

**PENGARUH *DOWNSIDE BETA*, *UPSIDE BETA*, DAN *BETA* TERHADAP
EXPECTED RETURN
(Studi pada Saham yang Termasuk Dalam 50 *Leading Market Capitalization* di Bursa
Efek Indonesia Periode 2012-2015)**

**Maria Goretty Sinaga
Sri Sulasmiyati**
Fakultas Ilmu Administrasi Bisnis
Universitas Brawijaya
Malang
Email: sinagamaria34@gmail.com

ABSTRACT

Return or return on an investment is required by the investor. Most investors currently prefer shares in emerging markets. Return in the emerging market is not always symmetrical, it shows return in the emerging market is not normally distributed. The purposive of this research want to learn, compare, and explain about some model of stock risk. On this research downside risk expressed with beta downside. The models used in this research among others, downside beta, upside beta, and beta. The kind of research is explanatory research with quantitative approach and using multiple linear regression analysis method. This research uses secondary data types taken from 50 Leading Market Capitalization in Indonesia Stock Exchange 2012-2015, with using purposive sampling technique there are 25 company samples. The outcome of this research explain partially that beta has a significant effect on expected return. Beta models can deliver lowest risk and high returns, so this model is appropriate for investors to use.

Keywords: downside risk, investment risk, portfolio.

ABSTRAK

Return atau imbal hasil dari suatu investasi merupakan hal yang disyaratkan oleh investor. Sebagian besar investor saat ini lebih memilih saham pada negara-negara berkembang (emerging market). Distribusi return pada emerging market tidak simetris, hal ini menunjukkan bahwa return pada emerging market tidak terdistribusi normal. Kelemahan utama deviasi standar bahwa *return* saham selalu memiliki distribusi normal, namun pada kenyataannya tidak selalu berdistribusi normal. Pada penelitian ini *downside risk* dinyatakan dengan *downside beta*. Tujuan daripada penelitian ini yakni untuk mengetahui, membandingkan, serta menjelaskan beberapa model risiko saham. Model yang dipakai dalam penelitian ini antara lain, *downside beta*, *upside beta*, dan *beta*. Jenis penelitian ini adalah penelitian *explanatory* dengan pendekatan kuantitatif serta menggunakan metode analisis regresi linear berganda. Penelitian ini menggunakan jenis data sekunder yang diambil dari 50 *Leading Market Capitalization* pada Bursa Efek Indonesia periode 2012-2015, dengan menggunakan teknik *purposive sampling* terdapat 25 sampel perusahaan. Hasil penelitian ini menjelaskan secara parsial bahwa model *beta* berpengaruh signifikan terhadap *expected return*. Model *beta* dapat memberikan risiko kecil dan *return* yang tinggi, sehingga model ini tepat untuk digunakan oleh investor.

Kata Kunci: risiko downside, risiko investasi, portofolio.

1. PENDAHULUAN

Perkembangan teknologi dari tahun ke tahun semakin pesat dan cenderung ke arah era digital. Era digital banyak digunakan oleh manusia dalam aktifitas kesehariannya, terutama dalam hal berinvestasi. Pada jaman ini juga persaingan diberbagai sektor ekonomi semakin ketat, terutama persaingan investasi dalam pasar modal. Berbagai jenis surat berharga yang diperjual belikan dalam pasar modal antara lain reksadana, saham, obligasi, dan lain-lain, namun saham merupakan surat berharga yang paling dominan dalam transaksi pasar modal. Investasi saham yang dipergadangkan dalam pasar modal banyak menyita perhatian para investor untuk berinvestasi, hal ini dikarenakan saham memiliki sifat yang likuid dan mudah diperjual belikan serta informasi tentang harga saham pun dapat diperoleh secara leluasa. Saham memiliki keunggulan salah satunya yaitu memiliki potensi tingkat *return* yang tinggi. Sebagian besar investor akan memilih investasi pada saham perusahaan-perusahaan yang dianggap memiliki *return* paling tinggi. Menurut Hartono (2014:19) *return* dapat dibagi menjadi dua yaitu *return* realisasian (*realized return*) dan *return* ekspektasian (*expected return*). *Return* realisasian (*realized return*) adalah *return* yang sudah terjadi, sedangkan *return* ekspektasian (*expected return*) merupakan *return* yang diharapkan akan diperoleh oleh investor dimasa mendatang.

