi paska krisis ekonomi yang

masih penuh dengan ketidakpastian ekonomi dan politik. Penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Supriyadi (2001), Suherman (2003) bahwa secara parsial variabel *leverage* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap beta saham.

Variabel-variabel independen berdasarkan hasil dari uji t yang dilakukan disimpulkan bahwa kurs rupiah terhadap *dollar* dan Produk Domestik Bruto signifikan pada tingkat 5%, *leverage* dan profitabilitas signifikan pada tingkat 10%, sedangkan nilai akhir yang diharapkan, jenis industri, *dividend payout ratio*, variabilitas laba, Beta akuntansi, *cyclicality* dan *Price Book Ratio* tidak signifikan terhadap Beta saham syariah.

Uji Asumsi Klasik

Hasil dari regresi berganda akan dapat digunakan sebagai alat prediksi yang baik dan tidak bias apabila memenuhi uji asumsi klasik.

1. Uji Normalitas

Pengujian ini dengan membandingkan signifikansi dari uji tersebut terhadap α sebesar 5%. Apabila signifikansinya lebih besar dari 5% berarti data berdistribusi normal. Dengan nilai signifikansi sebesar 51,6% yang jauh lebih besar dari α sebesar 5%, maka dapat dikatakan variabel-variabel tersebut berdistribusi normal.

2. Uji Multikolinearitas

Identifikasi keberadaan multikolinearitas ini dapat didasarkan pada nilai *tolerance* dan *variance inflation factor* (VIF). Nilai *cutoff* yang umum dipakai adalah nilai *tolerance* 10% dan nilai VIF 10. Hasil perhitungan nilai *tolerance* memperlihatkan bahwa masing-masing variabel independen tidak ada yang memiliki nilai kurang dari 10% dan nilai VIF tidak lebih dari 10 yang berarti tidak ada korelasi antar variabel independen.

3. Uji Autokorelasi

Otokorelasi adalah korelasi yang terjadi di antara anggota-anggota dari serangkaian pengamatan yang tersusun dalam rangkaian waktu (seperti pada data runtun waktu atau *time series data*) atau yang tersusun dalam rangkaian ruang (seperti pada data silang waktu atau *cross-sectional data*) (Sumodiningrat, 1994). Data penelitian ini merupakan *pooling data* yaitu gabungan antara *time series* dan *cross sectional* sehingga tidak dilakukan pengujian *Durbin-Watson*.

4. Uji Heteroskedastisitas

Pengujian asumsi ini dilakukan dengan Uji Glejser yaitu dengan meregresikan nilai absolut dari residual sebagai variabel dependen terhadap semua variabel independen yang diteliti. Pengujian ini dengan membandingkan signifikansi dari uji tersebut terhadap α sebesar 5%. Apabila signifikansinya lebih besar dari 5% berarti tidak mengandung heteroskedastisitas. Dari pengujian yang dilakukan terhadap nilai residual absolut didapat nilai sebesar 100%. Dengan nilai signifikansi sebesar 100% yang jauh lebih besar dari α sebesar 5%, maka dapat dikatakan variabel-variabel tersebut tidak mengandung heteroskedastisitas.

Uji asumsi klasik yang telah dilakukan di atas menghasilkan nilai yang dapat menyimpulkan bahwa model regresi yang menunjukkan hubungan antara variabel dependen dengan variabel independen telah memenuhi asumsi klasik yang diajukan sehingga model regresi tersebut merupakan alat prediksi yang baik dan tidak bias.

KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

Kesimpulan

Beta saham syariah merupakan pengukur risiko sistematis dari suatu saham atau portofolio pasar yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index*. Beta pasar yang diukur berdasar model pasar pada periode Januari 2001 sampai dengan Desember 2004 menghasilkan beta rata-rata sebesar 0,51645. Hal ini menunjukkan bahwa secara umum saham perusahaan yang tergabung dalam *Jakarta Islamic Index* merupakan defensive stock atau risiko sistematis yang lebih kecil dibanding risiko pasar. Pengujian regresi secara linear berganda menghasilkan F statistik sebesar 16,015 dengan tingkat signifikansi 0,00%. Hal

ini berarti variabel-variabel independen berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen. Pengujian regresi secara parsial dengan *t test* menunjukkan bahwa kurs rupiah terhadap *dollar* dan Produk Domestik Bruto signifikan pada tingkat 5%, *leverage* dan profitabilitas signifikan pada tingkat 10%, sedangkan nilai akhir yang diharapkan, jenis industri, *devidend payout ratio*, variabilitas laba, Beta akuntansi, *cyclicality* dan *Price Book Ratio* tidak signifikan terhadap Beta saham syariah.

