

# **BAB I**

## **PENDAHULUAN**

### **A. Latar Belakang Permasalahan**

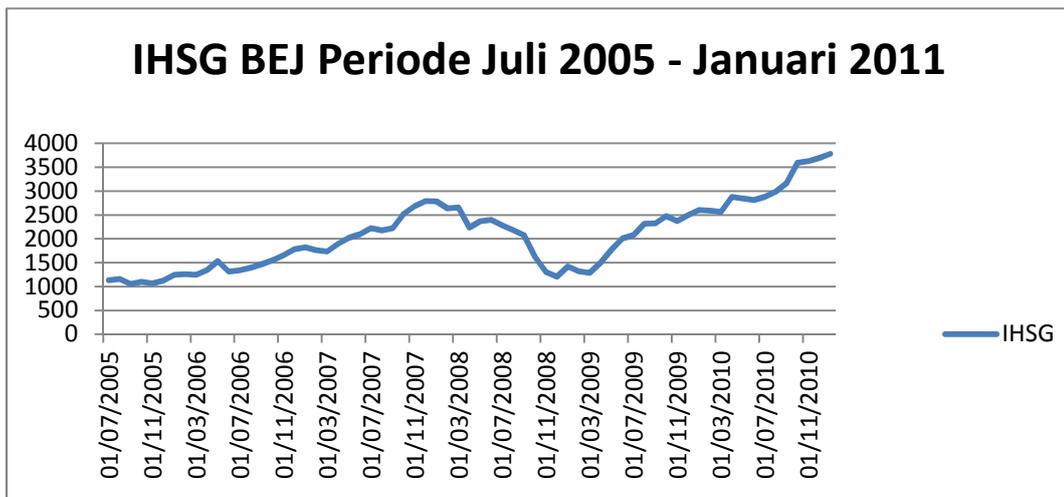
Salah satu media investasi adalah pasar modal. Pasar modal merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik dalam bentuk utang maupun modal sendiri. Pasar modal memiliki fungsi ekonomi sebagai fasilitas untuk mengalokasikan dana dari pihak-pihak yang memiliki kelebihan dana (*excess liquidity*) kepada pihak yang membutuhkan dana (*shortage liquidity*).

Berbagai instrumen yang diperdagangkan dalam pasar modal mulai dari saham, obligasi, reksadana, serta berbagai produk derivatif lainnya seperti *options*, *warrant* dan sebagainya. Instrumen yang lebih sering diperdagangkan dalam pasar modal adalah saham, yaitu suatu penyertaan atau kepemilikan seseorang atau suatu badan dalam suatu perusahaan.

Pergerakan pasar modal menjadi salah satu indikator penting dari pergerakan perekonomian suatu negara, di samping itu juga menjadi salah satu sumber permodalan yang sangat potensial bagi dunia usaha. Dalam pergerakan pasar modal ini, perdagangan saham merupakan salah satu elemen yang terpenting, sehingga memberdayakan masyarakat luas untuk berpartisipasi dalam pergerakan pasar modal, khususnya sangatlah penting untuk digalakkan.

Pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) merupakan salah satu informasi yang dapat mempengaruhi keputusan investasi. IHSG merupakan indikator utama yang menggambarkan pergerakan harga saham, nilai tukar (kurs) rupiah terhadap mata uang asing, dan pergerakan tingkat suku bunga. Selama tahun 2005 hingga 2010 pergerakan indeks cukup stabil walaupun masih dibayangi oleh kondisi perekonomian yang tidak menentu. Secara umum situasi pasar baik. Hal ini tercermin dari pergerakan indeks yang cukup stabil di bursa. Sejak Januari 2010 indeks harga saham gabungan (IHSG) di Bursa Efek Indonesia (BEI) berada pada level 2,603.30 poin dan terus mengalami peningkatan hingga Januari 2011 mencapai 3,783.71 poin.