Risiko dan *return* adalah hal yang selalu berkaitan dalam investasi. Semakin besar risiko pada suatu sekuritas maka *return* yang diharapkan juga semakin tinggi. *Return* atau imbal hasil dari suatu investasi merupakan hal yang disyaratkan oleh investor. Sebagian besar investor saat ini lebih memilih saham pada negara-negara berkembang (*emerging market*). Salomons dan Grootveld (2003) menyatakan bahwa saham pada negara *emerging market* memiliki *risk premium* yang lebih tinggi, maka *expected return* yang dihasilkan lebih tinggi dari *developed market*.

Emerging market dan *developed market* memiliki tingkat risiko dan pengembalian yang berbeda. Estrada (dalam Hamid, 2015) menyatakan distribusi *return* pada *emerging market* tidak simetris, hal ini menunjukkan bahwa *return* pada *emerging market* tidak terdistribusi normal. Estrada (dalam Hamid, 2015) menjelaskan bahwa pada saat kondisi pasar memiliki distribusi *return* yang tidak normal,

perhitungan risiko dengan menggunakan *standar risk* yaitu *beta* dan deviasi standar tidak dapat dilakukan. Terdapat konsep lain yaitu *downside risk* yang dapat digunakan untuk mengukur suatu risiko. Menurut Hartono (2014:265) *downside risk* merupakan alat analisis portofolio yang digunakan pada teori portofolio pascamodern (*post-modern portfolio theory*).

Konsep *downside risk* yang dilakukan dalam penelitian Rom dan Ferguson (1993) (dalam Hamid, 2015) mengatakan bahwa kelemahan utama deviasi standar bahwa *return* saham selalu memiliki distribusi normal, namun pada kenyataannya adalah abnormal. Kelemahan lain dalam deviasi standar adalah penggunaan dua arah yaitu kenaikan dan penurunan *return* dari rata-rata *return* sebagai suatu bentuk risiko. Kenaikan *return* merupakan hal yang positif bukan suatu risiko, dan seharusnya penurunan *return* dianggap sebagai suatu risiko (Hartono, 2014). Adanya beberapa kelemahan dari deviasi standar yang dipakai dalam analisis teori portofolio maka dari itu konsep *downside risk* ini dikembangkan.

Hasil penelitian Pedersen dan Hwang (2007) juga menunjukkan bahwa *downside beta* dapat menjelaskan proporsi *return* yang lebih tinggi dari *return* saham individu di UK dibandingkan dengan *beta*. Penelitian Harvey dan Siddique (2000a) yaitu bahwa *downside beta* menunjukkan hubungan yang lemah dengan *future returns*. Ketidaksamaan hasil penelitian terdahulu tentang variabel-variabel yang mempengaruhi risiko dan *return* saham menunjukkan adanya beberapa perbedaan, sehingga dibutuhkan sebuah penelitian lebih lanjut mengenai manfaat dari penggunaan *downside beta* dan *return* pada negara *emerging market*.

Pada penelitian ini *downside risk* dinyatakan dengan *downside beta*. Menurut Estrada (dalam Ang *et al*, 2005) *downside beta* adalah pengukuran tingkat sensitivitas *return* pasar terhadap *return* pasar dunia pada saat keduanya secara bersamaan dalam keadaan turun (*go down*). Konsep *downside beta* dapat digunakan pada saat *return* pasar berada di bawah rata-rata. Penelitian ini juga memasukkan beberapa variabel yang digunakan diantaranya *upside beta* dan *beta*. *Upside beta* menjelaskan sebuah saham yang memiliki potensi *return* tinggi ketika *return* pasar mengalami kenaikan

atau dalam kondisi pasar yang baik (*upturns*). *Beta* merupakan *systematic risk* yang tidak dapat didiversifikasi, dan *beta* digunakan untuk mengukur sensitivitas *return* saham terhadap *return pasar* (Bodie *et al*, 2014:261). Semakin besar nilai *beta* maka *return* yang diperoleh juga semakin tinggi.

Berdasarkan latar belakang, peneliti bermaksud untuk melakukan penelitian ini dengan tujuan dapat memperoleh bukti empiris

2. KAJIAN PUSTAKA

A. Investasi

Investasi merupakan penundaan konsumsi pada saat ini untuk penggunaan produksi yang efisien dalam periode waktu tertentu (Hatono, 2003:5). Investasi dapat dilakukan oleh banyak pihak, seperti investor, perorangan, perusahaan, atau negara. Menurut Halim (2005:4) investasi merupakan penempatan sejumlah dana dengan harapan untuk memperoleh keuntungan di masa yang akan datang. Tujuan dilakukannya investasi adalah untuk menghasilkan sejumlah uang. Secara lebih luas tujuan investasi yaitu untuk meningkatkan kesejahteraan investor (Tandelilin, 2001:4).

