

**BAB IV**  
**PEMBAHASAN**

**A. Realized Return & Risk Saham GGRM DAN HMSP**

Hasil perhitungan *realized return* saham GGRM dan HMSP, berdasarkan *Holding Period Return Model* (HPRM) bulanan dengan menggunakan rumus *capital gain/loss* sejak Januari 2006 sampai dengan Juni 2010 (selama 54 bulan) untuk kedua emiten (GGRM dan HMSP), termuat pada Lampiran II, secara ringkas dikemukakan sebagai berikut :

Tabel 4.1. Ringkasan *Realized Return* : GGRM, HMSP dan Market Periode Januari 2006 – Juni 2010 (bulanan)

No.	Deskripsi	Rr <sub>G</sub> GGRM	Rr <sub>S</sub> HMSP	R <sub>M</sub> IHSG
1.	<i>Total</i>	1.4509	0.9830	1.1160
2.	<i>Average*</i>	0.0269	0.0182	0.0207
3.	<i>Std. Deviation</i>	0.1229	0.0978	0.0817
4.	<i>Varian</i>	0.0263	0.0096	0.0067
5.	<i>Maximum</i>	0.5235	0.2981	0.2013
6.	<i>Minimum</i>	-0.2712	-0.2157	-0.3142

\*) *arithmetic mean*

Berdasarkan Tabel 4.1. temuan penelitian ini mengungkapkan bahwa secara rata-rata maupun total (akumulasi) selama periode Januari 2006 sampai dengan Juni 2010, *realized return* saham GGRM lebih besar dari saham HMSP, bahkan *realized return* GGRM lebih besar dari *market return*. Sedang *realized*

*return* saham HMSP juga lebih kecil dari *market return* atau dapat dinotasikan sebagai berikut :  $R_G = 0.0269 > R_m = 0.0207 > R_S = 0.0182$

Standard deviasi ( ) dalam posisi ini mencerminkan risiko individual saham yang tidak terkait dengan pasar atau *default risk* (risiko bawaan), Brigham dan Houston (178-184; 1998) menyebutnya *stand alone risk*. Standar deviasi GGRM (  $\sigma_G$  ) atau *stand alone risk* GGRM (yang tidak terkait dengan pasar) lebih besar dari standar deviasi HMSP (  $\sigma_S$  ) atau  $\sigma_G (0.1229) > \sigma_S (0.0978)$ .

Jika makna risiko (  $\sigma_G$  ) ini dikaitkan dengan *realized return* pada kedua emiten ( $R_G$ ) dan ( $R_S$ ), maka *trade-off return and risk* saham GGRM memenuhi preposisi *high risk high return* dan *low risk low return* bagi HMSP.

Nilai maksimum *realized return* GGRM selama 54 bulan adalah sebesar 0.52 atau 52 % dari selisih harga beli yang terjadi pada bulan ke-41 (Mei 2009), lihat Lampiran II, sedangkan nilai tertinggi atau *capital gain* yang diperoleh HMSP sebesar 0.2981 terjadi pada bulan ke-49 atau Januari 2010 dan *market return* tertinggi hanya sebesar 0.2013 (20%) yang terjadi pada bulan ke-40 atau April 2009. Nilai terendah atau *capital loss* GGRM sebesar -0.27 atau kerugian sebesar 27% terjadi pada bulan ke-34 (Okt 2008), pada bulan Oktober 2008 ini juga pasar sedang *bearish*, yaitu *return* pasar menghasilkan kerugian sebesar -0.3142 (-31,42%) dan pada saat yang sama *capital loss* HMSP sebesar -0.2157 (-21,57%).

Berdasarkan uraian deskriptif di atas, yang memperbandingkan *return realized* dan *risk* antara saham GGRM dengan saham HMSP, sebagaimana pendugaan pada Hipotesis-1 ( $H_1$ ) yang menyatakan bahwa : *Realized Return*

saham GGRM lebih besar, jika dibandingkan dengan *Realized Return* saham HMSP selama periode Januari 2006 sampai dengan Juni 2010.

Hipotesis-1 ini secara deskriptif membuktikan bahwa  $R_G = 0.0269 > R_S = 0.0182$  dan  $\sigma_G = 0.129 > \sigma_S = 0.0978$ , tetapi secara statistic (hasil *uji paired sample test* dengan tingkat keyakinan 95%, hasil perhitungan lengkap lihat Lampiran IX) tidak berbeda nyata dengan nol atau menerima  $H_{01}$  dan menolak  $H_{A1}$ . Dengan kata lain secara statistic *realized return* dan *risk* saham GGRM adalah sama atau tidak berbeda.

