

PENGARUH RISIKO PASAR TERHADAP *REQUIRED RETURN* SAHAM AKTIF DAN TIDAK AKTIF DI BURSA EFEK INDONESIA TAHUN 2008-2012

NOVEL PRAMITASARI
NADIA ASANDIMITRA

Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Surabaya
Kampus Ketintang Surabaya 60231
Email : novelpramitasari90@gmail.com

Abstract : *This research aimed to examine the effect of market risk on the required return of stock using the Capital Asset Pricing Model (CAPM). The samples were 130 samples of active stock and 20 samples of inactive stocks listed in the Indonesia Stock Exchange during the years of observation. The sampling technique was conducted by saturated sampling. The hypothesis was tested with simple regression models. The results showed that active stock samples have a significant effect on the required return of active stock with a significance level of 5%, but has a negative relationship. So, if market risk increases then the required return will decrease. While inactive stock samples showed significant relationship between market risk and required return of the inactive stock and have a positive relationship.*

Keywords : *market risk, required return, CAPM and beta.*

PENDAHULUAN

Investasi pada aset finansial, terutama dalam bentuk sekuritas saham, memiliki faktor ketidakpastian yang lebih besar jika dibandingkan dengan investasi pada aset riil, dalam hal terjadinya arus kas di waktu yang akan datang. Ketidakpastian arus kas masa depan atas investasi dalam sekuritas dipengaruhi oleh faktor pembentuk risiko investasi, baik risiko sistematis maupun risiko tidak sistematis. Risiko sistematis yang dikenal dengan istilah risiko pasar merupakan risiko yang tidak dapat dihilangkan dengan melakukan diversifikasi, karena fluktuasi risiko ini dipengaruhi oleh faktor-faktor makro yang dapat mempengaruhi pasar secara keseluruhan, seperti perang, inflasi, resesi dan tingkat suku bunga yang tinggi. Sedangkan risiko tidak sistematis merupakan risiko yang dapat dihilangkan dengan melakukan diversifikasi, karena risiko ini hanya ada dalam satu perusahaan atau industri tertentu. Karena perbedaan itulah masing-masing saham memiliki

tingkat sensitivitas yang berbeda terhadap setiap perubahan harga (Halim, 2005:43-44).

Beta saham sebagai pengukur dari risiko pasar, mengindikasikan tingkat kepekaan suatu saham terhadap kondisi pasar secara umum. Jika beta suatu saham lebih besar dari satu, berarti saham tersebut memiliki risiko lebih tinggi dari risiko rata-rata pasar, dan saham tersebut termasuk saham agresif. Sebaliknya, jika beta suatu saham lebih kecil dari satu, berarti saham tersebut memiliki risiko lebih rendah dari risiko rata-rata pasar, dan saham tersebut termasuk saham defensif (Halim, 2005 : 74-75).

Beta untuk pasar modal yang berkembang perlu disesuaikan. Alasannya adalah beta yang belum disesuaikan masih merupakan beta yang bias disebabkan oleh perdagangan yang tidak sinkron (*non-synchronous trading*). Perdagangan yang tidak sinkron terjadi akibat ada beberapa saham yang tidak diperdagangkan. Perdagangan yang tidak sinkron dapat dilihat melalui

perbandingan rata-rata hari perdagangan aktif per emiten dengan hari perdagangan aktif.

Tabel 1. Rata-rata Hari Perdagangan Aktif

	Rata-Rata Hari Perdagangan Aktif	Hari Perdagangan Aktif
2008	25	240
2009	125	241
2010	138	245
2011	162	247
2012	175	246

Sumber : IDX *Fact Book* 2009-2012, *IDX Yearly Statistics* 2012

Dari tabel 1 menunjukkan bahwa pada tahun 2008 dari 240 hari perdagangan aktif, rata-rata hari perdagangan aktif per emiten hanya 25 hari. Tahun 2009, rata-rata hari perdagangan aktif per emiten 125 hari dari 241 hari perdagangan aktif. Dari 245 hari perdagangan aktif, hanya 138 hari rata-rata hari perdagangan aktif per emiten. Di tahun 2011 dari 247 hari perdagangan aktif, rata-rata hari perdagangan aktif per emiten 162 hari. Sedangkan pada tahun 2012 dari 246 hari perdagangan aktif, rata-rata hari perdagangan aktif per emiten hanya 175 hari. Hari perdagangan tidak aktif ini akan menyebabkan perdagangan tidak sinkron yang pada akhirnya membuat perhitungan beta menjadi bias. Oleh sebab itu beta pasar modal yang berkembang perlu disesuaikan.

Dengan demikian, beta yang bias akibat perdagangan tidak sinkron harus dikoreksi. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Pasaribu (2009:88) menunjukkan metode koreksi yang paling tepat digunakan adalah metode Scholes-Williams dengan periode koreksi 2 *lag* dan 3 *lead* untuk data *return* berdistribusi tidak normal dan metode Fowler-Rorke dengan periode koreksi 3 *lag* dan 1 *lead* untuk data *return* berdistribusi normal.

