

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1. Teori Investasi

Investasi adalah Penundaan konsumsi sekarang untuk digunakan di dalam produksi yang efisien selama periode waktu tertentu (Jogianto, 1998). Investasi yang efisien adalah investasi yang memberikan risiko tertentu dengan tingkat keuntungan yang terbesar atau tingkat keuntungan tertentu dengan risiko yang terkecil. Dengan kata lain, kalau ada dua usulan investasi yang memberikan tingkat keuntungan yang sama, tetapi memiliki risiko yang berbeda. Investasi ke dalam produksi yang efisien akan meningkatkan utility. Investasi ke dalam produksi yang efisien dapat berbentuk aktiva nyata (seperti rumah, tanah dan emas) atau berbentuk aktiva keuangan (surat-surat berharga) yang diperjual-belikan diantara investor (pemodal).

Investasi ke dalam aktiva keuangan dapat berupa investasi langsung atau investasi tidak langsung. Investasi langsung dilakukan dengan membeli langsung aktiva keuangan (*financial assets*) dari suatu perusahaan baik melalui perantara atau dengan cara yang lain. Investasi langsung dapat dilakukan dengan membeli aktiva keuangan yang dapat diperjual-belikan dipasar uang (*money market*) atau pasar modal (*capital market*). Aktiva yang dapat diperjual-belikan dipasar uang (*money market*) berupa aktiva yang mempunyai risiko gagal kecil, jatuh temponya pendek dengan tingkat cair yang tinggi. Contohnya adalah sertifikat deposito yang dapat dinegosiasi (dapat dijual kembali). Tujuan investasi jangka panjang di pasar

modal yaitu untuk memperoleh pendapatan atau deviden, atau untuk membentuk dana atau untuk mengendalikan perusahaan lain melalui pemilikan saham. Yang diperjual-belikan di pasar modal adalah aktiva keuangan berupa surat-surat berharga pendapatan-tetap (*fixed-income securities*) dan saham-saham (*equity securities*). *Fixed-income securities* dapat berupa surat berharga agen federal (*federal agency securities*). *Federal agency securities* dikeluarkan oleh pemerintah federal Amerika Serikat untuk tujuan membantu sector-sektor ekonomi tertentu (Jogianto, 1998). Aktiva yang dapat diperjual-belikan di *equity market* adalah *preferred stock* dan *common stock*. Sebaliknya investasi tidak langsung dilakukan dengan membeli saham dari perusahaan investasi yang mempunyai portofolio aktiva-aktiva keuangan dari perusahaan-perusahaan lain. Investasi tidak langsung dilakukan dengan membeli surat-surat berharga dari perusahaan investasi. Perusahaan investasi adalah perusahaan yang menyediakan jasa keuangan dengan cara menjual sahamnya ke publik dan menggunakan dana yang diperolehnya untuk diinvestasikan ke dalam portofolionya.

Suatu perusahaan melakukan investasi jangka panjang untuk tujuan-tujuan tertentu dalam jangka panjang. Tujuan-tujuan tersebut antara lain adalah :

1. Untuk memperoleh pendapatan selain dari kegiatan-kegiatan operasi yang relatif permanen.
2. Untuk membina hubungan usaha dengan perusahaan lain.
3. Untuk dapat mengendalikan kebijakan operasional dan keuangan dengan perusahaan lain.
4. Untuk mengurangi tekanan inflasi.
5. Untuk memupuk dana khusus, misalnya untuk membeli aktifa tetap.

Tetapi apapun tujuan investasi jangka panjang, diharapkan dapat mendorong kesejahteraan ekonomi perusahaan yang melakukan investasi.

Untuk mengambil keputusan dalam berinvestasi diperlukan langkah-langkah sebagai berikut :

a. Menentukan Kebijakan Investasi

Dalam menentukan tujuan dari investasinya dan berapa banyak investasinya tersebut akan dilakukan. Karena ada hubungan yang positif antara risiko dan keuntungan investasi, maka pemodal tidak bisa mengatakan bahwa tujuan investasi adalah untuk mendapatkan keuntungan sebesar-besarnya. Ia harus menyadari bahwa ada kemungkinan untuk mendapat rugi. Jadi tujuan investasi harus dinyatakan dalam keuntungan dan risiko.

