

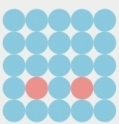
I. PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Kegiatan investasi mempunyai peranan yang sangat penting dalam kemajuan perekonomian suatu negara. Krisis moneter pada tahun 1997 mengakibatkan kondisi perekonomian Indonesia melemah dan tidak dapat dipungkiri bahwa Indonesia sangat memerlukan tangan-tangan para *investor* dalam dan luar negeri untuk menggerakkan roda ekonomi sektor riil sehingga Indonesia dapat membangun kembali perekonomiannya.

Kondisi perekonomian Indonesia setelah krisis moneter mulai bangkit kembali. Dunia usaha mulai menunjukkan aktivitas perekonomian yang membaik. Pasar modal sebagai salah satu alternatif lembaga untuk memenuhi kebutuhan dananya semakin diminati. Hal ini dapat dilihat dari perkembangan pasar modal Indonesia yang menunjukkan kondisi yang menggembirakan dan peranannya menjadi semakin penting dalam menunjang pembangunan dan pertumbuhan ekonomi nasional. Hal ini dikarenakan pasar modal menyediakan fasilitas untuk memindahkan dana dari pihak yang mempunyai kelebihan dana (*lender/investor*) kepada pihak yang membutuhkan dana (*borrower/emiten*). Dengan menginvestasikan kelebihan dana yang dimiliki, para *investor* berharap akan memperoleh imbalan dari penyerahan dana tersebut. Sedangkan bagi perusahaan/emiten, tersedianya dana tersebut pada pasar modal membantu perusahaan dalam melakukan kegiatan usaha tanpa harus menunggu dana yang diperoleh dari hasil operasi sebelumnya. Pasar modal juga merupakan sarana perusahaan untuk memenuhi kebutuhan dana jangka panjang dengan menjual

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



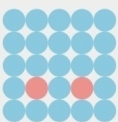
saham kepada *investor* (pemodal) baik dalam bentuk hutang maupun modal. Instrumen keuangan tersebut dapat diterbitkan oleh pemerintah maupun perusahaan swasta.

Investasi di pasar modal telah menjadi pilihan untuk mendapatkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi dibandingkan investasi di sektor keuangan lain. Membaiknya iklim investasi di Indonesia, salah satunya tercermin dari nilai tukar rupiah terhadap dollar AS yang cenderung stabil. Hal ini dapat terlihat dari rata-rata nilai tukar rupiah selama bulan November 2006 menguat dibandingkan dengan bulan-bulan sebelumnya. Hal lainnya yang menunjukkan membaiknya iklim investasi di Indonesia adalah penurunan suku bunga serta penguatan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di Bursa Efek Jakarta (BEJ) dalam tiga tahun terakhir .

Seperti yang diterangkan dalam www.bapepam.go.id, bahwa minggu keempat pada bulan Desember 2006, Indeks Harga Saham Gabungan di Bursa Efek Jakarta (BEJ) cenderung meningkat. Indeks ditutup pada level 1.805,52 atau naik 19,76 poin (1,11%) dibandingkan akhir minggu sebelumnya yang berada pada level 1.785,76. Posisi ini merupakan Indeks akhir tahun yang ditutup pada posisi tertinggi sepanjang sejarah pasar modal Indonesia, seperti yang dapat dilihat pada Tabel 1.

Dengan semakin meningkatnya pengetahuan *investor* mengenai produk pasar modal dan juga adanya perbedaan kebutuhan *investor* dalam berinvestasi, menuntut adanya pilihan produk-produk investasi baru yang lebih sesuai dengan tingkat risiko yang dikehendaki oleh *investor*. Pasar modal memungkinkan para pemodal untuk memilih investasi yang sesuai dengan preferensi risiko yang ada, mulai dari yang berisiko rendah hingga yang berisiko tinggi. Risiko merupakan

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



salah satu aspek yang perlu dipertimbangkan dalam pengambilan keputusan investasi. Untuk *investor* yang menyukai risiko, akan lebih memilih saham-saham yang mempunyai risiko yang tinggi agar kemudian mendapatkan *return* yang tinggi pula. Sebaliknya *investor* yang tidak menyukai risiko, akan memilih saham dengan risiko yang lebih rendah, tipe *investor* tersebut tidak memperdulikan *return* yang didapatkan (walaupun *return* yang didapatkan rendah). Hal ini dikarenakan *return* dan risiko memiliki hubungan yang positif dan linier.

