

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Pasar keuangan pada bursa saham masih menjadi primadona dalam melakukan investasi karena janji keuntungan yang relatif lebih tinggi dari pasar keuangan lainnya. Investasi portofolio mengatakan bahwa portofolio dengan tingkat pengembalian yang tinggi juga berpotensi untuk mengalami kerugian (*risk*) yang tinggi juga. Risiko ada disemua aktifitas investasi. Risiko bukan untuk dihindari. Oleh karena itu investor harus mempertimbangkan keseimbangan antara imbal hasil (*return*) dan risiko dari instrumen investasi. Risiko dan imbal hasil merupakan dasar dari penetapan keputusan investasi. Risiko adalah ketidakpastian imbal hasil, sedangkan imbal hasil adalah sesuatu yang diharapkan akan diperoleh atau *cash flow* yang diantisipasi dari setiap investasi yang dilakukan (Manurung et.al,2005:10).

Potensi risiko pada investasi saham memiliki tingkat ketidakpastian yang tinggi. Saat ini ketidakpastian itu tidak hanya disebabkan oleh faktor internal tetapi juga oleh faktor eksternal. Sumber ketidakpastian internal antar lain adalah efisiensi pasar saham, struktur investor, struktur modal, kerentanan saham yang diperdagangkan, jenis investor yang terlibat. Cohen dan Remolona (2008) mendapatkan bahwa harga saham di Asia sebelum krisis digerakkan oleh informasi lokal dan selama krisis digerakkan oleh sentimen investor asing. *Overreaction hypothesis* juga merupakan salah satu penyimpangan yang terjadi dalam pasar modal. Peristiwa yang dianggap dramatis oleh para investor, dapat menyebabkan para investor bereaksi secara berlebihan (*overreaction*) bahkan tidak rasional terhadap saham-saham yang ada. Menurut Bodie et.al (2nd edition:147-148) ada 3 jenis perilaku investor dalam menghadapi risiko : *risk averse* yaitu investor yang menolak investasi portofolio yang buruk, *risk neutral* yaitu investor menilai tersendiri prospek risiko dengan mengharapkan tingkat

pengembalian, *risk lover* yaitu investor yang mengatur kenaikan tingkat pengembalian yang diharapkan untuk mengambil keuntungan dengan melakukan perlawanan pada prospek risiko. Untuk Indonesia, terdapat kebiasaan dari investor domestik untuk melakukan strategi mengekor pada investor asing atau setidaknya investor domestik menggunakan perilaku investor asing sebagai acuan (Cahyono, 2000:93). Saat investor asing melepas sahamnya investor domestik mengikuti, akibatnya indeks dapat turun semakin tajam.

Pengaruh faktor eksternal pada pasar modal atau pasar finansial diawali dengan keikutsertaannya investor asing pada pasar finansial domestik. Keikutsertaan investor asing karena adanya keterbukaan negara berkembang yang didorong oleh kebutuhan akan sumber modal. Peran investor asing di satu sisi membawa dampak positif meningkatkan likuiditas berupa aliran modal masuk (*capital inflow*), tetapi di sisi yang lain merupakan ancaman instabilitas pasar ketika investor asing ini keluar dan menarik modalnya (*capital outflow*) secara massif dan tiba-tiba. Transmisi ini beroperasi melalui neraca dari berbagai lembaga keuangan dan *fund manager* internasional, yang melakukan realokasi dan rekomposisi struktur aset, kewajiban dan modalnya bila terjadi peristiwa. Relokasi dan rekomposisi yang didorong oleh kepanikan dan sifat intrisik dari pasar uang ini (*herd-behaviour*) akan menyebabkan kejatuhan nilai aset di satu negara yang ditinggalkan. Penjualan secara massif akan terjadi dan menyebabkan terdepresiasi nilai mata uang negara yang ditinggalkan dan kejatuhan harga yang menekan nilai bersih aset lembaga-lembaga keuangan domestik.