B. Pasar Modal

Darmadji dan Fakhruddin (2012:1) pasar modal (*capital market*) adalah tempat diperjualbelikannya berbagai instrumen keuangan jangka panjang. Bahwasannya pasar modal merupakan wadah untuk memperjualbelikan sekuritas dan kegiatan terkait lainnya, sedangkan tempat atau yang secara fisik dapat dilakukannya jual-beli sekuritas biasa disebut dengan bursa efek.

C. Saham

Menurut Ang (dalam Hadi, 2013:67) saham merupakan surat berharga sebagai bukti penyertaan atau kepemilikan individu maupun institusi dalam suatu perusahaan. Hadi (2013:67) menyatakan bahwa saham merupakan surat berharga yang dapat dibeli atau dijual oleh lembaga atau perorangan di pasar modal. Saham merupakan salah satu alternatif yang dapat dipilih untuk berinvestasi.

D. Return

Menurut Horne dan Wachowicz (2005:144) *return* adalah pembayaran yang diterima atas investasi yang dimiliki, ditambah dengan perubahan harga pasar yang dibagi dengan harga awal. Kesimpulan yang dapat diambil yaitu bahwa

mengenai pengaruh *downside beta*, *upside beta*, dan *beta* terhadap *return* pada saham-saham yang memiliki nilai kapitalisasi pasar yang besar di Bursa Efek Indonesia. Bursa Efek Indonesia tidak mengatur secara khusus kriteria *market capitalization*, namun BEI mengumumkan saham dengan nilai kapitalisasi terbesar dalam 50 *leading companies in market capitalization*.

return merupakan hasil dari investasi yang dilakukan oleh investor. Menurut Ang (dalam Hadi, 2013:195) *actual return* merupakan investasi yang telah dapat dihitung dengan menggunakan total *return* atas sejumlah investasi pada periode tertentu yang terdiri atas *capital gain (loss)* dan *yield*. Secara sistematis dapat dituliskan sebagai berikut:

$$\text{Return} = \text{Capital Gain (loss)} + \text{Yield}$$

$$\text{Return} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} + \text{Yield}$$

Sumber: Hartono, 2014:237

Menurut Ang (dalam Hadi, 2013:195) *return* ekspektasian merupakan *return* yang diharapkan oleh seorang investor atau suatu investasi yang akan diterima pada masa yang akan datang. *Return* ekspektasian dapat ditentukan dengan cara berikut:

$$E(R_i) = \sum_j^n = 1 \quad (R_{ij} \cdot P_j)$$

Sumber: Hartono, 2014:253

E. Risiko

Ketidakpastian dalam berinvestasi akan hasil yang diharapkan mungkin tidak sama dengan hasil yang diterima. Risiko merupakan subyek yang memiliki ukuran kuantitas dan tingkat probabilitas kejadiannya dapat diketahui. Risiko dapat terjadi karena ketidakpastian keadaan di masa yang akan datang. Muslich (2003:16) menyatakan bahwa risiko sebagai suatu penyimpangan *return* riil dari hasil yang diharapkan.

Risiko dibagi menjadi dua, yaitu risiko sistematis (*systematic risk*) dan risiko tidak sistematis (*unsystematic risk*). Risiko sistematis tidak dapat dapat dikelola dengan cara diversifikasi (*undiversifiable risk*), (Halim, 2005:43). Risiko sistematis ini disebut juga

sebagai risiko pasar karena fluktuasi risiko ini dipengaruhi oleh faktor-faktor makro dan dapat mempengaruhi pasar secara keseluruhan. Risiko tidak sistematis merupakan risiko yang mempengaruhi satu atau sebagian kelompok kecil perusahaan, dan tidak berkaitan dengan kondisi ekonomi secara keseluruhan.