b. Analisis Sekuritas

Tahap ini berarti pemodal melakukan analisis terhadap individual atau kelompok sekuritas.

c. Pembentukan Portofolio

Portofolio berarti sekumpulan investasi. Tahap ini menyangkut identifikasi sekuritas-sekuritas mana yang akan dipilih dan berapa proporsi dana yang akan ditanamkan pada masing-masing sekuritas tersebut. Pemilihan banyak sekuritas dikarenakan mengurangi risiko.

d. Melakukan Revisi Portofolio

Pada fase ini merupakan pengulangan dari tiga tahap sebelumnya dengan maksud kalau perlu melakukan perubahan terhadap portofolio yang telah dimiliki guna memperoleh portofolio yang optimal.

e. Evaluasi Kinerja Portofolio

Pemodal melakukan penilaian terhadap kinerja portofolio, baik dalam aspek tingkat keuntungan yang diperoleh maupun risiko yang ditanggung.

Ketika seorang pemodal ingin melakukan investasi, maka dia akan dihadapkan pada dua bentuk pilihan investasi yaitu investasi pada aktiva riil atau *real assets* (seperti membangun pabrik, membuat produk baru) atau investasi pada aktiva finansial atau sekuritas (seperti membeli saham, sertifikat deposito).

Investasi pada aktiva finansial memiliki beberapa karakteristik yang unik, yaitu :

1. Mudah diperjual belikan (*likuid*).
2. Pemodal memiliki berbagai pilihan investasi sesuai dengan preferensi risiko mereka.
3. Nilai dapat berubah dengan cepat sesuai dengan kondisi ekonomi makro dan mikro.
4. Memiliki pasar dan regulasi tersendiri.

2.2. Return Dan Risiko

A. Return

Return atau pengembalian merupakan hasil pendapatan yang diterima dari investasi, ditambah perubahan harga pasar, biasanya dinyatakan sebagai persentase dari harga pasar investasi mula-mula. Hasil pengembalian dari memegang investasi untuk beberapa periode katakanlah satu tahun, secara sederhana setiap pembayaran kas yang diterima pemilik, ditambah perubahan dalam harga pasar, dibagi dengan harga awal (Van Horne dan M Wachowicz, Jr, 1997). Contohnya bila kita membeli surat berharga sebesar \$100 yang akan memberi kita \$7 dalam bentuk kas dan bernilai \$106 satu tahun mendatang. Hasil pengembalian akan menjadi $(\$7 + \$6) / \$100 = 13\%$.

Untuk saham biasa dapat didefinisikan satu periode pengembalian sebagai :

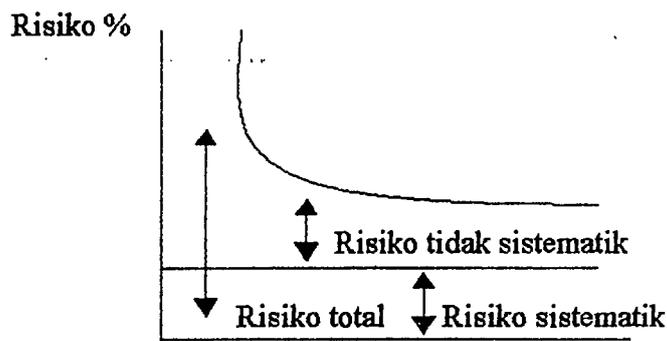
$$R = \frac{D_t + (P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

dimana R adalah hasil pengembalian actual (yang diharapkan) saat t, D_t adalah dividen kas pada akhir periode t, P_t adalah harga saham pada saat t, dan P_{t-1} adalah harga saham pada waktu t_1 . Formula ini dapat digunakan untuk menentukan hasil pengembalian actual satu periode (berdasarkan gambaran historical), dan hasil pengembalian satu periode yang diharapkan (berdasar pada deviden dan harga-harga yang diharapkan dimasa yang akan datang). Juga bahwa pengertian pembilang yang ada di dalam tanda kurung dalam persamaan diatas menyatakan keuntungan modal (*capital gain*) atau kerugian selama periode tersebut.

