

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1. Hasil penelitian terdahulu

Pada permulaannya pengujian terhadap CAPM dilakukan dengan cara yang sederhana, yaitu sekedar untuk menguji apakah risiko (beta) yang tinggi diikuti dengan tingkat keuntungan yang tinggi pula. Sharpe dan Cooper (1972) menguji apakah berbagai strategi alternative yang mempunyai risiko yang berbeda akan menghasilkan tingkat keuntungan sebagaimana dijelaskan oleh CAPM. Untuk itu mereka membagi beta dari sekuritas-sekuritas yang mereka teliti kedalam sepuluh kelas. Beta ditaksir dengan menggunakan data bulanan (60 bulan) tahun-tahun yang lalu. Jadi jika pemodal ingin memilih saham-saham dengan beta tinggi, maka ia membagi dananya (dengan proporsi yang sama) ke saham-saham dengan beta tertinggi. Terdapat hubungan positif antara strategi yang dipilih dengan risiko dan tingkat keuntungan rata-rata.

Lintner dan Douglas (1968) menaksir beta dari 301 saham yang dipilih sebagai sampel. Beta ditaksir dengan meregresikan tingkat keuntungan masing-masing saham dengan rata-rata tingkat keuntungan dari seluruh saham yang dipilih sebagai sampel, dengan menggunakan data tahun 1954-1963. Hasil yang diperoleh tidak sesuai dengan pengharapan apabila CAPM berlaku.

Suad Husnan (1990) melakukan pengujian standar CAPM di bursa efek Jakarta. Pengujian pada tahap pertama ditemukan bahwa banyak beta yang mempunyai nilai t yang signifikan secara statistik, meskipun penaksiran beta dilakukan terhadap individual sekuritas. Sedangkan pengujian terhadap *intercept* menunjukkan bahwa ternyata berbeda secara nyata dari nol. Dengan demikian maka standar CAPM tidak berlaku di BEJ, dan kemungkinan zero beta CAPM yang lebih bisa menjelaskan.

Pengujian lain dilakukan oleh Prananingih (1991). Pengujian yang dilakukannya lebih sederhana, dengan menggunakan pendekatan seperti yang dipergunakan oleh Lintner. Dilakukan regresi tahap pertama untuk memperoleh nilai-nilai beta dan regresi tahap kedua untuk menguji CAPM. Pengujian ternyata menunjukkan tidak adanya hubungan yang positif antara tingkat keuntungan dengan risiko pada waktu dilakukan terjadinya ketidaktepatan dalam memilih portofolio pasar. Portofolio pasar dipilih dengan menggunakan indeks harga saham gabungan (IHSG). Sayangnya dalam pembentukan IHSG terdapat juga saham-saham yang tidak aktif diperdagangkan. Akibatnya penggunaan tingkat keuntungan portofolio pasar mungkin menjadi tidak tepat dan timbul bias.

Penelitian yang dilakukan oleh Nurfauziah, Budi Astuti dan Sri Mulyati (1999), yaitu menganalisis risiko dan tingkat keuntungan terhadap 35 perusahaan dari berbagai industri yang aktif diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta dengan memanfaatkan moment krisis moneter yang melanda Indonesia pada tahun 1998. Pada dasarnya penelitian ini bertujuan untuk membuktikan teori Keynes, apakah teori

tersebut masih berlaku dimasa yang tidak normal tersebut. Hasil dari penelitian ini menunjukkan semakin tinggi tingkat risiko akan diikuti *return* yang makin tinggi pula, berarti teori Keynes berlaku. Hasil lain menunjukkan ada hubungan yang signifikan antara risiko dan *return* sebelum dan saat krisis moneter.

Penelitian dalam bentuk skripsi yang disusun oleh Edi Suria (2001) meneliti permasalahan serupa (analisis tingkat keuntungan dan risiko) pada perusahaan berbasis teknologi (*hi-tech*) terhadap kondisi pra dan pasca memorandum DPR 01 Februari 2001. Hasil dari penelitian ini telah menyatakan bahwa teori Keynes tidak terbukti pada kondisi tersebut. Koefisien korelasi negatif sehingga kenaikan tingkat risiko tidak diikuti dengan kenaikan tingkat keuntungan. Hasil lainnya adalah adanya perbedaan yang signifikan antara risiko dan tingkat keuntungan sebelum dan setelah memorandum. Rata-rata tingkat risiko sebelum memorandum berada diatas rata-rata risiko setelah memorandum. Dan rata-rata tingkat keuntungan sebelum memorandum berada dibawah rata-rata tingkat keuntungan setelah memorandum.

