

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Penelitian

Investor membeli sejumlah saham saat ini dengan harapan memperoleh keuntungan dari kenaikan harga saham atau pun sejumlah dividen dimasa yang akan datang, sebagai imbalan atas waktu dan risiko yang terkait dengan investasi tersebut. Investasi merupakan komitmen atas sejumlah dana atau sumberdaya lainnya yang dilakukan pada saat ini. Seorang investor membeli saham saat ini dengan harapan memperoleh keuntungan dari kenaikan harga saham. Namun investasi yang dilakukan oleh para investor tidak pernah lepas dari alternative pemilihan saham yang menawarkan tingkat *return* dan risiko tertentu. Untuk melakukan investasi investor harus selalu memperhatikan risiko dari investasi tersebut.

Semakin besar risiko suatu asset maka semakin besar pula *return* yang diharapkan begitu juga sebaliknya. Teori investasi inilah yang harus selalu diingat oleh investor. Sebagai tolok ukur investor perlu mengetahui faktor-faktor apa saja yang dapat mempengaruhi *return* sebelum melakukan investasi. Selain itu investor juga perlu mengetahui faktor-faktor risiko apa saja yang berkontribusi terhadap *return* saham. Tujuan utama investor untuk melakukan investasi adalah untuk memperoleh *return* (tingkat pengembalian). Semua investor ingin agar investasinya mendapatkan *return* yang setinggi-tingginya. Akan tetapi kenyataan membuktikan bahwa *return*

dari investasi adalah tidak pasti. Ketidakpastian dari investasi inilah yang dinamakan dengan risiko, yang diukur dengan varian dari *return*.

Hubungan antara risiko dan *return* dalam teori investasi dijelaskan oleh dua model keseimbangan yaitu model *Capital Assset Pricing Model* (CAPM) dan *Abitrage Pricing Theory* (APT), sistematis risiko yang sama seharusnya menghasilkan tingkat pengembalian yang sama juga hal inilah untuk pertama kalinya teori CAPM di kembangkan oleh Sharpe (1964) dan Lintner (1965). Selanjutnya CAPM disebut dengan *single factor*, CAPM menggunakan beta sebagai satu-satunya faktor risiko yang relevan untuk mengukur risiko sistematis. Bentuk perluasan dari *single factor* CAPM selanjutnya adalah multifactors CAPM yang menjelaskan bahwa faktor-faktor ekstra pasar juga mempengaruhi *expected return* dari sekuritas atau portofolio.

Adapun beberapa penelitian empiris dalam penerapan multifactor CAPM dengan menggunakan beta dan faktor fundamental sebagai faktor pengukur risiko, diantaranya penelitian yang dilakukan oleh Banz (1981) yang menguji ukuran perusahaan sebagai faktor fundamental; Rosenberg, Reid and Lanstein (1985) yang menguji faktor *ratio of book-to-market-value*; Chan, Hamao, and Lakonishock (1991) yang menguji faktor makro dan *price to earnings ratio*. Sudarto, dkk (1999) telah melakukan penelitian yang sama dengan menggunakan variabel beta saham dan *Debt Equity Ratio* (DER), Wardani (2000) melakukan penelitian tersebut dengan menggunakan penambahan variabel nilai saham yang beredar.

Berbeda dengan CAPM, model APT hanya membedakan beragam tingkat sensitivikasi terhadap berbagai variabel sistematis. Ross merupakan orang yang pertama kali mengembangkan model APT yang merupakan bentuk pengembangan dari CAPM. Beberapa penelitian empiris yang menggunakan APT diantaranya: penelitian yang dilakukan oleh Chan, Roll dan Ross (1986) dengan menggunakan empat faktor yang mempengaruhi risiko sekuritas yaitu tingkat inflasi, *yield curve*, premi risiko, produksi industri. Kemudian Chen, Roll, dan Ross (1986) menghitung *return* saham terhadap empat faktor tersebut. Tahap ini mirip dengan *first pass regression* dalam pengujian CAPM. Setelah sensitivitas (*beta*, atau risiko sistematis) tersebut diperoleh, kemudian dilakukan pengujian *cross-sectional* untuk melihat apakah premi risiko untuk faktor-faktor tersebut. Mereka menemukan hubungan yang kuat dalam regresi tersebut, yang berarti ada premi risiko untuk faktor-faktor tersebut. Kemudian mereka mencoba mengkontraskan *beta* faktor-faktor tersebut dengan beta pasar. Hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa λ_1 untuk beta pasar ternyata tidak signifikan.