Pasar keuangan Indonesia menjadi salah satu alternatif tujuan investasi untuk mendapatkan tingkat pengembalian yang tinggi. Berdasarkan data dari Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) per tanggal 31 Juli 2008 kepemilikan saham investor Asing di Bursa Efek Indonesia sebesar 64 persen, sisanya 36 persen adalah kepemilikan saham oleh investor lokal. Perkembangan pasar bursa yang mulai bergerak naik pada awal 2003 dan puncaknya pada perdagangan saham 2007 (Gambar 1.1). Indeks harga saham gabungan selama tahun 2007 mengalami peningkatan yang cukup signifikan dibandingkan pada penutupan 2006. Indeks harga saham gabungan pada penutupan 2007 sebesar 2745,826 atau

meningkat sebesar 52,58% dari penutupan 2006 yang sebesar 1.805,523. Peningkatan level indeks ini ditunjang oleh peningkatan volume transaksi perdagangan dan kapitalisasi pasar yang cukup signifikan yaitu volume transaksi meningkat dari 1.805,5 juta menjadi 4.225,8 juta transaksi, kapitalisasi pasar mengalami peningkatan dari Rp. 1.249 triliun meningkat menjadi Rp. 1.988 triliun. (Tabel 1.1).

Tabel 1.1
PERKEMBANGAN PT BURSA EFEK INDONESIA
TAHUN 1994 - 2008

Tahun	Rata-rata Transaksi Harian			Indeks Harga Saham Gabungan			Kapitalisasi Pasar (Rp Triliun)	Jumlah Emiten
	Volume (Juta)	Nilai (Rp Miliar)	Frek. (Ribu X)	Tertinggi	Terendah	Akhir		
1994	21,6	104,0	1,5	612,888	447,040	469,640	104	217
1995	43,3	131,5	2,5	519,175	414,209	513,847	152	238
1996	118,6	304,1	7,1	637,432	512,478	637,432	215	253
1997	311,4	489,4	12,1	740,833	339,536	401,712	160	282
1998	366,9	403,6	14,2	554,107	256,834	398,038	176	288
1999	722,6	598,7	18,4	716,460	372,318	676,919	452	277
2000	562,9	513,7	19,2	703,483	404,115	416,321	260	287
2001	603,2	396,4	14,7	470,229	342,858	392,036	239	316
2002	698,8	492,9	12,6	551,607	337,475	424,945	268	331
2003	967,1	518,3	12,2	693,033	379,351	691,895	460	333
2004	1,708,6	1,024,9	15,5	1,004,430	668,477	1,000,233	680	331
2005	1,653,8	1,670,8	16,5	1,192,203	994,770	1,162,635	801	336
2006	1,805,5	1,841,8	19,9	1,805,523	1,171,709	1,805,523	1,249	344
2007	4,225,8	4,268,9	48,2	2,810,962	1,678,044	2,745,826	1,988	383
2008	3,282,7	4,435,5	55,9	2,830,263	1,111,390	1,355,408	1,076	396

Selain aktivitas transaksi yang meningkat, dalam kurun yang sama, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) juga menunjukkan kenaikan yang luar biasa. Pada akhir tahun 1994, IHSG masih berada pada level 469,640. Meskipun sempat mengalami penurunan pada saat krisis ekonomi melanda Indonesia tahun 1997, akan tetapi pada era tahun 2000-an IHSG mengalami pertumbuhan yang luar biasa. Pada tanggal 9 Januari 2008, IHSG mencapai level tertinggi sepanjang sejarah Pasar Modal Indonesia yaitu ditutup pada level 2.830,263 atau meningkat sebesar 502,65% dibandingkan penutupan tahun 1994.

Sumber : BEI (2008)

Hasil kesimpulan survei yang dilakukan oleh Basel International for Settlement pada tahun 2006 menyimpulkan bahwa ketidakseimbangan modal negara berkembang dan modal negara maju memberi dampak pada pasar finansial domestik yaitu : peningkatan distorsi dan ketidaksempurnaan pasar keuangan domestik dan menambah sumber volatilitas. Ekonomi Indonesia bergerak semu yaitu pertumbuhan yang dicapai hanya merupakan fatamorgana atau ilusi karena kinerja pertumbuhan ekonomi hampa (*bubble economy*) yaitu pertumbuhan ekonomi di dominasi sektor finansial dan sektor *non tradable* dengan pertumbuhan jauh lebih cepat dari ekonomi riil. Bank Dunia tahun 2005 menunjukkan pertumbuhan sektor *tradable* di Indonesia sebesar 3,5% sedangkan sektor *non-tradable* 8%. Pertumbuhan sektor *non tradable* di Indonesia yang jauh lebih cepat dari sektor *tradable* juga dapat diamati dari indeks harga saham di Bursa Efek Jakarta (Karsiastanto, Nop-2006).