Tingkat pengembalian yang diminta (*required return*) adalah tingkat pengembalian yang diminta oleh investor dengan mempertimbangkan tingkat sensitivitas saham terhadap pergerakan pasar yang diwakili oleh koefisien β dan juga mempertimbangkan premi risiko pasar sebagai varians antara *return* pasar dan tingkat pengembalian bebas risiko (Irfani dan Ibad, 2005 : 286). Premi risiko pasar merupakan tambahan pengembalian di atas tingkat bebas risiko yang diminta oleh investor sebagai kompensasi dari investor karena telah menanggung jumlah risiko rata-rata (Brigham & Houston, 2006 : 247).

Tingkat pengembalian yang diminta diukur dengan menggunakan model penentuan harga aset modal atau yang disebut *Capital Assets Pricing Model* (CAPM). CAPM merupakan alat yang digunakan untuk menganalisis hubungan antara risiko dan tingkat pengembalian. Tujuannya adalah untuk menentukan tingkat *return* minimum yang diminta dari investasi yang berisiko. Hubungan antara risiko yang diukur dengan beta dan *required return* ditunjukkan oleh garis pasar sekuritas (*security market line* – SML). Penaksiran tersebut menyatakan bahwa tingkat keuntungan yang diminta suatu saham adalah tingkat keuntungan bebas risiko ditambah dengan premi risiko, maka semakin besar beta saham akan semakin besar pula tingkat keuntungan yang diminta pada saham tersebut. Hal tersebut menunjukkan hubungan yang positif antara risiko suatu saham dan tingkat keuntungan yang diminta dari saham tersebut (Brigham & Houston, 2006:249).

Dalam penelitian ini digunakan saham-saham yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2008-2012 dengan berdasarkan Surat Edaran BEJ Nomor SE-03/BEJ II-I/1/1994 yang

membedakan saham menjadi dua kelompok saham yaitu kelompok saham aktif dan saham tidak aktif dengan berdasarkan frekuensi perdagangannya.

Alasan digunakannya saham-saham yang aktif diperdagangkan adalah untuk mengetahui perubahan harga setiap bulannya sebagai dasar perhitungan *required return* dan menunjukkan bahwa saham tersebut diminati investor. Sedangkan alasan digunakannya saham-saham tidak aktif diperdagangkan adalah sebagai pembandingan dan juga membuktikan linieritas antara risiko dan *required return* dalam teori CAPM. Dimana dalam teori CAPM semakin besar risiko maka akan semakin besar *required return* yang diminta dan sebaliknya semakin kecil risiko maka akan semakin kecil *required return* yang diminta.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh risiko pasar terhadap *required return* saham aktif dan tidak aktif di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2008-2012.

KAJIAN PUSTAKA

Risiko Pasar

Risiko merupakan besarnya penyimpangan antara tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected return*) dengan tingkat pengembalian aktual (*actual return*). Semakin besar penyimpangan berarti semakin besar risiko (Halim, 2005 : 42). Dalam konteks portofolio, risiko dibedakan menjadi dua, yaitu risiko sistemis (*systemic risk*) atau risiko pasar merupakan risiko yang tidak dapat dihilangkan dengan melakukan diversifikasi, karena fluktuasi risiko ini dipengaruhi oleh faktor-faktor makro yang dapat mempengaruhi pasar secara keseluruhan. Misalnya perubahan tingkat suku bunga, kurs valuta asing, kebijakan pemerintah, dan sebagainya. Sedangkan risiko tidak sistemis merupakan risiko yang

dapat dihilangkan dengan melakukan diversifikasi, karena risiko ini hanya ada dalam satu perusahaan atau industri tertentu. Fluktuasi risiko ini besarnya berbeda-beda antara satu saham dan saham yang lain.

Dalam keadaan ekuilibrium tingkat keuntungan yang disyaratkan 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 (β). Penggunaan parameter ini konsisten dengan teori portofolio yang menyatakan 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 (Husnan, 2009 : 177).

Beta dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut :

$$\beta_i = \frac{\sigma_{iM}}{\sigma^2_M}$$

atau dapat diuraikan sebagai berikut :

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

Kecenderungan sebuah saham bergerak naik atau turun mengikuti pasar akan tercermin dalam koefisien betanya (*beta coefficient*). Jika koefisien β suatu saham = 1, berarti saham tersebut memiliki risiko sama dengan risiko pasar. Sementara itu, jika koefisien β suatu saham = 0,5 berarti saham tersebut memiliki risiko lebih kecil dari risiko rata-rata pasar, saham tersebut akan bergerak 0,5 kali perubahan IHSG. Selanjutnya, jika koefisien β suatu saham = 1,5 berarti saham tersebut memiliki risiko lebih besar dari risiko rata-rata pasar, dan saham tersebut akan bergerak 1,5 kali perubahan IHSG. Oleh karena itu,

semakin besar koefisien β , maka akan semakin peka *excess return* suatu saham terhadap perubahan *excess return* portofolio pasar, sehingga saham itu akan semakin berisiko. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa tingkat pengembalian portofolio ditentukan oleh risiko sistematis atau risiko pasar yang diukur dengan beta (β) dan tingkat pengembalian pasar (Halim, 2005 : 74-75).

