

BAB 1 PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

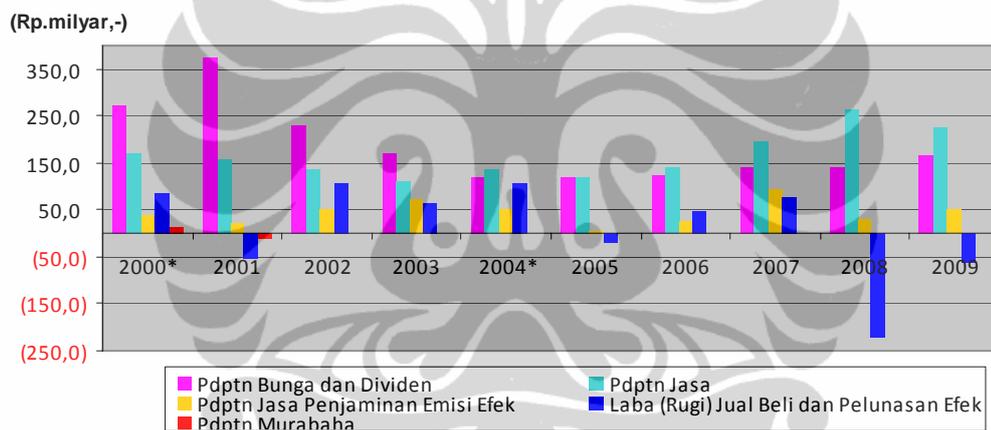
Kegiatan *portfolio trading* atau jual beli efek adalah salah satu kegiatan usaha, terutama pada perusahaan yang bergerak di industri pasar modal, untuk meningkatkan pendapatan usaha dari keuntungan jual beli efek (*capital gain*). Menurut Stoll (1988, hal.20), yang dimaksud dengan *portfolio trading* adalah kegiatan jual beli efek oleh perusahaan, yang dalam hal ini dilakukan oleh *dealer*. Efek dibeli pada harga serendah-rendahnya, dengan harapan untuk dapat menjual kembali efek tersebut pada harga setinggi-tingginya. Kegiatan ini diawali dengan ekspektasi bahwa efek yang dibeli saat ini akan mengalami kenaikan harga di masa yang akan datang (1988, hal.20). Pada saat harga efek telah mengalami kenaikan, akan dilakukan penjualan atas efek yang dimiliki tersebut. Dari perbedaan harga yang terjadi, akan didapatkan *capital gain* (Jones, 2010, hal.129). Efek yang belum dijual kembali akan dicatat sebagai aset yang dimiliki oleh perusahaan.

Di pasar modal, harga efek akan selalu mengalami pergerakan (fluktuasi). Prediksi (*forecast*) arah pergerakan harga yang dilakukan oleh para analis tidak dapat dipastikan kebenarannya secara akurat meskipun dapat dijadikan pedoman atau gambaran umum (Jones, 2010, hal.287). Banyak faktor yang dapat mempengaruhi pergerakan harga efek di pasar modal. Bahkan, pergerakan harga efek sejenis pun akan berbeda satu sama lain pun baik secara besaran maupun arahnya.

Terjadinya pergerakan harga adalah hal yang diharapkan oleh para *dealer* dalam melakukan kegiatan jual beli efek, karena pergerakan kenaikan harga (*upside movement*) akan menghasilkan potensi keuntungan bagi perusahaan. Sebaliknya, pergerakan penurunan harga (*downside movement*) akan menimbulkan eksposur potensi kerugian atas efek yang dimiliki. Pergerakan harga di pasar modal ini dapat menimbulkan kemungkinan terjadinya risiko kerugian secara finansial yang harus ditanggung jika sewaktu-waktu terjadi penurunan nilai aset. Jumlah kerugian ataupun keuntungan yang terjadi (*realised loss/gain*) akan

tercermin dalam kinerja perusahaan sebagai adanya Laba (Rugi) dari Jual Beli dan Pelunasan Efek pada Neraca Laba Rugi Laporan Keuangan Perusahaan (Laporan Keuangan Tahunan PT DA, Catatan 2.d).