Pertumbuhan ekonomi yang tidak kuat pada fundamental industrinya hanyalah menunggu waktu datangnya gejolak untuk mengalami guncangan dan pasar keuangan Indonesia tahun 2008 membuktikannya. Rentannya fundamental yang dimiliki, maka ketika ada gejolak di Amerika dan Eropa membawa kejatuhan pasar keuangan Indonesia. Sehubungan sumber gejolak berada di Amerika dan Eropa yaitu negara pemilik modal, karenanya kejatuhan pasar keuangan khususnya pasar saham dialami di seluruh pasar bursa dunia. Terkait resesi perekonomian saat ini (Prasetyantoko,A, 2008 : 145) perlambatan ekonomi global berdampak pada pasar domestik Indonesia melalui 2 mekanisme yaitu jalur perdagangan (*trade channel*) dan jalur aliran modal (*capital channel*).

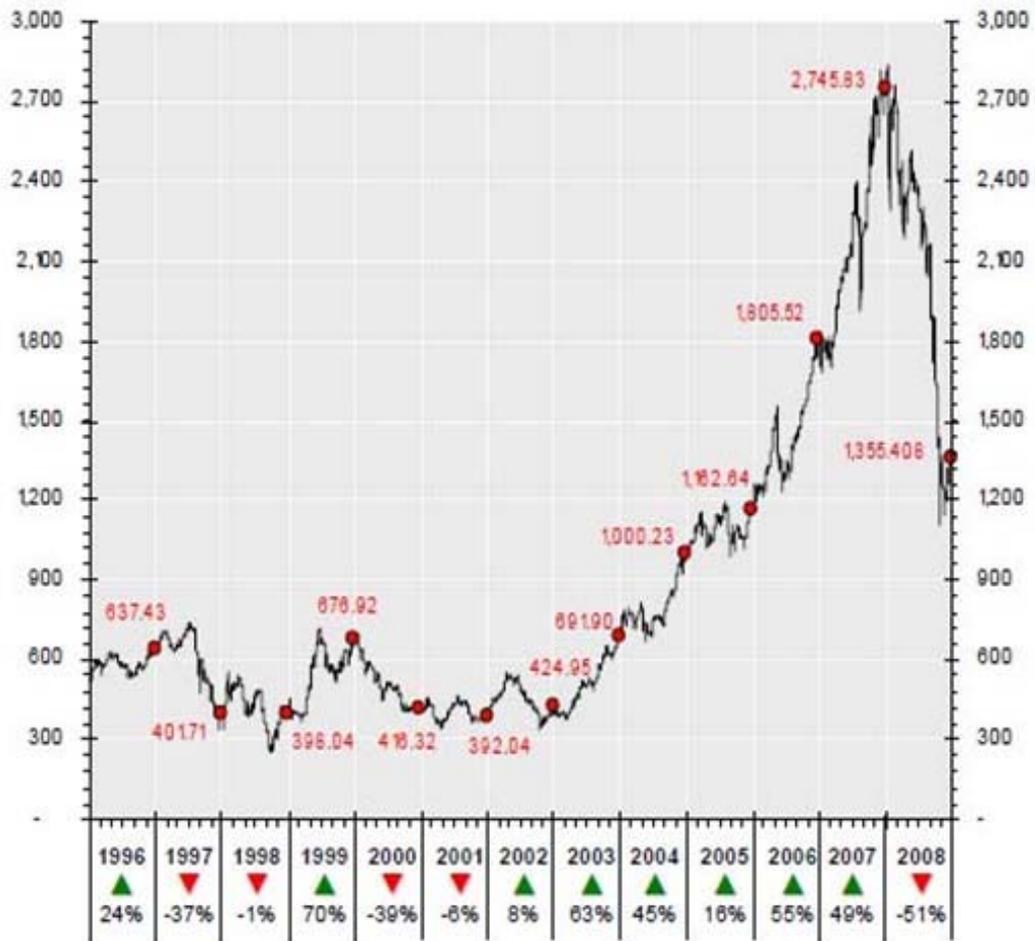
Perlambatan ekonomi yang dialami negara maju akibat ketatnya likuiditas serta menurunnya penyaluran kredit berdampak luas terhadap ekonomi regional dan memicu terjadinya *capital flight* sejalan dengan *risk aversion* investor asing. Hal tersebut berdampak pada pembalikan dana asing sehingga menyebabkan mata uang regional mengalami tekanan depresiasi. Hal tersebut tercermin dari peningkatan tajam indikator EMBIG (*Emerging Market Bond Index Global*) *spread* yang merupakan *spread* antara *yield US Treasury* dan komposit dari *yield*