Keterbatasan

Penelitian ini memiliki keterbatasan, antara lain sebagai berikut:

1. Variabel-variabel ekonomi makro dan industri yang digunakan hanya beberapa saja, sedangkan masih ada variabel-variabel ekonomi makro dan industri yang lain.
2. Sampel yang digunakan hanya 30 perusahaan.
3. Periode penelitian hanya 4 tahun dengan jumlah sampel yang sedikit karena munculnya Jakarta Islamic Index yang juga masih relatif baru.

Saran-Saran

1. Bagi penelitian selanjutnya perlu menambah variabel-variabel ekonomi makro dan industri atau mengganti dan menambah variabel-variabel karakteristik perusahaan yang lain yang dimungkinkan relevan dengan Beta saham syariah dan menambah periode waktu penelitian
2. Bagi penelitian selanjutnya perlu dilakukan pengujian variabel-variabel makro ekonomi, industri dan karakteristik perusahaan dengan Beta saham non syariah dan menguji perbedaan antara Beta saham syariah dengan Beta saham non syariah.

Daftar Pustaka

- Achsien, H. Iggi. 2000., *Investasi Syariah di Pasar Modal*, Cetakan Pertama, PT. Gramedia Pustaka Utama.
- Arintoko, 2002, *Analisis Perilaku Inflasi Jangka Pendek dan Jangka Panjang Atas Faktor-Faktor Penyebab Utama di Indonesia 1999.1-2001.1*, KOMPAK, Mo.5, hal. 253-274.
- Aruzzi, M. Iqbal, dan Bandi, 2003, *Pengaruh Tingkat Suku Bunga, Rasio Profitabilitas, dan Beta Akuntansi Terhadap Beta Saham Syariah di Bursa Efek Jakarta*, *Jurnal Simposium Nasional Akuntansi VI*.
- Ball, R.J. and P. Brown, 1969, *Portfolio Theory and Accounting*, *Journal of Accounting Research* 7, p. 300-332.
- Beaver, William, Paul Kettler, dan Myron Scholes, 1970, *The Association Between Market Determined and Accounting Determined Risk Measure*, *The Accounting Review* 45, p. 654-682.
- Bowman, Robert G., 1979., *The Teoritical Relationship Between Systematic Risk and Financial (Accounting) Variable*, *The Journal of Finance*, Vol XXXIV, No. 3, June, p. 617-630.
- Chung, Kee H., 1989, *The Impact of the Demand Volatility and Leverages on the Systematic Risk of Common Stock*, *Journal of Business Finance & Accounting*, 16(3), Summer, p. 343-360.
- Elger, Pieter.T., 1980, *Accounting-Based Risk Predictions: A Reexamination*, *Accounting Review* 55, p. 398-408.
- Elton, Edwin J., and Gruber, Martin J. 1995, *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, 5th Ed., John Wiley & Sons.
- Eskew, R.K., 1979, *The Forecasting Ability of Accounting Risk Measures: Some Additional Evidence*, *Accounting Review* 54, p.107-118.

