

## BAB IV

### HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN

#### 4.1 Statistik Deskriptif

Pada bagian ini, akan disajikan pembahasan mengenai hasil statistik deskriptif. Pembahasan hasil statistik deskriptif ini bertujuan untuk menguraikan serta menjabarkan secara menyeluruh semua data yang digunakan dalam penelitian ini. Berikut disajikan hasil pembagian kapitalisasi pasar dengan menggunakan *quartile* yang dibagi menjadi empat *quartile* yang tertera dalam Tabel 4.1 di bawah ini:

**Tabel 4.1 Kategori Kapitalisasi Pasar Tahun 2015 – 2019**  
(dalam miliar Rp.)

Tahun	Kuartil 1	Kuartil 2	Kuartil 3	Kuartil 4
2015	Cap ≤ 6,38	6,38 < Cap ≤ 11,36	11,36 < Cap ≤ 70,36	Cap > 70,36
2016	Cap ≤ 6,58	6,58 < Cap ≤ 20,68	20,68 < Cap ≤ 69,94	Cap > 69,94
2017	Cap ≤ 8,86	8,86 < Cap ≤ 30,55	30,55 < Cap ≤ 86,55	Cap > 86,55
2018	Cap ≤ 13,98	13,98 < Cap ≤ 50,55	50,55 < Cap ≤ 108,87	Cap > 108,87
2019	Cap ≤ 15,76	15,76 < Cap ≤ 43,98	43,98 < Cap ≤ 112,45	Cap > 112,45

Sumber: Data sekunder diolah dengan SPSS, 2021

Berdasarkan pada Tabel 4.1 di atas, batas atas dan batas bawah masing-masing kuartil di setiap tahun pengamatan selalu mengalami perubahan karena jumlah perusahaan selalu mengalami perubahan. Batas kuartil 1 mengalami peningkatan dari tahun ke tahun, hal ini dapat terjadi karena adanya peningkatan jumlah saham yang beredar serta harga saham pada saham perusahaan yang masuk ke dalam kategori kuartil 1 selama tahun pengamatan mengalami

peningkatan, dengan catatan jumlah perusahaan yang masuk ke dalam kuartil 1 selalu mengalami perubahan. Pada batas bawah kuartil 2 pada tahun 2015 hingga tahun 2018 secara konsisten mengalami peningkatan akan tetapi pada tahun 2019 batas atas kuartil 2 mengalami penurunan karena beberapa perusahaan yang masuk ke dalam kategori kuartil 2 harga sahamnya mengalami penurunan yang cukup drastis, hal ini nampak pada saham perusahaan Indah Kiat Pulp & Paper Tbk, Multi Bintang Indonesia Tbk, Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk, Fajar Surya Wisesa Tbk, serta Japfa Comfeed Indonesia Tbk.

Kemudian untuk batas atas kuartil 3 tahun 2016 mengalami penurunan karena harga saham dari ketiga perusahaan mengalami penurunan yang cukup signifikan, yakni pada perusahaan Indocement Tunggal Prakarsa Tbk, Semen Indonesia (Persero) Tbk, dan Mayora Indah Tbk. Untuk batas kuartil 4 cenderung mengalami peningkatan akan tetapi pada tahun 2016 batas kuartil 4 mengalami penurunan, akan tetapi penurunan ini juga tidak terlalu signifikan.

Berikut disajikan hasil statistik deskriptif tahunan dari *return* saham yang terbentuk dari rata-rata (*mean*) *return* 26 perusahaan sampel yang sudah dikategorikan berdasarkan besar-kecilnya kapitalisasi pasar dengan menggunakan *quartile*.

**Tabel 4.2 Hasil Pengujian Statistik Deskriptif Return Tahunan dan Statistik t**

Tahun	Quartile	N	Mean	Std. Deviation	t
2015	1	5	-0,0011	0,0017	-1,5387
	2	5	0,0003	0,0027	0,2216
	3	5	-0,0007	0,0018	-0,8617
	4	11	0,0006	0,0021	0,9148
	Total	26	-0,0001	0,0021	-0,1264
2016	1	4	0,0006	0,0022	0,5537
	2	3	0,0000	0,0003	-0,1391
	3	6	0,0038	0,0041	2,2767
	4	13	0,0019	0,0024	2,7829
	Total	26	0,0019	0,0029	3,3591
2017	1	2	0,0019	0,0017	1,6501
	2	2	0,0005	0,0011	0,7030
	3	7	0,0020	0,0021	2,4771
	4	15	0,0016	0,0020	3,0887
	Total	26	0,0016	0,0019	4,4117
2018	1	1	0,0000	-	-
	2	3	0,0010	0,0026	0,6449
	3	5	0,0018	0,0013	2,9925
	4	17	0,0012	0,0018	2,7366
	Total	26	0,0012	0,0017	3,6211
2019	1	1	-0,0006	-	-
	2	3	0,0012	0,0033	0,6220
	3	6	0,0003	0,0013	0,4906
	4	16	0,0003	0,0015	0,7918
	Total	26	0,0004	0,0017	1,1131

Sumber: Data sekunder diolah SPSS, 2021

Berdasarkan Tabel 4.2 di atas dapat diketahui bahwa pada tahun 2015 terdapat 26 sampel data *mean return* yang dibagi ke dalam empat kategori menurut kategori kuartil berdasarkan ukuran kapitalisasi pasar. Pada Tabel 4.2 disajikan pula hasil statistik t-hitung dengan statistik t-tabel sebesar 2,069 (df=23 untuk 26 pengamatan) dengan *confidence interval* 95%. Pada kuartil 1 terdapat lima data dengan *mean* sebesar -

0,0011 dan standar deviasi sebesar 0,0017. Besarnya *mean* yang negatif disebabkan karena *return* empat dari lima perusahaan menunjukkan hasil yang negatif. Inferensi statistik pada kuartil 1 tahun 2015 dengan membandingkan statistik t-hitung dengan t-tabel ( $-1,5387 < 2,069$ ). Kuartil 2 terdapat lima data dengan *mean* sebesar 0,0003 dan standar deviasi sebesar 0,0027. Nilai *mean* bertanda positif karena pada tahun 2015 pada kuartil 2 *return* perusahaan yang negatif masih dapat diimbangi dengan *return* dari perusahaan yang bernilai positif. Inferensi statistik pada kuartil 2 tahun 2015 dengan membandingkan statistik t-hitung dengan t-tabel ( $0,2216 < 2,069$ ). Kuartil 3 terdapat lima data dengan *mean* sebesar -0,0007 dan standar deviasi sebesar 0,0018. Mengikuti hasil nilai *mean* yang negatif hal ini dapat terjadi karena pada tahun 2015 kuartil 3, *return* perusahaan dengan kapitalisasi yang termasuk dalam kuartil 3 menunjukkan bahwa *return* dari dua perusahaan memiliki nilai negatif yang cukup besar apabila dibandingkan dengan tiga perusahaan lainnya dengan *return* yang positif. Inferensi statistik pada kuartil 3 tahun 2015 dengan membandingkan statistik t-hitung dengan t-tabel ( $-0,8617 < 2,069$ ).

