

ANALISIS HUBUNGAN RISIKO SISTEMATIS DAN IMBAL HASIL SAHAM DI BURSA EFEK JAKARTA

ABSTRAKSI

Keputusan dalam menginvestasi merupakan hal yang menyangkut masa datang dan tidak pasti, sehingga mengandung unsur risiko bagi investor. Setiap keputusan investasi seorang investor yang rasional paling tidak harus mempertimbangkan dua hal yakni imbalan hasil dan risiko dari investasi tersebut.

Risiko sistimatis adalah risiko pasar yang berkaitan dengan ekonomi makro atau pengaruh umum terhadap pasar sehingga akan berakibat bagi semua jenis investasi oleh karenanya tidak dapat dikurangi melalui diversifikasi. Risiko tidak sistimatis adalah risiko yang berkaitan dengan individual asset sehingga dapat dihilangkan dengan cara diversifikasi.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis apakah antara resiko sistimatis dan imbal hasil saham mempunyai hubungan yang positif dan linear di Bursa Efek Jakarta. Data yang digunakan dalam penelitian ini data sekunder. Periode penelitian ini adalah dari tahun 1998 sampai 1999. Model yang digunakan dalam penelitian ini adalah time series regression dan cross sentional regression untuk menguji hipotesis. Regresi tahap pertama yaitu untuk menaksir Beta dengan meregresikan imbal hasil saham dengan portofolio pasar. Regresi tahap ke dua digunakan untuk menguji apakah ada hubungan yang positif antara resiko sistematis dengan imbal hasil saham .

Hasil penelitian untuk tahun 1998 menunjukkan bahwa antara resiko sistimatis dengan imbal hasil saham tidak mempunyai hubungan yang positif dan uji t menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Persamaan regresi yang diperoleh adalah :

$$E(R_i) = 0,118968 - 0,041386\beta_i$$

Hasil penelitian periode 1999 menunjukkan bahwa antara resiko sistimatis dengan imbal hasil saham mempunyai hubungan yang positif dan linear dan signifikan pada tingkat 1%. Persamaan regresi yang diperoleh adalah :

$$E(R_i) = 0,16951 + 0,094971\beta_i$$

ANALISIS HUBUNGAN RISIKO SISTIMATIS DAN IMBAL HASIL SAHAM DI BURSA EFEK JAKARTA

Latar Belakang Masalah

Keputusan dalam menginvestasi merupakan hal yang menyangkut masa datang dan tidak pasti, sehingga mengandung unsur risiko bagi investor. Setiap keputusan investasi seorang investor yang rasional paling tidak harus mempertimbangkan dua hal yakni imbalan hasil dan risiko dari investasi tersebut.

Imbalan hasil yang diperoleh dari investasi dari sekuritas dalam hal ini saham adalah berupa deviden dan capital gain (perbedaan harga jual dan harga beli). Dalam menentukan investasinya setiap investor mempunyai motif yang berbeda satu dengan yang lainnya yakni ada yang bermotif deviden dan motif capital gain. Investor yang bermotif deviden dalam melakukan investasi dengan maksud benar-benar ingin memiliki perusahaan, sehingga akan memperoleh deviden jika perusahaan untung. Akan tetapi yang mempunyai motif ini tidak banyak karena tidak banyak perusahaan memberikan deviden yang memuaskan. Pada umumnya deviden yang diterima kecil sekali dengan harga saham yang dibayar sedangkan investor dengan motif capital gain adalah dengan maksud untuk memperoleh capital gain yakni dengan membeli dengan harga tertentu dengan harapan harganya akan naik sehingga investor akan memperoleh keuntungan dari selisih harga tersebut.

Risiko investasi saham tercermin pada variabilitas imbalan hasil saham, baik imbalan hasil saham secara individu maupun secara keseluruhan (market return). Besar kecilnya resiko investasi pada saham dapat diukur dengan varians atau standar deviasi dari imbalan hasil saham tersebut. Risiko ini disebut dengan risiko total yang terdiri dari risiko sistimatis dan risiko tidak sistimatis.

Risiko sistimatis adalah risiko pasar yang berkaitan dengan ekonomi makro atau pengaruh umum terhadap pasar sehingga akan berakibat bagi semua jenis investasi oleh karenanya tidak dapat dikurangi melalui diversifikasi. Risiko tidak sistimatis adalah risiko yang berkaitan dengan individual asset sehingga dapat dihilangkan dengan cara diversifikasi.