Gambar 1.1. Grafik Pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) Periode Juli 2005-Januari 2011



Sumber: idx. 2011

Salah satu faktor yang menyebabkan investasi di bidang ini risikonya tinggi, ialah faktor-faktor internal (kondisi perusahaan dan prospek industri dimana perusahaan bergerak) dan faktor eksternal seperti kondisi perekonomian, keamanan dan politik nasional. Tetapi tentu saja dengan risiko yang tinggi

didapatkan *return* yang tinggi pula, sebaliknya dengan resiko yang kecil maka *return* yang didapatkan akan kecil pula.

Pada pasar modal banyak alternatif investasi pada saham yang dapat dipilih sesuai dengan preferensi risiko investor. Namun banyak masyarakat yang belum memanfaatkan pasar modal untuk memaksimalkan pendapatannya dari dana yang menganggur yang ada pada mereka. Hal tersebut umumnya disebabkan oleh ketidakmengertian masyarakat dalam proses pasar modal serta kurangnya pemahaman dalam menganalisa tingkat pengembalian (*return*) dan risiko (*risk*) dalam pasar modal.

Untuk menganalisis return dan risiko dengan pendekatan tradisional digunakan dua analisis yaitu analisis teknikal dan analisis fundamental. Analisis teknikal merupakan analisis terhadap pola pergerakan harga di masa lampau dengan tujuan untuk meramalkan pergerakan harga di masa yang akan datang. Analisis teknikal ini sering juga disebut dengan *chartist* karena para analisinya melakukan studi dengan menggunakan grafik (*chart*), dimana mereka berharap dapat menemukan suatu pola pergerakan harga sehingga mereka dapat mengeksploitasinya untuk mendapatkan keuntungan. Sedangkan analisis fundamental adalah analisis yang dilakukan terhadap faktor-faktor yang menentukan nilai saham, seperti *earning* dan prospek dividen, perkiraan tingkat suku bunga serta tingkat risiko perusahaan.

Rasio-rasio keuangan yang sering digunakan dalam analisis tersebut antara lain: *earning per share* (EPS), *price earning ratio* (PER), *dividend per share*,

*dividend yield*, *book value* dan *price to book value* (Mohamad Samsul, 2006:168). Meskipun menggunakan pendekatan kuantitatif dalam proses analisisnya, model-model pengukuran diatas belum memperhitungkan risiko serta faktor-faktor eksternal lain yang dapat mempengaruhi *return* saham, banyak variabel ditentukan berdasarkan *judgment*, misalnya tingkat pertumbuhan perusahaan di masa mendatang. Akibatnya, meskipun beberapa orang menggunakan metode analisis fundamental dengan cara yang sama, hasilnya bisa jadi berbeda. Analisis ini biasa digunakan untuk jangka panjang, tetapi permasalahannya yang seringkali dihadapi oleh investor adalah *timing* dan informasi. Karena tidak semua investor mendapatkan informasi yang lengkap sehingga jika hanya mengandalkan analisis fundamental, dapat terjadi kesalahan investasi akibat kurangnya informasi atau kesalahan *timing* sehingga bisa jadi saham yang dibeli harganya sudah mahal

Dalam berinvestasi pada pasar modal, ada dua hal yang akan dihadapi oleh investor, yaitu tingkat keuntungan yang diharapkan dan tingkat risiko. Unsur risiko selalu melekat dalam dunia investasi. Dengan adanya risiko ini, investor akan mengalami atau menerima keuntungan yang tidak sesuai harapan sehingga mengakibatkan timbulnya penyimpangan-penyimpangan yang sering disebut ketidakpastian (*uncertainty*). Secara teori dikatakan bahwa portofolio yang mempunyai risiko tinggi akan memberikan *return* yang tinggi pula (*high risk, high return*), jadi semakin besar risiko akan semakin besar juga *return* yang akan diterima, begitu juga sebaliknya. Tetapi tidak semua investor setuju dengan pernyataan tersebut, dan keinginan utama dari investor adalah meminimalkan risiko dan meningkatkan perolehan (*minimize risk and maximize return*).

