

## BAB II

### LANDASAN TEORI

#### A. Risiko Sekuritas dan Portofolio

Risiko Sekuritas dan portofolio terdiri dari dua komponen, yaitu :

(Van Horne dan Wachowicz, 1995: 100) :

$$\begin{aligned} \text{Total Risiko} = & \text{Systematic Risk} & + & \text{Unsystematic Risk} \\ & (\text{Non Diversifiable or} & & (\text{Diversifiable or} \\ & \text{Unavoidable Risk}) & & \text{Avoidable Risk}) \end{aligned}$$

Komponen risiko yang pertama, *Systematic risk* adalah risiko yang berasal dari variabilitas *return* suatu sekuritas atau portofolio yang berkaitan erat dengan perubahan *return* pasar secara keseluruhan. *Systematic risk* meliputi keseluruhan risiko pasar, seperti perubahan sistem ekonomi suatu negara, perbaikan sistem pajak oleh badan legislatif, atau perubahan situasi energi dunia (Van Horne dan Wachowicz, 1995: 100). Jadi *Systematic risk* disebut juga risiko pasar (*market risk*) karena fluktuasinya disebabkan oleh faktor-faktor yang mempengaruhi semua perusahaan yang beroperasi, seperti disebutkan di atas. Faktor – faktor ini menyebabkan ada kecenderungan semua saham untuk bergerak bersama, dan karena selalu ada dalam setiap saham (Husnan, 1994: 168).

Komponen risiko yang kedua, *unsystematic risk* adalah risiko yang berasal dari variabilitas *return* suatu sekuritas atau portofolio yang tidak disebabkan oleh pergerakan saham secara keseluruhan. Risiko ini dapat dikurangi dengan cara diversifikasi yang efisien. *Unsystematic risk* hanya dihadapi oleh satu perusahaan

saja dan tidak bergantung pada kondisi ekonomi, politik, atau faktor lain yang dapat mempengaruhi sekuritas (Van Horne dan Wachowicz, 1995: 100).

Para pemodal pada umumnya bersikap *risk-averse*, maka pemodal akan memilih melakukan diversifikasi apabila pemodal mengetahui bahwa dengan diversifikasi tersebut risiko dapat dikurangi. Sebagai akibatnya, semua pemodal akan melakukan hal yang sama, dan dengan demikian risiko yang hilang karena diversifikasi tersebut menjadi tidak relevan dalam perhitungan risiko. Risiko ini disebut sebagai risiko pasar dan risiko inilah yang relevan dalam perhitungan risiko (Husnan, 1994 :168).

#### **B. Hubungan Risiko dan Tingkat Keuntungan**

*Return* adalah tingkat keuntungan yang diharapkan dari investasi. Dalam penelitian ini investasi yang dimaksud adalah harga saham internasional. Variabel yang digunakan untuk menghitung *return* saham dalam penelitian ini adalah harga saham masing-masing negara yang tercantum dalam penelitian ini, yang dihitung dengan melihat selisih harga saham masing-masing negara pada bulan  $t$  dikurangi dengan harga saham masing-masing negara pada bulan  $t-1$  kemudian dibagi dengan harga saham masing-masing negara pada bulan  $t-1$ .

Tujuan yang paling utama dari seorang investor yang melakukan investasi yaitu untuk mendapatkan keuntungan atas dana yang ditanamkan dalam investasi. Tingkat keuntungan yang diperoleh oleh seorang investor dapat dipengaruhi oleh dua sumber yaitu, pendapatan yang diterima dari pembayaran dividen dan keuntungan yang diterima dari perubahan harga saham pada saat pembelian dengan harga saham pada saat dijual kembali. Jika harga pada saat pembelian

lebih kecil daripada harga pada saat penjualan maka investor akan memperoleh *capital gain*, tetapi jika harga pada saat pembelian lebih besar daripada penjualan maka investor akan mengalami *capital loss* (Fisher dan Jordan, 1995: 66).