Sharpe (1964) dan Lintner (1965) secara terpisah berhasil merumuskan model keseimbangan umum yang dikenal dengan Capital Asset Pricing Model (CAPM). Model ini telah banyak digunakan baik dikalangan akademisi maupun praktisi dalam menganalisa kaitan antara risiko dan imbalan hasil saham. Menurut model ini dalam kaitannya dengan portofolio di pasar maka risiko yang relevan adalah risiko sistimatis, karena risiko ini tidak bisa dihilangkan melalui diversifikasi sedangkan risiko tidak sistimatis akan mendekati nol apabila dilakukan diversifikasi dengan baik sehingga tidak lagi relevan. Risiko sistimatis ini diukur dengan Beta. Semakin besar Beta suatu saham maka akan semakin tinggi tingkat keuntungan yang diharapkan dari saham tersebut.

Apabila CAPM valid maka implikasinya terhadap efisiensi pasar adalah

- Risiko sistimatis yang diukur dengan Beta merupakan satu-satunya faktor yang dapat mengungkapkannya imbalan hasil saham.

- Imbalan hasil saham merupakan fungsi linear yang positif terhadap Beta yang berarti semakin tinggi Beta semakin besar tingkat keuntungan yang diharapkan dari suatu saham.

Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah yang telah diuraikan di muka maka perumusan masalah dalam penelitian ini adalah :
Apakah antara risiko sistimatis dan imbalan hasil saham mempunyai hubungan yang positif dan linear di Bursa Efek Jakarta ?

Tujuan Penelitian

- Berdasarkan masalah yang ada maka tujuan dari penelitian ini adalah :
- a. Untuk menganalisa hubungan antara risiko sistimatis dengan imbalan hasil saham di BEJ
 - b. Karena pengujian CAPM juga menjadi pengujian terhadap efisiensi pasar modal, maka dalam penelitian dapat diuji apakah pasar modal Indonesia telah efisien atau tidak.

Manfaat dan Kegunaan Penelitian

- a. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan informasi mengenai hubungan antara risiko sistimatis dengan imbalan hasil saham di BEJ.
- b. Dengan mengetahui hubungan maka hasil penelitian ini diharapkan dapat digunakan untuk memilih berbagai kesempatan investasi yang optimal dari saham-saham yang terdaftar di BEJ.

Kerangka Teoritis

Teori Portofolio Markowitz yang menerangkan hubungan antara imbalan hasil dan risiko investasi menjadi dasar bagi munculnya CAPM. Teori ini menjelaskan karakter mekanisme harga saham jika semua investor berperilaku seperti yang dijelaskan oleh prinsip teori portofolio yaitu risk averter dan mengoptimalkan portofolio melalui diversifikasi yang efektif.

Berdasarkan tingkah laku investor yang risk averter, tersirat ada hubungan keseimbangan antar risiko dan imbalan hasil saham untuk masing-masing investor. Pada keseimbangan pasar, suatu investasi diharapkan dapat memberikan keuntungan sesuai dengan risiko yang tidak dapat dihilangkan melalui diversifikasi yang disebut juga dengan risiko sistimatis. Semakin tinggi risiko sistimatis ini maka semakin tinggi pula imbalan hasil yang diharapkan.

Model ini dikembangkan oleh Sharpe (1964), Lintner (1965), dan Black (1972).

Berbagai asumsi yang harus dipenuhi dalam hal ini adalah :

- Investor adalah risk averter.
- Investor adalah price taker dan mempunyai harapan yang sama tentang hasil investasi

- Terdapat tingkat hasil yang bebas risiko dan investor dapat meminjam atau meminjamkan npada tingkat itu dengan jumlah yang tidak terbatas.
- Semua asset atau investasi bisa diperjualbelikan atau dibagi-bagi.
- Informasi pasar tersedia untuk seluruh investor tanpa biaya.
- Pasar sempurna (tidak ada pajak, peraturan, dan batasan lainnya yang mengganggu).

Jadi tema pokok dari CAPM pengakuan bahwa semakin besar risiko suatu investasi (yang diperlihatkan oleh risiko sistimatis atau Beta) akan semakin tinggi pula imbalan hasil yang diharapkan.

Hipotesis

Berdasarkan permasalahan dan tujuan penelitian maka perumusan hipotesis yang dikemukakan adalah :

- Diduga ada hubungan yang positif dan linear antara risiko sistimais dengan imbalan hasil saham di BEJ.
- Diduga Pasar Modal Indonesia adalah Pasar Modal yang efisien.