Sehingga mereka akan mencari portofolio yang mempunyai risiko serendah mungkin dengan *return* yang optimal.

Asumsi umum bahwa investor individu yang rasional adalah seorang yang tidak menyukai risiko (*risk averse*), sehingga investasi yang berisiko harus dapat menawarkan tingkat perolehan yang tinggi (*higher rates of return*), oleh karena itu investor sangat membutuhkan informasi mengenai risiko dan pengembalian yang diinginkan. Dan masih banyak masyarakat yang belum memanfaatkan pasar modal untuk memaksimalkan pendapatannya dari dana yang menganggur yang ada pada mereka. Hal tersebut umumnya disebabkan oleh ketidaktahuan masyarakat dalam proses pasar modal serta kurangnya pemahaman dalam menganalisa tingkat pengembalian (*return*) dan risiko (*risk*) dalam pasar modal.

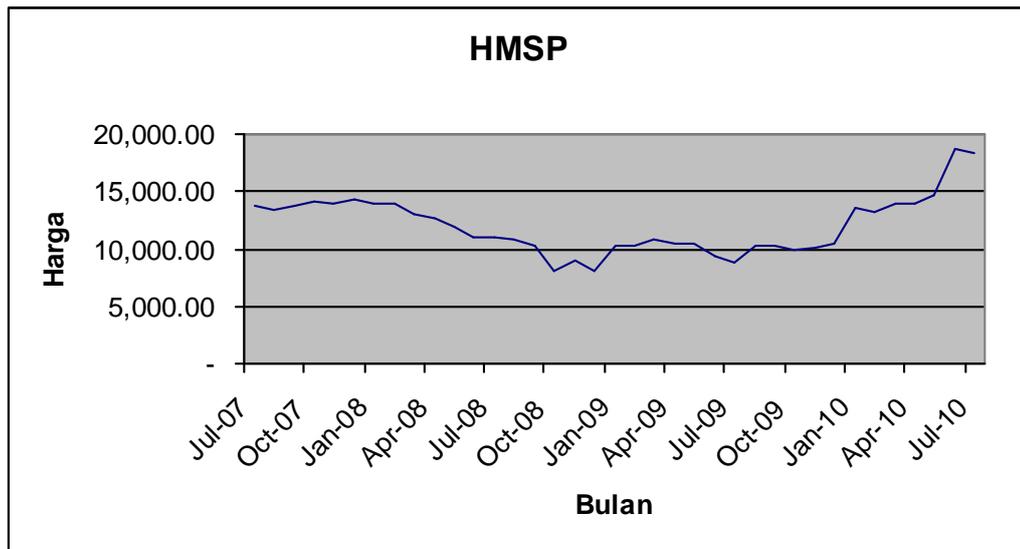
Risiko itu sendiri merupakan ketidakpastian dalam imbalan yang diharapkan yang diukur dengan varians dari tingkat imbalan yang diharapkan. Dalam berinvestasi pada pasar modal, ada dua hal yang akan dihadapi oleh investor, yaitu tingkat keuntungan yang diharapkan dan tingkat risiko. Unsur risiko selalu melekat dalam dunia investasi. Dengan adanya risiko ini, investor akan mengalami atau menerima keuntungan yang tidak sesuai harapan sehingga mengakibatkan timbulnya penyimpangan-penyimpangan yang sering disebut ketidakpastian (*uncertainty*). Dalam penelitian (Daito: 2005), menyebutkan bahwa *only liquidity variable significantly influenced market risks while the others influenced insignificantly the market risks*. Menurut Doddy Setiawan (2003) dalam Agus Sumanto menyebutkan risiko ada dua macam, yaitu risiko sistematis dan risiko tidak sistematis.

Risiko sistematis adalah risiko yang dialami oleh semua investasi tanpa terkecuali. Oleh karena itu risiko ini dinamakan juga risiko pasar (*market risk*). Sedangkan risiko tidak sistematis adalah risiko yang hanya dialami oleh investasi tersebut, yang bisa disebabkan oleh faktor manajemen, ciri khusus jenis industri, jenis persaingan usaha.