Sedangkan pada kuartil 4 mempunyai data yang paling banyak apabila dibandingkan dengan kuartil 1, kuartil 2, dan kuartil 3 dengan jumlah data sebanyak 11. Dari tabel di atas, *mean* pada kuartil 4 sebesar 0,0006 dan standar deviasi sebesar 0,0021. Untuk total keseluruhan dari ke-26 sampel pada tahun 2015, mempunyai rata-rata (*mean*) sebesar -0,0001 dan standar deviasi sebesar 0,0021. Inferensi statistik pada kuartil 4 tahun 2015 dengan membandingkan statistik t-hitung dengan t-tabel ( $0,9148 < 2,069$ ). Total *mean* keseluruhan yang negatif ini dipengaruhi oleh kuartil 1 dan 3 karena perusahaan-perusahaan yang masuk dalam kuartil 1 dan 3 tersebut memiliki *return* yang tergolong kecil. Perusahaan yang masuk dalam kuartil 1 mempunyai kapitalisasi pasar yang paling kecil maka *return* yang dihasilkan juga kecil, sedangkan pada perusahaan yang masuk dalam kuartil 3 meskipun

kapitalisasi pasarnya cukup besar akan tetapi ada beberapa perusahaan yang tingkat pengembaliannya kecil sehingga hal ini berdampak dan mempengaruhi perusahaan lain di kuartil 3 yang tingkat pengembaliannya positif. Inferensi statistik pada *mean return* keseluruhan tahun 2015 dengan membandingkan statistik t-hitung dengan t-tabel ( $-0,1264 < 2,069$ ). Di tahun 2015, berdasarkan pada ke-26 sampel, maka terdapat 12 perusahaan yang memiliki *return* positif dan 14 perusahaan memiliki *return* negatif.

Tahun 2016 terdapat 26 sampel data *mean return* yang dibagi ke dalam empat kategori menurut kategori kuartil berdasarkan ukuran kapitalisasi pasar. Kuartil 1 terdapat empat sampel data dengan *mean* sebesar 0,0006 dan standar deviasi sebesar 0,0022. Nilai *mean* pada kuartil 1 tahun 2016 mengalami peningkatan apabila dibandingkan nilai *mean* kuartil 1 tahun 2015. Inferensi statistik pada kuartil 1 tahun 2016 dengan membandingkan statistik t-hitung dengan t-tabel ( $0,5537 < 2,069$ ). Kuartil 2 terdapat tiga data dengan *mean* sebesar 0,0000 dan standar deviasi sebesar 0,0003. Meskipun *mean return* positif akan tetapi apabila dibandingkan dengan *mean return* tahun 2015 kuartil 2, kuartil 2 tahun 2016 ini mengalami penurunan karena terdapat dua dari tiga perusahaan yang tingkat pengembaliannya kecil bahkan bernilai negatif. Inferensi statistik pada kuartil 2 tahun 2016 dengan membandingkan statistik t-hitung dengan t-tabel ( $-0,1391 < 2,069$ ). Pada kuartil 3 terdapat enam data dengan *mean* sebesar 0,0038 dan standar deviasi sebesar 0,0041. *Mean return* pada kuartil 3 pada tahun 2016 mengalami peningkatan dibandingkan dengan *mean return* kuartil 3 tahun 2015 karena *mean return* mengalami peningkatan dan dari 6 perusahaan yang masuk ke dalam kuartil 3 ini semuanya memberikan *return* yang positif. Inferensi statistik pada kuartil 3 tahun 2016 dengan membandingkan statistik t-hitung dengan t-tabel ( $2,2767 > 2,069$ ).

Kuartil 4 tahun 2016 mempunyai data sebanyak 13 dengan *mean* sebesar 0,0019 dan standar deviasi sebesar 0,0024. Hal ini terlihat

adanya peningkatan *mean return* apabila dibandingkan dengan *mean return* di tahun 2015 pada kuartil 4 karena *return* mengalami peningkatan dan juga perusahaan yang masuk ke dalam kuartil 4 semakin meningkat karena jumlah kapitalisasi pasarnya yang mengalami peningkatan. Inferensi statistik pada kuartil 4 tahun 2016 dengan membandingkan statistik t-hitung dengan t-tabel ( $2,7829 > 2,069$ ). Apabila dilihat dari ke-26 data total keseluruhan sampel maka *mean* yang dihasilkan sebesar 0,0019 dan standar deviasi sebesar 0,0029. Dari nilai tersebut dapat dilihat bahwa *mean* untuk ke-26 data mengalami peningkatan dibandingkan tahun 2015 serta peningkatannya cukup signifikan karena memberikan *return* yang positif. Inferensi statistik pada *mean return* keseluruhan tahun 2016 dengan membandingkan statistik t-hitung dengan t-tabel ( $3,3591 > 2,069$ ). Di tahun 2016, berdasarkan pada ke-26 sampel, maka terdapat 20 perusahaan yang memiliki *return* positif dan 6 perusahaan memiliki *return* negatif.

Pada tahun 2017 terdapat 26 sampel data *mean return* yang dibagi ke dalam empat kategori menurut kategori kuartil berdasarkan ukuran kapitalisasi pasar. Kuartil 1 terdapat dua sampel data dengan *mean* sebesar 0,0019 dan standar deviasi sebesar 0,0017. Pada tahun 2017 ini, jumlah data yang termasuk dalam kuartil 1 semakin berkurang karena jumlah kapitalisasi pasar perusahaan semakin meningkat sehingga masuk ke dalam kuartil di atasnya. Jika dibandingkan dengan kuartil 1 tahun 2016 maka *return* pada kuartil 1 tahun 2017 mengalami peningkatan dengan hasil *mean* yang positif. Inferensi statistik pada kuartil 1 tahun 2017 dengan membandingkan statistik t-hitung dengan t-tabel ( $1,6501 < 2,069$ ). Kuartil 2 mempunyai dua sampel data dengan besarnya nilai *mean* 0,0005 dan nilai standar deviasinya sebesar 0,0011. Mengikuti hal tersebut, *mean return* pada kuartil 2 tahun 2017 ini mengalami peningkatan apabila dibandingkan dengan kuartil 2 tahun

2016. Inferensi statistik pada kuartil 2 tahun 2017 dengan membandingkan statistik t-hitung dengan t-tabel ( $0,7030 < 2,069$ ).