Tabel 1. Indikator Makro Ekonomi Indonesia tahun 2002-2006

No.	Indikator	2002	2003	2004	2005	2006
1	Pertumbuhan PDB (%)	4.38	4.88	5.13	5.6	4.59 ⁽¹⁾
2	Inflasi (%)	10.03	5.06	6.4	17.11	6.6
3	Suku Bunga (% per tahun)					
	a. SBI satu bulan	12.9	8.1	7.4	12.75	12.25 ⁽³⁾
	b. Deposito 1 bulan	12.8	7.7	6.4	11.98	11.63 ⁽⁴⁾
	c. Kredit Kerja Modal	18.3	15.8	13.4	15.92	16.25 ⁽⁴⁾
	d. Kredit Investasi	17.8	16.3	14.1	15.43	15.89 ⁽⁴⁾
4	IHSG BEJ	424.9	742.5	1,002.20	1,162.60	1,805.5

Sumber : BPS, BI, dan JSX (diolah)

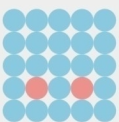
Keterangan :

- (1). Triwulan I
- (2). Januari - Juli 2006
- (3). Posisi 26 Juli 2006
- (4). Posisi akhir Mei 2006

Investor yang memiliki sifat *risk averse*, akan berusaha menghilangkan risiko dengan cara apapun. Akan tetapi risiko tidak dapat dihilangkan sepenuhnya, melainkan hanya dapat dikurangi yaitu dengan cara mengkombinasikan antara saham-saham dengan mempertimbangkan risiko dan tingkat pengembalian dari saham-saham tersebut, sehingga terbentuklah portofolio yang diinginkan. Terkait dengan hal tersebut, risiko dapat dikelompokkan menjadi 2, yaitu *non diversifiable risk* yang disebut juga *systematic risk*, yaitu risiko yang tidak dapat dihilangkan dengan diversifikasi, contohnya adalah risiko pasar yang antara lain disebabkan oleh faktor-faktor makro ekonomi. Selain itu juga terdapat

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.

2. Dilarang mengummumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



diversifiable risk yang biasa disebut *unsystematic risk*, yaitu risiko yang dapat dihilangkan dengan diversifikasi.

Salah satu cara yang dapat digunakan untuk melakukan pengujian terhadap *return* adalah dengan menggunakan model *Arbitrage Pricing Theory* (APT). Model APT memiliki keunggulan dibandingkan dengan model lainnya, karena harga saham tidak hanya ditentukan oleh indeks pasarnya secara tunggal melainkan juga ditentukan oleh banyak faktor makro ekonomi. Konsep APT ini didasari oleh hukum satu harga (*the law of one price*), yaitu bahwa dua kesempatan investasi yang berkarakteristik sama tidak dapat ditransaksikan pada harga yang berbeda. Jika kesempatan tersebut ditransaksikan dengan harga yang berbeda maka akan terjadi *arbitrage* dengan membeli aktiva yang berharga murah dan pada saat yang sama menjualnya dengan harga yang lebih tinggi sehingga akan diperoleh *return* tanpa menanggung risiko. Menurut APT, korelasi antara *return* sekuritas terjadi karena sekuritas-sekuritas tersebut dipengaruhi oleh sejumlah faktor yang sama (*common factors*) yang terdapat dalam perekonomian dan industri.

Seperti halnya CAPM, APT menggunakan beta sebagai pengukur risiko. Namun beta dalam lingkup APT merupakan ukuran kepekaan suatu sekuritas terhadap sejumlah faktor, di mana faktor-faktor tersebut belum teridentifikasi secara sistematis. Sedangkan beta dalam lingkup CAPM menunjukkan kepekaan suatu sekuritas terhadap *market return* (R_m), yang telah teridentifikasi sebelumnya.

Penggunaan APT dengan penerapan *Multi Index Model* ternyata dipakai di beberapa Negara yang hasilnya lebih baik daripada model CAPM. Salah satu

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.

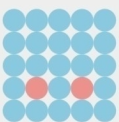


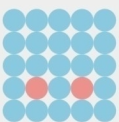
contohnya adalah penelitian yang dilakukan oleh Amanullah dan Kamalah pada tahun 1998 mengenai penerapan model CAPM di Bursa Efek India. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa CAPM tidak relevan jika digunakan pada Pasar India. Hal ini disebabkan karena pada dasarnya faktor pasar India lebih banyak dipengaruhi oleh faktor farmasi, dan faktor teknologi.