Dalam studi ini, yang dikaji adalah PT Gudang Garam Tbk. (untuk selanjutnya disebut GGRM, kode emiten di BEI) dan PT HM Sampoerna Tbk. (untuk selanjutnya disebut HMSP, kode emiten di BEI) di bidang konsumsi (manufaktur) atau industry rokok kretek.

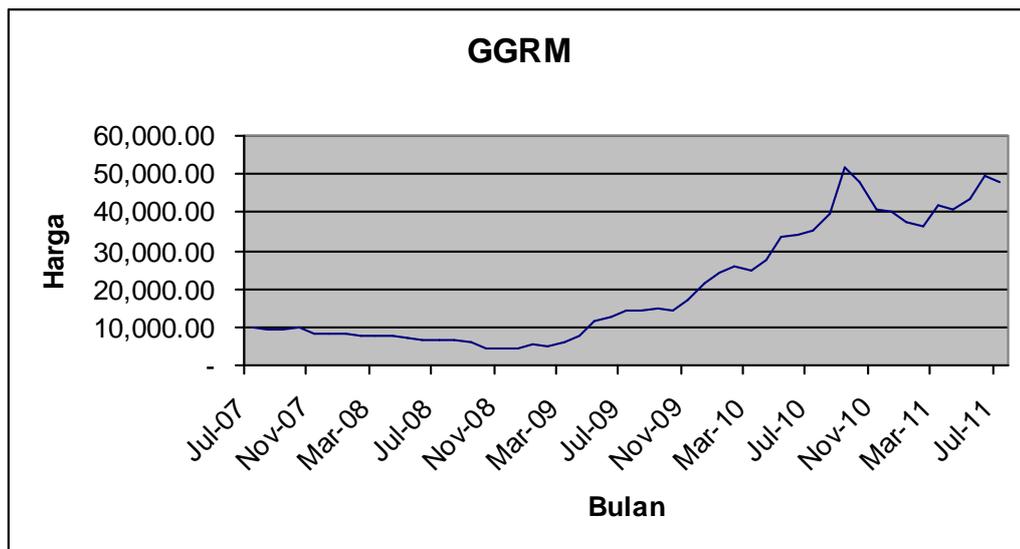
Persaingan usaha dalam bidang konsumsi (manufaktur) berupa rokok yang terjadi cukup tajam, akan tetapi jika dilihat dari proses pembuatan rokok sebagai cerminan jenis industri, antara GGRM dan HMSP tidak berbeda, di mana kedua perusahaan menggunakan dua tipe pengerjaan dalam memproduksi rokok yaitu berupa rokok sigaret kretek tangan dan sigaret kretek mesin. Akan tetapi PT GGRM didominasi hasil / proses produksi rokok sigaret kretek tangan dan HMSP sigaret kretek mesin. Atau dengan kata lain, proses produksi pada GGRM *labor intensive* (rokok lintingan tangan atau *non-filter*) jika dibandingkan dengan HMSP karena perusahaan ini didominasi oleh proses produksi *capital intensive* (dengan mesin, seperti : jenis *mild* atau rokok jenis berfilter). Hal ini juga yang mendorong pengambilalihan (*take over*) HMSP oleh perusahaan asing (Philip Morris International). Grafik pergerakan harga saham yang dimiliki oleh masing-masing perusahaan dapat dilihat pada gambar berikut ini :

Gambar 1.2. Grafik Pegerakan Harga Saham PT HM Sampoerna Periode Juli 2007 sampai dengan Juli 2010



Sumber: idx. 2011

Gambar 1.3. Grafik Pergerakan Harga Saham PT Gudang Garam Periode Juli 2007 sampai dengan Juli 2010