## **B. Expected Return & Risk**

### **(1). Analisis Market Model**

Sesuai dengan model aplikasi yang digunakan, maka hasil perhitungan *market model* secara ringkas untuk kedua emiten (GGRM dan HMSP), sebagai berikut :

#### **(a) Market Model untuk GGRM :**

$$E(R_{G,t}) = 0.012 + 0.700 E(R_{m,t})$$

(0.015)      (0.185)

Angka dalam kurung adalah nilai *standard error of estimate*

$t\text{-cal.} = 3.787 > t\text{-tab}_{(52;0.025)} = 2.007$  : signifikan pada tingkat kepercayaan 95%, bahkan juga pada tingkat kepercayaan 99% seperti diperoleh nilai sebesar sig. : 0.000 (signifikan pada 0.01 )

$$R^2 = 0.216 ;$$

Hasil perhitungan secara lengkap, termuat pada Lampiran III.

Nilai  $E(e_{G,t}) = 0$  menunjukkan *market model* yang memenuhi *goodness of the fittest*, lihat perhitungan Lampiran V.

Dengan demikian, dapat dinyatakan bahwa jika terjadi kenaikan *market return* (pasar sedang *bullish*) sebesar 1% atau (1 *satuan*), maka *expected return* saham GGRM akan naik sebesar 7% atau (0.7 *satuan*), demikian juga bila pasar sedang *bearish* atau *market return* turun sebesar 1%, maka *return* saham GGRM akan turun sebesar 7% dengan tingkat keyakinan 99 % atau di atas perkiraan awal pada 95%.

Nilai beta ( $\beta_G$ ) GGRM (yang mencerminkan risiko saham yang terkait pasar) sebesar 0.70 adalah lebih kecil dari *market risk*, yaitu beta pasar ( $\beta_M$ ) atau  $\beta_G < \beta_M$  atau ( $\beta_G = 0.70 < \beta_M = 1$ ).

**(b) Market Model untuk HMSP :**

$$E(R_{S,t}) = 0.013 + 0.270 E(R_{m,t})$$

(0.014)      (0.162)

Angka dalam kurung adalah nilai *standard error of estimate*  
 $t_{cal.} = 1.669 < t_{tab}(df=n-k-1; /2) = 2.007$ , berarti tidak signifikan pada tingkat keyakinan 95%, sesuai dengan hasil sig. : 0.101 (signifikan pada  $< 0.10$ );  $R^2 = 0.051$

Hasil perhitungan regresi lengkap, termuat pada Lampiran IV);

Nilai  $E(e_{G,t}) = 0$  menunjukkan *market model* yang memenuhi *goodness of the fittest*, lihat perhitungan pada Lampiran VI meskipun dengan tingkat keyakinan yang cukup rendah atau di bawah 90%.

Dengan demikian, dapat dinyatakan bahwa jika terjadi kenaikan *market return* (kondisi pasar sedang *bullish*) sebesar 1% (1 *satuan*), maka *return* saham HMSP akan naik sebesar 2,7% (0.27 *satuan*), demikian juga sebaliknya, bila pasar sedang *bearish* atau *market return* turun sebesar 1%,

maka *expected return* saham HMSP akan turun sebesar 2,7% dengan tingkat keyakinan di bawah 90% atau lebih rendah dari tingkat keyakinan yang melekat pada GGRM.

Nilai beta ( $\beta$ ) GGRM (yang mencerminkan risiko saham yang terkait atau hasil interaksi dengan pasar) beta HMSP sebesar  $0.27 < \beta_M = 1$  (*market risk*) atau  $\beta_S < \beta_M$ .

## (2) Hasil Perhitungan $E(R_G)$ , $E(R_S)$ dan $E(R_M)$

Dari market model di atas, maka diperoleh *expected return* GGRM, HMSP dan Market Return untuk periode Juli 2010 sampai dengan Juni 2011 yaitu diperoleh hasil bahwa *expected return* (total/akumulatif selama 12 bulan dan rata-rata) GGRM memperoleh hasil lebih besar dari pada *expected return* HMSP maupun *market return* ( $R_M$ ), yaitu (dalam bilangan rata-rata) atau dapat dinotasikan sebagai berikut :  $E(R_G) = 0.350 > E(R_M) = 0.294 > E(R_S) = 0.235$ . Hasil *expected return* ini juga selaras dan konsisten dengan perolehan besaran nilai beta emiten dengan *market*, yaitu ( $\beta_G$ ) = 0.70 <  $\beta_S = 0.27$  dan keduanya < ( $\beta_M$ ) = 1. Hasil ini juga sesuai dengan hasil perhitungan *realized return* (yang belum melibatkan nilai pasar pada *Market Model*).