Beta pasar modal merupakan beta yang bias akibat dari perdagangan yang tidak sinkron maka beta pasar modal perlu dikoreksi. Ketidaksinkronan ini akan menimbulkan bias akibat dari banyaknya sekuritas yang tidak aktif diperdagangkan, sehingga harga indeks pasar pada periode tertentu sebenarnya dibentuk dari harga-harga sekuritas periode sebelumnya (Jogiyanto, 2013 : 410). Metode koreksi yang digunakan adalah metode Scholes-Williams untuk data *return* berdistribusi tidak normal dan metode Fowler-Rorke untuk data *return* berdistribusi normal.

Required Return Saham

Tingkat pengembalian yang diminta (*required return*) adalah tingkat pengembalian yang diminta oleh investor dengan mempertimbangkan tingkat sensitivitas saham terhadap pergerakan pasar yang diwakili oleh koefisien β dan juga mempertimbangkan premi risiko pasar sebagai varians antara *return* pasar dan tingkat pengembalian bebas risiko. Premi risiko pasar merupakan tambahan pengembalian di atas tingkat bebas risiko yang diminta oleh investor sebagai kompensasi dari investor karena telah menanggung jumlah risiko rata-rata (Irfani dan Ibad, 2005 : 286). Sedangkan menurut Jones (1997 : 235) tingkat pengembalian yang diminta merupakan tingkat

pengembalian minimum yang diharapkan dari suatu aset yang diminta oleh investor sebagai pertimbangan untuk berinvestasi dalam aset tersebut. Perhitungan *return* saham didasarkan pada konsep *required return*, karena *return* saham ini menggambarkan *return* yang lebih riil (*real return*) yang terbentuk oleh koefisien β , *expected return* pasar, dan *risk free rate of return* (tingkat suku bunga SBI) (Irfani dan Ibad, 2005 : 286).

Hubungan antara *required return* dengan risiko yang diukur dengan beta ditunjukkan oleh garis pasar sekuritas (*security market line* – SML). Dengan demikian SML dapat dirumuskan (Halim, 2005 : 74), sebagai berikut :

$$R_i = R_f + (R_m - R_f)\beta_i$$

Sekuritas dengan beta yang lebih besar dari beta pasar seharusnya memiliki premi risiko yang lebih besar daripada saham rata-rata dan oleh karena itu, ketika ditambahkan aset bebas risiko, imbah hasil yang lebih besar yang akan diminta. Ini sebenarnya yang seharusnya investor harapkan, selama beta menjadi ukuran risiko, dan seharusnya risiko yang besar diikuti dengan *return* yang besar pula. Sebaliknya, sekuritas dengan beta yang kecil daripada pasar akan kecil risikonya dan seharusnya *return* yang diminta akan lebih kecil daripada pasar. Ini akan mengindikasikan hasil dari CAPM, karena premi risiko untuk sekuritas akan lebih kecil dari premi risiko pasar dan, ketika ditambahkan aset bebas risiko, akan menghasilkan *required return* yang lebih kecil (Jones, 1997 : 236).

Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Model penetapan harga modal-aktiva (CAPM) adalah model yang mendeskripsikan hubungan

antara risiko dan pengembalian yang diharapkan (diminta). Dalam model ini, pengembalian yang diharapkan (diminta) dari suatu sekuritas adalah tingkat bebas risiko ditambah premi berdasarkan risiko sistematis dari sekuritas tersebut. Model ini dikembangkan oleh William Sharpe pada tahun 1960 dan sejak itu mempunyai implikasi penting dalam keuangan. Meskipun model-model yang lain juga mencoba untuk menangkap perilaku pasar, namun konsep CAPM lebih sederhana dan mudah diaplikasikan (Horne & Wachowicz, 2005 : 156).

Hubungan antara risiko dan yang diukur dengan beta dan *required return* saham ditunjukkan oleh garis pasar sekuritas (*security market line-SML*) yang merupakan penggambaran secara grafis dari model CAPM. *Security Market Line* menunjukkan *tradeoff* antara risiko dan return yang diminta untuk sekuritas individu. Karena Sertifikat Bank Indonesia (SBI) dipandang sebagai investasi bebas risiko (k_{RF}), maka risiko (beta) investasi tersebut adalah nol. Sedangkan investasi pada seluruh saham merupakan investasi pada portofolio pasar, karena itu beta-nya adalah 1,0. Tingkat keuntungan dari investasi-investasi lain akan berada pada garis sesuai dengan beta investasi-investasi tersebut. Semakin besar beta, semakin besar pula tingkat keuntungan yang diharapkan dari investasi tersebut (Husnan, 2009 : 169).