Sumber: idx. 201

## B. Identifikasi Masalah

Menurut pemberitaan yang dimuat dalam <http://bisnis.vivanews.com/>, dari kedua perusahaan rokok terbesar di Indonesia, yaitu : GGRM dan HMSP yang

mencatatkan dan memperdagangkan sahamnya di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan kinerja antara lain :

HMSP yang kini dikuasai Philip Morris International, memimpin dalam perolehan laba terbesar. Perusahaan rokok dengan merek terkenalnya 'Dji Sam Soe' itu mengantongi laba Rp2,89 triliun. Pencapaian laba itu lebih tinggi dibanding pesaing terdekatnya, GGRM yang mencatat keuntungan Rp1,78triliun. Penjualan HMSP yang tercatat Rp20,62 triliun dibanding semester I-2009 senilai Rp18,66 triliun. Sedangkan GGRM mematok penjualan di angka Rp18 triliun dibanding semester I-2009 sebesar Rp15,06 triliun.

Dalam publikasi laporan keuangan masing-masing perusahaan disebutkan kenaikan laba GGRM ditopang penurunan beban bunga dari Rp256,6 miliar menjadi Rp98,18 miliar. Rugi kurs juga mampu ditekan hingga menjadi Rp3,3 miliar dari sebelumnya Rp26,18 miliar. Sementara itu, peningkatan laba HMSP juga dipicu penurunan beban pembiayaan dari Rp90,66 miliar menjadi Rp24,45 miliar. Namun, dari sisi asset GG masih lebih tinggi, demikian juga jumlah karyawan dan buruh, jika dibanding dengan dibanding HMSP. Aset GGGRM selama periode itu sekitar Rp27,29 triliun, sedangkan HMSP sebesar Rp17,81 triliun.

Proses dan hasil produksi PT Gudang Garam Garam didominasi oleh *labor intensive* (padat karya) sedangkan PT HM Sampoerna dengan *capital/technology intensive* (padat modal/teknologi).

Di lain pihak, perkembangan industry rokok ini menghadapi *dilemma* ke masa depan, banyaknya *pressure group* atau kelompok masyarakat “anti-

tembakau” atau yang peduli terhadap kesehatan menentang dengan keras peredaran perdagangan rokok, bahkan Muhammadiyah, salah satu ormas Islam terbesar di Indonesia, telah mengeluarkan fatwa haram terhadap konsumsi rokok.

### **C. Perumusan Masalah**

Perumusan masalah dalam penelitian ini dapat dikemukakan sebagai berikut :

1. Apakah *return (realized dan expexted)* saham GGRM lebih besar dari pada *return (realized dan expexted)* saham HMSP ?
2. Apakah *risk (total risk, systematic risk dan unsystematic risk)* saham GGRM lebih besar dari *risk (total risk, systematic risk dan unsystematic risk)* saham HMSP ?

### **D. Tujuan Penelitian**

Tujuan penelitian dan penulisan tesis ini adalah untuk :

- (1) Mengetahui *return realized* dan *expected return* dari kedua emiten, yaitu GGRM dan HMSP;
- (2) Mengetahui hasil perbandingan antara *return realized and expected return* saham GGRM dengan saham HMSP;
- (3) Mengetahui *risk (total risk, systematic risk dan unsystematic risk)* masing-masing emiten sesuai dengan proporsi/komposisi saham GGRM dan HMSP;
- (4) Mengetahui hasil perbandingan antara *risk (total risk, systematic risk dan unsystematic risk)* saham GGRM dengan saham HMSP;

### **E. Manfaat Penelitian**

Manfaat hasil penelitian ini diarahkan bagi kepentingan :

(1) Investor

Penelitian ini diharapkan dapat menjadi suatu bahan pertimbangan seorang investor dalam pengambilan keputusan untuk melakukan investasi saham perusahaan rokok.

(2) Emiten

Dengan penelitian ini diharapkan dapat memberikan masukan bagi emiten perusahaan untuk dapat meningkatkan kinerja dan membuat kebijakan sehingga dapat meningkatkan harga saham sehingga mampu menaikkan nilai pemegang saham di pasar modal.