B. Risiko

Risiko adalah kemungkinan terjadinya peristiwa yang tidak menguntungkan (Brigham dan Gapenski, 1996) dikutip dari Dwi Haroyah M. Dalam mengambil keputusan investasi, risiko merupakan faktor dominan yang harus dipertimbangkan karena besar kecilnya risiko yang terkandung dalam suatu alternatif investasi akan mempengaruhi pendapatan investasi tersebut. Menurut Jones (1996) seperti dikutip Dwi Haroyah M risiko adalah kemungkinan pendapatan yang diterima (*actual return*) dalam suatu investasi berbeda dengan pendapatan yang diharapkan (*expected return*). Makin besar kemungkinan penyimpangan antara pendapatan yang diterima dalam suatu investasi dengan pendapatan yang diharapkan akan semakin besar risiko yang ditanggung.

Untuk mengukur risiko total digunakan standar deviasi, tetapi karena ada sebagian risiko yang dapat dihilangkan dengan diversifikasi yaitu risiko tidak sistematis (*unique risk*), maka untuk mengukur risiko digunakan risiko yang tidak dapat dihilangkan dengan diversifikasi. Risiko ini disebut risiko sistematis atau risiko pasar (*market risk*). Penjumlahan risiko sistematis dan risiko tidak sistematis disebut risiko total. Hubungan antara kedua jenis risiko tersebut dapat dilihat pada gambar 1.



Gambar 1. Hubungan risiko sistematis dan risiko tidak sistematis

Bagian dari risiko yang dapat dihilangkan dengan membentuk portofolio disebut dengan risiko yang dapat didiversifikasi (*diversifiable risk*) atau risiko perusahaan (*company risk*) atau risiko spesifik (*specific risk*) atau risiko unik (*unique risk*) atau risiko yang tidak sistematis (*unsystematic risk*) (Jogianto, 1998). Sebaliknya, risiko yang tidak dapat didiversifikasi oleh portofolio disebut dengan *nondiversifiable risk* atau risiko pasar (*market risk*) atau risiko umum (*general risk*) atau risiko sistematis (*systematic risk*). Risiko ini terjadi karena kejadian-kejadian diluar kegiatan perusahaan, seperti inflasi, resesi dan sebagainya. Faktor-faktor ini menyebabkan ada kecenderungan semua saham untuk bergerak bersama, sehingga selalu ada dalam setiap saham.

Pada umumnya para investor enggan terhadap risiko (*risk averse*), oleh karena itu mereka akan memilih untuk melakukan diversifikasi. Dengan diversifikasi maka penurunan tingkat keuntungan atau risiko satu jenis sekuritas akan ditutup oleh kenaikan tingkat keuntungan sekuritas yang lain. Hal seperti ini mengakibatkan semua investor akan melakukan hal yang sama. Dengan demikian risiko yang hilang karena diversifikasi menjadi tidak relevan. Hanya risiko yang tidak bisa hilang dengan diversifikasi yang relevan dalam penghitungan risiko,

yang disebut dengan risiko sistematis atau risiko pasar. Untuk mengukur *systematic risk* dari suatu sekuritas atau portofolio relatif terhadap risiko pasar dapat menggunakan koefisien beta.

2.3. Beta Sebagai Pengukur Risiko Sistematis

Beta merupakan suatu pengukur volatilitas return suatu sekuritas atau return portofolio terhadap return pasar. Beta sekuritas ke-I mengukur volatilitas return sekuritas ke-I dengan return pasar. Beta portofolio mengukur volatilitas return portofolio dengan return pasar. Dengan demikian beta adalah pengukur risiko sistematis dari suatu sekuritas atau portofolio relatif terhadap risiko pasar (Jogianto, 1998).

Mengetahui beta suatu sekuritas atau beta suatu portofolio merupakan hal yang penting untuk menganalisis sekuritas atau portofolio tersebut. Beta suatu sekuritas menunjukkan risiko sistematisnya yang tidak dapat dihilangkan dengan diversifikasi. Untuk menghitung beta portofolio, maka beta masing-masing sekuritas perlu dihitung terlebih dahulu. Beta portofolio merupakan rata-rata tertimbang dari beta masing-masing sekuritas. Mengetahui beta masing-masing sekuritas juga berguna untuk pertimbangan memasukkan sekuritas tersebut kedalam portofolio yang akan dibentuk.