Jika seorang investor melakukan investasi dalam bentuk saham, maka tingkat keuntungan yang dapat diterima oleh investor tersebut dapat dirumuskan sebagai berikut (Russel dan Farrel, Jr., 1987: 47) :

$$R_t = \frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

Keterangan :  $R_t$  = Return saham

$P_t$  = Harga saham pada waktu  $t$

$P_{t-1}$  = Harga saham pada waktu  $t-1$

Selain itu didalam investasi selalu memperkirakan berapa tingkat penghasilan (*expected return*) atas investasinya untuk suatu periode di masa mendatang. Namun setelah periode investasi berlalu tidak dapat dipastikan bahwa tingkat penghasilan yang telah terealisasi adalah sama dengan tingkat penghasilan yang diharapkan. Tingkat penghasilan yang telah terealisasi dapat lebih tinggi atau lebih rendah dari tingkat penghasilan yang diharapkan. Ketidakpastian akan tingkat penghasilan merupakan inti daripada investasi.

Risiko adalah seberapa jauh hasil yang diperoleh bisa menyimpang dari yang diharapkan atau kemungkinan keuntungan menyimpang dari yang diharapkan. Untuk mengukur risiko ini dipergunakan ukuran penyebaran tertentu. Ukuran statistik yang dapat digunakan adalah standar deviasi. Dalam penelitian ini variabel yang digunakan untuk mengukur risiko adalah *world index* dan *return*

saham negara yang digunakan untuk menentukan *covariance* saham dan *variance* portofolio pasar.

Menurut *The American Heritage Dictionary*, risiko dapat didefinisikan sebagai *'the possibility of suffering harm or loss'* atau dapat diartikan sebagai kemungkinan untuk mengalami kerugian. Dalam konteks investasi kondisi *'harm or loss'* tersebut dapat berupa kondisi dimana investor menerima keuntungan yang lebih kecil dari yang diharapkan (Lukas Setia Atmaja, 1999: 31). Jika risiko dinyatakan sebagai kondisi dimana investor memperoleh keuntungan kurang dari yang diharapkan, maka risiko dapat diukur dengan menggunakan deviasi standar.

Dua unsur yang melekat pada setiap dana yang diinvestasikan oleh investor adalah risiko dan keuntungan. Dua unsur tersebut mempunyai hubungan timbal balik yang sebanding. Umumnya semakin tinggi risiko maka semakin tinggi pula tingkat keuntungan yang akan diperoleh, hal ini sesuai dengan teori Keynes yang menyatakan *high risk high return* (Nurfauziah *et al*, 1999).

Dalam teori portfolio, risiko didefinisikan sebagai deviasi standar tingkat keuntungan. Hal ini dikarenakan deviasi standar menunjukkan seberapa jauh kemungkinan nilai yang diperoleh menyimpang dari nilai yang diharapkan. Semakin besar nilai deviasi standar semakin besar kemungkinan nilai riil menyimpang dari yang diharapkan, yang berarti semakin tinggi risikonya.

Dalam CAPM, risiko dinyatakan sebagai beta dan mempunyai hubungan positif dan liner dengan tingkat keuntungan. Beta digunakan sebagai pengukur risiko karena risiko suatu sekuritas tidak ditentukan oleh deviasi standarnya tetapi oleh *covariance* sahamnya yang dibagi dengan *variance* portofolio

pasarnya. Penggunaan beta juga dapat dikarenakan sebagian risiko dapat dihilangkan dengan diversifikasi, dan pemodal bersifat risk-averse, maka para pemodal tentunya akan melakukan diversifikasi. Bagian risiko yang hilang karena diversifikasi menjadi tidak relevan dalam pengukuran risiko.