Kuartil 3 terdapat tujuh sampel data dengan nilai *mean* sebesar 0,0020 dan nilai standar deviasi sebesar 0,0021. Tujuh sampel data yang masuk ke dalam kategori kuartil 3 ini semuanya memberikan *return* yang positif sehingga *mean return* yang dihasilkan dalam statistik deskriptif ini juga bernilai positif. Inferensi statistik pada kuartil 3 tahun 2017 dengan membandingkan statistik t-hitung dengan t-tabel ( $2,4771 > 2,069$ ). Sedangkan pada kuartil 4 terdapat 15 sampel data dengan nilai *mean* sebesar 0,0016 dan standar deviasi sebesar 0,0020. Inferensi statistik pada kuartil 4 tahun 2017 dengan membandingkan statistik t-hitung dengan t-tabel ( $3,0887 > 2,069$ ). Apabila ditinjau dari ke-26 sampel data maka nilai *mean* yang dihasilkan sebesar 0,0016 dan nilai standar deviasi sebesar 0,0019. Nilai *mean return* dari total keseluruhan data sampel memberikan hasil yang positif karena tingkat pengembalian (*return*) dari seluruh sampel dari masing-masing kuartil memberikan *return* yang positif pula. Inferensi statistik pada *mean return* keseluruhan tahun 2017 dengan membandingkan statistik t-hitung dengan t-tabel ( $4,4117 > 2,069$ ). Di tahun 2017, berdasarkan pada ke-26 sampel, maka terdapat 25 perusahaan yang memiliki *return* positif dan 1 perusahaan memiliki *return* negatif.

Tahun 2018 terdapat 26 sampel data *mean return* yang dibagi ke dalam empat kategori menurut kategori kuartil berdasarkan ukuran kapitalisasi pasar. Kuartil 1 terdapat satu sampel data saja dengan nilai *mean* sebesar 0,0000 dan untuk nilai standar deviasinya tidak ada, hal ini terjadi karena pada kuartil 1 tahun 2018 sampel data hanya terdapat satu saja sehingga dapat dikatakan bahwa data yang digunakan kurang. Data yang kurang ini disebabkan karena adanya perpindahan sampel ke kuartil lainnya berdasarkan jumlah kapitalisasi pasarnya. Di sini juga dapat terlihat bahwa nilai *mean* hanya sebesar 0,0000 karena satu perusahaan tersebut memiliki jumlah kapitalisasi pasar yang paling

kecil dibandingkan yang lain dan nilai *return* yang dihasilkan negatif pula. Inferensi statistik pada kuartil 1 tahun 2018 dengan membandingkan statistik t-hitung dengan t-tabel adalah tidak ada (nihil). Kuartil 2 terdapat tiga sampel dengan nilai *mean* sebesar 0,0010 dan nilai standar deviasi sebesar 0,0026. Inferensi statistik pada kuartil 2 tahun 2018 dengan membandingkan statistik t-hitung dengan t-tabel ( $0,6449 < 2,069$ ). Pada kuartil 3 terdapat lima sampel dengan nilai *mean* sebesar 0,0018 dan nilai standar deviasi sebesar 0,0013. Mengikuti hasil nilai *mean* yang positif hal ini dikarenakan nilai *return* dari perusahaan-perusahaan yang masuk dalam kategori kuartil 3 semuanya memberikan *return* yang positif. Inferensi statistik pada kuartil 3 tahun 2018 dengan membandingkan statistik t-hitung dengan t-tabel ( $2,9925 > 2,069$ ). Kuartil 4 dengan jumlah data sebanyak 17, nilai *mean* sebesar 0,0012 dan nilai standar deviasi sebesar 0,0018. Inferensi statistik pada kuartil 4 tahun 2018 dengan membandingkan statistik t-hitung dengan t-tabel ( $2,7366 > 2,069$ ). Jika dilihat dari nilai *mean* untuk ke-26 sampel secara keseluruhan maka menghasilkan *mean* sebesar 0,0012 dan nilai standar deviasi sebesar 0,0017. Nilai *mean* bertanda positif karena dari masing-masing kuartil tersebut nilai *mean* semuanya menunjukkan *return* yang positif meskipun apabila dibandingkan dengan tahun 2017 mengalami penurunan. Inferensi statistik *mean return* keseluruhan tahun 2018 dengan membandingkan statistik t-hitung dengan t-tabel ( $3,6211 > 2,069$ ). Di tahun 2018, berdasarkan pada ke-26 sampel, maka terdapat 20 perusahaan yang memiliki *return* positif dan 6 perusahaan memiliki *return* negatif.

Tahun 2019 terdapat 26 sampel data *mean return* yang dibagi ke dalam empat kategori menurut kategori kuartil berdasarkan ukuran kapitalisasi pasar. Pada kuartil 1 hanya terdapat satu sampel saja dengan nilai *mean* sebesar -0,0006 dan nilai standar deviasinya tidak ada. Hal ini juga disebabkan karena kurangnya sampel yang diamati pada kategori kuartil 1 tersebut. Hasil nilai *mean* yang negatif ini dipengaruhi



oleh adanya *return* yang negatif dari satu perusahaan yang masuk ke dalam kategori kuartil 1. Inferensi statistik pada kuartil 1 tahun 2019 dengan membandingkan statistik t-hitung dengan t-tabel adalah tidak ada (nihil). Kuartil 2 memiliki sampel sebanyak tiga dengan nilai *mean* sebesar 0,0012 dan nilai standar deviasi sebesar 0,0033. Inferensi statistik pada kuartil 2 tahun 2019 dengan membandingkan statistik t-hitung dengan t-tabel ( $0,6220 < 2,069$ ). Kuartil 3 memiliki sampel sebanyak enam dengan nilai *mean* sebesar 0,0003 dan nilai standar deviasi sebesar 0,0013. Nilai *mean return* tidak terlalu tinggi karena ada beberapa perusahaan yang memiliki *return* yang negatif dengan kapitalisasi pasar yang tergolong cukup tinggi. Inferensi statistik pada kuartil 3 tahun 2019 dengan membandingkan statistik t-hitung dengan t-tabel ( $0,4906 < 2,069$ ). Pada kuartil 4 terdapat 16 sampel dengan nilai *mean* sebesar 0,0003 dan nilai standar deviasi sebesar 0,0015. Inferensi statistik pada kuartil 4 tahun 2019 dengan membandingkan statistik t-hitung dengan t-tabel ( $0,7918 < 2,069$ ). Apabila dilihat dari total keseluruhan ke-26 data sampel maka dihasilkan nilai *mean* sebesar 0,0004 dan nilai standar deviasi sebesar 0,0017. Nilai *mean* dari ke-26 data sampel di tahun 2019 juga memberikan nilai yang positif karena hanya terdapat *mean return* yang negatif yaitu pada kuartil 1 sehingga tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai *mean* keseluruhan. Jika dibandingkan dengan nilai *mean* ke-26 sampel di tahun 2018 maka nilai *mean* ke-26 sampel di tahun 2019 mengalami penurunan. Inferensi statistik pada *mean* keseluruhan tahun 2019 dengan membandingkan statistik t-hitung dengan t-tabel ( $1,1131 < 2,069$ ). Di tahun 2019, berdasarkan pada ke-26 sampel, maka terdapat 15 perusahaan yang memiliki *return* positif dan 11 perusahaan memiliki *return* negatif.