negara-negara *emerging markets*. Untuk ekonomi Indonesia gejala pasar keuangan global mendorong investor asing menarik dananya dari SBI dan SUN demikian juga pada pasar saham. Pelepasan kepemilikan asing pada SBI dan SUN sepanjang triwulan laporan masing-masing mencapai Rp 11,9 triliun (USD 1,2 miliar) dan Rp 16,8 triliun (USD 1,6 miliar), sehingga posisi kepemilikan asing masing-masing mencapai Rp 8,5 triliun (USD 752 juta) dan Rp 87,4 triliun (USD 7,8 miliar).

Penarikan investasi menyebabkan kebutuhan mata uang asing US\$ meningkat sehingga terjadi penurunan nilai mata uang rupiah. Nilai tukar rupiah semakin mengalami tekanan akibat meningkatnya intensitas krisis pasar keuangan global sejak September 2008 yang dipicu oleh bangkrutnya perusahaan Lehman Brothers. Hal tersebut menyebabkan rupiah terdepresiasi dengan volatilitas yang meningkat. Rata-rata rupiah triwulan IV-2008 mencapai Rp 10.914/USD atau melemah 15,5% dibandingkan dengan rata-rata triwulan sebelumnya yang mencapai Rp 9.221/USD, sedangkan secara *point to point* rupiah mencapai level Rp 10.900/USD atau melemah 13,9% dibandingkan dengan akhir triwulan sebelumnya yaitu Rp 9.385/USD. Pergerakan rupiah yang terdepresiasi mengakibatkan volatilitas rupiah melonjak tajam dari 1,17% menjadi 9,78% (Bank Indonesia, 2008).

Penurunan nilai mata uang rupiah berarti memacu kenaikan suku bunga dan inflasi. Kenaikan suku bunga dan inflasi merubah ekspektasi investor saham dalam ekspektasi tingkat pendapatan dan *risk premium* yang harus ditanggung. Peningkatan ekspektasi tersebut mendorong untuk terjadi peralihan instrumen investasi saham kepada instrumen keuangan lainnya yang lebih stabil. Selama tahun 2008, kinerja pasar modal mengalami penurunan kinerja yang cukup signifikan terlihat pada penurunan indeks harga saham gabungan (Gambar 1.1).

Pada Gambar 1.1 terlihat bahwa indeks harga saham gabungan yang pada tahun 2007 mengalami kenaikan yang cukup fantastis dari 1.805,52 pada awal 2007 menjadi 2.745,83, namun pada transaksi periode berikutnya di tahun 2008 mengalami penurunan yang sangat drastis, dimana pada indeks sempat mencapai



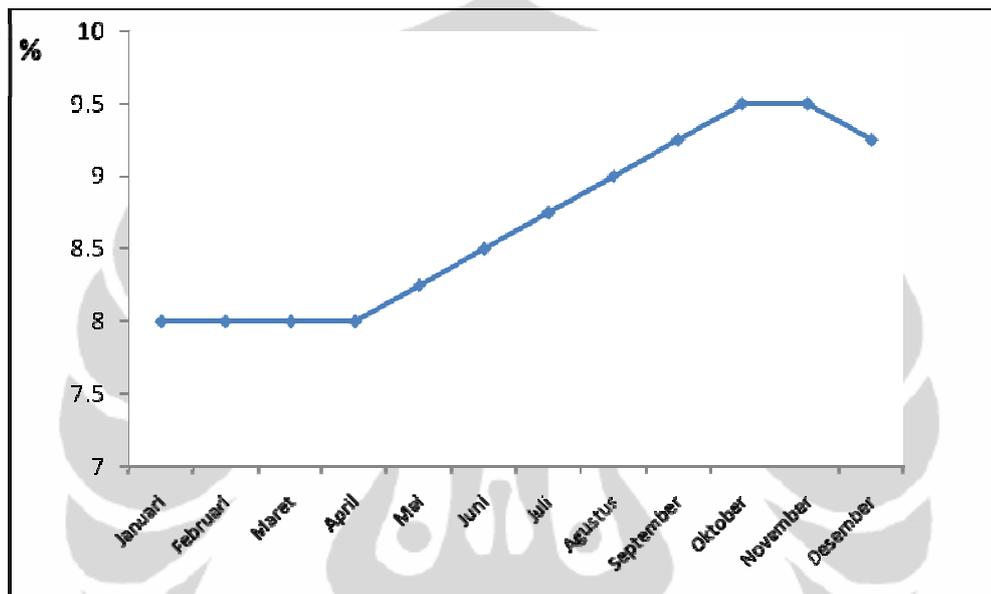
Gambar 1.1 Pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan Januari 1996 – Desember 2008