Secara definisi beta merupakan pengukur volatilitas antara return-return suatu sekuritas (portofolio) dengan return-return pasar. Jika volatilitas ini diukur dengan kovarian, maka kovarian return antara sekuritas ke-i dengan return pasar adalah sebesar σ_{iM} . Jika kovarian ini dihubungkan relatif terhadap risiko pasar

(yaitu dibagi dengan varian return pasar atau σ_M^2), maka hasil akan mengukur risiko sekuritas ke-i relatif terhadap risiko pasar atau disebut dengan beta. Dengan demikian beta dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\beta_i = \frac{\sigma_{iM}}{\sigma_M^2}$$

atau dapat diuraikan sebagai berikut :

$$\beta_i = \frac{\sum_{t=1}^n (R_{it} - \bar{R}_i) \cdot (R_{Mt} - \bar{R}_M)}{\sum_{t=1}^n (R_{Mt} - \bar{R}_M)^2}$$

Dimana :

- β_i = parameter yang mengukur perubahan yang diharapkan pada R_i , kalau terjadi perubahan pada R_M ,
- σ_{iM} = covariance antara tingkat keuntungan saham i dengan portofolio pasar,
- σ_M^2 = variance tingkat keuntungan portofolio pasar,
- R_i = tingkat keuntungan yang diharapkan dari suatu saham i,
- \bar{R}_i = rata-rata R_{it}
- R_M = tingkat keuntungan indeks pasar
- \bar{R}_{Mt} = rata-rata R_{Mt}
- n = jumlah sample.

Setiap perusahaan memiliki risiko sistematis yang berbeda-beda. Menurut Jones (1996) seperti dikutip Dwi Haroyah M beta merupakan suatu ukuran relatif dari risiko sistematis saham individu dalam hubungannya dengan pasar secara keseluruhan yang diukur dari fluktuasi pendapatan (*return*). Masing-masing saham memiliki kepekaan yang berbeda terhadap perubahan pasar. Saham dengan koefisien beta sama dengan satu berarti memiliki risiko yang sama dengan risiko

pasar. Koefisien beta lebih dari satu menunjukkan bahwa saham tersebut sangat peka terhadap perubahan pasar atau memiliki risiko diatas risiko pasar, disebut sebagai saham yang agresif. Saham yang memiliki beta kurang dari satu disebut saham yang defensif dimana saham tersebut kurang peka terhadap perubahan pasar.

Untuk mengestimasi beta suatu sekuritas diperlukan suatu model estimasi. Model yang digunakan untuk mengestimasi beta suatu sekuritas antara lain dengan *Single Index Model* (model indeks tunggal), *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), dan *Arbitrase Pricing Model* (APM). Model indeks tunggal didasarkan pada pengamatan bahwa harga dari suatu sekuritas berfluktuasi searah dengan indeks harga pasar. Secara khusus dapat diamati bahwa kebanyakan saham cenderung mengalami kenaikan harga jika indeks harga saham naik. Kebalikannya juga benar, yaitu jika indeks harga saham turun, kebanyakan saham mengalami penurunan harga saham. Pada model CAPM bahwa dalam keseimbangan pasar, sebuah surat berharga seharusnya menyediakan pengembalian yang diharapkan bersamaan dengan risiko sistematisnya. Hubungan antara pengembalian yang diharapkan dan risiko sistematis, merupakan inti sari dari CAPM. Model APM didasarkan pada ide bahwa dalam pasar financial yang kompetitif arbitrase akan meyakinkan penetapan harga keseimbangan sesuai dengan risiko dan pengembalian (Stephen a. Ross, 1976) dikutip dari James C Van Horne dan Wachowicz, Jr, 1997. *Arbitrase* secara sederhana berarti menemukan dua hal yang pada prinsipnya sama dan membeli yang paling murah dan menjualnya lebih mahal.