PT DA adalah salah satu perusahaan yang membawahi anak-anak perusahaan yang bergerak di pasar modal, dimana kegiatan usahanya sangat berkaitan erat dengan pergerakan harga efek dan surat berharga. Perusahaan ini dibentuk oleh pemerintah tahun 1976 dan ditujukan untuk membantu pemerintah dalam memperkenalkan dan menggiatkan pasar modal. Pendapatan yang diterima oleh perusahaan terdiri dari pendapatan dari beberapa aktivitas usaha (Gambar 1.1) dengan pendapatan dari kegiatan jual beli efek yang mengalami kerugian pada tahun-tahun 2001, 2005 dan 2008, sebesar Rp.55,9 milyar, Rp.18,8 milyar, dan Rp.218,4 milyar.



Gambar 1.1 Pendapatan Usaha PT DA Tahun 2000-2009

Sumber : Laporan Keuangan PT DA tahun 2000-2009

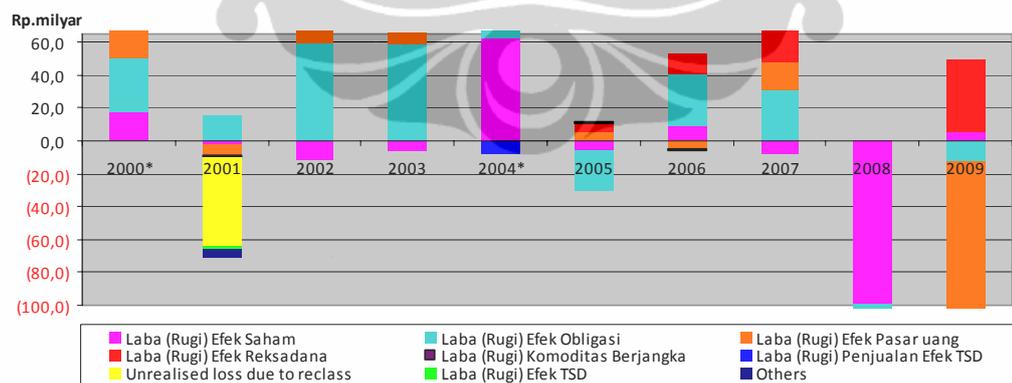
*) *restated*

Tabel 1.1 Pendapatan Jual Beli Efek

Tahun	Laba (Rugi) Jual Beli Efek (Rp. juta)
2000	83.616
2001	(55.974)
2002	108.354
2003	63.524
2004	107.984
2005	(18.799)
2006	47.503
2007	76.648
2008	(218.410)
2009	(64.764)

Sumber: Laporan Keuangan (Audited) PT DA tahun 2000 – 2009

Pendapatan Laba (Rugi) dari Jual Beli dan Pelunasan Efek terdiri kegiatan jual beli beberapa jenis efek yaitu saham, surat hutang, unit reksadana, dan valuta asing. Gambar 1.2 menunjukkan bahwa kerugian signifikan masing-masing disebabkan karena kerugian reklasifikasi aset (pada tahun 2001), jual beli efek saham (tahun 2008), dan transaksi valutas asing (tahun 2009) yang saat ini tidak lagi dilakukan. Kemungkinan terjadinya kembali kerugian yang disebabkan oleh sangat kecil, maka pembahasan akan ditekankan kepada kemungkinan kerugian yang terjadi karena jual beli efek saham.



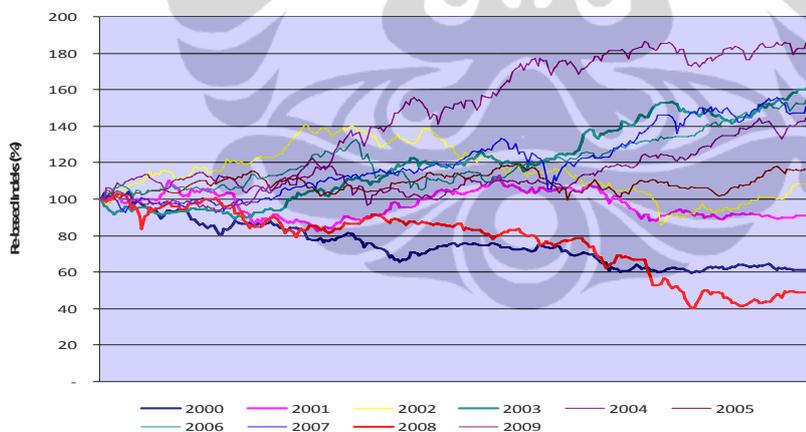
Gambar 1.2 Pendapatan Jual Beli dan Pelunasan Efek Tahun 2000-2009