F. Downside Beta

Downside beta merupakan alat ukur untuk menentukan hubungan *risk-return* dalam kerangka *downside risk* (Hamid, 2015). Menurut Estrada (dalam Ang *et al*, 2005) *downside beta* merupakan tingkat sensitivitas *return* masing-masing pasar terhadap *return* pasar dunia pada saat keduanya secara simultan dalam keadaan *go down*. Tingkat target pengembalian dalam versi *downside beta* yang dikembangkan oleh Estrada (dalam Ang *et al*, 2005) merupakan rata-rata tingkat pengembalian. Secara sistematis dapat dituliskan sebagai berikut:

$$\beta^- = \frac{\text{Cov}(r_i, r_m | r_m < \overline{r_m})}{\text{Var}(r_m | r_m < \overline{r_m})}$$

Sumber: Ang *et al*, 2005

G. Upside Beta

Upside beta merupakan salah satu alat ukur yang digunakan dalam konsep *upside risk* (Ang *et al*, 2005). *Upside beta* adalah alat ukur untuk menganalisis perilaku saham selama pergerakan pasar berada diatas. Untuk mengukur *upside risk* kita dapat menghitung *upside beta* yang dilambangkan dengan β^+ :

$$\beta^+ = \frac{\text{Cov}(r_i, r_m | r_m > \overline{r_m})}{\text{Var}(r_m | r_m > \overline{r_m})}$$

Sumber: Ang *et al*, 2005

H. Beta

Beta sekuritas *i* mengukur volatilitas *return* sekuritas *i* terhadap *return* pasar. *Beta* portofolio mengukur volatilitas *return* portofolio terhadap *return* pasar. *Beta* merupakan parameter untuk mengukur perubahan *return* sekuritas jika terjadi perubahan pada *return* pasar.

Beta dapat dihitung dari nilai kovarian antara aset *i* dan pasar dibagi dengan varians dari pasar (Estrada, 2007). Penilaian *beta* dapat dikategorikan menjadi tiga kondisi. Kondisi

pertama adalah $\beta > 1$, saham ini adalah saham agresif dimana harga saham perusahaan lebih mudah berubah dibandingkan indeks pasar. Saham ini dapat dikatakan memiliki risiko yang lebih besar dari risiko rata-rata pasar. Kondisi kedua adalah $\beta < 1$, saham ini bersifat *defensive* yang artinya tidak mudah terjadi perubahan akibat kondisi pasar.

3. METODE PENELITIAN

A. Jenis Penelitian

Jenis penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah penelitian eksplanatori dengan pendekatan kuantitatif. Penelitian ini mencakup kegiatan penghimpunan data harian selama periode penelitian yaitu tahun 2012-2015 yang termasuk dalam *50 leading companies in market capitalization* dan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah *non random sampling*, khususnya *purposive sampling*, maka diperoleh sampel sebanyak 31 perusahaan.

B. Teknik Analisis Data

1. Menghitung *return* perusahaan dan pasar

- Menghitung *return* ekspektasi ($E(R_i)$)
- Menghitung *return* pasar (R_m) dan *return* ekspektasi pasar ($E(R_m)$)
- Mengelompokkan *return* pasar yang berada dibawah dan diatas rata-rata *return* pasar
- Mengelompokkan *return* perusahaan sesuai dengan tanggal atau bulan *return* yang berada dibawah dan diatas rata-rata *return* pasar
- Menghitung *downside beta* masing-masing saham
- Menghitung *upside beta* masing-masing saham
- Menghitung *beta* masing-masing saham

2. Statistik Deskriptif

3. Statistik Inferensial

- Uji Asumsi Klasik
 - Heteroskedastisitas
 - Autokorelasi
 - Normalitas
- Analisis Linear Berganda
- Uji Hipotesis
 - Uji t (Parsial)
- Koefisien Determinasi.

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

A. Hasil Analisis

1. Hasil Statistik Deskriptif

Tabel 1. Analisis Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

| Statistics | | | | | |
|----------------|---------|---------------|-------------|----------|-----------------|
| | | Downside Beta | Upside Beta | Beta | Expected Return |
| N | Valid | 100 | 100 | 100 | 100 |
| | Missing | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Mean | | 1,056756 | ,954846 | 1,059689 | ,009557 |
| Median | | ,983900 | ,652750 | 1,038700 | ,010500 |
| Std. Deviation | | ,7768348 | ,9761679 | ,7064605 | ,0216673 |
| Minimum | | -1,0185 | -,4510 | -,6970 | -,0552 |
| Maximum | | 2,9693 | 3,8768 | 2,9490 | ,0640 |

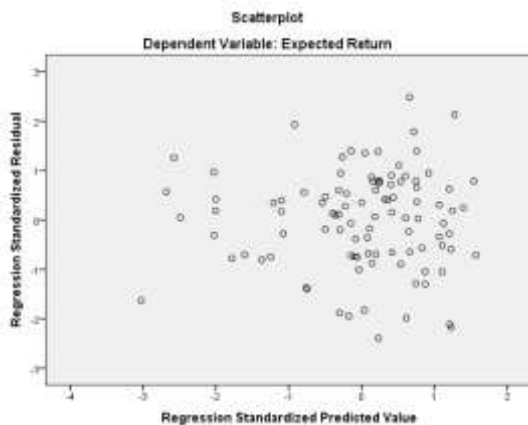
Sumber: Data diolah Peneliti (2017)