Selanjutnya adalah hasil statistik deskriptif dari risiko yang diukur dalam *Beta CAPM*. *Beta CAPM* diperoleh dari *excess individual return* yang diregresi terhadap *excess market return* melalui titik origin, atau regresi tanpa konstanta, untuk ke-26 perusahaan selama 5 tahun

pengamatan. Hasil statistik deskriptif *return* investasi dan risiko dalam *Beta CAPM* disajikan pada Tabel 4.3 di bawah ini:

**Tabel 4.3 Hasil Pengujian Statistik Deskriptif Risiko dalam Beta CAPM Tahunan dan Statistik t**

Tahun	Quartile	N	Mean	Std. Deviation	t
2015	1	5	0,3048	0,3243	-4,7938
	2	5	0,9754	0,5325	-0,1031
	3	5	0,3774	0,3062	-4,5465
	4	11	1,2315	0,5915	1,2980
	Total	26	0,8398	0,6232	-1,3110
2016	1	4	0,4315	0,3563	-3,1907
	2	3	0,4089	0,3433	-2,9825
	3	6	0,5568	0,2553	-4,2521
	4	13	0,9970	0,4331	-0,0248
	Total	26	0,7406	0,4456	-2,9690
2017	1	2	0,1020	0,3753	-3,3837
	2	2	0,2182	0,0576	-19,1859
	3	7	0,4946	0,4616	-2,8967
	4	15	1,0542	0,5063	0,4148
	Total	26	0,7660	0,5746	-2,0764
2018	1	1	-0,0610	-	-
	2	3	0,3172	0,2328	-5,0794
	3	5	0,6005	0,2738	-3,2625
	4	17	1,0473	0,4059	0,4804
	Total	26	0,8345	0,4772	-1,7685
2019	1	1	0,4797	-	-
	2	3	0,2615	0,4693	-2,7254
	3	6	0,4832	0,3914	-3,2345
	4	16	1,3079	0,7280	1,6916
	Total	26	0,9650	0,7524	-0,2375

Sumber: Data sekunder diolah SPSS, 2021

Tabel 4.3 di atas menunjukkan hasil statistik deskriptif risiko dalam *Beta CAPM* yang disajikan secara tahunan. Pada tahun 2015 dibagi menjadi empat kuartil berdasarkan ukuran besar-kecilnya

kapitalisasi pasar dengan total sampel sebanyak 26. Kuartil 1 mempunyai data sampel sebanyak lima dengan nilai *mean* Beta sebesar 0,3048 dan nilai standar deviasi sebesar 0,3243. Nilai *mean* Beta 0,3048 < 1 pada kuartil 1 ini menunjukkan bahwa perusahaan yang masuk ke dalam kategori kuartil 1 termasuk dalam saham-saham yang *defensive*, di mana saham mempunyai kecenderungan untuk naik dan turun lebih rendah daripada indeks pasar secara umum. Inferensi statistik pada kuartil 1 tahun 2015 dengan membandingkan statistik t-hitung dengan t-tabel (-4,7938 < 2,069). Kuartil 2 memiliki jumlah sampel sebanyak lima dengan nilai *mean* Beta sebesar 0,9754 dan nilai standar deviasinya sebesar 0,5325. Nilai *mean* Beta 0,9754 < 1 sehingga pada kuartil ini saham perusahaan masuk dalam kategori defensif akan tetapi sudah mendekati 1 (yang memiliki sensitivitas uniter). Inferensi statistik pada kuartil 2 tahun 2015 dengan membandingkan statistik t-hitung dengan t-tabel (-0,1031 < 2,069).

Kuartil 3 mempunyai data sampel sebanyak lima dengan nilai *mean* Beta sebesar 0,3774 dan nilai standar deviasi sebesar 0,3062. Dalam kuartil 3 ini, saham perusahaan juga tergolong dalam saham-saham yang defensif. Inferensi statistik pada kuartil 3 tahun 2015 dengan membandingkan statistik t-hitung dengan t-tabel (-4,5465 < 2,069). Sedangkan pada kuartil 4 mempunyai data sampel sebanyak 11 dengan nilai *mean* sebesar 1,2315 dan nilai standar deviasinya sebesar 0,5915. Pada kuartil 4 ini saham-saham perusahaan termasuk dalam kategori saham agresif karena nilai *mean* Beta > 1, yang mana saham cenderung naik dan turun lebih tinggi daripada pasar. Jadi dapat dikatakan bahwa perusahaan dengan kategori kapitalisasi pasar yang besar termasuk dalam saham agresif, sedangkan pada perusahaan-perusahaan yang masuk dalam kategori kuartil 1, 2, dan 3 termasuk dalam kategori saham defensif. Inferensi statistik pada kuartil 4 tahun 2015 dengan membandingkan statistik t-hitung dengan t-tabel (1,2980 < 2,069). Apabila dilihat berdasarkan total sampel secara keseluruhan

maka besarnya nilai *mean* Beta sebesar 0,8398 dan nilai standar deviasinya sebesar 0,6232. Inferensi statistik pada *mean* Beta keseluruhan tahun 2015 dengan membandingkan statistik t-hitung dengan t-tabel ( $-1,3110 < 2,069$ ). Di tahun 2015, berdasarkan pada ke-26 sampel, maka terdapat 16 saham perusahaan yang termasuk dalam kategori saham defensif dan 10 saham perusahaan yang termasuk dalam kategori saham agresif.

Tahun 2016 dibagi menjadi empat kuartil berdasarkan ukuran besar-kecilnya kapitalisasi pasar dengan total sampel sebanyak 26. Pada kuartil 1 terdapat data sampel sebanyak empat dengan nilai *mean* Beta sebesar 0,4315 dan nilai standar deviasi sebesar 0,3563. Inferensi statistik pada kuartil 1 tahun 2016 dengan membandingkan statistik t-hitung dengan t-tabel ( $-3,1907 < 2,069$ ). Kuartil 2 memiliki sampel data sejumlah tiga dengan nilai *mean* Beta sebesar 0,4089 dan nilai standar deviasi sebesar 0,3433. Inferensi statistik pada kuartil 2 tahun 2016 dengan membandingkan statistik t-hitung dengan t-tabel ( $-2,9825 < 2,069$ ). Kuartil 3 mempunyai data sampel sebanyak enam dengan nilai *mean* Beta sebesar 0,5568 dan nilai standar deviasi sebesar 0,2553. Inferensi statistik pada kuartil 3 tahun 2016 dengan membandingkan statistik t-hitung dengan t-tabel ( $-4,2521 < 2,069$ ). Dari kuartil 1 hingga kuartil 3 dapat dilihat bahwa semua *mean* Beta  $< 1$  sehingga saham-saham perusahaan yang masuk dalam kategori kuartil tersebut termasuk dalam saham defensif. Pada kuartil 4 memiliki data sampel sebanyak 13 dengan nilai *mean* Beta sebesar 0,9970 dan nilai standar deviasi sebesar 0,4331. Inferensi statistik pada kuartil 4 tahun 2016 dengan membandingkan statistik t-hitung dengan t-tabel ( $-0,0248 < 2,069$ ). Apabila dilihat secara keseluruhan dari ke-26 sampel maka dapat dilihat bahwa nilai *mean* Beta sebesar 0,7406 dengan nilai standar deviasi sebesar 0,4456. Inferensi statistik pada *mean* Beta keseluruhan tahun 2016 dengan membandingkan statistik t-hitung dengan t-tabel ( $-2,9690 < 2,069$ ). Di tahun 2016, berdasarkan pada ke-26 sampel, maka terdapat

17 saham perusahaan yang termasuk dalam kategori saham defensif dan 9 saham perusahaan yang termasuk dalam kategori saham agresif.

