Pengujian Capital Asset Pricing Model di Bursa Efek Jakarta

Budi Harsono Lim, author

Deskripsi Lengkap: <https://lib.ui.ac.id/detail?id=20461146&lokasi=lokal>

Abstrak

Pemilihan portofolio dengan mempertimbangkan risiko belum mendapat pengakuan secara formal sampai Markowitz (1952) mengajukan suatu formulasi portofolio berdasarkan aturan tingkat pengembalian ekspektasi- varians (E- V rule). Berangkat dari dasar tersebut, Sharpe (1964) menggunakan sejumlah asumsi untuk menurunkan kondisi ekuilibrium pasar yang dapat digunakan untuk menentukan tingkat pengembalian ekspektasi aset berisiko. Akan tetapi, terlepas dari eksistensi model tersebut, beberapa studi empiris menemukan bahwa model ekuilibrium yang terjadi tidak sesuai dengan apa yang digambarkan Sharpe. Berangkat dari hal tersebut, penulis menguji hubungan risiko dan tingkat pengembalian di pasar modal Indonesia dengan metode yang telah dirumuskan sebelumnya untuk periode 2000-2004.

Model investasi klasik pada dasarnya menyatakan bahwa pemilihan portofolio adalah didasarkan pada maksimisasi tingkat pengembalian. Model demikian adalah benar bilamana tingkat pengembalian aset adalah pasti. Akan tetapi investasi pada suatu aset tidak dapat terlepas dari unsur risiko, kecuali pada aset bebas risiko. Selain itu tingkat pengembalian antar aset juga memiliki korelasi satu sama lain. Markowitz (1952) mengajukan suatu formula pemilihan portofolio yang didasarkan pada pertimbangan risiko dan interkorelasi aset tersebut. Selanjutnya, Sharpe (1964) menurunkan model penentuan harga aset (CAPM) sederhana dengan mengasumsikan adanya ekspektasi homogen dan adanya aset bebas risiko. Black (1972) memodifikasi model tersebut dengan merubah asumsi adanya aset bebas risiko dan menemukan bentuk persamaan sederhana yang sedikit berbeda. Beberapa studi empiris yang dilakukan di pasar modal Amerika Serikat menemukan bahwa hubungan risiko dan tingkat pengembalian yang terjadi tidak mengkonfirmasi model Sharpe, melainkan lebih cenderung pada model Black. Roll (1976) berpendapat pada dasarnya temuan-temuan empiris tersebut adalah rancu dan suatu pengujian yang benar, secara praktis, tidak dapat dilakukan.

Studi empiris yang dilakukan penulis pada karya akhir ini didasarkan pada metode pengujian CAPM yang diajukan Lintner (1965) dan Fama dan MacBeth (1973). Dalam pengujian hubungan risiko - tingkat pengembalian dengan metode Lintner, selain menggunakan metode yang diajukan, penulis juga mengelaborasi beberapa kritik Miller dan Scholes yang menyatakan bahwa metode Lintner tersebut menyebabkan bias pada hasil yang ditemukan. Replikasi terhadap metode Fama dan MacBeth menggunakan pendekatan portofolio untuk memperoleh estimasi beta yang lebih akurat. Dengan menggunakan estimasi risiko portofolio tersebut, penulis melakukan pengujian hubungan risiko tingkat pengembalian bulan per bulan untuk mengamati relevansi risiko dan efisiensi pasar.

Secara keseluruhan, temuan empiris yang diperoleh menunjukkan bahwa beta adalah relevan sebagai risiko sistematis dan kompensasi atas risiko tersebut adalah positif. Selain itu, juga terbukti bahwa model dua faktor Black lebih mampu menggambarkan hubungan risiko - tingkat pengembalian yang terjadi. Temuan dengan menggunakan metode Lintner menunjukkan bahwa: (1) beta adalah relevan dan terdapat price of risk positif, (2) risiko residual tidak relevan dan, (3) tingkat pengembalian portofolio zero beta selama periode pengujian adalah negatif. Temuan dengan menggunakan metode Fama dan MacBeth, selain

menemukan bukti-bukti yang mendukung kesimpulan sebelumnya, juga menemukan bukti bahwa investasi di pasar modal Indonesia, khususnya BEJ, adalah "fair game" dalam arti investor tidak dapat menggunakan informasi lampau yang diturunkan dari model ekuilibrium untuk menghasilkan strategi investasi yang superior.

Hasil penelitian yang diperoleh menunjukkan bahwa hubungan antara risiko dan tingkat pengembalian saham di pasar modal Indonesia adalah sesuai dengan apa yang dipostulasikan oleh model ekuilibrium. Akan tetapi bentuk hubungan tersebut ternyata lebih mengkonfirmasi model yang diajukan Black. Selain itu juga ditemukan bahwa pasar modal Indonesia adalah efisien paling tidak dalam bentuk lemah (weakform).