Sumber : Bursa Efek Indonesia (2008)

angka 2.830 turun menjadi 1.355 bahkan pernah berada di angka 1.111, atau turun lebih dari 60%. (BEI, 2009).

Dari sisi domestik, beberapa risiko turut mewarnai dinamika pergerakan IHSG pada tahun 2008. Risiko tersebut di antaranya berupa pelemahan nilai tukar yang sempat menyentuh level Rp. 12.700 per USD (bi.go.id) . Selain itu, isu negatif mengenai kondisi likuiditas bank serta kompleksitas permasalahan saham turut mewarnai perkembangan saham. Selama tahun 2008, investor asing masih tercatat melakukan net beli sebesar Rp18,7 triliun atau jauh menurun dibandingkan dengan tahun 2007 yang mencatat net beli Rp. 32,92 triliun.

Penurunan nilai rupiah yang berlanjut memaksa Bank Indonesia selaku pengawas moneter melakukan pengetatan likuiditas dengan menaikkan suku bunga BI rate. Suku bunga BI mulai mengalami peningkatan pada bulan April yaitu dari 8% menjadi 8,25% dan mencapai puncaknya pada bulan Oktober sebesar 9,5%. Perkembangan suku bunga BI selama tahun 2008 nampak pada Gambar 1.2.



Gambar 1.2. Perkembangan Suku Bunga BI tahun 2008

Sumber : Bank Indonesia

Kenaikan BI rate ini berdampak pada sektor riil melalui saluran kredit. Kenaikan BI rate menyebabkan sektor perbankan juga menaikkan suku bunga kredit untuk menghindari risiko yang lebih besar lagi. Selektifitas pemberian kredit juga disebabkan oleh berkurangnya likuiditas perbankan dikarenakan berkurangnya nilai asset yang dimiliki akibat harga Surat Utang Negara mengalami penurunan harga.

Ketangguhan industri menghadapi permasalahan bergantung pada karakteristik industri. Perbedaan reaksi juga terlihat pada indeks harga saham.

Penurunan nilai indeks dan kapitalisasi pasar pada masing-masing sektor terlihat pada Tabel 1.2.