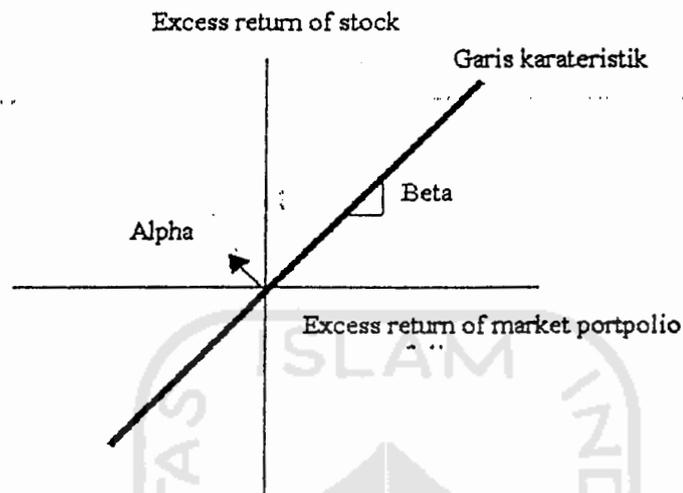
Pengukuran beta dalam penelitian ini menggunakan model indeks tunggal mendasarkan pertimbangan bahwa model CAPM maupun APM menggunakan data return ekspektasi atau nilai yang belum terjadi (*ex ante*) yang belum dapat diobservasi, sedangkan model indeks tunggal menggunakan data return histories atau nilai yang sudah terjadi (*ex post*) sehingga dapat diobservasi atau diuji.

2.4. Model Indeks Tunggal

Model Indeks Tunggal adalah suatu model yang menyederhanakan proses penilaian investasi, dalam hal ini analisis portofolio. Model indeks tunggal mengasumsikan bahwa korelasi return antar sekuritas terjadi karena mereka bereaksi terhadap perubahan pada *general market index* (indeks pasar umum). Indeks yang sering digunakan sebagai indeks pasar umum adalah indeks harga pasar modal seperti indeks harga saham gabungan.

Model indeks tunggal mendasarkan diri pada pemikiran bahwa tingkat keuntungan suatu sekuritas dipengaruhi oleh tingkat keuntungan portofolio pasar. Kelebihan tingkat keuntungan portofolio pasar (*excess return of market portfolio*), dan kelebihan keuntungan suatu saham (*excess return of stock*). Excess returns merupakan keuntungan yang diharapkan dikurangi dengan keuntungan yang bebas risiko (*risk free*). Hubungan antara excess return of market portfolio dan excess return of stock digambarkan oleh suatu garis yang disebut garis karakteristik (*characteristic line*).

Kalau digambarkan garis karakteristik akan tampil sebagai berikut.



Gambar 2. Hubungan excess return of stock dan excess return of market portpolio.

Dari gambar tersebut terlihat bahwa semakin tinggi tingkat kelebihan keuntungan yang diharapkan dari pasar, semakin tinggi pula kelebihan keuntungan untuk saham tersebut. Titik-titik pada gambar menunjukkan plot angka-angka *excess return of market portpolio* dan *excess return of stock* selama beberapa periode. Garis-garis tebal membelah ditengah-tengah titik-titik tersebut merupakan garis karakteristik.

Ada tiga faktor yang perlu diperhatikan pada penggambaran garis tersebut. Pertama adalah *alpha* yang merupakan perpotongan garis karakteristik dengan sumbu tegak. Apabila *excess return* pasar diharapkan sama dengan nol, maka *alpha* tersebut merupakan *excess return* dari saham tersebut.

Kedua adalah *beta* yang menunjukkan kemiringan (*slope*) garis karakteristik. Kemiringan ini menunjukkan kepekaan *excess return* suatu saham dengan *excess return* portofolio pasar. Kemiringan ini (bisa sama dengan 1, lebih dari 1, atau

kurang dari 1) berarti bahwa *excess return* suatu saham bervariasi secara proporsional, atau kurang dari proporsional dengan *excess return* portofolio pasar. Semakin besar kemiringan garis karakteristik untuk suatu saham sebagaimana ditunjukkan oleh beta, semakin besar risiko sistematiknya. Ini berarti kenaikan atau penurunan *excess return* pasar akan menyebabkan kenaikan ataupun penurunan *excess return* suatu saham tergantung dari beta-nya. Jadi, beta menunjukkan risiko sistematis dari suatu saham karena perubahan-perubahan dalam harga saham. Risiko ini tidak dapat dihilangkan dengan diversifikasi, karena ini tergantung pada berbagai faktor seperti perubahan pada dalam perekonomian dan iklim politik yang mempengaruhi semua saham.

Faktor ketiga yang perlu diperhatikan adalah risiko tidak sistematis. Risiko ini ditunjukkan dari penyebaran titik-titik observasi disekitar garis karakteristik. Semakin besar penyebarannya semakin besar pula risiko tidak sistematis suatu saham. Dengan diversifikasi, investor akan bisa mengurangi risiko tidak sistematis ini. Dari berbagai studi empiris telah dibuktikan bahwa risiko tidak sistematis dapat dihilangkan dengan pemilikan beberapa *assets* pada suatu portofolio secara random.

