

BAB II

LANDASAN TEORI

A. TEORI INVESTASI

1. Pengertian Investasi

Secara umum pengertian investasi adalah usaha untuk mengelola uang dengan sebagian atau seluruh dana yang dimiliki pada suatu bidang tertentu untuk mengharapkan keuntungan di masa yang akan datang.

Investasi dapat dilakukan perseorangan, kelompok atau negara. Pihak-pihak yang melakukan investasi disebut investor.. Pada dasarnya investasi dapat dibedakan menjadi dua bagian, yaitu; investasi langsung dan investasi tidak langsung. Investasi langsung dapat dilakukan secara langsung dengan menanamkan dana ke dalam proses produksi. Contohnya antara lain yaitu:

- Mendirikan pabrik
- Membuka toko
- Membeli rumah dan lain sebagainya

Hal-hal seperti yang tersebut di atas dapat disebut juga *real assets* Sedangkan investasi tidak langsung atau disebut juga dengan *financial assets* dilakukan pada pasar keuangan (*financial market*),

contohnya:

- Mendepositokan uangnya di bank
- Membeli surat-surat berharga

Pasar keuangan terdiri atas : lembaga dan mekanisme yang memungkinkan terciptanya aliran dana dari pihak yang mengalami surplus kepada pihak yang memerlukan dana.