Saham Aktif dan Tidak Aktif

Saham dapat didefinisikan sebagai tanda penyertaan atau kepemilikan seseorang atau badan dalam suatu perusahaan atau perseroan terbatas (Tjiptono dan Fakhruddin, 2001:5). Porsi kepemilikan ditentukan oleh seberapa besar penyertaan yang ditanamkan di perusahaan tersebut.

Dengan memiliki saham, maka investor mempunyai hak terhadap pendapatan dan kekayaan perusahaan, setelah dikurangi dengan pembayaran semua kewajiban perusahaan.

Berdasarkan Surat Edaran BEJ Nomor SE-03/BEJ II-I/1/1994 saham dibedakan menjadi dua yaitu saham aktif adalah saham yang terdaftar dan aktif diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia dengan frekuensi perdagangan 300 kali atau lebih dalam setahun, sedangkan saham tidak aktif adalah saham yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan frekuensi perdagangan kurang dari 300 kali dalam setahun.

Hubungan Antara Risiko Pasar dan Required Return Saham

Hubungan antara risiko yang diukur dengan beta dan *required return* suatu saham digambarkan dalam suatu garis yang dikenal sebagai garis pasar sekuritas (*security market line*). Garis pasar sekuritas mendeskripsikan ekspektasi pengembalian dan risiko dari menginvestasikan pecahan dana yang berbeda di pasar. Para investor akan bersedia memegang investasi lain hanya jika menawarkan prospek yang sama baiknya. Oleh sebab itu, premi risiko yang diinginkan untuk segala investasi diberikan oleh garis pasar sekuritas (Brealy, Myers dan Marcus, 2007 : 334).

Sekuritas dengan beta yang lebih besar dari beta pasar seharusnya memiliki premi risiko yang lebih besar daripada saham rata-rata dan oleh karena itu, ketika ditambahkan aset bebas risiko, imbah hasil yang lebih besar yang akan diminta. Ini sebenarnya yang seharusnya investor harapkan, selama Beta menjadi ukuran risiko, dan seharusnya risiko yang besar diikuti dengan *return* yang besar pula. Sebaliknya, sekuritas dengan beta yang kecil daripada pasar akan kecil

risikonya dan seharusnya *return* yang diminta akan lebih kecil daripada pasar. Ini akan mengindikasikan hasil dari CAPM, karena premi risiko untuk sekuritas akan lebih kecil dari premi risiko pasar dan, ketika ditambahkan aset bebas risiko, akan menghasilkan *required return* yang lebih kecil (Jones, 1997 : 236).

Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Pancaseana (2003) dan Utomo (2007) yang mengungkapkan bahwa risiko pasar atau beta berpengaruh terhadap tingkat *return* portofolio saham aktif dan tidak aktif. Serta penelitian yang dilakukan oleh Bello dan Adedokun (2005) dengan hasil ada pengaruh yang positif antara risiko sistemis dan *return*. Sedangkan penelitian dengan hasil yang berbeda dilakukan oleh Irfani dan Ibad (2005) serta Suharli (2005) dengan hasil tidak ada hubungan atau pengaruh antara risiko pasar dan *required return* saham. Demikian juga dengan penelitian yang dilakukan oleh Jang, Chiu dan Wang (2013) dengan hasil beta tidak dapat menjelaskan hubungan antara risiko dan *expected return*. Dengan demikian dirumuskan hipotesis penelitian sebagai berikut :

H₁ : Ada pengaruh antara risiko pasar terhadap *required return* saham aktif di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2008-2012.

H₂ : Ada pengaruh antara risiko pasar terhadap *required return* saham tidak aktif di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2008-2012.

METODE

Penelitian ini menggunakan penelitian konklusif yang bersifat kausal. Penelitian kausal adalah jenis penelitian konklusif yang tujuan utamanya adalah mendapatkan bukti mengenai hubungan sebab-akibat (Maholtra,2009:100). Dalam penelitian bertujuan untuk mendapatkan bukti hubungan sebab

akibat anatar risiko pasar terhadap *required return* saham aktif dan tidak aktif.

Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder diperoleh dari pihak luar (Maholtra,2009:122). Data yang digunakan adalah data bulanan yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia periode 2008-2012. Sedangkan data yang digunakan adalah data kuantitatif yaitu data yang berbentuk angka. Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode pengamatan. Teknik pengambilan sampel menggunakan metode sampel jenuh dimana seluruh populasi dijadikan sampel. Diantaranya sampel yang telah ditentukan meliputi 130 sampel saham aktif dan 20 sampel saham tidak aktif.

Variabel terikat (dependen) dalam penelitian ini adalah *required return*. *Required return* dari sekuritas adalah tingkat pengembalian yang diminta oleh investor dengan mempertimbangkan tingkat sensitivitas saham terhadap pergerakan pasar yang diwakili oleh koefisien β dan juga mempertimbangkan premi risiko pasar sebagai varians antara *return* pasar dan tingkat pengembalian bebas risiko.