Sumber : Laporan Keuangan PT DA tahun 2000-2009

*) restated

Untuk pasar saham, khususnya pasar saham Indonesia, indikasi utama yang dapat menggambarkan kondisinya adalah indeks harga saham-saham yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), yaitu Indeks Harga Saham gabungan (IHSG).

Indeks pada BEI juga mengalami pergerakan. Pergerakan ini memberikan potensi keuntungan maupun kerugian untuk aset saham yang dimiliki perusahaan, adanya pergerakan ini dianggap hal wajar. Pada waktu tertentu, dapat juga terjadi pergerakan yang sangat tajam karena adanya kondisi tertentu dan inilah yang dianggap sebagai kondisi ekstrim (*extreme events*) di pasar modal. Dalam hal terjadinya kenaikan yang ekstrim, keuntungan (*capital gain*) atas aset yang dimiliki dapat segera direalisasikan. Sebaliknya, jika terjadi penurunan yang ekstrim, potensi kerugian akan membayangi kinerja perusahaan. Pada titik tertentu, perusahaan dihadapkan pada kondisi harus melakukan penjualan efek yang dimiliki, antara lain karena tuntutan likuiditas atau adanya kebijakan *stop-loss*, yang menyebabkan terjadinya realisasi kerugian efek (*realised capital loss*). Kondisi ini akan menyebabkan terjadinya rugi dari kegiatan jual beli efek.



Gambar 1.3 Pergerakan Indeks Saham Gabungan Tahunan (2000-2009)

Sumber: *Bloomberg*, diolah dengan Microsoft Excel

Sepanjang tahun 2000-2009, IHSG juga mengalami fluktuasi (Gambar 1.3). Jika dilakukan perbandingan pergerakan IHSG pada setiap tahun berjalan (dengan menganggap titik awal tahun selalu sebagai titik nol), pasar modal

Indonesia telah beberapa kali mengalami kondisi penurunan ekstrim yaitu pada tahun 2000 dan 2008.

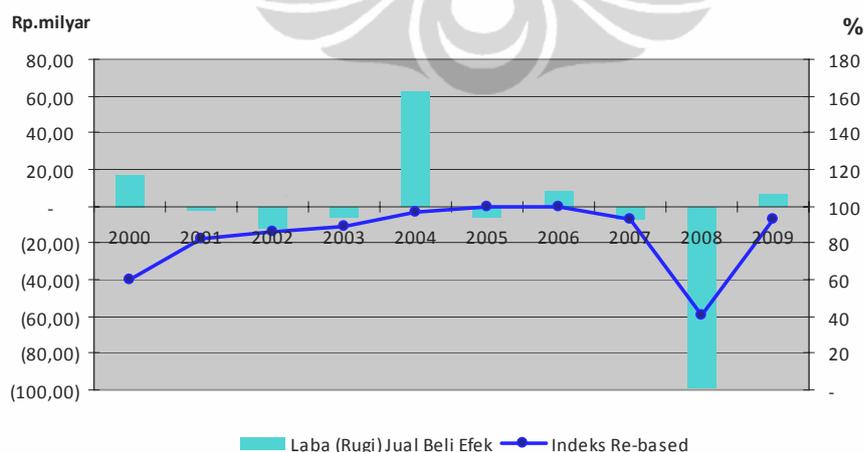
Tabel 1.2 Titik terendah IHSG dan Pendapatan Jual Beli Efek Saham