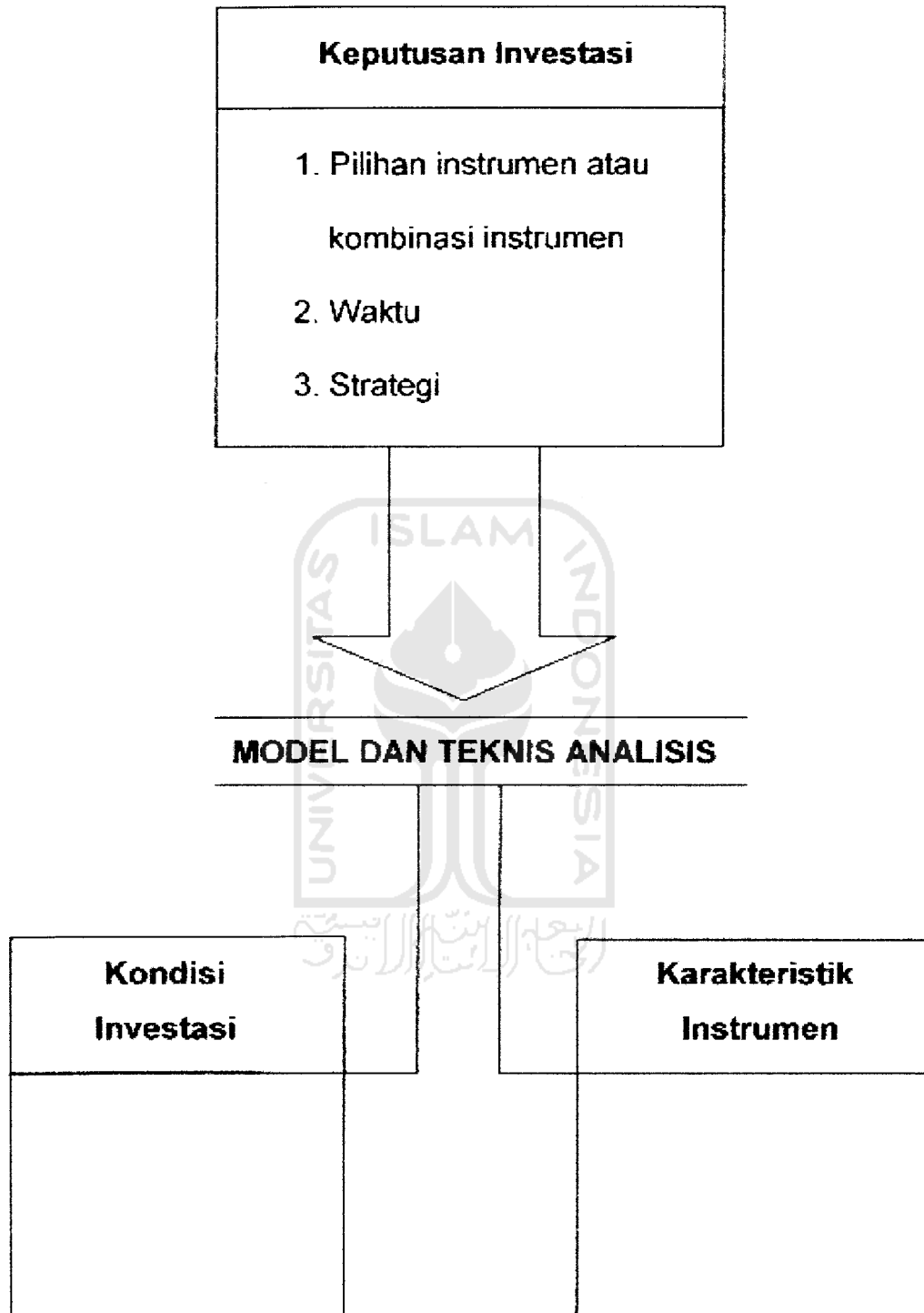
2. Keputusan Investasi

Dalam setiap proses investasi, tidak dapat terlepas dari unsur seperti determinan investasi, proses pengambilan keputusan investasi, dan motif investasi. Setiap investasi melibatkan lima unsur pokok yang disebut sebagai determinan investasi². Kelima unsur tersebut adalah:

- a. Kondisi Pemodal
- b. Motif dan tujuan investasi
- c. Media Investasi
- d. Teknik dan model analisis
- e. Strategi Investasi

Proses pengambilan keputusan investasi tersebut dijelaskan pada gambar di bawah ini:

² Marzuki Usman dkk, "ABC Pasar Modal, LPPI, ISEI, Jakarta, 1990:41-42



Gambar 2.1. Proses Pengambilan Keputusan Investasi

Sumber : Marzuki Usman dkk, ABC Pasar Modal Indonesia

Dari gambar di atas dapat kita ketahui bahwa dalam proses pengambilan keputusan investasi ada tiga hal yang harus diputuskan, yaitu:

Pilihan instrumen atau kombinasi instrumen, penetapan waktu untuk membuat keputusan dan strategi apa yang harus diambil. Untuk lebih jelasnya ketiga hal tersebut akan dijelaskan sebagai berikut³ :

a. Instrumen apa

Instrumen apa yang harus dibeli atau dijual, jumlah masing-masing kombinasi instrumen yang bagaimana yang harus ditetapkan. Setiap investor tentu akan memilih instrumen individual yang menjanjikan tingkat keuntungan yang tinggi.

b. Penetapan waktu

Menetapkan pertanyaan kapan harga menjual, kapan harus membeli dan harus pindah dari satu efek ke efek yang lain.

c. Strategi apa yang harus diambil

Hal ini menyangkut pertanyaan apakah sebaiknya melakukan beli atau simpan atau memutar dana dengan cepat, apakah sebaiknya memfokuskan investasi pada industri tersebut atau efek dengan karakteristik tertentu dan sebagainya.

³ *Ibid: 142-143*

3. Pasar Uang dan Pasar Modal

Pasar uang adalah tempat terjadinya transaksi asset keuangan jangka pendek yang beredar kurang dari satu tahun. Yang termasuk instrumen ini adalah obligasi pemerintah, sertifikat deposito dan komersial paper. Sedangkan pasar modal adalah tempat terjadinya transaksi keuangan jangka panjang yang memiliki jatuh tempo lebih dari satu tahun. Pasar uang dan pasar modal merupakan komponen dalam pasar keuangan.