Selain itu juga menurut pendapat Haugen (1993), bahwa tingkat pengembalian investasi saham tidak hanya ditentukan oleh indeks pasar saja tetapi juga oleh beberapa variabel diluar indeks pasar yang disebut *extramarket*. Begitu juga menurut pendapat Sharpe (1990) yang memperjelas bahwa sebagian besar alat prediksi tingkat pengembalian saham menggunakan lebih dari dua faktor, sedangkan alat analisis yang lebih tepat digunakan adalah model regresi berganda.

Penggunaan APT di Indonesia sendiri sudah mulai banyak digunakan, seperti pada penelitian Dwiyanda (2002), dimana hasil dari penelitian tersebut menyatakan bahwa imbal hasil saham-saham yang *dual listing* di BEJ dan NYSE sangat dipengaruhi oleh beberapa faktor, diantaranya adalah tingkat suku bunga *T-Bills*, *Certificate of Deposit* dan fluktuasi nilai tukar mata uang rupiah terhadap Dollar Amerika.

Dalam penelitian ini dipilih saham kelompok LQ 45, karena saham kelompok LQ 45 merupakan 45 saham terpilih yang memenuhi kriteria memiliki likuiditas, kapitalisasi pasar yang tinggi, memiliki frekuensi perdagangan yang tinggi dan memiliki prospek pertumbuhan serta kondisi keuangan yang cukup baik. Dengan kriteria tersebut, kelompok LQ 45 merupakan kelompok saham perusahaan yang diminati dan menjadi fokus perhatian *investor*. Kondisi inilah





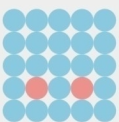
yang menjadi pertimbangan utama untuk memilih saham-saham dalam kelompok LQ 45 menjadi obyek penelitian penulis.

Dengan mempertimbangkan hal-hal yang telah diuraikan di atas, serta adanya ketertarikan dari penulis untuk mengetahui perilaku saham-saham yang termasuk dalam kelompok LQ 45, maka dilakukan penelitian mengenai **Analisis Return dan Risiko Kelompok Saham LQ 45 dengan Menggunakan Model Arbitrage Pricing Theory.**

1.2. Rumusan Masalah

Menurut Toarik (2007), pasar modal saat ini sedang mengalami penurunan, hal ini dapat dilihat dengan likuiditas pasar yang minim (sedikit). Pada tanggal 5 Februari 2007, volume perdagangan yang tercatat hanya 1,3 milyar lembar saham, dimana telah terjadi penurunan dari posisi sehari sebelumnya yang mencapai 2,2 milyar lembar saham. Sedangkan nilai transaksi yang terjadi di pasar modal hanya Rp 1,4 triliun, mengalami penurunan dari Rp. 1,9 triliun. Sementara itu, indeks harga saham pun ikut menurun, terbukti pada tanggal 2 Februari indeks turun dari level 1.780 ke level 1.768.

Bahkan penurunan BI *rate* terbaru sebesar 0,25% menjadi 9,25% tak membuat pasar menjadi lebih atraktif. Adanya penurunan BI *rate* tersebut ternyata ikut melemahkan indeks sebesar tujuh point ke level 1.761 akan tetapi pada keesokan harinya indeks mengalami peningkatan sebesar tiga poin pada 7 Februari ke level 1764. Karena dengan adanya penurunan BI *Rate* tersebut justru semakin mempersempit selisih antara BI *rate* dengan suku bunga Amerika Serikat, *Federal Reserve (The Fed)* saat ini sebesar 5,25%. Kondisi ini justru tidak menguntungkan bagi pasar saham. Sebab, *spread* 4% merupakan titik krusial.



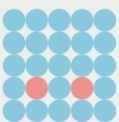
Apabila berada dibawah itu, *investor* akan cenderung mengalihkan dananya ke luar negeri. Agar para *investor* tidak mengalihkan dananya maka sebaiknya pemerintah melakukan sesuatu guna memperbaiki indikator ekonomi Indonesia yang mulai agak memburuk.