Metodologi Penelitian

a. Model Penelitian

Model dalam penelitian ini menggunakan time series regression (first pass) untuk menaksir Beta dan menggunakan cross sectional regression (second pass) untuk menguji hipotesis yang dikemukakan.

Regresi tahap pertama digunakan untuk menaksir Beta dari masing-masing saham dengan cara meregresikan imbal hasil yang diharapkan dengan imbal hasil portofolio pasar yang dinyatakan sebagai berikut :

$$E(R_i) = \alpha_i + \beta_i R_m + e_i$$

Dimana :

$E(R_i)$ = imbal hasil yang diharapkan dari saham i

R_m = imbal hasil dari portofolio pasar

α_i = intercept

β_i = tingkat kepekaan saham i terhadap perubahan pasar

Karena imbal hasil saham yang diharapkan dari suatu saham tidak dapat diobservasi secara langsung maka dalam penelitian ini untuk mengukur imbal hasil yang diharapkan digunakan imbal hasil aktual dengan asumsi bahwa dalam jangka panjang besarnya imbal hasil yang diharapkan adalah sama dengan rata-rata imbal hasil aktual.

Untuk mengukur imbal hasil portofolio pasar digunakan indikator Indeks harga Saham Gabungan (IHSG).

Imbal hasil dari masing-masing saham dapat dihitung dengan rumus berikut :

$$R_i = \frac{P_i - P_{i-t}}{P_{i-t}}$$

Imbal hasil portofolio pasar dapat dihitung dengan rumus :

$$R_m = \frac{IHS G_t - IHS G_{t-1}}{IHS G_{t-1}}$$

Dimana :

- P_i = Harga saham i pada minggu t
- $P_{i,t-1}$ = Harga saham i pada minggu $t-1$
- $IHS G_t$ = indeks harga saham gabungan pada minggu t
- $IHS G_{t-1}$ = indeks harga saham gabungan pada minggu $t-1$

Regresi tahap dua digunakan untuk menguji apakah ada hubungan yang positif dan linear antara resiko sistematis yang di ukur dengan Beta dengan imbal hasil saham yang diharapkan. Regersi tahap dua dinyatakan sebagai berikut :

$$E(R_i) = \alpha_i + b\beta_i + e_i$$

b. Periode Penelitian

Periode penelitian ini adalah periode januari 1998 sampai April 2000.

c. Pemilihan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang sahamnya terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Sampel yang digunakan dalam penelitian adalah seratus saham yang aktif diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta selama periode penelitian.

d. Data Yang Digunakan

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data mingguan yang merupakan data sekunder. Data-data tersebut adalah data harga saham individual dan indeks harga saham gabungan (IHS G).

Data-data tersebut diperoleh dari Laporan Bursa Efek Jakarta, Monthly Report Jakarta Stock Exchange dan artikel lain yang berhubungan dengan penelitian ini.

e. Pengolahan Data

Pengolahan data dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan program statistik SPSS versi 6.0

Hasil Penelitian

1. Analisis Resiko Sistematis (Beta)

Untuk menaksir resiko sistematis (Beta) dari masing-masing saham yang terpilih sebagai sampel dalam penelitian ini digunakan time series regresion (regresi tahap pertama) dengan cara meregresikan imbal hasil masing-masing saham dengan imbal hasil portofolio pasar yang dinyatakan sebagai berikut :

$$E(R_i) = \alpha_i + \beta_i R_{m} + e_i$$

a. Periode Penelitian 1998

Untuk periode penelitian 1998, setelah dilakukan regresi tahap pertama untuk menaksir resiko sistematis (Beta) masing-masing saham yang terpilih sebagai sampel, yakni seratus saham yang aktif diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta selama periode 1998 ini, didapat hasil bahwa dari seratus sampel yang terpilih tersebut hanya 67 perusahaan yang mempunyai beta yang signifikan pada level 10%, 5% dan 1%. Dari 67 perusahaan yang mempunyai Beta yang signifikan tersebut empat puluh tujuh (47) perusahaan diantaranya mempunyai Beta besar dari satu ($\beta > 1$) dan dua puluh (20) perusahaan lagi mempunyai beta yang kecil dari satu ($\beta < 1$).

b. Periode Penelitian 1999

Untuk periode penelitian 1999, didapat hasil bahwa dari seratus sampel yang terpilih tersebut hanya 58 perusahaan yang mempunyai beta yang signifikan pada level 10%, 5% dan 1%. Dari 58 perusahaan yang mempunyai Beta yang signifikan tersebut empat puluh tiga (43) perusahaan diantaranya mempunyai Beta besar dari satu ($\beta > 1$) dan lima belas (15) perusahaan lagi mempunyai beta yang kecil dari satu ($\beta < 1$).