Berdasarkan tabel 1. variabel *downside beta* memiliki nilai rata-rata sebesar 1,056756 dengan deviasi standar sebesar 0,7768348. Nilai minimumnya sebesar -1,0185, dan nilai maksimumnya sebesar 2,9693. Berdasarkan tabel diatas rata-rata nilai *upside beta* secara keseluruhan adalah 0,954846 dengan deviasi standar sebesar 0,9761679. Nilai minimum dari variabel *upside beta* sebesar -0,4510, sedangkan nilai maksimumnya sebesar 3,8768. Pada tabel diatas rata-rata nilai beta secara keseluruhan sebesar 1,059689 dengan deviasi standar yaitu sebesar 0,7064605. Variabel beta juga memiliki nilai minimum sebesar -0,6970, sedangkan nilai maksimumnya sebesar 2,9490.

2. Analisis Statistik Inferensial

a. Hasil Uji Asumsi Klasik

Uji Heteroskedastisitas



Gambar 1. Hasil Uji Heterokedastisitas

Sumber: Data diolah Peneliti (2017)

Berdasarkan gambar 1. hasil uji heterokedastisitas terlihat pada grafik *scatterplot* menggambarkan titik-titik penyebaran secara acak serta tersebar dengan baik. Titik-titik tersebar baik diatas dan dibawah angka 0 pada sumbu Y, maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heterokedastisitas atau data bersifat homokedastisitas pada model regresi.

Uji Autokorelasi

Tabel 2. Uji Autokorelasi

| Model Summary ^b | | | | | |
|----------------------------|-------------------|----------|-------------------|----------------------------|---------------|
| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate | Durbin-Watson |
| 1 | ,523 ^a | ,274 | ,251 | ,0187489 | 1,895 |
| k = 3 | | | α = 5% (0,05) | | |
| N | | dL | dU | 4-dU | 4-dL |
| 100 | | 1,6131 | 1,7364 | 2,2636 | 2,3869 |

Sumber: Data diolah Peneliti (2017)

Berdasarkan tabel 2. terlihat bahwa nilai Durbin-Watson sebesar 1,895, nilai dL sebesar 1,6131, nilai dU sebesar 1,7364, nilai 4-dU sebesar 2,2636, dan nilai 4-dL sebesar 2,3869. Pemenuhan asumsi atas Hipotesis nol (H_0) yaitu dimana tidak ada autokorelasi positif atau negatif dan atau dengan pemenuhan asumsi dari $1,7364 < 1,895 < 2,2636$ ($dU < dw < 4-dU$). Keputusan yang didapat adalah H_0 diterima atau tidak ada autokorelasi positif dan negatif.

Uji Normalitas

Tabel 3. Hasil Uji Normalitas Analisis Statistik One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

| One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test | | |
|------------------------------------|----------------|-------------------------|
| | | Unstandardized Residual |
| N | | 100 |
| Normal Parameters ^{a, b} | Mean | ,0000000 |
| | Std. Deviation | ,01846260 |
| Most Extreme Differences | Absolute | ,070 |
| | Positive | ,053 |
| | Negative | -,070 |
| Test Statistic | | ,070 |
| Asymp. Sig. (2-tailed) | | ,200 ^{c, d} |

Sumber: Data diolah Peneliti (2017)

Berdasarkan tabel 3. menyatakan bahwa hasil uji normalitas pada analisis statistik menggunakan *one sample kolmogorov-smirnov test* menghasilkan nilai *kolmogorov-smirnov Z* sebesar 0,070 dengan nilai signifikan Asymp. Sig. (2-tailed) sebesar 0,200. Pemenuhan asumsi normalitas dengan taraf tingkat signifikan lebih dari 5% atau 0,05 ($0,200 > 0,05$) dapat dinyatakan bahwa data berdistribusi normal. Kesimpulan pada

uji normalitas dengan menggunakan histogram, grafik P-P Plot, dan analisis statistik *one sample kolmogorov-smirnov test* menyatakan bahwa H_0 ditolak yang berarti model regresi dan data berdistribusi normal.