Tahun	Titik terendah IHSG pada tahun berjalan	Laba (Rugi) Jual Beli Efek Saham (Rp. juta)
2000	59,70	17,06
2001	82,35	(2,02)
2002	86,08	(11,77)
2003	89,27	(6,14)
2004	96,62	62,46
2005	99,39	(6,01)
2006	100,00*	8,83
2007	92,94	(7,56)
2008	40,48	(99,14)
2009	93,32	6,25

Sumber: *Bloomberg*, diolah dengan Microsoft Excel dan Laporan Keuangan (Audited) PT DA tahun 2000 – 2009

*)Indeks mengalami kenaikan sepanjang tahun berjalan sehingga titik terendah adalah nilai indeks pada awal tahun.

Gambar 1.4 menunjukkan bahwa kerugian signifikan dari kegiatan jual beli efek saham pada tahun 2008 terjadi bersamaan dengan terjadinya penurunan IHSG pada titik yang paling ekstrim dibandingkan dengan tahun-tahun sebelumnya.



Gambar 1.4 Titik terendah IHSG dan Pendapatan Jual Beli Saham tahun 2000-2009

Sumber: *Bloomberg*, diolah dengan Microsoft Excel dan Laporan Keuangan PT DA

Di tahun 2000, pada saat indeks mengalami penurunan ekstrim, perusahaan masih membukukan laba dari kegiatan jual beli efek saham, begitu pula pada tahun-tahun 2001, 2002 dan 2009. Terjadinya kerugian bisa disebabkan oleh hal lain diluar rutinitas jual beli efek, misalnya pada tahun 2005 lebih karena adanya perubahan kebijakan perusahaan, dimana diputuskan untuk melakukan penjualan atas efek dalam tempo yang relatif singkat.

Risiko yang secara umum diartikan sebagai *uncertainty of outcomes* (Jorion, 2007, hal.79), merupakan risiko aset individual yang tergabung dalam portofolio. Pada kondisi terjadi penurunan harga efek, perusahaan mengalami kerugian karena penurunan nilai aset portofolio. Penurunan nilai aset dalam jumlah yang besar dapat menyebabkan potensi timbulnya kesulitan dalam menjalankan kegiatan usaha. Risiko keuangan yang mungkin timbul karena penurunan nilai aset kemudian menjadi perhatian utama manajemen untuk melakukan pengelolaan antara risiko dan imbal hasil (*managing risk and return*). Pada titik ini, manajemen risiko diperlukan untuk memastikan bahwa tidak akan terjadi kerugian yang akan melampaui batas kemampuan keuangan perusahaan (*to suffer from unacceptable losses*) (Best, 1998, hal.2).

Perhitungan risiko keuangan (*financial risk*) yang paling umum dilakukan dengan menggunakan metode *Value at Risk* (VaR). Nilai VaR dapat memberikan nilai risiko keuangan suatu portofolio (*multi-assets*) dalam pergerakan harga pasar yang normal (*normal market behaviour*). VaR didefinisikan sebagai nilai maksimum kerugian yang mungkin terjadi pada suatu portofolio, selama jangka waktu tertentu dengan tingkat kepercayaan (*confidence level*) tertentu (Best, 1998, hal.10).

1.2 Rumusan Masalah

Dalam rangka melakukan pengelolaan antara risiko dan imbal hasil dari kegiatan jual beli efek, dilakukan perhitungan nilai VaR sehingga dapat diperkirakan nilai maksimum kerugian atas portofolio yang dimiliki. Namun, pada saat terjadinya kondisi ekstrim (seperti jika terjadi *stock crash market* tahun 2008), kerugian yang dialami akan jauh melebihi perkiraan kerugian yang telah dihitung berdasarkan nilai VaR. Pada tahun tersebut, kerugian dari kegiatan jual beli efek mencapai

Rp.218,4 milyar dengan total pendapatan usaha pada tahun yang sama sebesar Rp.219,9 milyar (termasuk kerugian dari kegiatan jual beli efek), seperti disajikan pada Lampiran.1.