Required return dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut :

$$R_i = R_f + (R_m - R_f)\beta_i$$

Variabel bebas (independen) dalam penelitian ini adalah risiko pasar. Risiko pasar yang diproyksikan dengan beta merupakan risiko yang tidak dapat dihilangkan dengan melakukan diversifikasi, karena fluktuasi risiko ini dipengaruhi oleh faktor-faktor makro yang dapat mempengaruhi pasar secara keseluruhan.

Beta dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut :

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

Teknik pengumpulan data yang digunakan adalah dengan metode dokumentasi. Metode pengumpulan data yang dilakukan dengan menggunakan cara mengambil mengutip, dan mempelajari dokumen-dokumen yang berkaitan dengan penelitian tersebut.

Teknik analisis data menggunakan analisis regresi sederhana yang sebelumnya nilai beta dikoreksi dengan menggunakan metode Scholes-Williams untuk data *return* berdistribusi tidak normal dan metode Fowler-Rorke untuk data *return* berdistribusi normal. Untuk mengoreksi nilai beta dari kebiasaan dibantu oleh program SPSS 20.

Menghitung nilai beta koreksi dengan menggunakan metode Scholes-Williams dengan 2 lag dan 3 lead dapat diformulasikan dengan rumus sebagai berikut :

$$\beta_i = \frac{\beta_i^{-2} + \beta_i^{-1} + \beta_i^0 + \beta_i^{+1} + \beta_i^{+2} + \beta_i^{+3}}{1 + 2 \cdot \rho_1 + 2 \cdot \rho_2}$$

Untuk menentukan nilai beta (β_i) pada metode Scholes-Williams dapat diperoleh dari rumus koreksi beta dengan mengoperasikan persamaan regresi berganda sebagai berikut :

$$R_{it} = \alpha_i + \beta^{-2} R_{Mt-2} + \beta^{-1} R_{Mt-1} + \beta^0 R_{Mt} + \beta^{+1} R_{Mt+1} + \beta^{+2} R_{Mt+2} + \beta^{+3} R_{Mt+3} + \varepsilon_{it}$$

Sedangkan pada metode Fowler-Rorke metode regresi yang dilakukan untuk memperoleh nilai beta sama dengan metode Scholes-Williams hanya saja berbeda pada banyaknya *lag* dan *lead*. Namun dalam metode Fowler-Rorke (dalam penelitian ini digunakan 3 *lag* dan 1 *lead*) perlu ditambahkan perhitungan

bobot sebelum dihasilkan nilai beta koreksi. Karena dalam penelitian ini menggunakan 3 periode lag maka akan ada 3 bobot yang harus dihitung yaitu :

$$w_1 = \frac{1 + 2 \cdot \rho_1 + 2 \cdot \rho_2 + \rho_3}{1 + 2 \cdot \rho_1 + 2 \cdot \rho_2 + 2 \cdot \rho_3}$$

$$w_2 = \frac{1 + 2 \cdot \rho_1 + \rho_2 + \rho_3}{1 + 2 \cdot \rho_1 + 2 \cdot \rho_2 + 2 \cdot \rho_3}$$

$$w_3 = \frac{1 + \rho_1 + \rho_2 + \rho_3}{1 + 2 \cdot \rho_1 + 2 \cdot \rho_2 + 2 \cdot \rho_3}$$

Untuk mendapatkan nilai ρ yang merupakan korelasi serial antara *return* indeks pasar dengan *return* indeks pasar periode sebelumnya, maka dilakukan regresi untuk keduanya dengan persamaan :

$$R_{mt} = \alpha_i + \rho_n R_{Mt-n} + \varepsilon_t$$

Sehingga rumus beta koreksian sekuritas ke-*i* dengan metode Fowler-Rorke yang merupakan penjumlahan koefisien regresi berganda dengan bobot adalah sebagai berikut :

$$\beta_i = w_3 \cdot \beta_i^{-3} + w_2 \cdot \beta_i^{-2} + w_1 \cdot \beta_i^{-1} + \beta_i^0 + w_1 \cdot \beta_i^{+1}$$

Setelah melakukan perhitungan untuk kedua variabel, uji normalitas diterapkan untuk kedua variabel dengan bantuan program SPSS 20. Hasil pengujian menunjukkan bahwa tidak terjadi atau bebas gejala normalitas. Teknik yang digunakan untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen, dengan menggunakan analisis regresi sederhana.

Selanjutnya, teknik hipotesis yang digunakan adalah uji t. Uji ini dilakukan untuk menguji pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat secara parsial (individual). Kemudian dilakukan uji koefisien determinasi (R_2) yang bertujuan untuk mengukur seberapa jauh

kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen.