(3) Perusahaan Efek/Pialang dan Otoritas Pasar Modal

Hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan masukan bagi para pedagang efek, sebagai bahan pembanding dengan kajian-kajian lain dalam menentukan kebijakan pemasaran sekuritas maupun kebijakan otoritas pasar modal di masa depan.

(4) Bagi Peneliti dan Pihak Lain

Penelitian ini merupakan penerapan dari ilmu ekonomi khususnya manajemen keuangan yang telah didapat dari proses belajar penulis sehingga menambah wawasan penulis mengenai bagaimana penerapan teori dengan praktek yang sebenarnya. Penelitian ini juga diharapkan dapat menjadi masukan dan digunakan sebagai acuan penelitian lebih lanjut ataupun peneliti sejenis nantinya.

## **F. Kerangka Pemikiran dan Hipotesis**

## (1) Kerangka Pemikiran

Menurut Weston dan Copeland (1995) menyatakan bahwa faktor yang mempengaruhi return saham adalah risiko finansial dan risiko sistematis. Sedangkan menurut Chow menyatakan ada faktor lain yang mempengaruhi return saham, yaitu risiko bisnis. Sedang menurut Tandelilin (dalam Dermawan Sjahrial, 2010) menyatakan bahwa selain risiko bisnis, risiko sistematis juga merupakan faktor yang mempengaruhi return saham.

Risiko sistematis atau risiko pasar adalah risiko yang terkait dengan pengaruh makro ekonomi, kerusuhan, maupun perubahan politik yang sulit dikendalikan yang mempengaruhi pasar. Kondisi ekonomi yang stabil, tidak adanya kerusuhan dan perubahan politik akan berpengaruh positif terhadap harga saham, sehingga akan mempengaruhi terhadap return saham yang diperoleh investor. Di sini Risiko sistematis dapat dilambangkan dengan beta ( $\beta$ ). Beta dapat diestimasi dengan meregres return saham terhadap return pasar. Beta merupakan pengukur volatilitas return suatu sekuritas atau portofolio terhadap return pasar. Dimana pengertian volatilitas adalah sebagai fluktuasi dari return suatu sekuritas dalam suatu periode tertentu.

Jika fluktuasi return sekuritas secara statistik mengikuti fluktuasi return pasar, maka beta dari sekuritas tersebut bernilai 1. Misalnya apabila return pasar naik sebesar 5%, maka investor akan mengharapkan kenaikan return sekuritasnya sebesar 5% pula (Arifin Zainal, 2007).

Dalam penelitian ini, untuk membandingkan antara return dan risiko yang diperoleh investor digunakan *market model* (model pasar), sehingga akan

diketahui mana yang lebih besar tingkat pengembalian (*return*) dan risiko antara saham GGRM dengan HMSP.

Tujuan investor dalam berinvestasi adalah memaksimalkan *return*, tanpa melupakan faktor risiko investasi yang harus dihadapinya. *Return* merupakan salah satu faktor yang memotivasi investor berinvestasi dan juga merupakan imbalan atas keberanian investor menanggung risiko atas investasi yang dilakukannya. *Return* diartikan sebagai keuntungan yang diperoleh dari dana yang ditanamkan pada suatu investasi. Untuk investasi dalam bentuk kepemilikan saham, *return* yang diperoleh investor adalah berupa *dividen* dan *capital gain/loss*.