Kondisi ekstrim di pasar modal dapat terjadi sewaktu-waktu. Manajemen perlu mengetahui potensi kerugian yang mungkin terjadi jika kondisi ekstrim terjadi di pasar modal. Langkah antisipasi yang dapat dilakukan adalah melengkapi perhitungan VaR dengan analisis perhitungan *stress testing*. Nilai VaR hanya memberikan gambaran untuk potensi rugi pada pergerakan harga pasar di kondisi normal, sedangkan analisis *stress testing* menggambarkan potensi kerugian pada pergerakan harga pasar ekstrim.

Analisis dan perhitungan *stress testing* dapat dilakukan dengan dua pendekatan yaitu analisis *sensitivity* maupun *scenario*. Pada pendekatan analisis *sensitivity*, dilakukan perhitungan *if-analysis* atas kerugian yang mungkin terjadi ketika satu faktor risiko yang berpengaruh berubah dengan asumsi faktor risiko lain tetap. Pada pendekatan analisis *scenario*, perhitungan *if-analysis* dilakukan berdasarkan perubahan secara simultan pada beberapa faktor risiko yang berpengaruh pada aset. Skenario yang digunakan dalam tesis ini dipilih dari kejadian historis yang pernah terjadi di pasar modal Indonesia dalam sembilan tahun terakhir dan bukan dengan *hypothetical scenario*.

Beberapa pertanyaan yang akan dijawab dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- (a) Berapa potensi risiko kerugian yang terjadi atas aset portofolio (khusus efek saham) dalam kondisi harga pasar yang normal?
- (b) Berapa potensi risiko kerugian atas portofolio yang sama jika terjadi kondisi ekstrim?
- (c) Aset individual manakah yang mengalami tekanan atau *stress* dalam kondisi terjadinya kondisi ekstrim?
- (d) Dengan mengetahui hasil analisis, langkah-langkah apa yang akan dilakukan oleh perusahaan ataupun investor secara umum?

1.3 Tujuan Penelitian

Pada penulisan tesis ini akan dilakukan analisis *stress testing* terhadap portofolio perusahaan pada aset saham pada saat tertentu, dengan tujuan sebagai berikut:

- (a) Mengetahui besarnya potensi kerugian finansial atas portofolio yang dimiliki pada tanggal 31 Mei 2010.
- (b) Memberikan gambaran atas potensi kerugian portofolio yang sama pada beberapa skenario kondisi ekstrim.
- (c) Untuk mengetahui tingkat tekanan atau '*stress*' pada masing-masing aset individual pada skenario kondisi ekstrim.
- (d) Hasil analisis *stress testing* dapat digunakan sebagai langkah antisipatif untuk kebutuhan modal kerja atau perubahan kebijakan portofolio.

1.4 Batasan Penelitian

Pembahasan akan dilakukan dengan memperhatikan beberapa batasan yaitu:

- (a) Tesis akan difokuskan pada risiko keuangan yang terjadi karena kondisi pasar (*market risk*) yang mengalami pergerakan ekstrim. Kondisi penurunan ekstrim dapat menyebabkan potensi kerugian pada kegiatan jual beli efek perusahaan, sehingga analisis *stress testing* akan dilakukan untuk mengantisipasi kerugian yang signifikan.
- (b) Posisi portofolio saham simulasi pada 31 Mei 2010 digunakan dengan mempertimbangkan bahwa dengan kondisi ekonomi yang terjadi saat ini di Eropa sebagai akibat lanjutan dari krisis *sub-prime mortgage*, jika tidak dapat dikontrol dapat memberikan imbas kepada perekonomian dunia.
- (c) Faktor risiko yang digunakan adalah perubahan harga efek saham.
- (d) Penentuan kondisi ekstrim dilakukan dengan menganalisis kondisi ekstrim pasar modal Indonesia (BEI) selama tahun 2000 hingga tahun 2009. Periode ini dinilai cukup mewakili mempertimbangkan selesainya krisis keuangan tahun 1997 yang disertai peningkatan indeks harga saham gabungan sejak tahun 2000 dan krisis *sub-prime mortgage* yang bersifat global yang akhirnya berpengaruh kepada pasar saham di Indonesia pada tahun 2008. Setelah krisis tahun 2008 dan sejak pertengahan tahun 2009 IHSG sudah kembali *rebound* hingga saat dilakukannya penelitian ini.