Seperti yang telah disebutkan sebelumnya, konsep APT ini didasari oleh hukum satu harga (*the law of one price*), yaitu bahwa dua kesempatan investasi yang memiliki karakteristik yang sama tidak dapat ditransaksikan pada harga yang berbeda. Jika kesempatan tersebut ditransaksikan dengan harga yang berbeda maka akan terjadi *arbitrage* sehingga akan diperoleh *return* tanpa menanggung risiko. Menurut APT, korelasi antara masing-masing *return* sekuritas terjadi karena sekuritas-sekuritas tersebut dipengaruhi oleh sejumlah faktor yang sama (*common factors*) yang terdapat dalam perekonomian dan industri. Dengan demikian, identifikasi faktor-faktor makro ekonomi yang mempengaruhi *return* sekuritas merupakan dimensi yang cukup penting dalam APT.

Kondisi perekonomian secara nasional mampu mempengaruhi pasar modal dan menarik para *investor*. Ekonomi yang tumbuh dengan stabil adalah berita baik bagi *investor*. Berita tentang perkiraan pertumbuhan ekonomi akan sangat mempengaruhi pasar modal secara positif. Dalam kondisi seperti ini, investasi pada saham akan memberikan keuntungan yang lebih baik dari investasi pada surat berharga dengan pendapatan tetap. Sebaliknya, jika *investor* menerima berita perkiraan penurunan ekonomi, maka nilai investasi saham akan ikut menurun.

Berdasarkan uraian di atas, maka akan dilakukan penelitian mengenai *return* dan risiko pada kelompok saham LQ 45 dengan menggunakan model APT.

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



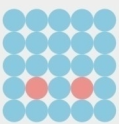
Dalam model APT terdapat beberapa variabel makro ekonomi yang diperkirakan akan mempengaruhi *return* saham, di antaranya adalah tingkat suku bunga SBI, inflasi, kurs rupiah terhadap Dollar Amerika, dan Indeks Harga Saham Gabungan. Berdasarkan uraian di atas, maka perumusan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Bagaimana deskripsi pengaruh variabel ekonomi (tingkat suku bunga SBI, inflasi, kurs rupiah terhadap Dollar Amerika, dan Indeks Harga Saham Gabungan) terhadap *return* individual dan risiko individual (kinerja) sampel saham LQ 45 ?
2. Bagaimana pengaruh variabel ekonomi terhadap *return* kelompok saham LQ 45 dan variabel ekonomi manakah yang paling berpengaruh pada *return* kelompok saham LQ 45 ?
3. Bagaimana pengaruh variabel ekonomi terhadap risiko saham (β) kelompok saham LQ 45?
4. Rekomendasi apa yang sebaiknya diberikan kepada para *investor* disesuaikan dengan sifat dari masing-masing *investor*?

1.3. Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah di atas, tujuan penelitian yang dilakukan oleh penulis adalah :

1. Mendeskripsikan pengaruh variabel ekonomi (tingkat suku bunga SBI, inflasi, kurs rupiah terhadap Dollar Amerika, dan Indeks Harga Saham Gabungan) terhadap *return* individual dan risiko individual (kinerja) dari sampel saham LQ 45



2. Menganalisis pengaruh variabel ekonomi terhadap *return* kelompok saham LQ 45 dan variabel ekonomi yang paling berpengaruh terhadap *return* kelompok saham LQ 45.
3. Menganalisis pengaruh variabel ekonomi terhadap risiko saham (β) kelompok saham LQ 45.
4. Merekomendasikan kepada para *investor* saham yang sebaiknya dibeli disesuaikan dengan sifat dari masing-masing *investor*.

1.4. Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini secara umum diharapkan dapat bermanfaat baik bagi para *investor*, sedangkan secara khusus hasil penelitian ini dapat berguna bagi :

1. Bagi peneliti, agar dapat mengetahui *return* dan risiko pada saham LQ 45 dengan menggunakan model APT .
2. Bagi *investor*, diharapkan penelitian ini dapat memberikan masukan dan gambaran, khususnya bagi para *investor* sehingga mereka dapat menginvestasikan dananya dengan tepat
3. Dapat dijadikan rujukan bagi penelitian di sekitar masalah yang sama.

1.5. Ruang Lingkup Penelitian

Penelitian terbatas pada saham-saham yang termasuk dalam kelompok LQ 45 pada Bursa Efek Jakarta. Dalam hal ini penulis mengambil sampel atas beberapa saham berdasarkan kriteria saham yang secara konsisten sejak akhir Januari 2004 (sebagai *base day*) hingga akhir Februari 2007.

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengumumkannya dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.