Tabel 4.2. : *Expected Return* GGRM, HMSP dan Market Periode Juli 2010 – Jun 2011

No.	Periode (bulan)	<i>Expected Return</i>		
		GGRM	HMSP	Market
		$E(R_G)$	$E(R_S)$	$E(R_M)$
1	Jul 2010	0.049	0.027	0.053
2	Agu 2010	0.015	0.014	0.004
3	Sep 2010	0.107	0.050	0.136

4	Okt 2010	0.039	0.023	0.038
5	Nov 2010	-0.008	0.005	-0.029
6	Des 2010	0.046	0.026	0.049
7	Jan 2011	-0.044	-0.008	-0.079
8	Feb 2011	0.025	0.018	0.018
9	Mar 2011	0.054	0.029	0.060
10	Apr 2010	0.039	0.023	0.038
11	Mei 2011	0.015	0.014	0.005
12	Jun 2011	0.012	0.013	0.000
	Total	0.350	0.235	0.294
	Ave	0.029	0.020	0.024
	Std	0.037	0.014	0.053
	Var	0.001	0.000	0.003
	Max	0.107	0.050	0.136
	Min	-0.044	-0.008	-0.079

Sumber : Hasil penelitian, 2011

Dari hasil perhitungan pada Tabel 4.2. ini, maka diduga sesuai dengan Hipotesis-2 ( $H_{A2}$ ) : *Expected Return* saham GGRM lebih besar jika dibandingkan dengan *Expected Return* saham HMSP selama periode Juni 2010 sampai dengan Juli 2011. Ternyata berdasarkan hasil uji secara statistic dengan *paired sample t-test* pada tingkat keyakinan 95% bahwa *expected return* saham GGRM tidak berbeda (*not significant statistically*) nyata atau sama dengan *expected return* saham HMSP atau dengan kata lain  $H_{A2}$  ditolak  $H_{02}$  diterima. Perhitungan *paired sample t-test* lengkap termuat pada Lampiran IV-1 dan IV-2.

Walaupun secara statistic tidak ada perbedaan yang signifikan pada *expected return* di antara kedua emiten. Tetapi hasil perhitungan *expected return* dan *risk* saham GGRM dan HMSP ini juga tetap konsisten dengan preposisi *high risk high return*, yaitu  $\sigma_G = 0.70 > \sigma_S = 0.27$  dan  $E(R_G) = 0.350 > E(R_S) = 0.235$

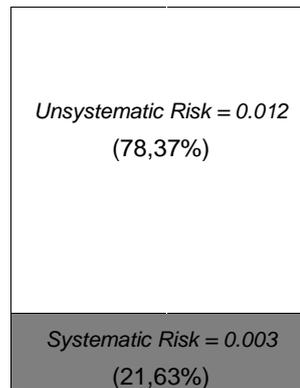
### C. Komposisi Risiko GGRM dan HMSP

Untuk mengetahui komposisi risiko terdiri dari : *Total risk (TR)* = *Systematic risk (SR)* + *Unsystematic risk (UR)* kedua emiten, yaitu : saham GGRM dan HMSP ini, dapat diketahui dari hasil perhitungan yang telah diperoleh sebagai berikut :

#### (1) Komposisi TR, SR dan UR saham GGRM :

$$\text{Total risk}_{(G)} = \text{Systematic risk}_{(G)} + \text{Unsystematic Risk}_{(G)}$$

$$\begin{aligned} \text{Var}(R_{G,t}) &= \beta_G^2 \text{Var}(r_m) + \text{Var}(e_{G,t}) \\ 0.015 &= 0.003 + 0.012 \\ 100\% &= 21,63\% + 78,37\% \end{aligned}$$