3. Hasil Uji Hipotesis

Hasil Uji t (Parsial)

Table 4. Hasil Uji Signifikansi Parsial (Uji t)

| Coefficients ^a | | | | | | |
|---------------------------|---------------|-----------------------------|------------|---------------------------|-------|------|
| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | ,012 | ,003 | | 3,497 | ,001 |
| | Downside Beta | -,006 | ,005 | -,231 | 1,303 | ,196 |
| | Upside Beta | -,016 | ,008 | -,699 | 1,923 | ,089 |
| | Beta | ,018 | ,006 | ,601 | 2,886 | ,005 |

Sumber: Data diolah Peneliti (2017)

Berdasarkan tabel 4. hasil uji signifikansi parsial (uji statistik t) model pertama dari persamaan regresi *downside beta*, *upside beta*, dan *beta* terhadap *expected return*. Hasil uji statistik t dari masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen adalah sebagai berikut:

- Koefisien regresi (B) dari *downside beta* sebesar -0,006 menunjukkan bahwa perubahan *downside beta* dalam satu satuan, maka akan merubah nilai *expected return* sebesar -0,006% dengan asumsi variabel independen lainnya adalah tetap. Tanda negatif dalam nilai koefisien regresi menunjukkan pengaruh *downside beta* terhadap *expected return* adalah tidak searah. Tidak searah ditunjukkan bilamana nilai *downside beta* meningkat, maka nilai *expected return* juga tidak akan meningkat atau menurun. Variabel *downside beta* memiliki nilai t_{hitung} lebih kecil dari t_{tabel} ($-0,006 < 1,66088$) dan nilai probabilitas signifikansi sebesar 0,196 yang jauh lebih besar dari alpha (α) 5% ($0,196 > 0,05$). Dapat disimpulkan bahwa variabel *downside beta* dinyatakan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *expected return*.
- Nilai koefisien regresi (B) dari *upside beta* sebesar -0,016 menunjukkan bahwa perubahan *upside beta* dalam satu satuan, maka akan merubah nilai *expected return* sebesar -0,016% dengan asumsi variabel independen lainnya tetap. Tanda negatif dalam koefisien regresi menunjukkan

pengaruh *upside beta* terhadap *expected return* adalah berlawanan arah. Berlawanan arah menunjukkan apabila *upside beta* meningkat, maka nilai *expected return* akan menurun. Variabel *upside beta* memiliki nilai t_{hitung} lebih kecil dari t_{tabel} ($-0,016 < 1,66088$) dan nilai probabilitas signifikansi sebesar 0,089 yang lebih besar dari alpha (α) 5% ($0,089 > 0,05$). Kesimpulan yang didapatkan yaitu bahwa variabel *upside beta* dinyatakan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *expected return*.

- Nilai koefisien regresi (B) dari *beta* sebesar -0,016 menunjukkan bahwa perubahan *beta* dalam satu satuan, maka akan merubah nilai *expected return* sebesar -0,016% dengan asumsi variabel independen lainnya tetap. Tanda positif dalam koefisien regresi menunjukkan pengaruh positif *beta* terhadap *expected return* adalah searah. Searah menunjukkan apabila *beta* meningkat, maka nilai *expected return* juga akan meningkat. Variabel *beta* memiliki nilai t_{hitung} lebih kecil dari t_{tabel} ($-0,016 < 1,66088$) dan nilai probabilitas signifikansi sebesar 0,005 yang artinya sama dengan nilai alpha (α) 5% ($0,05 = 0,05$). Kesimpulan yang didapatkan yaitu bahwa variabel *beta* dinyatakan memiliki pengaruh signifikan terhadap *expected return*.

b. Hasil Analisis Koefisien Determinasi

Tabel 5. Hasil Uji Koefisien Determinasi

| Model Summary ^b | | | | | |
|----------------------------|-------------------|----------|-------------------|----------------------------|---------------|
| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate | Durbin-Watson |
| 1 | ,523 ^a | ,274 | ,251 | ,0187492 | 1,895 |

Sumber: Data diolah Peneliti (2017)

Tabel 5. menunjukkan besarnya *adjusted R square* (R^2) adalah 0,251, maka asumsi yang diperoleh yaitu bahwa pengaruh yang dijelaskan oleh variasi dari variabel independen (*downside beta*, *upside beta*, dan *beta*) terhadap variabel dependen (*expected return*) sebesar 25,1%. Sisa dari persentase yaitu 74,9% ($100\% - 25,1\%$) merupakan faktor penjelas yang berada di luar model yang juga mempengaruhi *expected return*. *Standart Error of Estimate* (SEE) sebesar 0,0187492, asumsi yang diperoleh yaitu bahwa semakin kecil nilai SEE, maka akan membuat model regresi semakin tepat dalam memprediksi variabel dependen.