Dengan menggunakan indeks tunggal bisa direduksi jumlah variabel yang perlu ditaksir, karena tidak perlu lagi menghitung koefisien korelasi untuk menghitung deviasi standar portofolio. Dalam analisis menggunakan konsep model indeks tunggal diasumsikan bahwa tingkat keuntungan suatu saham berkorelasi dengan perubahan pasar. Apabila pasar membaik (ditunjukkan dengan indeks pasar yang tersedia) harga saham individual juga meningkat. Demikian

pula pada saat pasar memburuk maka harga saham akan menurun harganya. Jika perubahan pasar bisa dinyatakan sebagai tingkat keuntungan indeks pasar maka tingkat keuntungan suatu sekuritas bisa dinyatakan dengan rumus :

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_M$$

Dimana :

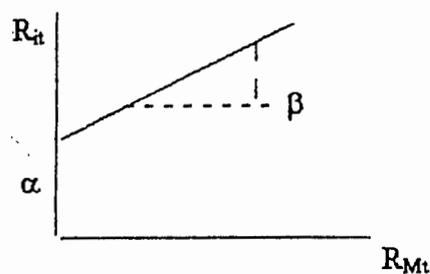
R_i = return sekuritas ke i ,

α_i = nilai ekspektasi dari return sekuritas yang independen terhadap return pasar.

β_i = beta, yaitu parameter yang mengukur perubahan yang diharapkan pada R_i kalau terjadi perubahan pada R_m .

R_M = Tingkat keuntungan indeks pasar. Variabel ini merupakan variabel acak.

Persamaan ini tidak lain merupakan persamaan regresi linear sederhana, yang bisa dipecahkan dengan rumus regresi. Informasi yang diperlukan adalah series tentang tingkat keuntungan saham (R_i) dan tingkat keuntungan indeks pasar (R_M). Hasil perhitungan tersebut kalau di-plot-kan dalam suatu gambar akan nampak sebagai berikut :



Gambar 3. Penggambaran beta

Beta menunjukkan kemiringan (slope) garis regresi tersebut, dan α menunjukkan intercept dengan sumbu R_i . Semakin besar beta, semakin curam

kemiringan garis tersebut, dan sebaliknya. Penyebaran titik-titik pengamatan di sekitar garis regresi tersebut menunjukkan risiko sisa (σe_i^2) sekuritas yang diamati. Semakin menyebar titik tersebut, semakin besar risiko sisanya.

Persamaan regresi model indeks tunggal dilakukan dengan memecah tingkat keuntungan suatu saham menjadi dua bagian, yaitu yang independen dari perubahan pasar ($= a_i$) dan yang dipengaruhi oleh pasar ($= \beta_i R_M$). Parameter a_i menunjukkan komponen tingkat keuntungan yang tidak dipengaruhi oleh perubahan indeks pasar. Parameter a_i bisa dipecah menjadi dua, yaitu α (*alpha*) yang menunjukkan nilai pengharapan dari a_i , dan e_i yang menunjukkan nilai pengharapan dari a_i , dan e_i yang menunjukkan elemen acak dari a_i , dengan demikian maka :

$$a_i = \alpha_i + e_i$$

dan e_i mempunyai nilai pengharapan sebesar nol. Persamaan tingkat keuntungan saham sekarang bisa dinyatakan sebagai :

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_M + e_i$$

R_M dan e_i mempunyai variabel random. Oleh karena itu, $\text{cov}(e_i, R_M) = 0$.