Tabel 1.2 Kapitalisasi dan Nilai Indeks Harga Saham Sektoral 2007-2008

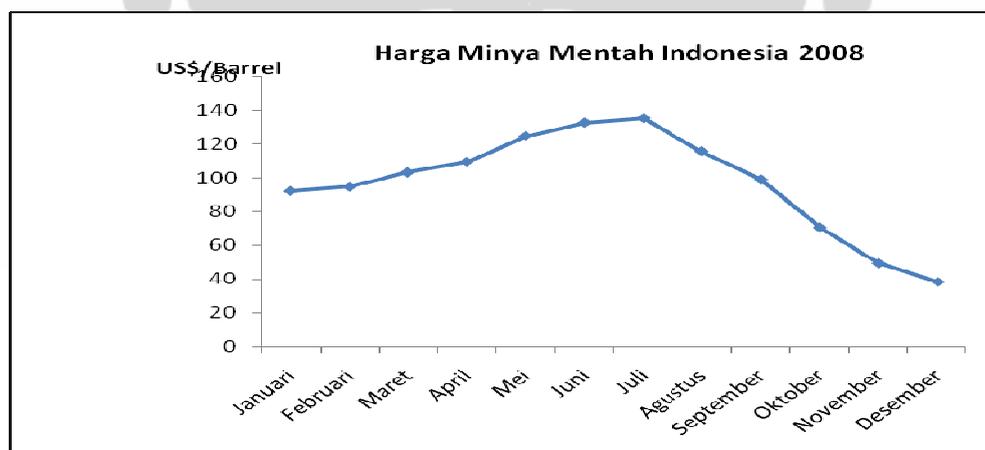
Indeks Sektoral	2007		2008		Penurunan	
	Indeks	Kapitalisasi	Indeks	Kapitalisasi	Kapitalisasi	Indeks
		(Rp.Juta)		(Rp.Juta)	%	%
Sektor Pertanian	2.754.76	109.211	918.77	37.511	65,65%	66,65%
Sektor Pertambangan	3.270.09	365.620	877.68	116.457	68,15%	73,16%
Sektor Industri Dasar /Kimia	238.05	123.265	134.99	81.587	33,81%	43,29%
Sektor Industri Aneka	477.35	135.728	214.94	60.952	55,09%	54,97%
Sektor Industri Barang Konsumsi	436.04	193.800	326.84	133.414	31,16%	25,04%
Sektor Properti & Real Estate	251.82	111.576	130.49	46.454	58,37%	48,18%
Sektor Infrastruktur	874.065	398.044	490.34	248.453	37,58%	43,9%
Sektor Keuangan	260.568	433.250	176.33	287.215	33,71%	32,33%
Sektor Perdagangan,	392.24	117.828	148.33	64.447	45,3%	62,18%

Sumber : BEI (sudah diolah)

Penurunan nilai indeks saham sektoral lebih dari 50% terjadi pada 4 sektor yaitu sektor pertanian (66,65%), sektor pertambangan (73,16%), sektor aneka industry (54,97%) dan sektor perdagangan (62,18%). Untuk penurunan nilai kapitalisasi pasar yang besar atau diatas 50% terjadi pada sektor pertanian (65,65%), sektor pertambangan (68,15%), sektor aneka industry (55,09%) dan sektor property (58,37%). Penurunan kapitalisasi pasar terbesar dialami pada sektor pertambangan sebesar 68,15% dan sektor pertanian sebesar 65,65%.

Walaupun ada sedikit keterpisahan (*decoupling*) antara pasar keuangan dan sektor riil di Indonesia, akan tetapi volatilitas dan fluktuasi di pasar uang yang tinggi akan lebih cepat mempengaruhi sektor riil. Suku bunga dan depresiasi Rupiah yang meroket menyebabkan terganggunya arus dana ke pasar barang. Kesulitan ekonomi tahun 2008 dimulai dari negara pemilik modal, maka daya beli konsumen juga berkurang sehingga dampak dirasakan pada industri yang berorientasi ekspor. Adanya hubungan keterkaitan antara satu industri dengan industri lainnya sehingga terjadi perambatan pada sektor industri lainnya yang tidak berorientasi ekspor atau sangat kecil tergantungan pada nilai tukar.

Memburuknya kondisi perekonomian dunia pada triwulan IV-2008 berdampak signifikan pada penurunan pertumbuhan ekspor. Perekonomian yang buruk ini juga disumbang oleh kenaikan komoditas energy yaitu minyak bumi selama periode 2008 (Gambar 1.3). Harga minyak mentah pernah mencapai pada titik US\$ 134/barrel. Namun setelah itu harga minyak terus menurun. Penurunan harga minyak juga menurunkan harga komoditas energy alternatif seperti kelapa sawit. Penurunan harga komoditas di pasar internasional disertai dengan melemahnya permintaan ekspor dari pasar Negara berkembang seperti China dan India mengakibatkan pertumbuhan ekspor turun signifikan. Dampak terlihat pada penurunan pertumbuhan impor terutama disebabkan oleh melambatnya pertumbuhan impor bahan baku dan barang modal.



Gambar 1.3 Harga Minyak Mentah

Sumber : ESDM

1.2 Pembatasan Permasalahan

Dalam transaksi perdagangan saham, pengukuran risiko pasar yaitu risiko karena terjadinya transaksi perdagangan, metode pendekatan yang akan digunakan adalah *value at risk*. Metode *value at risk* dipilih karena perhitungan *value at risk* memperhitungkan semua faktor risiko pasar yang terefleksikan pada harga transaksi yang terjadi.