### C. Beta sebagai Pengukur Risiko

Beta merupakan indeks untuk risiko sistematis. Beta secara sederhana adalah *slope* dari *characteristic line* yang menggambarkan perubahan dalam kelebihan pengembalian saham terhadap kelebihan pengembalian portofolio pasar. Jika *slope* nya adalah 1,0 berarti kelebihan pengembalian saham berubah secara proporsional dengan kelebihan pengembalian untuk portofolio pasar. Dengan kata lain, saham tersebut mempunyai risiko sistematis yang sama dengan pasar secara keseluruhan. Jika pasar meningkat dan menyediakan kelebihan pengembalian sebesar 5 persen untuk satu bulan, maka dapat diperkirakan secara rata-rata kelebihan pengembalian saham akan menjadi 5 persen juga. *Slope* yang lebih curam dari 1,0 berarti bahwa kelebihan pengembalian saham berubah melebihi dari kelebihan pengembalian portofolio pasar. Dengan kata lain, saham ini memiliki risiko yang tidak dapat dihindari melebihi pasar secara keseluruhan. Jenis saham ini biasanya disebut investasi yang agresif. *Slope* yang kurang dari 1,0 artinya kelebihan pengembalian saham berubah dibawah proporsi kelebihan pengembalian portofolio pasar. Jenis saham ini biasa disebut investasi yang *defensive* (Van Horne dan Wachowicz, 1995).

#### D. Teori CAPM

CAPM merupakan model yang menggambarkan hubungan antara risiko dan tingkat keuntungan yang diharapkan (Van Horne dan Wachowicz, 1995: 100).

Dalam standar CAPM, asumsi- asumsi yang dipergunakan adalah sebagai berikut (Husnan dan Pujiastuti, 1993: 89) :

1. Tidak ada biaya transaksi.
2. Investasi sepenuhnya bisa dipecah-pecah (*fully divisible*). Artinya pemodal dapat melakukan investasi sekecil apapun pada setiap jenis sekuritas.
3. Tidak ada pajak penghasilan bagi para pemodal. Dengan demikian pemodal akan merasa *indifferent* antara memperoleh dividen ataupun *capital gain*. Pemodal dapat dikatakan memperoleh *capital gain* kalau terjadi kenaikan harga saham, dan *capital loss* kalau terjadi penurunan harga saham.
4. Para pemodal tidak bisa mempengaruhi harga saham dengan tindakan membeli atau menjual saham. Asumsi ini analog dengan dengan persaingan sempurna dari teori ekonomi. Meskipun tidak ada pemodal individual yang bisa mempengaruhi harga, tetapi tindakan pemodal secara keseluruhan akan mempengaruhi harga.
5. Para pemodal diasumsikan bertindak semata- mata atas *expected value* dan deviasi standar tingkat keuntungan portfolio.
6. Pemodal bisa melakukan *short sales*.

7. Terdapat *riskless lending* dan *borowwing rate*. Sehingga pemodal bisa menyimpan dan meminjam dengan tingkat bunga yang sama.
8. Pemodal diasumsikan mempunyai pengharapan yang homogen. Ini berarti bahwa para pemodal sepakat tentang *expected return*, deviasi standar, dan koefisien korelasi antara tingkat keuntungan. Disamping itu mereka hanya berkepentingan dengan rata-rata dari *variance* tingkat keuntungan dan menggunakan periode yang sama.
9. Semua aktiva bisa diperjual belikan.

#### E. Pasar Modal Internasional

Saat ini bukan hanya negara- negara industri barat yang mempunyai pasar modal, negara- negara yang berkembang pun banyak yang memiliki pasar modal. Prof. Kitchen (1986) dari *Bradford University* mengidentifikasi negara- negara dunia ketiga yang mempunyai bursa efek (beberapa negara mempunyai lebih dari satu bursa) yang didirikan mulai dari abad 19 (meskipun direorganisasi kembali), dan ada juga yang relatif baru. Mulai dari Amerika Latin, Afrika, Timur, maupun Asia. Cina pun telah mempunyai pasar modal di *special economic zone* di Shenzen. Tabel 1 berikut ini menunjukkan berbagai bursa di negara- negara dunia ketiga

Tabel 1. Bursa efek negara – negara dunia ketiga

Wilayah dan Negara	Nama Bursa	Tahun didirikan	Tahun di - reorganisasi
<b><u>Afrika</u></b>			
Mesir	Alexandria Stock Exchange	1883/96	1981
	Bourse des Valeurs Du Caire	1883/96	1981