Di pasar modal yang diperjualbelikan adalah surat berharga jangka panjang yang dikenal dengan bursa efek. Pada umumnya surat berharga tersebut dibedakan menjadi surat berharga yang bersifat hutang pan yang bersifat kepemilikan. Surat berharga yang bersifat hutang disebut dengan nama obligasi, sedangkan yang bersifat kepemilikan dikenal dengan nama saham.

B. TEORI PORTFOLIO

Teori portfolio dikemukakan oleh Markowitz yang mengemukakan bahwa diversifikasi dalam menyusun portfolio bermanfaat menurunkan resiko investasi, dengan cara mengkombinasikan berbagai sekuritas dalam investasi mereka. Jadi portfolio tidak lain adalah sekumpulan kesempatan investasi.

Dalam dunia yang sebenarnya bahwa hampir semua investasi mengandung unsur ketidakpastian, maka pada prakteknya para pemodal pada sekuritas sering melakukan diversifikasi (teori portfolio), teori dari Markowitz tersebut diterapkan untuk mengurangi resiko. Apabila suatu saham nilainya jatuh, sedangkan saham yang lain nilainya naik maka kerugian dan keuntungan ini akan saling mengkompensir. Selain itu asumsi penting dari teori portfolio adalah semua investor bersikap tidak menyukai resiko dan pasar modal adalah sempurna dan efisien⁴.

Untuk membentuk portfolio tersebut perlu dipahami proses investasi, yaitu:

1. Menentukan Kebijakan Investasi

Pemodal perlu menentukan tujuan investasinya dan berapa banyak investasi tersebut dilakukan. Karena ada hubungan yang positif antara resiko dan keuntungan investasi, maka pemodal tidak bisa mengatakan bahwa tujuan investasinya adalah untuk mendapatkan keuntungan yang sebesar besarnya. Pemodal- harus menyadari ada kemungkinan menderita kerugian. Jadi tujuan investasinya harus dinyatakan dengan keuntungan maupun resiko.

⁴ R. Agus Hartono, *Manajemen Keuangan, Edisi I, BPFE Yogyakarta, 1990: 45*

ε

2. Analisis Sekuritas

Tahap ini berarti melakukan analisis terhadap individual sekelompok sekuritas. Ada dua filosofi dalam melakukan analisis sekuritas⁵:

b

1. Harga Sekuritas *Mispriced* (harga salah, mungkin terlalu tinggi, atau mungkin terlalu rendah)

Ji

Dan analisis dapat mendeteksi sekuritas-sekuritas tersebut

m

3. P

- a. Analisis teknikal, menggunakan data (perubahan)

B

Harga di masa lalu sebagai upaya memperkirakan harga sekuritas dimasa yang akan datang.

di

m

- b. Analisis fundamental berupaya mengidentifikasi

4. M

prospek perusahaan (lewat analisis terhadap faktor-

M

faktor yang mempengaruhinya) untuk bisa

se

memperkirakan harga saham di masa yang akan

op

datang.

se

2. Harga Sekuritas Wajar

5. Ev

Yaitu pasar modal yang efisien yaitu pasar yang harga sekuritasnya

Pe

telah mencerminkan semua informasi yang relevan. Pemilihan

poi

sekuritas didasarkan pada:

res

me

⁵ *Suad Husnan, Op Cit: 246*

- a. Preferensi resiko para pemodal (pemodal yang bersedia menanggung resiko tinggi dan memilih saham yang lebih berisiko).
- b. Pola kebutuhan kas (pemodal yang menginginkan penghasilan yang tetap akan memilih saham yang membagikan deviden yang stabil).

Jadi keuntungan yang diharapkan sesuai dengan resiko yang mereka tanggung.

3. Pembentukan Portfolio

Berarti melakukan identifikasi sekuritas-sekuritas mana yang akan dipilih dan berapa proporsi dana yang akan ditanamkan pada masing-masing sekuritas.