Model APT berusaha menjelaskan hubungan antara risiko dengan tingkat keuntungan. APT berbeda dengan CAPM dalam dua hal pertama, proses keseimbangan yang dibayangkan oleh APT adalah mekanisme arbitrase. Arbitrase dilakukan sampai harga yang terjadi saham untuk semua asset yang mempunyai risiko yang sama. Arbitrase mengikuti hukum *the law of one price*. Dalam CAPM, proses yang di bayangkan adalah investor berusaha memaksimumkan kepuasannya (*utility function*). Kedua, jika CAPM

sampai pada kesimpulan bahwa faktor pasar mempengaruhi tingkat keuntungan yang diharapkan untuk suatu asset. Berdasarkan teori APT *Arbitrage Pricing Theory* (APT) adalah kegiatan yang berusaha mendapatkan keuntungan arbitrase. Keuntungan arbitrase itu sendiri merupakan keuntungan yang di peroleh dengan modal nol dan risiko nol. Proses *arbitrase* dapat mendorong berlakunya hukum satu harga (*the law of one price*). Hukum tersebut pada dasarnya menyatakan bahwa asset dengan karakteristik yang sama akan terjual dengan harga yang sama dimanapun di dunia ini. Sayangnya teori APT tidak menjelaskan beberapa faktor yang mempengaruhi tingkat keuntungan yang diharapkan tersebut. Jumlah faktor akan ditentukan oleh pengujian empiris.

Berbagai pengujian CAPM dengan data empiris telah banyak dilakukan. Pengujian oleh Black, Jansen dan Scholes (1972), juga oleh Fama dan MacBeth menggabungkan saham-saham menjadi portofolio untuk menaksir β tiap-tiap portofolio, kemudian melakukan regresi *cross sectional* antara rata-rata *return* dengan β tiap-tiap portofolio. Ada juga pengujian yang menggunakan surat-surat berharga individual, misalnya oleh Linzerberger dan Ramaswamy (1979), Gibbons (1982). Hasil pengujian tersebut rata-rata membuktikan bahwa: (1) intersep CAPM secara signifikan tidak sama dengan tingkat bebas risiko, hal ini membuktikan bahwa *Zero Beta* CAPM lebih berlaku di dunia nyata; (2) kemiringan/slope dari persamaan CAPM (a_1) ternyata lebih rendah daripada yang diramalkan ($R_m - R_f$); (3) tidak ada bukti bahwa hubungan antara risiko sistematis dan *return* tidak linear, hal ini masih

sesuai dengan spesifikasi CAPM; (4) Faktor-faktor selain β ternyata berperan di dalam menerangkan *return* surat berharga, misalnya P/E rasio, besar kecilnya perusahaan, jenis perusahaan, musiman dan sebagainya (Weston & Copeland, 1992).

Pengujian CAPM di BEJ antara lain oleh Suad Husnan (1990) dan penelitian selanjutnya, Husnan (1993), menggunakan metode yang sama dengan Black, Jensen, Scholes pada tahun 1972, hasilnya adalah banyak β yang signifikan secara statistik dan standar CAPM tidak berlaku di BEJ, tetapi yang berlaku adalah *Zero Beta* CAPM. Uji lainnya di BEJ dilakukan oleh Henny (Husnan, 2001) menggunakan metode yang sama dengan Lintner. Regresi tahap pertama menggunakan model pasar untuk menaksir β , sedangkan regresi yang kedua menggunakan cross sectional, hasilnya menunjukkan bahwa *Zero Beta* CAPM lebih berlaku di BEJ daripada standar CAPM. Untuk kasus di Bursa Efek Surabaya (BES), pengujian CAPM empiris dilakukan oleh Sumanto (1993) menggunakan metode yang sama dengan metode Lintner, dengan menggunakan data *return* bulanan saham individual dari tahun 1991 sampai dengan 1993 sebanyak 120 sampel saham. Hasilnya menunjukkan bahwa hampir semua β adalah signifikan. Tidak ada bukti yang menunjukkan adanya hubungan yang tidak linear antara *return* dengan β . Intersep persamaan empiris secara signifikan tidak sama dengan persamaan teoritis, yaitu secara signifikan lebih rendah dari 0 (Sumanto, 1993). Penelitian lain oleh Saputra dan Leng (2005) dengan menggunakan sampel saham-saham di BEJ pada tahun 1999, untuk melihat pengaruh risiko

sistematis dan likuiditas terhadap return saham-saham. Likuiditas diukur dengan *bid-ask spread*. Hasilnya menunjukkan bahwa baik likuiditas maupun risiko sistematis secara signifikan mempengaruhi *return*, tetapi diantara kedua faktor tersebut yang paling banyak berpengaruh adalah risiko sistematis dibandingkan dengan likuiditas. Berbagai macam pengujian CAPM termasuk yang di Indonesia menunjukkan bahwa yang lebih berlaku adalah *Zero Beta* CAPM dari pada standar CAPM, tetapi belum pernah diuji validitas kegunaannya untuk memprediksi *return-return* saham di masa depan.