Tahun 2017 dibagi menjadi empat kuartil berdasarkan ukuran besar-kecilnya kapitalisasi pasar dengan total sampel sebanyak 26. Pada kuartil 1 memiliki jumlah data sampel sebanyak dua dengan nilai *mean* Beta sebesar 0,1020 dan nilai standar deviasi sebesar 0,3753. Inferensi statistik pada kuartil 1 tahun 2017 dengan membandingkan statistik t-hitung dengan t-tabel ( $-3,3837 < 2,069$ ). Kuartil 2 memiliki jumlah data sebanyak dua dengan nilai *mean* Beta sebesar 0,2182 dan nilai standar deviasi sebesar 0,0576. Inferensi statistik pada kuartil 2 tahun 2017 dengan membandingkan statistik t-hitung dengan t-tabel ( $-19,1859 < 2,069$ ). Kuartil 3 mempunyai data sampel sebanyak tujuh dengan nilai *mean* Beta sebesar 0,4946 dan nilai standar deviasi sebesar 0,4616. Inferensi statistik pada kuartil 3 tahun 2017 dengan membandingkan statistik t-hitung dengan t-tabelnya ( $-2,8967 < 2,069$ ). Apabila dilihat dari kuartil 1 hingga kuartil 3 dapat dilihat bahwa semua *mean* Beta  $< 1$  sehingga saham-saham perusahaan yang masuk dalam kategori kuartil tersebut termasuk dalam saham defensif. Pada kuartil 4 memiliki jumlah data sampel sebanyak 15 dengan nilai *mean* Beta sebesar 1,0542 dan nilai standar deviasi sebesar 0,5063. Besarnya nilai *mean* Beta pada kuartil 4 menunjukkan bahwa saham-saham perusahaan tergolong dalam saham agresif karena nilainya lebih dari 1. Kuartil 4 yang notabene adalah perusahaan dengan kapitalisasi pasar yang paling besar menandakan bahwa memiliki risiko yang paling besar dan termasuk dalam kategori saham yang agresif. Inferensi statistik pada kuartil 4 tahun 2017 dengan membandingkan statistik t-hitung dengan t-tabel ( $0,4148 < 2,069$ ). Apabila dilihat dari keseluruhan sampel maka dapat dilihat bahwa nilai *mean* sebesar 0,7660 dan nilai standar deviasinya sebesar 0,5746. Inferensi statistik pada *mean* Beta keseluruhan tahun 2017 dengan membandingkan statistik t-hitung dengan t-tabel ( $-2,0764 < 2,069$ ). Di tahun 2017, berdasarkan pada ke-

26 sampel, maka terdapat 16 saham perusahaan yang termasuk dalam kategori saham defensif dan 10 saham perusahaan yang termasuk dalam kategori saham agresif.

Tahun 2018 dibagi menjadi empat kuartil berdasarkan ukuran besar-kecilnya kapitalisasi pasar dengan total sampel sebanyak 26. Kuartil 1 memiliki jumlah data sampel sebanyak satu dengan nilai *mean* Beta sebesar -0,0610 dan untuk nilai standar deviasinya tidak ada. Hal tersebut dapat terjadi karena jumlah sampel pada kuartil 1 tahun 2018 hanya terdapat satu sampel saja. Apabila mengikuti teori CAPM yang mana semakin besar risiko semakin besar pula *return* ekspektasinya serta menurut teori CAPM investor akan cenderung menghindari risiko karena pertama-tama mereka akan memilih *risk free rate* kalau harus melakukan investasi, maka hasil nilai *Beta* CAPM yang negatif ini tidak sesuai dengan teori CAPM. Saham perusahaan yang memberikan nilai *Beta* CAPM negatif adalah saham perusahaan “BRAM”, hal ini disebabkan karena adanya pergerakan harga saham yang bertentangan/ tidak searah dengan pergerakan *market*. Kuartil 2 memiliki jumlah data sebanyak tiga dengan nilai *mean* Beta sebesar 0,3172 dan nilai standar deviasi sebesar 0,2328. Penghitungan inferensi statistik pada kuartil 2 tahun 2018 dengan membandingkan statistik t-hitung dengan t-tabel ( $-5,0794 < 2,069$ ). Kuartil 3 memiliki jumlah data sebanyak lima dengan nilai *mean* Beta sebesar 0,6005 dan nilai standar deviasi sebesar 0,2738. Inferensi statistik pada kuartil 3 tahun 2018 dengan membandingkan statistik t-hitung dengan t-tabel ( $-3,2625 < 2,069$ ). Apabila dilihat dari kuartil 1 hingga kuartil 3 dapat dilihat bahwa semua *mean* Beta  $< 1$  sehingga saham-saham perusahaan yang masuk dalam kategori kuartil tersebut termasuk dalam saham defensif. Sedangkan pada kuartil 4 memiliki jumlah data sampel sebanyak 17 dengan nilai *mean* Beta sebesar 1,0473 dan nilai standar deviasi sebesar 0,4059. Saham perusahaan yang masuk dalam kuartil 4 ini termasuk dalam kategori saham agresif karena nilai *mean* Beta  $> 1$ . Inferensi statistik pada kuartil

4 tahun 2018 dengan membandingkan statistik t-hitung dengan t-tabel ( $0,4804 < 2,069$ ). Apabila dilihat secara keseluruhan dari ke-26 sampel maka besarnya nilai *mean* Beta adalah 0,8345 dan nilai standar deviasi sebesar 0,4772. Inferensi statistik pada *mean* Beta keseluruhan tahun 2018 dengan membandingkan statistik t-hitung dengan t-tabel ( $-1,7685 < 2,069$ ). Di tahun 2018, berdasarkan pada ke-26 sampel, maka terdapat 15 saham perusahaan yang termasuk dalam kategori saham defensif dan 11 saham perusahaan yang termasuk dalam kategori saham agresif.