4. Melakukan Revisi Portfolio.

Merupakan pengulangan dari tahap kebijakan investasi, analisis sekuritas dan pembentukan portfolio. Karena jika dirasa tidak lagi optimal maka pemodal dapat melakukan perubahan terhadap sekuritas yang membentuk portfolio tersebut.

5. Evaluasi Kinerja Portfolio

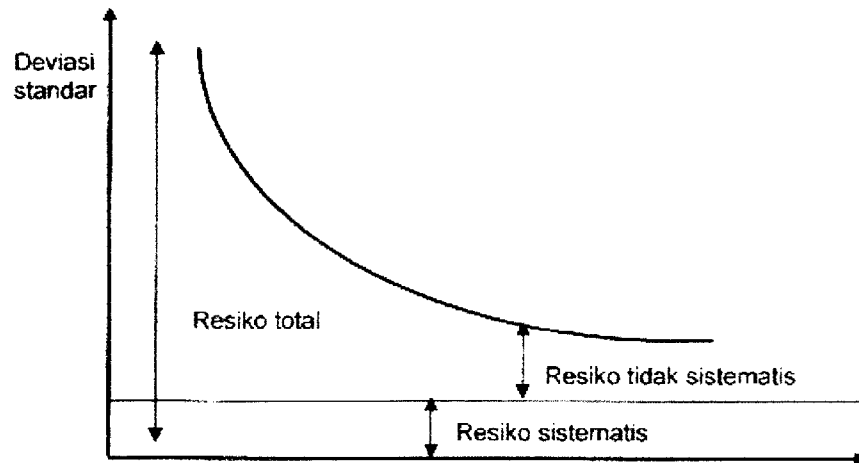
Pemodal melakukan penilaian terhadap kinerja (performance) portfolio baik dari aspek tingkat keuntungan yang diperoleh maupun resiko yang ditanggung. Tidak benar apabila suatu portfolio yang memberikan keuntungan yang lebih tinggi meski lebih baik dari

portfolio lainnya tetapi faktor harus dimasukkan karena itu diperlukan standar pengukurannya

Dalam penelitian ini akan digunakan model CAPM untuk mengestimasi keuntungan yang diharapkan dan resiko yang ditanggung pemodal.

C. TEORI CAPITAL ASSETS PRICING MODEL (CAPM)

Secara teoritis dimungkinkan bahwa diversifikasi akan mengurangi resiko. Tetapi selama investasi-investasi tidak mempunyai koefisien kinerja antara tingkat keuntungan yang negatif sempurna, maka fluktuasi tingkat keuntungan portfolio tersebut tidak dapat dihilangkan. Dengan kata lain jika menambah jumlah jenis saham dalam suatu portfolio maka semakin kecil tingkat keuntungan yang diukur dari deviasi standar portfolio tersebut. Meskipun demikian deviasi standar ini tidak bisa mencapai nol. Artinya dengan diversifikasi untuk mengurangi resiko, investor tetap dihadapkan pada resiko yang tidak bisa dihilangkan. Resiko ini disebut dengan *Resiko Sistematis*. Sedangkan resiko yang bisa dihilangkan dengan diversifikasi disebut dengan resiko tidak sistematis. Penjumlahan dari kedua resiko tersebut disebut resiko total. Resiko sistematis inilah yang dipergunakan dalam menentukan tingkat keuntungan minimal yang harus dicapai oleh perusahaan. Keadaan semacam ini ditunjukkan pada gambar berikut:



Gambar 2.2. Pengurangan Resiko dengan Diversifikasi

Pengurangan⁶

Untuk Suatu saham, resiko yang relevan bukanlah deviasi standar saham tersebut (resiko total), tetapi tambahan resiko yang dimiliki saham tersebut kepada deviasi standar suatu portfolio yang didivesifikasikan sistematis (*systematic risk*). Sebagai secara akibatnya keuntungan yang diharapkan dari suatu saham haruslah dihubungkan dengan tingkat resiko sistematisnya dan bukan dengan resiko totalnya. Resiko yang sistematis adalah yang perlu dipertimbangkan bagi seorang investor yang mempunyai portfolio yang didiversifikasikan secara efisien.