HASIL

Setelah memenuhi uji normalitas, kemudian dilakukan analisis regresi linier sederhana hasil yang didapatkan disajikan dalam tabel 2 sebagai berikut :

Tabel 2. Hasil Analisis Regresi Linier Sederhana

	Variabel	Koefisien Regresi	Sig t
Beta	Saham Aktif	-0,029	0,000
	Saham Tidak Aktif	0,024	0,000
R ²	Saham Aktif	0,412	
	Saham Tidak Aktif	0,810	
Konstanta	Saham Aktif	0,101	
	Saham Tidak Aktif	0,412	

Sumber : *Output SPSS 20, 2013*

Dari pengujian hipotesis sampel saham aktif signifikansi t sebesar 0,000 yang berarti ada pengaruh yang signifikan antara risiko pasar dan *required return* saham aktif. Hasil koefisien regresi sederhana bertanda negatif yang berarti setiap penurunan risiko pasar saham aktif maka akan menaikkan tingkat *required return* saham aktif.

Sedangkan pada sampel saham tidak aktif signifikansi t sebesar 0,000 yang berarti ada pengaruh yang signifikan antara risiko pasar dan *required return* saham tidak aktif. Hasil koefisien regresi sederhana bertanda positif yang berarti bahwa setiap penurunan pada risiko pasar saham tidak aktif maka akan menurunkan tingkat *required return* saham tidak aktif.

Berdasarkan hasil uji koefisien determinasi, besarnya *R Square* sampel saham aktif adalah sebesar 41,2% *required return* dipengaruhi oleh risiko pasar. Hal ini menunjukkan hubungan yang tidak erat karena nilai tersebut masih jauh dari 100%. Sedangkan sisanya 58,8% dipengaruhi oleh variabel lain

diluar model, misalnya faktor perilaku investor dalam memilih saham, faktor kinerja fundamental dari emiten dan faktor eksternal pasar seperti kondisi makro ekonomi, kondisi sosial budaya dan kondisi politik nasional. Sedangkan nilai *R Square* untuk sampel saham tidak aktif adalah sebesar 81% *required return* dipengaruhi oleh risiko pasar. Sisanya, 19% dipengaruhi oleh variabel lain diluar persamaan model.

PEMBAHASAN

Pengaruh Risiko Pasar Terhadap *Required Return* Saham Aktif

Dari hasil pengujian dalam penelitian ini dengan menggunakan uji t, ada pengaruh yang signifikan antara risiko pasar saham aktif terhadap *required return* saham aktif. Hubungan antara risiko pasar saham aktif dan *required return* saham aktif bertanda negatif. Ini berarti setiap penurunan risiko pasar saham aktif maka akan menaikkan tingkat *required return* saham aktif.

Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Nurdiana (2012) dimana hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat perbedaan hubungan antara risiko dan *return* saat kondisi pasar naik dan kondisi pasar turun. Hal ini bertentangan dengan konsep CAPM yang menyatakan hubungan antara risiko dan *return* selalu positif dan linier.

Menurut penelitian Raharja (2008) menunjukkan bahwa indikasi beta portofolio saham dalam dua pasar yang berbeda dapat menjelaskan *return* portofolio secara signifikan. Penelitian ini juga menunjukkan bahwa beta portofolio saham mempunyai kemampuan yang lebih baik bila dibandingkan dengan beta individual saham dalam menjelaskan *return* saham. Penelitian Raharja dapat menjelaskan nilai koefisien negatif dalam penelitian ini

dimana dalam penelitian ini digunakan beta individual sehingga kurang mampu menjelaskan hubungan *return* saham dengan risiko yang seharusnya linier.

Risiko pasar dan *required return* saham juga dipengaruhi oleh kondisi makro ekonomi seperti suku bunga dan inflasi. Pada tahun 2008, inflasi meningkat menjadi 11,06% yang mendorong Bank Indonesia untuk meningkatkan BI Rate ke level 9,25% untuk mengendalikan inflasi. Inflasi kemudian turun pada tahun 2009 menjadi 2,78% dari tahun sebelumnya dan kembali naik pada tahun 2010 menjadi 6,96% dan kembali turun pada tahun 2011 menjadi 3,79%. Selama tahun 2009 hingga 2012, inflasi cenderung turun sehingga BI Rate cenderung stabil. Namun, ditahun 2012 tren inflasi tahunan terus memanas hingga menyentuh 5,90 % sedangkan BI Rate berada di level 5,75%. Saat terjadi inflasi secara terus menerus maka suku bunga juga akan ikut naik.

Apabila suku bunga mengalami kenaikan maka inflasi akan berpeluang mengalami kenaikan juga. Kenaikan inflasi yang tinggi dapat menggerus daya beli masyarakat sehingga dengan nilai Rupiah yang sama, kuantitas barang yang diperoleh menjadi lebih sedikit. Jadi, untuk melindungi daya beli tersebut yang berpotensi hilang karena inflasi, maka suku bunga di pasar uang pun perlu dinaikkan untuk menjaga suku bunga riil yang mencerminkan daya beli masyarakat. Secara teori umum, suku bunga berbanding terbalik dengan imbal hasil investasi di pasar modal, baik saham maupun obligasi. Misalnya, jika tren suku bunga cenderung naik atau bertahan di level tinggi, umumnya tren indeks pasar modal (saham dan obligasi) cenderung mengalami tekanan atau koreksi. Sebaliknya, jika tren suku bunga cenderung turun atau bertahan di level rendah, umumnya tren indeks

pasar modal cenderung mengalami kenaikan atau apresiasi.