Tahun 2019 dibagi menjadi empat kuartil berdasarkan ukuran besar-kecilnya kapitalisasi pasar dengan total sampel sebanyak 26. Kuartil 1 mempunyai data sampel sejumlah satu dengan nilai *mean* Beta sebesar 0,4797 dan nilai standar deviasi tidak ada karena kurangnya data pengamatan pada kuartil 1 tahun 2019. Kuartil 2 memiliki jumlah data sebanyak tiga dengan nilai *mean* Beta sebesar 0,2615 dan nilai standar deviasi sebesar 0,4693. Inferensi statistik pada kuartil 2 tahun 2019 dengan membandingkan statistik t-hitung dengan t-tabel ( $-2,7254 < 2,069$ ). Kuartil 3 memiliki jumlah data sampel sebanyak enam dengan nilai *mean* Beta sebesar 0,4832 dan nilai standar deviasi sebesar 0,3914. Inferensi statistik pada kuartil 3 tahun 2019 adalah dengan membandingkan statistik t-hitung dengan t-tabel ( $-3,2345 < 2,069$ ). Apabila dilihat dari kuartil 1 hingga kuartil 3 dapat dilihat bahwa semua *mean* Beta  $< 1$  sehingga saham-saham perusahaan yang masuk dalam kategori kuartil tersebut termasuk dalam saham defensif. Pada kuartil 4 memiliki jumlah data sampel sebanyak 16 dengan nilai *mean* Beta sebesar 1,3079 dan nilai standar deviasi sebesar 0,7280. Pada kuartil 4 sendiri, saham perusahaan termasuk dalam kategori saham agresif karena  $> 1$ . Inferensi statistik pada kuartil 4 tahun 2019 dengan membandingkan statistik t-hitung dengan t-tabel ( $1,6916 < 2,069$ ). Apabila dilihat secara keseluruhan dari ke-26 sampel maka besarnya nilai *mean* Beta adalah 0,9650 dan nilai standar deviasi sebesar 0,7524. Inferensi statistik pada *mean* Beta keseluruhan tahun 2019 dengan

membandingkan statistik t-hitung dengan t-tabel ( $-0,2375 < 2,069$ ). Di tahun 2019, berdasarkan pada ke-26 sampel, maka terdapat 15 saham perusahaan yang termasuk dalam kategori saham defensif dan 11 saham perusahaan yang termasuk dalam kategori saham agresif.

Berdasarkan uraian di atas, maka dapat dilihat bahwa saham perusahaan yang masuk dalam kategori kuartil 1, 2, dan 3 dapat dimasukkan ke dalam kategori saham defensif, sedangkan untuk saham perusahaan yang masuk ke dalam kategori kuartil 4 yang notabene adalah perusahaan dengan jumlah kapitalisasi pasar terbesar maka termasuk ke dalam saham agresif. Namun, terdapat pengecualian yaitu pada kuartil 2 tahun 2015 yang mana nilai *mean* Beta mendekati 1 tetapi kapitalisasinya kecil, hal ini disebabkan karena adanya perusahaan-perusahaan yang menghasilkan *return* kecil bahkan ada yang memberikan *return* yang negatif akan tetapi risiko yang diambil tergolong cukup tinggi. Apabila didasarkan pada tabel statistik deskriptif di atas, maka perusahaan yang memiliki kapitalisasi pasar yang besar akan mengambil risiko yang lebih besar pula.

#### 4.2 Pengujian Hipotesis

H<sub>1</sub>: Return investasi adalah tidak homogen pada kapitalisasi pasar saham yang berbeda.

H<sub>2</sub>: Risiko adalah tidak homogen pada kapitalisasi pasar saham yang berbeda.



**Tabel 4.4 Hasil Uji Homogenitas Return dan Risiko**

Test of Homogeneity of Variances					
Tahun		Levene Statistic	df1	df2	Sig.
2015	Beta	0,691	3	22	0,567
	Return	0,156	3	22	0,925
2016	Beta	1,540	3	22	0,232
	Return	2,112	3	22	0,128
2017	Beta	0,478	3	22	0,701
	Return	0,211	3	22	0,888
2018	Beta	0,886 <sup>a</sup>	2	22	0,426
	Return	0,803 <sup>b</sup>	2	22	0,461
2019	Beta	1,082 <sup>a</sup>	2	22	0,356
	Return	2,679 <sup>b</sup>	2	22	0,091

Note:

- a. Groups with only one case are ignored in computing the test of homogeneity of variance for Beta
- b. Groups with only one case are ignored in computing the test of homogeneity of variance for Return

Sumber: Data sekunder diolah SPSS, 2021

Uji homogenitas dilakukan untuk mengetahui apakah data sampel dalam variabel independen dan variabel dependen memiliki varians homogen atau tidak. Pada penelitian ini uji homogenitas dilakukan dengan menggunakan *Levene Test* yang kemudian diuji juga menggunakan ANOVA. Berdasarkan pada Tabel 4.4 di atas, *Levene Test* menunjukkan bahwa baik varians *return* maupun varians Beta untuk di semua tahun pengamatan adalah homogen. Pada tahun 2015 hingga tahun 2019 nilai signifikansi (Sig.) variabel Beta > 0,05 (*confidence interval 95%*) maka dapat disimpulkan bahwa varians data Beta untuk 5 tahun pengamatan adalah sama atau homogen. Untuk variabel *return* dari tahun 2015 hingga tahun 2019 nilai signifikansinya juga > 0,05 sehingga dapat dikatakan bahwa varians data *return* adalah homogen. Sebagai catatan pada tahun 2018 dan 2019 terdapat

kelompok yang memiliki 1 data saja maka akan dapat diabaikan dari uji homogenitas varians baik varians *return* maupun Beta, kelompok yang memiliki satu data ini ada pada kuartil 1.

**Tabel 4.5 Hasil ANOVA Return dan Risiko**

Tahun		ANOVA	
		F	Sig.
2015	Beta	5,782	0,005
	Return	0,958	0,430
2016	Beta	4,064	0,019
	Return	1,720	0,192
2017	Beta	4,746	0,011
	Return	0,291	0,831
2018	Beta	6,379	0,003
	Return	0,339	0,798
2019	Beta	4,000	0,021
	Return	0,338	0,798

Sumber: data sekunder diolah SPSS, 2021

Berdasarkan pada Tabel 4.5 di atas, maka dapat dilihat bahwa ANOVA pada variabel *return* nilai signifikansinya  $> 0,05$  untuk 5 tahun pengamatan, hasil yang tidak signifikan tersebut menjadikan *return* investasi bersifat homogen. Apabila dilihat dari hasil uji Post Hoc yang ada pada bagian lampiran 7 Tabel 4.6, maka *return* selama 1 tahun yang terbagi dalam 4 kuartil tersebut nilai signifikansinya adalah  $> 0,05$ , maka *return* investasi dianggap berbeda tetapi tidak signifikan di antara kapitalisasi-kapitalisasi pasar yang berbeda. Karena untuk kesemuanya adalah tidak signifikan sehingga dapat disimpulkan bahwa *return* investasi bersifat homogen.