Resiko sistematis ini disebut juga sebagai *resiko pasar (market risk)*, karena naik turunnya (*fluktuasi*) ini timbul disebabkan oleh

⁶ *Ibid*: 168

berbagai faktor yang mempengaruhi semua perusahaan yang beroperasi. Faktor-faktor tersebut misalnya, kondisi perekonomian, kebijakan pajak dan moneter yang mempengaruhi semua operasi perusahaan. Hal ini menunjukkan kecenderungan saham untuk naik bersama, dan selalu ada dalam setiap saham.

Hal tersebut menunjukkan bahwa ada sebagian resiko yang bisa dihilangkan dengan diversifikasi. Karena pemodal bersikap *risk averse* maka mereka mengetahui bahwa dengan diversifikasi tersebut mereka dapat mengurangi resiko.

Salah Satu implikasi pendekatan CAPM untuk menilai investasi yang beresiko adalah bahwa tingkat keuntungan yang diisyaratkan untuk suatu proyek adalah tidak tergantung pada perusahaan yang melakukan investasi tersebut. Dengan resiko sistematis proyek tertentu, pasar mengharapkan satu tingkat keuntungan tertentu. Oleh karenanya tingkat keuntungan yang dioperasikan untuk suatu proyek adalah sama untuk semua perusahaan. Hal ini tidak berarti bahwa suatu proyek mempunyai nilai yang sama bagi semua perusahaan. Karena perbedaan dalam pengalaman, efisiensi manajemen dan sebagainya. Keuntungan yang diharapkan untuk suatu proyek bisa berbeda antara perusahaan. Meskipun demikian standar penerimaan akan sama untuk semua perusahaan yang mempertimbangkan proyek tersebut.

Teori CAPM menganggap bahwa semua resiko selain resiko sistematis dapat dihilangkan dengan melalui diverifikasi oleh para investor dalam saham-saham portfolio mereka, maka diversifikasi di dalam *portfolio capital asset* mereka tidak berarti sama sekali.

Dengan berpegangan pada asumsi-asumsi tersebut, para investor akan mampu untuk mencapai diversifikasi yang sama sebagaimana perusahaan mampu melakukannya untuk investor.

Dalam teori CAPM ukuran resiko bukan lagi menggunakan deviasi sekunder (resiko total) tetapi, dengan mempertimbangkan resiko yang tidak bisa dihilangkan yang disebut resiko sistematis atau resiko pasar. Investor yang menginginkan resiko yang rendah memilih saham-saham yang mempunyai covarian rendah, dan bukan deviasi standar yang rendah. Untuk memperoleh tingkat keuntungan yang diharapkan maka perlu mempertimbangkan hipotesis dari teori CAPM yaitu:

1. Semakin tinggi resiko (beta) semakin tinggi tingkat keuntungan yang diperoleh.
2. Bahwa tingkat keuntungan mempunyai hubungan yang linier dengan beta.
3. Tidak ada imbalan bagi pemodal untuk memperoleh tingkat keuntungan yang lebih besar jika menanggung resiko tidak sistematis.