Ivory Coast	La Bourse des Valeurs d'Abidjan	1976	
Kenya	Nairobi Stock Exchange	1954	
Maroko	Bourse de Casablanca	1929/48	
Nigeria	The Nigerian Stock Exchange	1961	
Tunisia	Bourses des Valeurs Mobiliere de Tunis	1937	1969
Zimbabwe	Zimbabwe Stock Exchange	1896	1951

#### Amerika Latin dan Karibia

Argentina	Bolsa de Comercio de Buenos Aries	1854	1929
	Bolsa de Rosario	1929	
	Bolsa de Cordoba	1929	
	Bolsa de Mendoza	1929	
	Bolsa de La Plata	1929	
Brasilia Tabel 1 (Lanjutan)	Bolsa de Valores do Rio de Janiero	1876	
	Bolsa oficial de Valores De Sao Paulo	1876	
Chili	Bolsa de Comercio de Santiago	1892	
Colombia	Bolsa de Bogota	1928	
	Bolsa de Mendelin	1961	
Equador	Quito	1969	
	Guayaquil	1969	
Jamaica	Jamaica Stock Exchange	1969	
Mexico	Bolsa de Valores de Mexico	1894	
	Bolsa de Valores de Monterrey	1950	
	Bolsa de Valores de Guadalajara	1960	
Paraguay	Camera y Bolsa de Comercio de Paraguay	1978	
Peru	Bolsa de Comercio de Lima	1860	
Uruguay	Bolsa de Valores	1864	
Venezuela	Bolsa de Comercio de Caracas	1947	
	Bolsa de Comercio del Estado Miranda	1958	

#### Asia

India	Ahmedabad	1894	
	Bangalore Stock Exchange	1963	
	Bombay	1875	
	Calcutta Stock Exchange Association Ltd	1908	
	Heyderabad Stock Exchange Ltd	1943	
	Indore Stock Exchange	1930	
	Madras Stock Exchange ltd	1957	



Indonesia	Jakarta Stock Exchange	1952	1977
	Surabaya Stock Exchange	1989	
Iran	Teheran Stock Exchange	1968	
Korea	Korea Stock Exchange	1920	
	Pusan Stock Exchange	1969	
Malaysia	Kuala Lumpur Stock Exchange	1937	1960
Pakistan	The Karachi Stock Exchange Ltd	1948	
Philipina	Manila Stock Exchange	1927	
	Makati Stock Exchange	1956	
RRC (Zona Ekonomi Khusus)	Shen Zhen Stock Exchange	1992	
Srilanka	Colombo Brokers Association	1889	1975
Taiwan	Taiwan Stock Exchange	1962	
Thailand	Bangkok Stock Exchange	1962	1975

Tabel 1(Lanjutan)  
Timur Tengah

Israel	The Tel- Aviv Stock Exchange Ltd	1835	
Jordan	Amman Financial Market	1978	
Kuwait	Kuwait Stock Exchange	1977	
Lebanon	Bourse de Beyrouth	1920	
Turki	Istanbul Stock Exchange	1873	1985

Sumber : Kitchen (1986) dan Rowley (1987)

Dengan runtuhnya komunisme di bekas Uni Soviet dan Eropa Timur pada awal 1990an, maka pasar modal muncul di berbagai negara Eropa Timur, seperti Hungaria, Polandia dan lain-lain. Phenomena tersebut disamping menunjukkan dirasakannya perlunya pasar modal untuk mengalokasikan dana secara efisien, juga merupakan kesempatan melakukan diversifikasi internasional yang makin luas. Tentu saja kemungkinan diversifikasi internasional hanya bisa dilakukan apabila pasar- pasar modal tersebut membuka akses bagi pemodal asing. Pemodal asing diijinkan untuk membeli sekuritas-sekuritas yang diperdagangkan karena dana domestik mungkin dirasa terbatas. Umumnya pemodal asing diberi kesempatan untuk masuk pasar modal dengan batasan- batasan tertentu. Batasan

yang paling sering diberikan adalah bahwa para pemodal asing dibatasi kepemilikannya sebanyak 49% dari saham terdaftar. Batasan seperti ini dilakukan antara lain di Indonesia. Beberapa negara membatasi pemodal asing yang hanya boleh membeli obligasi tetapi tidak untuk saham. Bahkan India memberi batasan yang cukup unik, yaitu pemodal asing boleh membeli sekuritas – sekuritas yang diperdagangkan di bursa- bursa efek yang terdapat di India, sejauh pemodal asing tersebut keturunan India (Rowley, 1987).