Emiten terdaftar dalam bursa saham Indonesia tersebar pada banyak sektor usaha. Untuk memberikan informasi yang lebih terkelompok secara jelas, maka potensi risiko sektor usaha akan dilakukan sesuai dengan 9 indeks harga saham sektoral yang tersedia di bursa saham Indonesia, terdiri dari indeks harga saham sektor pertanian, indeks harga saham sektor pertambangan, indeks harga saham sektor industri dasar dan kimia, indeks harga saham sektor aneka industri, indeks harga saham sektor industri barang konsumsi, indeks harga saham sektor properti dan real estate, indeks harga saham sektor infrastruktur dan transportasi, indeks harga saham sektor keuangan, indeks harga saham sektor perdagangan dan jasa.

1.3 Perumusan Permasalahan

Beragam faktor yang mempengaruhi harga saham menyebabkan pergerakan bursa tidak dapat terantisipasi dengan baik bahkan menyulitkan dalam pengelolaan investasi. Perusahaan atau investor harus mempersiapkan biaya cadangan dalam mengantisipasi penurunan nilai investasi yang dapat berarti penurunan kualitas *asset*. Beragamnya pilihan saham sebagai instrument investasi juga menyulitkan investor untuk mengambil keputusan investasi. Untuk itu diperlukan informasi risiko yang terkelompokan Berdasarkan uraian latar belakang dan pembatasan permasalahan maka perumusan permasalahan dalam penelitian ini adalah :

1. Apakah setiap indeks saham sektoral menunjukkan pola potensi risiko yang sama?
2. Berapa potensi risiko indeks harga saham sektoral dengan menghitung nilai *value at risk*?
3. Sektor manakah yang memiliki potensi risiko terbesar dengan membandingkan nilai *value at risk*?

1.4 Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk :

1. Untuk menunjukkan bahwa setiap indeks harga saham sektoral memiliki pola potensi risiko yang berbeda.
2. Mengeksplorasi nilai *value at risk* indeks harga saham sektoral.
3. Mengetahui sektor usaha yang memiliki potensi risiko pasar relatif lebih besar dengan membandingkan nilai *value at risk* dari masing-masing sektor.

1.5 Signifikansi Penelitian

1.5.1 Signifikansi Bagi Akademis

Hasil penelitian ini diharapkan memiliki signifikansi bagi akademis antara lain hasil penelitian ini diharapkan dapat berkontribusi sebagai salah satu hasil penelitian yang menjadi dasar pengembangan konsep atau kepentingan akademis lainnya. Bagi penulis sendiri, penelitian ini merupakan proses belajar memahami suatu metode dan memahami pergerakan indeks serta aplikasi dari suatu metode pengukuran risiko finansial.

1.5.2 Signifikansi Bagi Praktisi

Hasil penelitian ini diharapkan juga dapat memberikan masukan yang dapat diimplementasikan secara praktis pada pasar saham di Indonesia. Bagi

investor dan lembaga keuangan lainnya diharapkan bahwa hasil penelitian ini dapat menjadi salah satu informasi untuk dipertimbangkan dalam pengambilan keputusan penempatan portofolio saham. Bagi pengelola otoritas bursa, hasil penelitian ini dapat sebagai alat bantu *early warning system* dalam pemantauan pergerakan pasar saham sektoral.

1.6 Sistematika Penulisan

Dalam penulisan ini, sistematika penulisan akan memuat sebagai berikut : BAB I PENDAHULUAN yang menjelaskan latar belakang, pembatasan permasalahan, perumusan permasalahan, tujuan penelitian dan signifikansi penelitian. Selanjutnya pada BAB II TINJAUAN LITERATUR akan menguraikan teori-teori yang terkait dengan penelitian, BAB III METODE PENELITIAN akan menjelaskan jenis data dan alur proses pengolahan data serta pengujian model yang digunakan, pada BAB IV PEMBAHASAN akan mengulas hasil penelitian dan terakhir adalah BAB V KESIMPULAN DAN SARAN menyampaikan jawaban atas tujuan penelitian dan saran-saran kepada para pengguna terkait topik penelitian.