Hubungan antara tingkat keuntungan yang diharapkan dengan resiko pasar yang dicerminkan oleh beta menjadi inti dari model CAPM ini. Dengan menganggap bahwa resiko sistematis tidak bisa dihilangkan dengan divesifikasi maka perhitungan keuntungan dari suatu saham tersebut adalah sebagai berikut:

$$(R_i) = R_f + \beta (R_m - R_f) \dots\dots\dots^7$$

$$\Sigma (R_i) = R_f + \beta_i [\Sigma(R_m) - R_f] \dots\dots\dots^8$$

Keterangan:

(R_i) = tingkat keuntungan yang diharapkan (return saham)

$\Sigma (R_i)$ = tingkat keuntungan saham rata-rata

R_f = tingkat bunga bebas resiko

R_m = keuntungan yang diharapkan dari market portfolio

$\Sigma (R_m)$ = keuntungan pasar rata-rata

β = koefisien beta

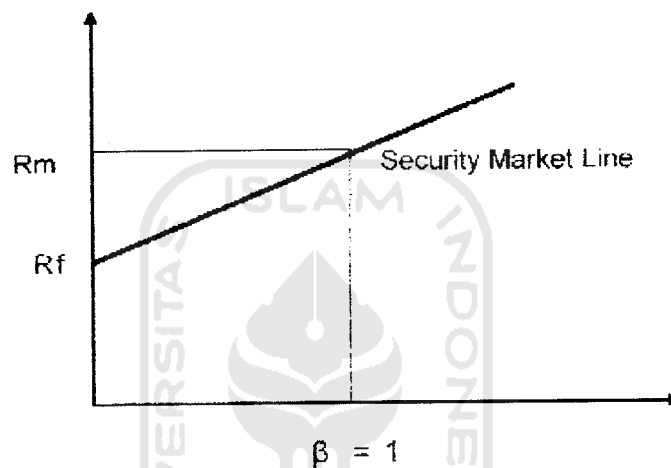
Formula ini dirumuskan oleh tiga orang yaitu Jack Treynor, William Sharpe, dan John Linter pada pertengahan tahun 1960. Dari formula tersebut menyatakan bahwa $\beta (R_m - R_f)$ merupakan *premi resiko (risk Premium)* sehingga semakin besar resiko saham tersebut (beta), semakin tinggi premi resiko yang diharapkan dari saham tersebut. Sehingga tingkat keuntungan yang diharapkan adalah penjumlahan

⁷ Ibid: 176

⁸ Suad Husnan, Eni Pujiastuti, Loc Cit

dari tingkat bunga bebas resiko dan premi resiko, sehingga semakin tinggi beta (resiko) semakin tinggi tingkat keuntungan (R_i) yang diharapkan.

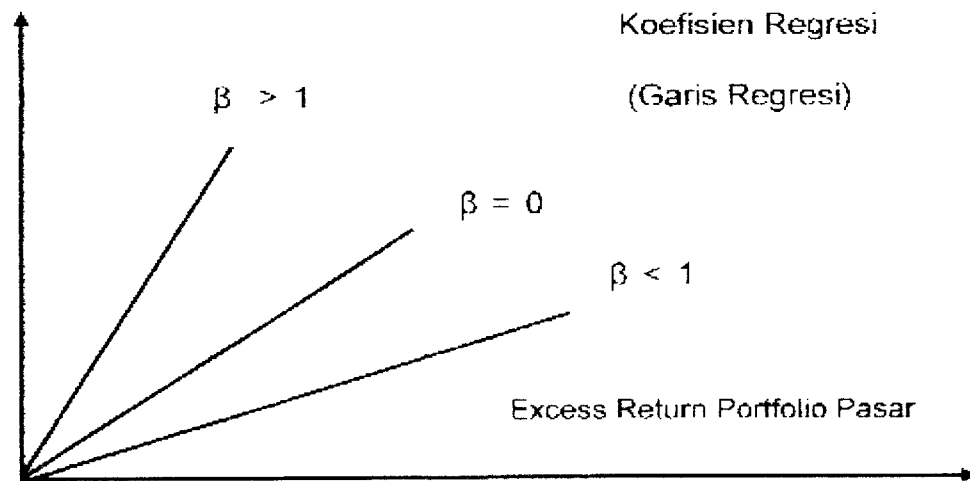
Ditunjukkan dalam garis *Security Market Line* (Pasar Sekuritas/SML)



Gambar 2.3. Security Market Line⁹

Kepekaan tingkat keuntungan terhadap perubahan perubahan pasar bisa disebut dengan beta investasi. Beta tidak lain adalah merupakan koefisiensi regresi antar dua variabel yaitu tingkat keuntungan portfolio pasar (*excess return of market portfolio*) dan kelebihan keuntungan suatu saham (*excess return of stock*).