2.2. Landasan teori

2.2.1 Investasi

Investasi, dalam arti luas bisa diperumpamakan, mengorbankan dolar sekarang untuk dolar pada masa yang akan datang. Investasi dibedakan menjadi dua, yaitu investasi nyata yang secara umum melibatkan asset berwujud seperti tanah, mesin-mesin atau pabrik. Dan investasi finansial yang melibatkan kontrak-kontrak tertulis seperti saham atau obligasi. Dalam melakukan investasi, investor harus bisa menentukan dan membuat keputusan investasi sekuritas yang bisa dipasarkan, seberapa ekstensif, dan kapan sebaiknya investasi itu dilakukan (untuk selanjutnya investasi yang dimaksud adalah investasi finansial).

Investasi dilakukan untuk memperoleh apa yang disebut *return* (keuntungan), dan investasi akan selalu diikuti oleh tingkat risiko tertentu. Untuk itulah sebelum pemodal melakukan investasi pada sekuritas, ia perlu untuk merumuskan terlebih dahulu kebijakan investasinya. Berapa risiko yang bersedia ia tanggung, berapa jumlah dana yang diinvestasikan, merupakan pertanyaan-pertanyaan yang harus ia jawab terlebih dahulu. Setiap investasi selalu mempunyai unsur ketidakpastian, pemodal hanya bisa mengharapkan (*expect*) tingkat keuntungan yang akan diperoleh. Mereka tidak dapat mengetahui dengan pasti tingkat keuntungan yang akan diperoleh. Ketidakpastian atau risiko investasi tersebut diukur dengan penyebaran nilai tingkat keuntungan disekitar nilai tingkat keuntungan yang diharapkan (*expected return*) atau disebut deviasi standar (atau *variance*).

Investasi dikatakan efisien jika suatu investasi memberikan risiko tertentu dengan tingkat keuntungan terbesar, atau tingkat keuntungan tertentu dengan risiko terkecil. Teori Keynes mengatakan bahwa untuk tingkat risiko yang tinggi akan diperoleh pula tingkat keuntungan yang tinggi (*high risk high return*).

2.2.2. Konsep *return* dalam investasi

Pengertian *Rate of Return*

Investor pada umumnya menginginkan saham-saham perusahaan yang mendatangkan hasil (*return*) yang terbaik atau tertinggi diantara saham-saham yang ada. Kepercayaan investor terhadap suatu saham perusahaan meningkat sejalan dengan *return* yang diberikan oleh perusahaan yang menerbitkan saham tersebut.

Pengertian *Rate of Return* menurut Jack Clark Francis dalam bukunya *Portofolio Analysis* adalah suatu ukuran terhadap pertumbuhan investasi yang dilakukan. Suatu investasi saham dikatakan mengalami pertumbuhan apabila perusahaan berhasil meningkatkan *return* perusahaan.

James Van Horne dalam bukunya *Financial management and Policy* mendefinisikan *Rate of Return* sebagai berikut, "*The benefit associated with ownership include the cash dividends paid during the year together with any appreciation in market price or capital gain realized at the end of the year*".

Dengan kata lain *Rate of Return* merupakan tingkat keuntungan yang terdiri dari *capital gain* (selisih antara harga jual dengan harga beli saham) dan dividen (laba

perusahaan yang dibagikan). Dalam bentuk matematis dapat dituliskan sebagai berikut:

$$\text{Return saham } R_t = \frac{D + (P_1 - P_0)}{P_0}$$

D = dividen

P₁ = harga saham waktu t

P₀ = harga saham waktu t-1

Dalam penelitian ini, *Rate of Return* yang digunakan sebagai salah satu variable yang diperhitungkan adalah *Rate of Return* yang semata-mata diperoleh dari data harga saham historis tanpa memasukkan unsur dividen didalamnya.