Batasan yang paling sering diberikan adalah bahwa para pemodal asing dibatasi kepemilikannya sebanyak 49% dari saham terdaftar. Batasan seperti ini dilakukan antara lain di Indonesia. Namun sejak tahun 1998 di Indonesia batasan itu diperbaharui, para pemodal asing boleh menanamkan modalnya hingga 100%.

Faktor – faktor yang dapat mempengaruhi pemodal asing untuk menanamkan dana di pasar modal adalah sebagai berikut

1. Nilai kapitalisasi sekuritas yang terdapat di suatu bursa.
2. Likuiditas sekuritas yang terdaftar di bursa.
3. Peraturan yang melindungi pemodal dari kecurangan.
4. Mutu dan penyebaran informasi.

Pemodal asing umumnya merupakan lembaga keuangan yang bermodal sangat besar. Para pemodal asing umumnya akan melakukan investasi dalam jumlah cukup yang cukup besar. Karena itu, apabila nilai kapitalisasi suatu pasar modal relatif kecil, para pemodal asing mungkin akan enggan untuk melakukan investasi di pasar modal tersebut. Kalau pemodal asing , misalnya, ingin membeli atau menjual satu juta lembar saham dan ternyata sulit memperoleh penjual atau

pembeli, maka para pemodal asing tersebut akan enggan untuk melakukan investasi di bursa tersebut.

Peraturan yang melindungi pemodal dari kecurangan pihak lain akan berdampak positif bagi daya tarik suatu pasar modal terhadap setiap pemodal. Demikian juga informasi yang benar, lengkap dan tepat waktu akan sangat diperlukan oleh para pemodal. Bagaimanapun juga keputusan untuk membeli atau menjual sekuritas di dasarkan informasi yang diterima oleh para pemodal. Kalau informasi tidak lengkap, maka pemodal akan dirugikan dalam melakukan pengambilan keputusan investasi.

Umumnya negara – negara yang sedang berkembang mengizinkan pemodal asing ikut memiliki sekuritas yang diperdagangkan di bursa negara tersebut dengan maksud untuk mendapatkan *capital inflows*. Karena umumnya *capital inflows* lebih diharapkan daripada *capital outflows*, maka seringkali ditempuh upaya melakukan *dual listing* terhadap beberapa saham yang diterbitkan oleh perusahaan – perusahaan di negara dunia ketiga. *Dual listing* berarti saham – saham tersebut terdaftar di bursa negara tempat perusahaan berdomisili dan juga di bursa luar negeri.

Bagi negara – negara maju, *cross listing* sering dilakukan. Artinya beberapa saham negara domestik terdaftar di bursa luar negeri dan sebaliknya beberapa saham luar negeri terdaftar di bursa domestik. Jadi disamping terbuka kesempatan untuk melakukan pembelian saham domestik oleh pemodal asing, juga terbuka kesempatan membeli saham asing oleh pemodal domestik. Dengan kata lain terbuka kesempatan untuk terjadi *capital inflows* dan *capital outflows*.

## F. Tingkat Keuntungan Investasi di Pasar Modal Internasional

Bagi para pemodal penilaian suatu kesempatan investasi selalu berhubungan dengan aspek tingkat keuntungan dan risiko investasi tersebut. Bagi pemodal asing, kesempatan investasi di pasar modal internasional perlu memperhatikan adanya perubahan kurs valuta asing, faktor yang tidak perlu diperhatikan bagi pemodal domestik.