⁹Suad Husnan, *Op Cit*: 183



Gambar 2.4. Hubungan antara *Excess of stock* dan *Excess return of Market Portfolio*¹⁰

Koefisien regresi tidak lain adalah kemiringan garis tersebut maka semakin besar beta suatu saham, semakin curam kemiringan garis yang terdapat dalam gambar tersebut (dimana sumbu tegak adalah *Excess of Stock* dan sumbu datar adalah *Excess Return of Market Portfolio*).

Suatu kemiringan yang lebih curam dari satu menunjukkan bahwa excess returns saham bervariasi lebih dari proporsional daripada pasar secara keseluruhan. Saham jenis ini sering disebut sebagai saham yang agresif. Sebaliknya kemiringan yang kurang dari satu menunjukkan *excess return saham* tersebut mempunyai risiko yang sistematis atau tidak terhindarkan yang lebih kecil daripada pasar

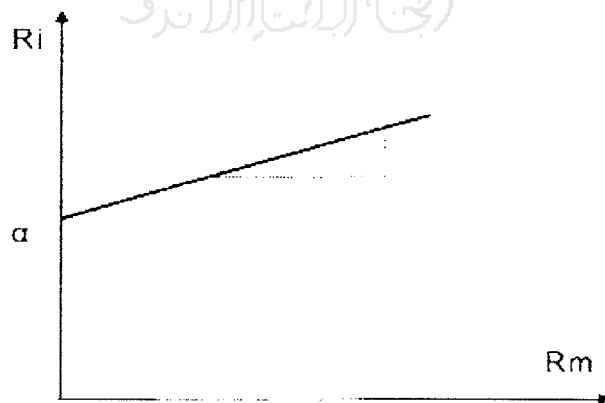
¹⁰ *Ibid*: 173

secara keseluruhan, jenis saham ini disebut sebagai saham yang defensif.

Semakin besar kemiringan garis karakteristik untuk saham, sebagaimana ditunjukkan oleh beta, semakin besar *systematic risk*-nya. Ini berarti bahwa baik untuk kenaikan atau penurunan *excess returns* pasar akan menyebabkan kenaikan ataupun penurunan *excess returns* suatu saham tergantung dari betanya.

D. MENGESTIMASI BETA

Dalam mengestimasi beta saham para investor dapat menggunakan data historis untuk menghitung beta waktu lalu yang dipergunakan sebagai taksiran beta di masa yang akan datang karena stabilitas beta tersebut. Penggunaan beta sebagai pengukur resiko, dan bukan lagi sebagai deviasi standar tingkat keuntungan.



Gambar 2.5. Penggambaran Beta¹¹

¹¹ *Ibid*: 99

Beta menunjukkan kemiringan (*slope*) garis regresi tersebut dan menunjukkan *intercept* dengan sumbu R_i , semakin besar beta, semakin curam kemiringan garis tersebut. Beta dapat dihitung dengan menggunakan rumus:

$$\beta_i = \frac{\alpha_{im}}{\alpha^2 m}$$

Penggunaan beta bukan hanya bisa memperkecil jumlah variabel yang harus ditaksir dan penggunaan data (beta) yang lalu (*historis*) lebih bisa diandalkan, tetapi penggunaan beta juga memungkinkan kita mengidentifikasi faktor-faktor fundamental yang mungkin akan mempengaruhi beta tersebut. Faktor-faktor fundamental ini yang tidak bisa diidentifikasi apabila menggunakan matrik koefisien korelasi historis.