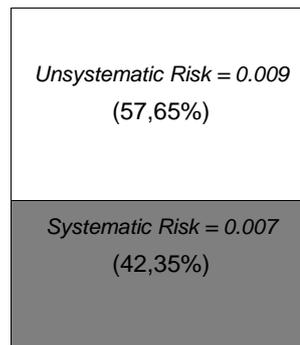


Gambar 4.1. Komposisi Risiko GGRM

#### (2) Komposisi TR, SR dan UR saham HMSP

$$\text{Total risk}_{(S)} = \text{Systematic risk}_{(S)} + \text{Unsystematic Risk}_{(S)}$$

$$\begin{aligned} \text{Var}(R_{S,t}) &= \beta_S^2 \text{Var}(r_m) + \text{Var}(e_{S,t}) \\ 0.016 &= 0.007 + 0.009 \\ 100\% &= 42,35\% + 57,65\% \end{aligned}$$



#### Gambar 4.2. Komposisi Risiko HMSP

Berdasarkan perhitungan komposisi risiko (secara individual) antara saham GGRM dengan HMSP, maka dapat dinyatakan bahwa Total Risk, Systematic Risk dan Unsystematic Risk saham GGRM > Total Risiko HMSP. Dalam kajian risiko ini, secara teoritis yang dianggap sangat relevant untuk dikaji adalah komposisinya, yaitu besaran nilai *systematic risk* dan *unsystematic risk* dari kedua emiten secara individual. Hal ini sangat penting untuk aplikasi pada analisis portofolio.

*Systematic risk* adalah risiko yang tidak dapat didiversifikasi atau tidak dapat dikurangi, sedangkan *Unsystematic Risk* adalah risiko yang dapat didiversifikasi (dihilangkan/dikurangi).

Tergambar jelas bahwa secara individual saham GGRM memiliki komposisi sebesar 21,63% dan *Unsystematic risk* sebesar 78,37%, sedangkan

saham HMSP mengandung *Systematic risk* sebesar 42,35% dan *Unsystematic risk* sebesar 57,65%. Risiko sistematis ini tidak dapat dikurangi atau didiversifikasi jika diaplikasikan pada portofolio. Hal ini berarti bahwa kandungan risiko sistematis (risiko yang tidak dapat didiversifikasi atau yang tidak bisa dikurangi) pada saham GGRM lebih kecil dibanding dengan saham HMSP atau risiko sistematis HMSP hampir mencapai dua kali lipat saham GGRM. Meskipun besaran komposisi risiko tidak sistematis pada saham GGRM sebesar 78,37%, tetapi besaran risiko ini dapat dikurangi, jika diportofoliokan dengan saham lain. Di lain pihak besaran komposisi risiko sistematis saham HMSP sebesar 42,35%.

Hal ini penting bagi investor individual maupun kelembagaan (yang memportofoliokan asset yang dimilikinya), karena secara teoritis panduan bagi investor adalah jangan menaruh telur dalam satu keranjang. Sedangkan bagi emiten dapat menjadi *input* untuk mengambil kebijakan strategis yang komprehensif dalam aktifitas korporasi ke masa depan.

Dalam kajian risiko ini, uji hipotesis secara statistic tidak dilakukan, karena hanya memiliki 1 (satu) nilai (totalitas) pada risiko saham setiap emiten, yang dilakukan adalah membandingkan nilai perolehannya dalam komposisi risiko, dengan nilai prosentase, sebagai berikut :

$$(a) \text{RS}_G (21,63\%) < \text{RS}_S (42,35\%)$$

$$(b) \text{UR}_G (78,37\%) > \text{UR}_S (57,65\%)$$

Oleh karena itu, hipotetis-3 ( $H_{A3}$ ) yang menyatakan bahwa : *Systematic Risk dan Unsystematic Risk* saham GGRM lebih besar jika diperbandingkan dengan *Systematic Risk, Unsystematic Risk* saham HMSP, secara dekriptif terbukti, karena semua nilai dalam komposisi risiko ini, ternyata GGRM lebih besar dari pada HMSP. Walaupun kedua risiko ini tidak diuji secara statistic dengan *paired sample t-test*, tetapi karena nilai *total risk* ( $\text{Var } R_{i,t}$ ) di hitung dari kedua beta emiten dikalikan dengan  $\text{Var} (R_M)$  atau  $\beta_i^2 \text{Var} (r_m)$ , sedangkan hasil beta GGRM ( $\beta_G$ ) dari *market model* adalah *significant* pada tingkat keyakinan 99%, maka logis jika hipotetis-3 ini secara statistic juga membuktikan dengan kuat.