Sedangkan pada variabel risiko yang diwakili oleh Beta, terdapat Beta yang berbeda dan signifikan, hal tersebut nampak selama 5 tahun pengamatan di mana nilai signifikansinya ada yang nilainya  $< 0,05$ . Didasarkan pada tabel uji Post Hoc Tabel 4.6 pada bagian lampiran, pada bagian LSD terdapat Beta yang berbeda pada kuartil yang berbeda pada

tahun 2015, yang berbeda adalah pasangan Beta kuartil 1 dengan 2 dengan *mean difference* sebesar -0,67 dan signifikansi sebesar 0,044. Kemudian pasangan Beta kuartil 1 dengan 4 dengan *mean difference* sebesar -0,93 dan signifikansi sebesar 0,002. Pasangan Beta kuartil 3 dan 4 juga berbeda dengan nilai *mean difference* sebesar -0,85 dengan signifikansi sebesar 0,004. Untuk tahun 2016 besarnya nilai signifikansi Beta yaitu 0,019, di sini terlihat bahwa ada beberapa pasangan Beta kuartil yang berbeda karena nilai signifikansi  $< 0,05$ . Pasangan Beta kuartil yang berbeda yaitu pasangan Beta kuartil 1 dengan 4 dengan *mean difference* sebesar -0,5655 dan signifikan sebesar 0,016, kemudian pasangan Beta kuartil 2 dengan 4 dengan *mean difference* sebesar -0,588 dan signifikan sebesar 0,025. Pasangan kuartil yang berbeda juga nampak pada kuartil 3 dan 4 dengan *mean difference* sebesar -0,4403 dan signifikan sebesar 0,029.

Tahun 2017 nilai ANOVA Beta sebesar 0,011, dari besarnya nilai tersebut diketahui terdapat pasangan Beta yang menunjukkan beda dan signifikan, hal ini tampak pada pasangan Beta kuartil 1 dengan 4 dengan *mean difference* sebesar -0,952 dan signifikan sebesar 0,015, pasangan Beta kuartil 2 dengan 4 dengan *mean difference* sebesar -0,836 dan signifikan sebesar 0,030, serta pasangan Beta kuartil 3 dengan 4 dengan *mean difference* sebesar -0,56 dan signifikan sebesar 0,018. Pada tahun 2018, nilai ANOVA untuk Beta sebesar 0,003 yang berarti menunjukkan ada beda dan signifikan. Sedangkan pada tahun 2019 besarnya nilai ANOVA untuk Beta sebesar 0,021, dengan demikian dapat dikatakan bahwa ada Beta yang berbeda signifikan. Akan tetapi untuk pasangan kuartil yang berbeda dan signifikan ini tidak dapat dijabarkan lebih lanjut karena terdapat 1 kelompok data pada kuartil 1 yang hanya memiliki 1 sampel saja.

Berdasarkan uji homogenitas di atas untuk pengujian hipotesis  $H_1$  dan  $H_2$ , maka dapat dikatakan bahwa modus atau kejadian yang sering teramati dari pengamatan variabel *return* adalah *return* bersifat homogen. Berdasarkan hasil uji *Levene Test*, variabel risiko dalam Beta bersifat homogen. Akan tetapi, apabila risiko dalam Beta didasarkan pada hasil uji

ANOVA dan uji Post Hoc menunjukkan adanya beda yang signifikan pada beberapa pasangan kuartil di setiap tahun pengamatan seperti yang telah disebutkan di atas.

H<sub>3</sub> : Kapitalisasi pasar merupakan variabel kontrol dalam relasi *return* dan *risk*.

**Tabel 4.7 Hasil Regresi Return dan Risiko dalam Beta Tahun 2015-2019**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta				Tolerance	VIF
1	(Constant)	.001	.000			4.249	.000		
	Beta	.000	.000	-.130		-1.486	.140	1.000	1.000

a. Dependent Variable: Return  
Sumber: Data sekunder diolah, 2021

Berdasarkan pada Tabel 4.7 di atas maka dapat dilihat hasil regresi *return* dan risiko dalam Beta tahun 2015-2019 (secara keseluruhan) didapati bahwa besarnya nilai koefisien Beta adalah 0,000 dan nilai signifikansi sebesar 0,140. Sehingga secara statistik relasi *return* dengan risiko dalam Beta adalah positif tetapi tidak signifikan karena nilai signifikansi  $> \alpha$  0,05.

**Tabel 4.8 Hasil Regresi Menggunakan Variabel Dummy**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.002	.001		4.264	.000
	Beta	-.001	.000	-.256	-2.431	.016
	d1	-.002	.001	-.260	-2.622	.010
	d2	-.001	.001	-.171	-1.782	.077
	d3	.000	.001	-.038	-.372	.711

a. Dependent Variable: Return

Sumber: Data sekunder diolah SPSS, 2021

Berdasarkan pada Tabel 4.8 di atas, nilai signifikansi pada variabel Beta adalah sebesar 0,016 dan nilai koefisien sebesar -0,001 yang mana berarti secara statistik menunjukkan bahwa beta negatif dan signifikan. Untuk kategori d1 dengan signifikansi sebesar 0,010 dan nilai koefisien sebesar -0,002 yang mana secara statistik menandakan bahwa d1 adalah negatif dan signifikan. Pada d1 karena menunjukkan nilai koefisiennya negatif dan signifikan maka dapat dikatakan bahwa teramati adanya indikasi paradoks Bowman. Kategori d1 adalah perusahaan dengan kapitalisasi pasar kecil. Kapitalisasi pasar kecil ini diperoleh dari harga saham dikalikan dengan *outstanding shares* yang hasilnya paling kecil urutannya dibandingkan dengan yang lainnya.

Kategori d2 menunjukkan signifikansi sebesar 0,077 dengan koefisien sebesar -0,001 sehingga secara statistik yang terjadi adalah hubungan yang negatif dan tidak signifikan. Pada kategori d3 juga secara statistik adalah negatif dan tidak signifikan karena nilai signifikansi 0,711 > nilai  $\alpha$  0,05 dan nilai koefisiennya positif sebesar 0,000. Sedangkan untuk kategori d4 yang diwakili dengan konstanta menunjukkan nilai koefisiennya positif sebesar 0,002 dan signifikan sebesar 0,000.