Beta merupakan ukuran resiko yang berasal dari hubungan antara tingkat keuntungan suatu saham dengan pasar. Resiko ini berasal dari beberapa faktor fundamental perusahaan dan faktor karakteristik pasar tentang saham tersebut.

Faktor-faktor yang diidentifikasi mempengaruhi nilai beta adalah:

adalah memperkirakan berapa keuntungan yang diharapkan dari investasinya, dan seberapa jauh kemungkinan hasil yang sebenarnya akan menyimpang dari hasil yang diharapkan. Ketidak pastian atau resiko tersebut diukur dengan menggunakan penyebaran nilai tingkat - keuntungan.

Salah satu alat pengukur resiko yang biasa digunakan yaitu deviasi standar atau *variance*, yaitu saham parameter yang digunakan untuk menyatakan penyimpangan dari nilai yang diharapkan. Resiko pada umumnya mempunyai dua bentuk penyimpangan yaitu menyimpang lebih kecil atau menyimpang lebih besar. Suatu resiko dapat diturunkan apabila saham-saham yang tergabung dalam portfolio tersebut memiliki koefisien korelasi yang lebih rendah.

Resiko dapat dibedakan menjadi beberapa macam, yaitu:

1. Resiko sistematis

Resiko ini disebut juga dengan resiko pasar, yaitu resiko yang timbul dari fluktuasi harga-harga saham yang diperdagangkan dalam suatu bursa. Fluktuasi terjadi disebabkan oleh faktor faktor yang mempengaruhi semua perusahaan yang beroperasi. Faktor-faktor yang bersifat makro seperti perekonomian, kebijakan pemerintah, dan lain sebagainya. Resiko sistematis ini tidak dapat dihilangkan dengan cara diversifikasi.

a. *Cyclically* : pengaruh kondisi perekonomian

Faktor ini menunjukkan seberapa jauh suatu perusahaan dipengaruhi oleh konjungtur perekonomian. Pada saat perekonomian membaik semua perusahaan merasakan dampak positifnya dan demikian pula sebaliknya, yang membedakan adalah intensitasnya.

b. *Operating Leverage* : proporsi biaya perusahaan

Menunjukkan proporsi biaya perusahaan yang merupakan biaya tetap (*fix cost*). Perusahaan dengan *leverage* tinggi akan cenderung memiliki beta yang tinggi begitu pula sebaliknya.

c. *Financial leverage*

Perusahaan yang menggunakan hutang adalah perusahaan yang mempunyai *financial leverage*. Semakin besar proporsi hutang perusahaan maka perusahaan akan menanggung resiko yang semakin besar. Sehingga semakin tinggi *financial leverage* maka semakin tinggi beta equitinya.

E. RESIKO DALAM INVESTASI SAHAM

Pengertian resiko dalam investasi saham ialah merupakan kemungkinan return yang sebenarnya menyimpang dari keuntungan yang diharapkan. Pemodal tidak tahu dengan pasti hasil yang akan diperolehnya dari investasi yang dilakukan. Yang dapat dilakukan

2. Resiko tidak sistematis

Resiko ini merupakan suatu resiko yang dapat dihilangkan dengan menggunakan diversifikasi pada investasi saham.

3. Resiko total

Resiko ini merupakan penjumlahan dari kedua resiko yang tersebut di atas.

F. HIPOTESIS

1. Ada perbedaan yang signifikan dari perolehan return dan resiko sistematis saham perusahaan tekstil dan garment sebelum dan selama krisis moneter.
2. Ada perbedaan yang signifikan terhadap resiko sistematis saham antara sebelum dan saat krisis.
3. Saham pada sektor tekstil dan garment menguntungkan untuk dibeli sebelum krisis karena tingkat return lebih tinggi saat sebelum krisis dibanding saat krisis.