B. Pembahasan

1. Hasil Uji Parsial Masing-masing Variabel Bebas (X) Terhadap Variabel Terikat (Y)

a. *Downside Beta Terhadap Expected Return*

Hasil penelitian variabel *downside beta* terhadap *expected return* memiliki nilai signifikan sebesar 0,196. Tingkat signifikansi yang digunakan yaitu sebesar 0,05, hal ini menunjukkan nilai signifikan variabel *downside beta* lebih besar dari 0,05 yang berarti H_1 ditolak. Hasil penelitian ini menemukan tidak adanya pengaruh signifikan terhadap *expected return*. Pengaruh negatif menunjukkan bahwa semakin rendah nilai *downside beta* maka *return* yang dihasilkan semakin rendah. Alles dan Murray (2013) menjelaskan bahwa perhitungan *downside beta* hampir sama dengan dengan perhitungan *beta*, namun yang membedakan adalah pada saat observasi dimana *return* yang dihitung ketika *return* dari pasar berada dibawah nilai rata-ratanya. Oleh karena itu, apabila nilai *downside beta* tinggi, hal tersebut mencerminkan risiko saham juga tinggi. Penelitian ini tidak sesuai dengan Estrada (2004) yaitu bahwa pada *emerging market* terdapat pengaruh positif signifikan antara *downside beta* terhadap *return* namun, hasil penelitian tersebut sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Ang *et al* (2005).

b. *Upside Beta Terhadap Expected Return*

Upside beta adalah alat yang digunakan untuk melihat tingkat sensitivitas *return* saham terhadap *return* pasar ketika pasar dalam kondisi baik atau stabil. Perhitungan *upside* dilakukan hanya ketika *return* pasar lebih tinggi daripada rata-rata *return* pasar. Alles dan Murray (2013) mengatakan bahwa *upside beta* yang tinggi akan memberikan *return* yang tinggi juga ketika pasar dalam kondisi baik atau stabil. Pada penelitian variabel *upside beta* memiliki pengaruh negatif yang berarti *return* saham yang dihasilkan relatif rendah. Berdasarkan hasil penelitian ini juga variabel *upside beta* memiliki nilai signifikan sebesar 0,089 dengan tingkat (α) sebesar 5% (0,05). Tingkat signifikan variabel *upside beta* $0,089 > 0,05$ yang berarti H_1 ditolak, sehingga hasil penelitian ini tidak terbukti memiliki pengaruh terhadap *expected return*. Penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Ang *et al* (2005).

c. *Beta Terhadap Expected Return*

Beta adalah alat ukur risiko sistematis dari suatu sekuritas, semakin besar *beta* maka risiko dari suatu sekuritas juga tinggi. Hasil penelitian variabel *beta* terhadap *expected return* menemukan adanya pengaruh positif dan signifikan. Variabel *beta* memiliki tingkat signifikan sebesar 0,05 dengan tingkat (α) sebesar 5% (0,05). Tingkat signifikan variabel *beta* sama dengan nilai alpha yang berarti H_1 diterima atau dapat dikatakan variabel *beta* memiliki pengaruh terhadap *expected return*. Hasil penelitian ini sesuai dengan Estrada (2004) yang menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif signifikan *beta* terhadap *expected return*. Penelitian ini menunjukkan bahwa semakin tinggi nilai *beta*, maka akan menghasilkan *return* yang tinggi pula. *Beta* yang tinggi mencerminkan risiko dari suatu sekuritas juga tinggi. Semakin besar risiko suatu saham maka *return* yang disyaratkan juga harus tinggi.

2. Hasil Uji Variabel Dominan

Pengujian pengaruh dominan variabel independen terhadap variabel dependen dilakukan dengan cara melihat besarnya nilai *standardized coefficients* dari model regresi yang telah disajikan pada laman sebelumnya yaitu tabel 17. Berdasarkan tabel 17. diperoleh nilai *standardized coefficients* pada variabel *downside beta* sebesar -0,231, variabel *upside beta* sebesar -0,699, dan variabel *beta* sebesar 0,601. Dapat dilihat pada tabel tersebut bahwa variabel *beta* memiliki nilai *standardized coefficients* terbesar, maka *beta* memiliki pengaruh paling dominan terhadap *expected return*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel *downside beta* bukanlah variabel dominan, hal ini berarti hipotesis H_2 ditolak.