Kesimpulannya, walaupun CAPM, multifactor- CAPM dan APT saat ini masih menjadi perdebatan kontroversi di antara para akademisi. Namun semuanya memberikan pemahaman konseptual yang menarik mengenai masalah-masalah penelitian risiko dan pemilihan portofolio didalam pasar-pasar sekuritas. Mengacu pada penelitian di atas penelitian ini bertujuan untuk membuktikan dan untuk mengetahui pengaruh yang terjadi terhadap setiap faktor yang dijadikan variabel dalam penelitian ini. Ada pun faktor-faktor yang diteliti dalam penelitian ini terdiri dari faktor fundamental, risiko sistematis, dan faktor makro ekonomi.

Faktor fundamental dalam penelitian ini terdiri dari nilai saham yang beredar dan struktur modal. Sedangkan faktor risiko sistematis ditunjukkan oleh variabel beta saham dan faktor makro, ditunjukkan oleh tingkat suku bunga yang dalam hal ini adalah suku bunga SBI. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini merupakan perusahaan yang terdaftar di BEI. Penelitian ini merupakan suatu bentuk replikasi dari Ari Christiani dan Murti Lestari

(2005). Penelitian ini juga mencoba untuk menggali dan mengidentifikasi faktor-faktor risiko yang relevan terhadap *return* saham dengan mengamati fluktuasi *return* saham perusahaan akibat dari nilai saham yang beredar yang ditunjukkan oleh LnEQ, struktur modal yang di cerminkan oleh *Debt Equity Ratio* (DER), risiko pasar saham yang ditunjukkan oleh beta saham (β) dan tingkat suku bunga SBI yang ditunjukkan oleh INT. Selain itu, penelitian ini juga mencoba untuk mengetahui secara lebih lanjut bagaimana pengaruh masing-masing variabel terhadap return saham yang nantinya bisa dijadikan tolok ukur bagi investor dalam melakukan investasi.

Berdasarkan latar belakang di atas, maka penulis tertarik untuk mengadakan penelitian yang berjudul “PENGARUH NILAI SAHAM YANG BEREDAR, STRUKTUR MODAL, RISIKO PASAR, DAN SUKU BUNGA TERHADAP RETURN SAHAM DI BURSA EFEK INDONESIA”

B. Batasan Penelitian

Batasan dari penelitian ini adalah :

1. Perusahaan yang terdaftar dalam BEI
2. Periode penelitian 2002-2006
3. Sampel pada perusahaan yang terbaik di setiap sektor industri
4. Variabel dari penelitian ini adalah terdiri dari variabel bebas yaitu nilai saham yang beredar, struktur modal, risiko pasar, dan suku bunga. Sedangkan variabel terikat yaitu *return* saham.

C. Rumusan Masalah Penelitian

1. Apakah nilai saham yang beredar memiliki pengaruh positif terhadap *return* saham di Bursa Efek Indonesia?
2. Apakah struktur modal memiliki pengaruh positif terhadap *return* saham di Bursa Efek Indonesia?
3. Apakah risiko pasar memiliki pengaruh positif terhadap *return* saham di Bursa Efek Indonesia?
4. Apakah suku bunga Indonesia memiliki pengaruh negative terhadap *return* di Bursa Efek Indonesia?
5. Apakah nilai saham, struktur modal, risiko pasar dan suku bunga bersama-sama berpengaruh positif terhadap *return* di Bursa Efek Indonesia?

D. Tujuan Penelitian

1. Mengidentifikasi pengaruh nilai saham yang beredar terhadap *return* saham di Bursa Efek Indonesia
2. Mengidentifikasi pengaruh struktur modal terhadap *return* saham di Bursa Efek Indonesia
3. Mengidentifikasi pengaruh risiko pasar terhadap *return* saham di Bursa Efek Indonesia
4. Mengidentifikasi pengaruh suku bunga terhadap *return* saham di Bursa Efek Indonesia
5. Mengidentifikasi faktor-faktor yang relevan terhadap *return* dengan mengamati fluktuasi *return* saham perusahaan akibat dari nilai saham yang beredar, struktur modal, risiko pasar, dan tingkat suku bunga di Bursa Efek Indonesia.

E. Manfaat Penelitian

1. Bagi investor
 - a. Penelitian ini diharapkan dapat dijadikan sebagai dasar untuk pengambilan keputusan investasi.
 - b. Investor dapat menentukan dan memilih alternative investasi yang berbeda.
2. Bagi perusahaan
 - a. Penelitian ini dapat digunakan untuk mengetahui faktor-faktor yang berkontribusi terhadap *return* saham sehingga

perusahaan bisa menarik investor untuk menanamkan modal dalam perusahaan.

- b. Mengetahui bagaimana cara menentukan struktur modal yang optimal bagi perusahaan.
- c. Perusahaan mengetahui risiko apa saja yang berpengaruh terhadap *return*.

3. Bagi akademisi dan penyusun

Penelitian ini di harapkan menjadi kontribusi tambahan hasil penelitian, sekaligus dapat digunakan sebagai bahan referensi untuk penelitian berikutnya dalam bidang keuangan, dan bagi penyusun sendiri dapat menambah wawasan tentang permasalahan yang ada dalam perusahaan.