Saat terjadi kenaikan suku bunga, maka dari sisi pendanaan yang berasal dari pinjaman (utang) tentunya akan berimbas mengingat suku bunga pinjaman akan naik sekaligus membuat biaya pendanaan menjadi relatif lebih mahal serta rencana ekspansi perusahaan berpotensi menjadi kurang maksimal. Selanjutnya, margin laba perusahaan pun dapat tergerus dan pertumbuhan menjadi lambat karena peningkatan biaya pendanaan dari utang. Misalkan saja yang terjadi pada PT. FKS Multi Agro Tbk (FISH) yang bergerak dalam bidang perdagangan barang, besarnya biaya pendanaan utang sebesar 289.574.000 ditahun 2008 dan terus bertambah hingga ditahun 2012 mencapai 2.265.989.000. Sama halnya dengan PT. Limas Centric Indonesia Tbk. (LMAS) memiliki biaya pendanaan dari utang sebesar 76.915.000 di tahun 2008 dan terus membengkak sehingga pada tahun 2012 mencapai 112.820.000. Sedangkan pada PT. Adira Dinamika Multi Finance Tbk (ADMF) biaya pendanaan dari utang sebesar 1.642.021.000 dan terus bertambah hingga ditahun 2012 menjadi 20.424.690.000. Jika terjadi terus menerus hingga mempengaruhi prospek perusahaan tersebut, tidak dapat dipungkiri kondisi tersebut akan berdampak negatif terhadap harga saham sehingga akan mempengaruhi nilai *return* yang diminta. Dalam kondisi tingkat suku bunga yang tinggi maka investor akan menanggung risiko yang tinggi namun *return* yang didapatkan semakin menurun karena peningkatan biaya pendanaan dari utang yang mempengaruhi prospek perusahaan.

Pengaruh Risiko Pasar Terhadap Required Return Saham Tidak Aktif

Dari hasil pengujian dalam penelitian ini dengan menggunakan uji t, menunjukkan bahwa ada pengaruh antara risiko pasar saham tidak aktif dengan *required return* saham tidak aktif. Hubungan antara risiko pasar saham tidak aktif dengan *required return* saham tidak aktif bertanda positif. Ini berarti bahwa setiap penurunan pada risiko pasar saham tidak aktif maka akan menurunkan tingkat *required return* saham tidak aktif. Sedangkan pada saham dengan nilai beta sama dengan nol maka akan menghasilkan tingkat *required return* yang sama dengan tingkat pengembalian bebas risiko.

Hasil tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Pancaseana (2003) dan Bello serta Adedokun (2005) dengan hasil risiko saham yang diukur dengan beta saham berpengaruh terhadap tingkat *return* saham tidak aktif. Namun, tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Suharli (2005) dan Jang, Chiu serta Wang (2013) dengan hasil tingkat risiko yang diukur dengan beta tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis diperoleh hasil bahwa risiko pasar saham aktif berpengaruh secara signifikan terhadap *required return* saham aktif. Dalam penelitian ini menunjukkan risiko pasar saham aktif mempunyai hubungan yang negatif terhadap *required return* saham aktif. Jadi apabila risiko pasar saham aktif mengalami penurunan maka *required return* saham aktif akan mengalami kenaikan.

Pada sampel saham tidak aktif, risiko pasar berpengaruh

terhadap *required return* saham tidak aktif. Dalam penelitian ini risiko pasar saham tidak aktif mempunyai hubungan yang positif terhadap *required return* saham tidak aktif. Jadi apabila risiko saham tidak aktif menurun maka tingkat *return* yang diminta untuk saham tidak aktif akan mengalami penurunan.

SARAN

Investor dalam menanamkan modalnya di BEI, sebaiknya mempertimbangkan nilai beta atau risiko pasar dari saham yang diminati. Hal ini dikarenakan risiko pasar berpengaruh signifikan terhadap *required return* saham, baik saham aktif maupun saham tidak aktif meskipun dalam saham aktif koefisien beta bernilai negatif sehingga investor perlu mempertimbangkan lagi bahwa tidak selamanya beta dengan nilai besar memiliki tingkat *return* yang besar pula.

Keterbatasan dalam penelitian ini hanya menggunakan risiko pasar saja sehingga bagi peneliti selanjutnya disarankan untuk tidak hanya menggunakan risiko pasar sebagai dasar dalam menentukan tingkat *return* yang diminta tetapi juga mempertimbangkan faktor-faktor lain diluar risiko pasar seperti faktor perilaku investor dalam memilih saham dan kondisi makro ekonomi ataupun dengan menggunakan perhitungan beta yang lainnya misalkan dengan menggunakan beta fundamental atau beta akuntansi.