Misalkan pada  $t_0$ , harga saham A sebesar Rp.20.000,- dan pada  $t_1$  sebesar Rp.24.000,- dan selama satu tahun saham tersebut tidak membagikan dividen. Misalkan pada  $t_0$  kurs poundsterling (£) = Rp.2.900,- dan pada  $t_1$ , £1 sebesar Rp 3.600,-. Dipandang dari pemodal domestik, tingkat keuntungan yang diperoleh adalah 20 %, yaitu  $(Rp\ 4.000,- / Rp.20.000,-) \times 100\% = 20\%$ . Bagi pemodal Inggris perhitungannya akan lain.

Pada  $t_0$  untuk membeli satu lembar saham A pemodal Inggris perlu menginvestasikan dana senilai  $(Rp.20.000,- / Rp.2.900,-) \times £1 = £6.90$  (dibulatkan). Pada  $t_1$  saham A tersebut nilainya menjadi Rp.24.000,-, tetapi nilai ini ekuivalen dengan  $(Rp.24.000,- / Rp.3.6000,-) \times £1 = £6.67$  (dibulatkan). Dengan demikian, dipandang dari pemodal Inggris, investasi tersebut justru memberikan tingkat keuntungan yang negatif. Tingkat keuntungan yang diperoleh adalah

$$[(£6.67 - £6.90) / £6.90] \times 100\% = -3,33\%$$

Dengan kata lain, dipandang dari pemodal domestik investasi tersebut memberikan keuntungan positif, tetapi bagi pemodal Inggris memberikan keuntungan negatif. Penyebabnya tidak lain adalah merosotnya nilai rupiah dibandingkan dengan nilai poundsterling, yaitu turun sebesar -24,14% yang

didapat dari perhitungan berikut  $[(Rp.2.900,- - Rp.3.600,-)/Rp.2.900] \times 100\% = -24,14\%$ . (Husnan, 1998)

Tingkat keuntungan yang diperoleh oleh pemodal Inggris bisa dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut (Husnan, 1998) :

$$(1 + R_{UK}) = [(1 + R_d) / (1 + R_x)]$$

Keterangan :  $R_{UK}$  = Tingkat keuntungan yang diperoleh pemodal Inggris

$R_d$  = Tingkat keuntungan yang diperoleh pemodal domestik

$R_x$  = Perubahan Valuta Asing.

#### G. Pembentukan Hipotesis

Petenggil *et al.* (1995) merumuskan hubungan keterkaitan antara beta dan *return* sebagai berikut :

$$R_{it} = \gamma_{0t} + \gamma_{2t}D\beta_i + \gamma_{3t}(1-D)\beta_i + e_{it}$$

Keterangan :  $R_{it}$  = *Return on asset i.*

$\gamma_0$  = Intercept.

$\gamma_2$  = Risiko premi per bulan dalam bulan *up market.*

$\gamma_3$  = Risiko premi per bulan dalam bulan *down market.*

$D = 1$  (periode *up market*)

$D = 0$  (periode *down market*)

$\beta_i$  = Beta (variabel dependen)

$e_{it}$  = Random error term

Persamaan 1 dapat disederhanakan untuk menguji hipotesis pada periode *up market* ( $R_m - R_f > 0$ ) dan *down market* ( $R_m - R_f < 0$ ).

Untuk periode *up market*, uji hipotesis pengaruh beta terhadap *return* dapat menggunakan rumus berikut ini :

$$R_{it} = \gamma_{0t} + \gamma_{2t}\beta_i + e_{it} \quad (2)$$

Untuk periode *down market*, uji hipotesis pengaruh beta terhadap *return* dapat menggunakan rumus berikut ini :

$$R_{it} = \gamma_{0t} + \gamma_{3t}\beta_i + e_{it} \quad (3)$$

Hipotesis yang diperkirakan dalam penelitian ini adalah :

$$H_a : \gamma_2 > 0$$

Terdapat hubungan positif yang signifikan antara beta dan *return* dalam periode *up market* (*excess market returns* bernilai positif).

$$H_a : \gamma_3 < 0$$

Terdapat hubungan negatif yang signifikan antara beta dan *return* dalam periode *down market* (*excess market returns* bernilai negatif).