2. Analisis Hubungan resiko Sistematis dengan Imbal Hasil Saham

Untuk menguji hipotesis yang telah dikemukakan maka dilakukan cross section regressi (regresi tahap dua) yakni dengan meregresikan imbal hasil masing-masing saham yang mempunyai Beta yang signifikan dengan Beta dari masing-masing saham dengan persamaan sebagai berikut :

$$E(R_i) = \alpha_i + b\beta_i + e_i$$

a. Periode Penelitian 1998

Pada periode penelitian 1998 hasil regresi antara imbal hasil saham yang mempunyai beta yang signifikan dengan Beta masing-masing menunjukkan bahwa antara resiko sistematis(beta) dengan imbal hasil saham mempunyai hubungan yang negatif. Tetapi hasil regresi ini tidak signifikan. Adapun persamaan regresi yang diperoleh adalah sebagai berikut :

$$E(R_i) = 0,118968 - 0,041386\beta_i$$

b. Periode penelitian 1999

Pada periode penelitian 1999 hasil regresi antara imbal hasil saham yang mempunyai beta yang signifikan dengan Beta masing-masing menunjukkan bahwa antara resiko sistematis(beta) dengan imbal hasil saham terdapat hubungan yang positif dan

linear. Hasil regresi signifikan pada level 1%. Adapun persamaan regresi yang diperoleh adalah sebagai berikut :

$$E(R_i) = 0,16951 + 0,094971\beta_i$$

3. Analisis Pasar Modal Yang Efisien.

Dari hasil regresi yang diperoleh menunjukkan bahwa pada tahun 1998 pasar Modal Indonesia belum efisien, karena tidak terdapat hubungan yang positif antara resiko sistematis dengan imbal hasil saham. Sedangkan untuk tahun 1999, hasil regresi menunjukkan bahwa Pasar Modal Indonesia efisien, karena terdapat hubungan yang positif antara resiko sistematis dengan imbal hasil saham.

Kesimpulan

1. Hasil regresi tahap pertama menunjukkan bahwa pada tahun 1998, dari 100 sampel yang terpilih, ternyata 67 perusahaan mempunyai Beta yang signifikan. Dari 67 perusahaan tersebut, 47 perusahaan diantaranya mempunyai Beta lebih besar dari satu dan sisanya 20 perusahaan mempunyai Beta kecil dari satu. Sedangkan pada periode 1999, hanya 58 perusahaan yang mempunyai Beta yang signifikan, 43 diantaranya mempunyai Beta yang lebih besar dari satu sedangkan 15 perusahaan lagi mempunyai Beta kecil dari satu.
2. Hasil regresi tahap dua memberikan hasil, bahwa untuk periode 1998, tidak terdapat hubungan yang positif antara resiko sistematis dengan imbal hasil saham walaupun persamaan regresi tersebut menunjukkan angka yang tidak signifikan. Sedangkan periode 1999, terdapat hubungan yang positif dan linear antara resiko sistematis dengan imbal hasil saham dan signifikan pada tingkat 1%.

Daftar Pustaka

- Brealey, Myers, and Markus, *"Fundamentals of Corporate Finance"*, International edition, Mc Graw Hill, New York, 1995.
- Jones, P. Charles, *"Investment Analysis and Management"*, 5th edition, Jhon Willey & Sons Inc, USA, 1996.
- Hanafi, Mamduh M, BM Purwanto dan Abdul Halim, *"Cross Section Return Saham di BEJ"*, Manajemen Usahawan No. 05 TH XXIV, Mei, 1995.
- Husnan, Suad, *"Dasar-Dasar Teori Portfolio dan Analisis Sekuritas"*, UPP-AMP YKPN, Yogyakarta, 1993.
- Utama, Siddharta, *"Sepuluh Topik Terpilih Hasil Kongres Nasional Akuntansi"*, Semarang, 11 September, 1996.
- Horne, Van, *"Financial Management And Policy"*, 10th edition, Prentice Hall, Englewood Cliff, New Jersey, 1995.