Expected Return saham

Jika seorang investor membeli saham berarti dia akan mengurangi pengeluaran konsumsi pada saat ini dengan harapan akan mendapatkan manfaat yang lebih besar di masa mendatang. Besar pendapatan yang diperoleh dari investasi saham tersebut tergantung pada perkembangan perusahaan sehingga investor menghadapi ketidakpastian dalam memperkirakan *return* yang diperolehnya. Sehingga kompensasi dari ketidakpastian tersebut investor akan mengharapkan tingkat keuntungan yang cukup sesuai dengan harapannya terhadap peningkatan nilai saham suatu perusahaan. Pengharapan atas tingkat keuntungan yang layak dari suatu investasi tersebut itulah yang disebut sebagai *expected return* saham.

2.2.3. *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*

Capital Asset Pricing Model (CAPM) merupakan model untuk menentukan harga suatu *asset*. Model ini mendasarkan diri pada kondisi ekuilibrium. Dalam keadaan ekuilibrium tingkat keuntungan yang diisyaratkan oleh pemodal untuk suatu saham akan dipengaruhi oleh risiko saham tersebut. Disini risiko bukan lagi diartikan sebagai deviasi standar tingkat keuntungan, tetapi diukur dengan beta. Penggunaan parameter ini konsisten dengan teori portofolio yang mengatakan bahwa apabila pemodal melakukan diversifikasi dengan baik, maka pengukur risiko adalah sumbangan risiko dari tambahan saham ke dalam portofolio. Apabila pemodal memegang portofolio pasar, maka sumbangan risiko ini tidak lain adalah beta.

Dengan adanya risiko yang dapat dihilangkan dengan diversifikasi, maka para pemodal yang menyukai risiko akan memilih untuk melakukan diversifikasi. Sebagai akibatnya, semua pemodal akan melakukan hal yang sama, dan dengan demikian risiko yang hilang karena diversifikasi tersebut menjadi tidak relevan dalam perhitungan risiko. Hanya risiko yang tidak bias hilang karena diversifikasi yang menjadi relevan dalam perhitungan risiko.

Risiko dalam hal ini ditunjukkan dengan beta (merupakan koefisien regresi antara dua variabel, yaitu kelebihan tingkat keuntungan portofolio pasar (*excess return of market portofolio*), dan kelebihan keuntungan suatu saham (*excess return of stock*). Investasi yang efisien adalah investasi yang memberikan risiko tertentu dengan tingkat keuntungan terbesar, atau tingkat keuntungan tertentu dengan risiko terkecil. Jika ada dua usulan investasi yang memberikan tingkat keuntungan yang

sama tetapi memiliki tingkat risiko yang berbeda, maka investor yang rasional akan memilih investasi yang mempunyai risiko yang lebih kecil. Semakin besar betanya semakin besar pula tingkat keuntungan yang diharapkan dari investasi tersebut.

2.2.4. Asumsi-asumsi CAPM

Seperti halnya teori-teori keuangan yang lainnya, beberapa asumsi diperlukan untuk mengembangkan suatu model. Asumsi-asumsi ini digunakan untuk menyederhanakan persoalan-persoalan yang sesungguhnya terjadi di dunia nyata. Asumsi diperlukan supaya suatu model lebih mudah untuk dipahami dan lebih mudah diuji. Asumsi-asumsi yang dipergunakan dalam model CAPM adalah sebagai berikut:

1. Semua investor mempunyai cakrawala waktu satu periode yang sama. Investor memaksimumkan kekayaannya dengan memaksimumkan *utility* harapan dalam satu periode waktu yang sama.
2. Semua investor melakukan pengambilan keputusan investasi berdasarkan pertimbangan antara nilai *return* ekspektasi dan deviasi standar *return* dari portofolionya.
3. Semua investor memiliki harapan yang seragam (*homogeneous expectation*) terhadap factor-faktor input yang digunakan untuk keputusan portofolio. Faktor-faktor input yang digunakan adalah *expected return*, varian dari *return* dan *covariance* antara *return-return* sekuritas. Asumsi ini mempunyai implikasi bahwa dengan harga-harga sekuritas dan tingkat bunga bebas risiko