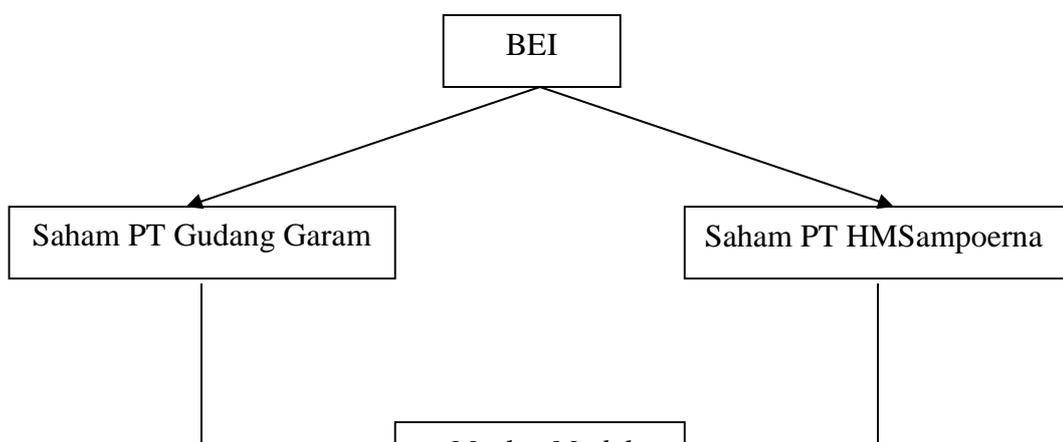
Dividen merupakan pembagian keuntungan yang dibagikan perusahaan penerbit saham tersebut atas keuntungan yang dihasilkan perusahaan pada periode tertentu, sedangkan *capital gain/loss* dalam satu periode merupakan selisih harga saham awal dengan harga saham pada akhir periode. Bila harga saham pada akhir periode lebih tinggi dari pada harga awalnya, maka investor memperoleh *capital gain* dan jika terjadi sebaliknya maka investor memperoleh *capital loss*. Selanjutnya, Zalmi Zubir (2011: 125-126) menjelaskan bahwa selisih antara tingkat pengembalian yang diharapkan dengan tingkat bebas risiko (*risk free rate*) yang dikenal dengan *risk premium* dapat berubah-ubah karena pengaruh beberapa faktor yang mempengaruhi *risk free rate*. Apabila *risk free rate* berubah maka *risk premium* akan berubah. Variabel-variabel yang mempengaruhi *risk premium* inilah yang nantinya akan dikenal dengan risiko investasi.

Menurut Jogiyanto Hartono (2000 : 214) hanya menghitung return suatu investasi tidaklah cukup. Risiko dari investasi juga perlu diperhitungkan. Return dan risiko merupakan dua hal yang tidak terpisahkan, karena pertimbangan suatu investasi merupakan *trade off* dari kedua faktor ini. Return dan risiko mempunyai hubungan yang positif, semakin besar risiko yang harus ditanggung, semakin besar return yang harus dikompensasikan. Risiko sering dihubungkan dengan penyimpangan atau deviasi dari hasil yang diterima dengan yang diekspektasikan.

Bagian dari risiko sekuritas yang dapat dihilangkan dengan membentuk portofolio yang *well-diversified* disebut dengan risiko yang dapat didiversifikasikan (*diversifiable risk*) atau risiko perusahaan (risiko perusahaan (*company risk*) atau risiko spesifik (*specific risk*) atau risiko unik (*unique risk*) atau risiko yang tidak sistematis (*unsystematic risk*).

Oleh karena risiko ini unik untuk suatu perusahaan, maka risiko ini dapat didiversifikasi di dalam portofolio. Sebaliknya, risiko yang tidak dapat didiversifikasikan oleh portofolio disebut dengan *nondiversifiable risk* atau risiko pasar (*market risk*) atau risiko umum (*general risk*) atau risiko sistematis (*systematic risk*). (Jogiyanto Hartono, 2000 : 262-263)

Dengan demikian, maka kerangka pemikiran sebagaimana telah diuraikan di atas dapat digambarkan dalam Bagan 1.1. di bawah ini :



diperbandingkan

Gambar 1.4 : Bagan Kerangka Pemikiran

## **(2) Hipotesis Konseptual**

Berdasarkan kerangka pemikiran di atas, maka diajukan hipotesis secara konseptual sebagai berikut : diduga bahwa *return* dan *risk* saham GGRM lebih besar dari *return* dan *risk* HMSP.