DAFTAR PUSTAKA

- Badan Pusat Statistik. 2012. *Inflasi 2008-2012*, (Online) (<http://www.bps.go/id>)
- Bank Indonesia. 2012. *BI Rate 2008-2012*, (Online) (<http://www.bi.go.id>)
- Bello, Abdullahi Ibrahim dan Adedokun, Lawal Wahan.

2005. Analysis of the Risk-Return Characteristics of teh Quoted Firms in teh Nigerian Stock Market. *Internasional Juournal of Business and Social Science*. Vol. 2 No. 7. Hal 158-165 (Online). (www.ijbssnet.com). (diakses tanggal 15 April 2013)
- Brealy, Richard A. dkk. 2007. *Dasardasar Manajemen Keuangan Perusahaan Jilid 1*. Edisi 5. Jakarta : Erlangga.
- Bursa Efek Indonesia. 2009. *IDX Fact Book*, (Online) (<http://www.idx.co.id>)
- Bursa Efek Indonesia. 2010. *IDX Fact Book*, (Online) (<http://www.idx.co.id>)
- Bursa Efek Indonesia. 2011. *IDX Fact Book*, (Online) (<http://www.idx.co.id>)
- Bursa Efek Indonesia. 2012. *IDX Fact Book*, (Online) (<http://www.idx.co.id>)
- Bursa Efek Indonesia. 2012. *IDX Yearly Statistics*, (Online) (<http://www.idx.co.id>)
- Halim, Abdul. 2005. *Analisis Invetasi*. Edisi Kedua. Jakarta : Salemba Empat.
- Hartono, Jogiyanto. 2013. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Ketujuh. Yogyakarta : BPFPE.
- Horne, James C. Van dan Wachowicz JR., John M. 2005. *Financial Mangement: Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan Buku 1*. Jakarta: Salemba Empat.
- Houston dan Brigham. 2006. *Fundamentals of Financial Management: Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi 10. Jakarta: Salemba Empat.
- Husnan, Suad. 2009. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Edisi Keempat. Yogyakarta : UPP STIM YKPN.
- Irfani, Agus S. dan Ibad, Akromul. 2005. Pengaruh Risiko Pasar terhadap *Required Return* Saham Telkom dan Saham Astra Internasional di Bursa Efek Jakarta 2000-2004. *Jurnal Manajemen Keuangan*. Vol. 12 No.3 Hal 281-300.
- Jan, Yin-Chung. Dkk. 2013. New Risk Measure and Idiosyncratic Risk in Taiwan Stock Market. *Internasional Journal of Financial Research*. Vol. 4 No. 3. Hal 77-82 (Online). (www.sciedu.ca/ijfr). (diakses tanggal 15 April 2013).
- Jones, Charles P. 1997. *Investment Analysis and Management*. New York : John Wiley & Sons.
- Maholtra, Naresh K. 2009. *Riset Pemasaran : Pendekatan Terapan*. Edisi Keempat, Jilid Satu. Indonesia : PT.Indeks.
- Nurdiana, Henny. 2012. Analisis Hubungan Antara Risiko dan Return Saat Kondisi Pasar Naik dan Pasar Turun (Studi Empiris pada Perusahaan yang Listing di BEI 2005-2010. *Tesis* (Online). (www.fe-umm.net). (diakses tanggal 29 Juli 2013)
- Pancaseana, Oksi. 2003. Analisis Pengaruh Risiko Sistemik Terhadap Imbal Hasil Saham di Bursa Efek Jakarta tahun 2001-2002 (Menggunakan Metode Ekuilibrium CAPM). *Tesis*. Jakarta : Universitas Indonesia.
- Pasaribu, Rowland Bismark Fernando. 2009. Koreksi Bias Koefisien Beta di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*. Vol.3 No.2 Hal 81-89.
- Raharja, Fitriyana Santa. 2008. Resiko Sistemis (BETA) Saham Pada Kondisi Pasar Bullish atau Bearish di Bursa Efek Indonesia. *Tesis*. Yogyakarta : Universitas Gadjah Mada.

- Suharli, Michell. 2005. Studi Empiris Terhadap Dua Faktor yang Mempengaruhi *Return* Saham pada Industri *Food & Beverages* di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol. 7 No. 2 Hal 99-116.
- Tjiptono, Darmadji dan Fakhrudin, Hendy. 2001. *Pasar Modal di Indonesia: Pendekatan tanya jawab*. Edisi Pertama. Jakarta: Salemba Empat.
- Utomo, Welly. 2007. Analisis Pengaruh Beta dan Varian Return Saham Terhadap Return Saham : Studi pada Perusahaan LQ45 di Bursa Efek Indonesia Periode Bulan Januari Tahun 2005 Sampai Dengan Bulan Desember Tahun 2005. *Tesis*. Semarang : Universitas Diponegoro.