1.5 Manfaat Penelitian

Analisis *stress testing* untuk portofolio PT DA yang dilakukan pada tesis ini diharapkan dapat memberikan manfaat dan nilai tambah antara lain:

- (a) – Perusahaan dapat menentukan strategi (a.l.: mengantisipasi kebutuhan modal kerja ataupun mengubah kebijakan portofolio) dengan lebih efektif berdasarkan gambaran besaran risiko tersebut, terutama berkaitan dengan pencapaian kinerja yang meningkatkan *shareholder* dan *stakeholder value*.
 - Meningkatkan reputasi perusahaan di mata nasabah lokal maupun asing dengan melakukan penerapan manajemen risiko yang berstandar internasional.
- (b) Analisis *stress testing* juga dapat memberikan gambaran umum kepada para investor, baik institusi maupun individual, untuk mengetahui potensi kerugian maksimum atas saham individual yang dimilikinya.
- (c) Penerapan analisis *stress testing* VaR juga dapat dimanfaatkan oleh pemerintah, dalam hal ini kementerian BUMN, pada institusi BUMN yang memiliki portofolio (aset keuangan) dalam jumlah besar (antara lain: Yayasan Dana Pensiun dan Jamsostek). Hal ini dapat membantu meningkatkan kualitas pengelolaan risiko potensi kerugian pada institusi BUMN secara keseluruhan.

1.6 Metode Penelitian

Kajian teori disusun berdasarkan berbagai literatur yang berkaitan dengan topik penelitian. Pengumpulan data primer atas perubahan harga saham yang termasuk dalam aset portofolio posisi 31 Mei 2010, dilakukan untuk memperoleh keterangan mengenai:

- (a) Perubahan harga penutupan saham harian dan *return* dalam periode tertentu di waktu yang telah lalu.
- (b) Nilai eksposur dari masing-masing aset saham individual yang membentuk aset portofolio.

Tahap selanjutnya setelah mendapatkan nilai VaR adalah melakukan analisis atas hasil perhitungan, melakukan analisis *stress testing* pada portofolio yang sama, melakukan analisis, dan membuat kesimpulan dan saran.

1.7 Sistematika Pembahasan

Sistematika penulisan karya akhir ini ini akan disusun dengan urutan sebagai berikut:

Bab 1 – Pendahuluan

Dalam bab ini akan dijelaskan mengenai latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan penelitian, batasan penelitian, manfaat penelitian, metode penelitian, dan sistematika pembahasan.

Bab 2 – Tinjauan Pustaka

Bab ini menjelaskan tentang kegiatan jual beli efek (*portfolio trading*), pengertian risiko dan risiko pasar, pengertian dan definisi *Value at Risk* (VaR), landasan teori nilai VaR aset individual maupun aset portofolio dan pendekatan perhitungan yang dapat digunakan, dan landasan teori analisis *stress testing* dengan metode analisis *scenario*.

Bab 3 – Data dan Metodologi Penelitian

Dalam bab ini dijelaskan tentang obyek penelitian, pemilihan dan cara untuk mendapatkan data, pemilihan metodologi penelitian, dan pengelolaan data, sehingga dapat digunakan untuk melakukan perhitungan nilai VaR dengan metode yang telah ditentukan. Pengelolaan data dilakukan untuk perhitungan nilai VaR aset individual maupun portofolio dan nilai VaR *stress testing* untuk aset individual dan portofolio.

Bab 4 – Analisa dan Pembahasan

Pembahasan bab ini dimulai dengan pembahasan hasil nilai VaR aset individual dan portofolio untuk kedua metoda yang digunakan, pembahasan analisis *stress testing* VaR pada beberapa skenario.

Bab 5 – Kesimpulan dan Saran

Bab ini memuat kesimpulan atas hasil penelitian berdasarkan pendekatan model yang digunakan dan saran-saran agar dapat digunakan sebagai pengembangan untuk proses analisis risiko PT DA.