**Tabel 4.9 Hasil Regresi Return, Risiko, dan Kapitalisasi Pasar**

Model		Coefficients <sup>a</sup>						
		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-.008	.005		-1.665	.098		
	Beta	-.001	.000	-.240	-2.334	.021	.712	1.404
	ln_cap	.000	.000	.204	1.985	.049	.712	1.404

a. Dependent Variable: Return

Sumber: Data sekunder diolah SPSS, 2021

Berdasarkan pada Tabel 4.9 di atas menunjukkan bahwa ln\_cap (kapitalisasi pasar secara keseluruhan) memberikan peran dan pengaruh terhadap relasi *return* dengan risiko ( $\beta$ ). Hal ini tampak pada nilai signifikansi Beta sebesar 0,021 yang menjadikan Beta menjadi signifikan karena nilai  $0,021 < 0,05$ . Karena pada hasil regresi *return* dengan Beta secara keseluruhan pada Tabel 4.7 di atas menunjukkan bahwa Beta semula secara statistik positif dan tidak signifikan, kemudian apabila menambahkan kapitalisasi pasar sebagai variabel kontrol maka nilai Beta menjadi negatif dan signifikan. Untuk nilai kapitalisasi secara keseluruhan (ln\_cap) yang memiliki nilai signifikansi sebesar 0,049 yang secara statistik signifikan dan positif. Oleh sebab itu, dapat disimpulkan bahwa dengan memberikan variabel kontrol kapitalisasi pasar maka relasi antara *return* dengan risiko ( $\beta$ ) dipengaruhi oleh kapitalisasi pasar.

### 4.3 Pembahasan

Dari hasil penghitungan di atas diketahui bahwa *return* investasi adalah bersifat homogen/ varians data *return* sama/ seragam karena berdasarkan pada uji Levene Test yang dapat dilihat pada Tabel 4.4 diketahui bahwa nilai signifikansi *return*  $> 0,05$  untuk ke 5 tahun pengamatan. Kemudian pada Tabel 4.5 dengan menggunakan hasil uji

ANOVA terlihat bahwa nilai signifikansinya  $> 0,05$ , lebih lanjutnya untuk mencari beda dari pasangan-pasangan *return* pada kuartil berbeda tersebut diujilah menggunakan uji Post Hoc (Tabel 4.6, pada lampiran 7) yang mana hasilnya adalah *return* berbeda pada kuartil yang berbeda akan tetapi tidak signifikan untuk kesemua 5 tahun pengamatan tersebut. *Return* yang bersifat homogen berdasarkan pada hasil uji homogenitas varians Levene ini dipengaruhi oleh faktor yaitu kuartil yang digunakan untuk mengategorikan kapitalisasi pasar.

Berdasarkan pada Tabel 4.4 dan Tabel 4.5 mengenai hasil uji Levene dan hasil uji ANOVA, risiko yang diwakili oleh Beta adalah homogen pada kapitalisasi pasar yang berbeda, akan tetapi pada Tabel 4.6 pada lampiran 7 dapat terlihat jika terdapat beberapa pasangan Beta yang berbeda pada kuartil yang berbeda untuk ke-5 tahun pengamatan. Sehingga hipotesis mengenai risiko adalah tidak homogen pada kapitalisasi pasar saham yang berbeda ( $H_2$ ) ditolak karena sesuai dengan hasil data, varians data risiko adalah homogen. Namun untuk tahun 2018 dan tahun 2019 Beta yang berbeda di kuartil yang berbeda tidak dapat dihitung karena ada 1 kelompok kuartil yang hanya memiliki 1 data saja. Risiko dalam Beta yang bersifat homogen ini juga dipengaruhi oleh faktor yaitu kuartil yang digunakan untuk mengategorikan kapitalisasi pasar.

Hubungan antara *return* dan risiko dalam Beta secara keseluruhan selama 5 tahun pengamatan (2015-2019) adalah positif tetapi tidak signifikan. Berdasarkan pada Tabel 4.7 hubungan antara risiko dalam Beta CAPM dan rata-rata *return* cenderung tidak mendukung adanya paradoks Bowman (1980) karena hubungan yang dihasilkan bukanlah negatif dan signifikan. Meskipun paradoks Bowman (1980) tidak teramati pada hubungan *return* dan risiko pada perusahaan-perusahaan sektor manufaktur BEI akan tetapi hubungan *return* dan risiko ini juga tidak mendukung gagasan yang ada pada *mean-variance*, *single index* serta CAPM karena seperti yang diterima oleh umum bahwa menurut ketiga gagasan tersebut hubungan antara *return* dan risiko adalah positif, sedangkan pada penelitian

ini hubungan antara *return* dengan risiko adalah positif tetapi tidak signifikan sehingga dengan demikian juga tidak mendukung ketiga gagasan tersebut.

Mengenai paradoks relasi *risk-return* Bowman, paradoks Bowman ini teramati pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang tercatat di BEI selama 2015-2019 yang memiliki jumlah kapitalisasi pasar yang relatif kecil. Dapat dilihat pada Tabel 4.8 dengan melakukan regresi dengan variabel *dummy*, pada kategori variabel *dummy* d1 yang notabene adalah kategori kapitalisasi pasar kecil, terlihat bahwa adanya indikasi paradoks Bowman karena secara statistik pada variabel *dummy* d1 koefisien bertanda negatif dan signifikan. Indikasi adanya paradoks Bowman pada variabel *dummy* d1 sejalan dengan teori prospek (Kahneman dan Tversky, 1979) serta penelitian dari Fiegenbaum dan Howard (1988), Fiegenbaum (1990), Patel, Li, dan Park (2017), dan Nuir dan Asri (2019) yang menyatakan bahwa apabila penghasilan perusahaan berada di bawah target perusahaan maka hubungan antara *return* dan *risk* adalah negatif, begitu pula sebaliknya. Pada penelitian ini ukuran perusahaan yang diproksi dengan kapitalisasi pasar yang mana pada variabel *dummy* d1 mencerminkan kapitalisasi pasar yang terkecil, maka dengan *return* yang dihasilkan kecil dan tingkat risikonya juga tinggi menghasilkan hubungan antara *return* dan risikonya adalah negatif, sejalan dengan gagasan Bowman (1980). Perusahaan dengan kapitalisasi pasar kecil di samping harga sahamnya yang murah tetapi juga jumlah lembar saham yang beredar (*outstanding shares*) relatif tidak banyak. Harga saham yang murah tersebut bisa saja harga sahamnya digoreng.

Penelitian dari variabel kontrol, kapitalisasi pasar menunjukkan bahwa kapitalisasi pasar ternyata memberikan pengaruh terhadap relasi *return* dan *risk*. Hal ini tampak pada hasil regresi tanpa kapitalisasi pasar (hanya regresi *return* dan beta saja secara keseluruhan tahun 2015-2019) pada Tabel 4.7. Pada Tabel 4.7 menunjukkan bahwa beta tidak signifikan pada *confidence interval* 95% karena nilai signifikansinya sebesar  $0,140 >$



$\alpha$  0,05. Kemudian setelah dilakukan penghitungan dengan menambahkan variabel kontrol kapitalisasi pasar (Tabel 4.9), maka nilai signifikan Beta berubah menjadi sebesar 0,021 dan secara statistik menjadi signifikan.