Untuk sekuritas, penggunaan model indeks tunggal menghasilkan tingkat keuntungan yang diharapkan, deviasi standar tingkat keuntungan dan covariance antar saham sebagai berikut :

1. Tingkat keuntungan yang diharapkan

$$E(R_i) = a_i + \beta_i E(R_M)$$

2. Variance tingkat keuntungan

$$\sigma_i^2 = \beta_i^2 \sigma_M^2 + \sigma_{e_i}^2$$

3. Covariance tingkat keuntungan sekuritas i dan j

$$\sigma_{ij} = \beta_i \beta_j \sigma_M^2$$

Model tersebut menunjukkan bahwa tingkat keuntungan yang diharapkan terdiri dari dua komponen yaitu bagian yang unik (a_i), dan bagian yang berhubungan dengan pasar ($\beta_i [E(R_M)]$). Demikian pula variance tingkat keuntungan terdiri dari dua bagian yaitu risiko unik ($\sigma_{e_i}^2$) dan risiko yang berhubungan dengan pasar ($\beta_i^2 \sigma_M^2$). Sebaliknya covariance semata-mata merupakan satu-satunya alasan mengapa saham “ bergerak bersama “ adalah bereaksi terhadap gerakan pasar.

2.5. Penelitian Terdahulu

Berikut ini diuraikan beberapa hasil penelitian terdahulu mengenai risiko (Beta) yang pernah dilakukan di Indonesia.

1. Fathiyatur Rohmah (1997) dalam penelitiannya tentang ‘Analisis Risiko Sistematis (=beta) Saham Perusahaan Perbankan Indonesia di Bursa Efek

Jakarta' menyimpulkan bahwa dari 22 perusahaan perbankan Indonesia yang listing di Bursa Efek Jakarta pada tahun 1995, 7 perusahaan yang memiliki risiko sistematis(=beta) yang tinggi karena betanya lebih besar dari satu. Saham-saham tersebut bersifat agresif, artinya saham-saham tersebut peka terhadap perubahan pasar. Sedangkan 15 perusahaan perbankan yang lain mempunyai risiko sistematis kurang dari satu. Saham-saham tersebut bersifat defensif dimana saham tersebut kurang peka terhadap perubahan pasar.

2. Raudatul Jannah (1999) meneliti tentang ' Analisis Hubungan Antara Risiko Sistematis dan Tingkat Keuntungan di Bursa Efek Jakarta Dengan Menggunakan Standard CAPM' dengan hasil bahwa dari 28 perusahaan yang dijadikan sampel penelitian ternyata terdapat 12 perusahaan yang memiliki beta positif dan lebih dari satu. Ini berarti bahwa pergerakan saham tersebut sebanding dengan perubahan indeks pasar secara keseluruhan, Jika indeks pasar naik maka harga saham perusahaan tersebut juga akan naik. Dengan demikian 12 saham tersebut memiliki tingkat kepekaan yang tinggi terhadap perubahan pasar atau bersifat agresif sedangkan untuk 16 saham lainnya digolongkan rendah karena risiko sistematis yang dimilikinya kurang dari satu dan termasuk saham defensif yang pergerakan sahamnya lebih lambat dibandingkan dengan pergerakan pasar secara keseluruhan sehingga dimasa krisis ini saham perusahaan yang memiliki beta yang tinggi akan mendapatkan kerugian lebih besar dibandingkan dengan saham yang betanya rendah. Hal ini menunjukkan bahwa ternyata ada hubungan yang negatif antara beta saham dengan keuntungan dari saham tersebut.

3. Penelitian yang dilakukan oleh Dwi Haroyah M (2000) dengan judul 'Analisis Beta Saham Dengan Model Indeks Tunggal : Perbandingan Antara Periode Perekonomian Normal Dan Krisis Moneter' menyimpulkan bahwa beta saham dalam model indeks tunggal pada 30 perusahaan untuk perekonomian normal dan 41 perusahaan untuk krisis secara statistik signifikan. Oleh karena lebih dari 60% sampel memiliki beta signifikan, maka beta menunjukkan kepekaan return saham terhadap perubahan ekonomi makro atau return portofolio diterima. Nilai rata-rata beta perusahaan manufaktur pada kedua periode lebih besar dari satu. Penemuan ini menunjukkan bahwa secara umum saham perusahaan manufaktur termasuk saham yang agresif, yang cenderung peka terhadap perubahan ekonomi makro atau return pasar. Berdasarkan penelitian empiris ini dapat diperoleh bukti bahwa secara umum pasar terpengaruh oleh perubahan kondisi perekonomian. Saat kondisi perekonomian memburuk nilai rata-rata beta saham lebih cenderung bergerak ke arah risiko pasar. Dan untuk hasil uji kedua menunjukkan bahwa nilai rata-rata beta perekonomian normal secara signifikan berbeda dengan saat krisis.