5. KESIMPULAN DAN SARAN

A. Kesimpulan

- Berdasarkan hasil regresi menunjukkan variabel *downside beta* memiliki nilai (B) sebesar -0,006 dan nilai signifikansinya sebesar 0,196. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif dan linear antara besarnya risiko dengan tingkat pengembalian yang diharapkan. Hasil perhitungan juga menunjukkan variabel *upside beta* memiliki nilai (B) sebesar -0,016 serta nilai signifikansinya sebesar 0,000. Hal ini menunjukkan bahwa variabel *upside beta* mempunyai hubungan negatif dan non linear (tidak searah)

dengan tingkat pengembalian yang diharapkan. Hal tersebut disebabkan oleh kondisi pasar tidak baik atau cenderung kurang stabil, sehingga tingkat potensi kenaikan *return* saham menjadi kecil. Hasil regresi menunjukkan *beta* memiliki nilai (*B*) sebesar 0,018 dan nilai signifikannya sebesar 0,005. Pengaruh positif yang dimiliki oleh variabel *beta* menjelaskan bahwa semakin besar nilai *beta*, maka *return* yang didapat semakin besar pula. Apabila investor bersedia terlibat pada investasi dengan risiko yang tinggi, maka *return* yang disyaratkan juga tinggi.

- b. Penelitian ini menunjukkan bahwa *beta* merupakan variabel yang paling dominan dan signifikan. Hal ini menjelaskan bahwa *beta* merupakan alat ukur yang lebih relevan untuk mengukur risiko saham di Indonesia.

B. Saran

- a. Bagi investor, diharapkan investor dapat mempertimbangkan kembali dalam menggunakan *downside beta* sebagai analisis risiko suatu sekuritas. Hal ini dikarenakan *downside beta* tidak dapat dipakai secara keseluruhan pada distribusi *return* yang abnormal. Akan tetapi, investor dapat menggunakan variabel *beta* dalam mengukur suatu risiko saham. Variabel tersebut jauh lebih relevan, sehingga investor dapat menempatkan dananya dengan tepat.
- b. Bagi peneliti selanjutnya, diharapkan peneliti selanjutnya dapat memperpanjang masa pengamatan, memperluas objek penelitian, menambah sampel perusahaan yang lebih banyak, dan melibatkan variabel lain selain yang telah ada dalam penelitian ini agar dapat memberikan hasil yang lebih baik.

DAFTAR PUSTAKA

- Darmadji, Tjiptono dan Fakhruddin, Hendy M. 2001. *Pasar Modal Indonesia*. Jakarta: Salemba Empat.
- Fahmi, Irham. 2012. *Manajemen Investasi: Teori dan Soal Jawab*. Jakarta: Salemba Empat.
- _____. 2015. *Manajemen Investasi*. Jakarta: Salemba Empat.

Hartono, J. 2003. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi 3. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.

Hartono, J. 2014. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi 8. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.

_____. 2014. *Teori dan Praktik Portofolio dengan Excel*. Jakarta: Salemba Empat.

Rahardjo, S. 2006. *Kiat Membangun Aset Kekayaan*. Jakarta: PT. Elex Media

Tandelilin, Eduardus. 2001. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Edisi 1. Yogyakarta: BPFE Yogyakarta.

_____. 2010. *Portofolio dan Investasi: teori dan aplikasi*. Edisi 1. Yogyakarta: Kanisius.

Ang et al. 2005. "Downside Risk". *Journal of National Bureau of Economic Research*.

Alles, Lakshman., dan Louis Murray. 2013. "Rewards for Downside Risk in Asian Markets." *Journal of Banking & Finance*. 37: 2501-2509.

Markowitz, Harry M. 1999. "The Early of Portfolio Theory." *Financial Analysts Journal*. 55 (4): 5-16.

Mody, Ashoka. 2004. "What is an Emerging Market." *IMF working paper*. 177:1-24.

Pedersen, Christian S. dan Soosung Hwang. 2007. "Does Beta Matter in Asset Pricing?." *Applied Financial Economics*. 17 (12): 101-116.

Rashid, Abdul dan Hamid, Faiza. 2015. "Downside Risk Analysis of Returns on the Karachi Stock Exchange." *Managerial Finance*. 41(9): 940-957.

Salomon, R., dan Grootvelt, H. "2003. "The Equity Risk Premium: Emerging Versus Developed Market." *Emerging Market Review*. 4.