- Goeltom, S. Miranda, 1998, Tinjauan Ekonomi Makro dan Perbankan Indonesia: Profesionalisme dan Sinergi Sumberdaya, Kelola No. 17, hal. 1- 23.
- Groenwold, Nicolaas and Patricia Fraser, 2000, Forecasting Beta: How Well Does the Five-Year Rule of Thumb Do?, *Journal of Business Finance & Accounting*, 27(7) &(8), Sept./Oct., p.953-982.
- Gudono dan Nurhayati, Nunik, 2001, The Association Between Market-Determined and Accounting-Determined Risk Measures: Evidence from Indonesia, *Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen, dan Ekonomi*, Vol. 1 No.2, hal. 171-176.
- Hamada, Robert S., 1972, The Effect of the Firm's Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stocks, *Journal of Finance*, May, 435-451.
- Harahap, Sofyan S, 2001, Menuju Perumusan Teori Akuntansi Islam, *Setakan Pertama*, Pustaka Quantum.
- Haroen, Nasrun, 2000, Perdagangan Saham di Bursa Efek, Tinjauan Hukum Islam, Cetakan Pertama, Penerbit Yayasan Kalimah.
- Husnan, Suad, 2003, Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas, Edisi Kedua, Yogyakarta: UPP-AMP YKPN.
- _____, 1994, Analisis Sekuritas di Pasar Modal Kecil: Pengamatan di Bursa Efek Jakarta, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol.9, No. 1.
- Hulwati. 2001, *Transaksi Saham di Pasar Modal Indonesia Perspektif Hukum Ekonomi Islam*, Penerbit UII Press.
- Ika, Syahrir dan Riphath, Singgih, 1996, Peranan Pasar Modal Indonesia Dalam Memenuhi Target Investasi Repelita VI, *Jurnal Keuangan dan Moneter*, Volume 3, Nomor 3, hal. 72-97.
- Jamli, Ahmad dan Firmansyah, 1998, Analisis Fungsi Investasi Pada Sektor Industri Manufaktur dan Dampak Investasi Pada Kebutuhan Impor Indonesia, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 13, No.4, hal. 5-66.
- Jogiyanto, 2000, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Cetakan Kedua, Badan Penerbit Fakultas Ekonomi, Yogyakarta.
- Jones, Charles.P. 2004, *Investments Analysis and Management*, 9th edition, New York, NY: John Wiley & Sons, Inc.
- Kapoor, Ajai K dan Pope, Ralph A, 1997, The Relationship Between Corporate Debt Issuance and Change in Systematic Risk, *Journal of Financial and Strategic Decision*, Vol. 10, No.3, pp. 13-22.
- Karambe, Edwin dan Tandelilin, Eduardus, 2003, The Validity of The CAPM: The Case From JSX, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 18, No. 3, hal. 261-270.
- Lantara, I Wayan Nuka, 2004, Perubahan Tingkat Suku Bunga dan Kinerja Pasat Modal Indonesia: Analisis Pada Tingkat Pasar dan Tingkat Industri, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 19, No. 2, hal. 120-132.
- Mahadwartha, Putu Anom, 2001, Analisis Ekonometri: Pengaruh Return, Volume Transaksi dan Resiko Unik Saham Terhadap Beta Perusahaan pada Industri Rokok, *Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen, dan Ekonomi*, Vol. 1 No. 2, hal. 171-176.
- Miswanto, dan Husnan, Suad, 1999, The Effect of Operating Leverage, Cyclicity, and Firm Size on Business Risk, *Gadjah Mada International Journal of Business*, Vol. 1 No.1, pp. 29-43.
- Nataryah, Syahib, 2000, Analisa Pengaruh Beberapa Faktor Fundamental dan Risiko Sistemik Terhadap Harga Saham, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 15, No. 3, hal. 294-312.
- Naim, Ainun, 1997, Peran Pasar Modal Dalam Pembangunan Ekonomi Indonesia, *Kelola*, No. 14, hal. 1-17.
- Reilly F. K and Brown, Keith C., 1997. "Investment Analysis and Portfolio Management", 5th ed., The Dryden Press, Chicago, IL.

- Setiawan, Doddy, 2004, Analisis Faktor-Faktor Fundamental yang Mempengaruhi Risiko Sistematis Sebelum dan Selama Krisis Moneter, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 19, No.3, hal. 224-237.
- Sitorus, Maurin, 1996, Analisa Risiko Kurs Atas Utang Luar Negeri Pemerintah Indonesia, *Jurnal Keuangan dan Moneter*, Vol.3, Nomor 3, hal. 98-113.
- Suciwati, Desak Putu dan Machfoedz Mas'ud, 2002, Pengaruh Risiko Nilai Tukar Rupiah Terhadap Return Saham: Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEJ, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 17No. 4, hal. 347-360.
- Supriyadi, 2001, Analisis Pengaruh Rasio Keuangan Terhadap Beta Saham Perusahaan yang Tercatat di BEJ, *Jurnal Manajemen dan Bisnis* Bo. 9 No. 1 Januari 2001.
- Sufiyati dan Na'im, Ainun, 1998, Pengaruh Leverage Operasi dan Leverage Finansial Terhadap Risiko Sistematis Saham: Studi Pada Perusahaan Publik di Indonesia, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vo. 13, hal. 57-69.
- Suherman, 2003, Analisis Pengaruh Variabel-Variabel Keuangan Terhadap Risiko Sistematis di Bursa Efek Jakarta, *Jurnal Ekonomi STEI* No.3.
- Sumodiningrat, Gunawan, 1994, *Ekonometrika Pengantar*, Edisi Pertama, Badan Penerbit Fakultas Ekonomi, Yogyakarta.
- Steele, A dan Tessaromatis, N, 1989, A Note on Dividend Policy and Beta: A Comment, *Journal of Business Finance and Accounting*, pp. 543-547.
- Tandelilin, Eduardus, 1997, Determinants of Systematic Risk: The Experience of Some Indonesia Common Stock, *Kelola*, No. 16/IV, h. 101-114.
- _____, 1997, A Comparison of Some Philippine and Indonesian Common Stock s in Selected Financial Accounting Ratios and Securities Systematic Risk, *Kelola*, No. 14, hal. 53-81.
- _____, 2001, *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*, edisi pertama., Badan Penerbit Fakultas Ekonomi, Yogyakarta.