

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Iklm investasi Indonesia saat ini menunjukkan pada perbaikan, ini terlihat dari status layak investasi (*investment grade*) yang diberikan sejumlah lembaga. Terlihat dari hasil survei yang dilakukan sejumlah lembaga global. Misalnya, dalam survei *United Nations on Trade and Development* (UNCTAD) yang menempatkan Indonesia di peringkat keempat sebagai tujuan investasi perusahaan multinasional. Berdasar *Wold Investment Report 2017*, Indonesia berhasil melesat naik empat peringkat dari tahun sebelumnya. Peringkat pertama ditempati oleh Amerika Serikat disusul Tiongkok dan India. Sebanyak 11% responden yang merupakan eksekutif dari berbagai perusahaan multinasional, melihat Indonesia sebagai negara yang prospekif untuk berinvestasi (sumber : *katadata news and research*).

Dikutip dari *Infovesta.com*, tahun 2016 dapat dikatakan merupakan tahun yang fluktuatif untuk investasi terutama di pasar modal. Diawali dengan iklim investasi yang menarik karena dimulai dengan inflasi tahunan yang rendah sebesar 4,14%, seiring dengan tren perlambatan ekonomi dunia dan tren suku bunga rendah inflasi perlahan justru turun, menurun sebesar 3,02% y-o-y di akhir Desember 2016, penurunan inflasi mengakibatkan penurunan suku bunga

ditengah euforia *Tax Amnesty* mendorong aliran dana asing yang masif dan IHSG pun mencetak rekor tertinggi di level 5.470 pada bulan Oktober.

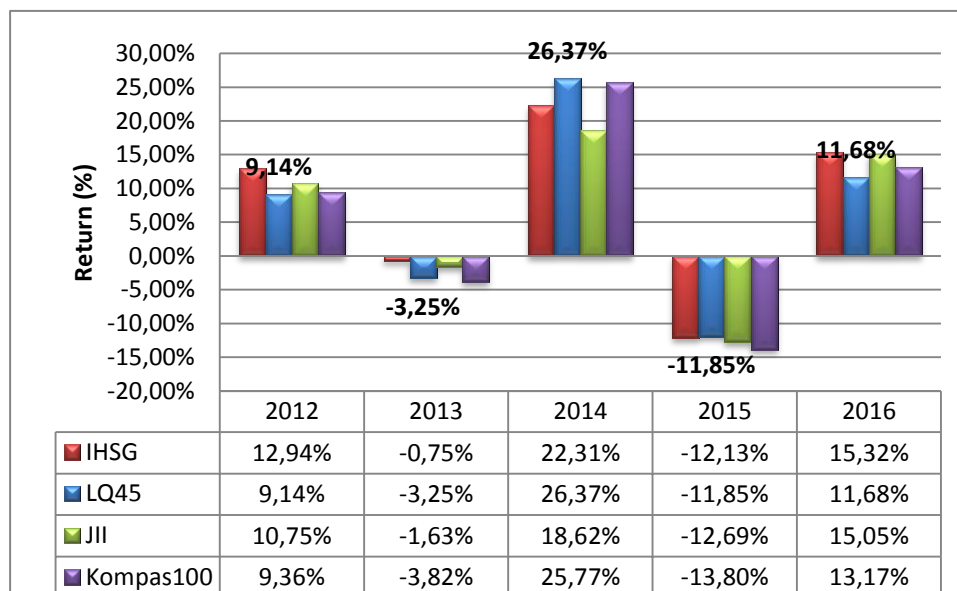
Instrumen investasi dapat dikelompokkan dalam bentuk *asset riil* dan *asset financial*. Kedua jenis investasi ini memiliki karakteristik yang berbeda, baik dari sisi tingkat *return* yang diperoleh maupun tingkat risiko yang ditanggung. Salah satu bidang investasi yang cukup menarik investor ialah *asset financial* yaitu saham. Mirip dengan pedagang, motivasi investor untuk melakukan investasi saham tak lain adalah untuk mendapatkan keuntungan atau *return*. Investor mengharapkan pembagian dividen (*dividend gain*), dan keuntungan dari kenaikan harga saham (*capital gain*), karena saham bisa dijual dengan harga yang lebih tinggi. Tetapi dunia investasi saham juga penuh dengan ketidakpastian atau risiko.

Besarnya tingkat investasi sangat bergantung kepada besarnya harapan investor yang ingin dicapai di masa yang akan datang. Apabila proyeksi di masa datang prospektif, maka ada kecenderungan investor akan melakukan lebih banyak investasi, dan begitu pula sebaliknya. Hakikatnya dalam kegiatan investasi, investor tidak dapat terlepas dari dua faktor, yaitu *return* dan risiko. Hubungan antara risiko dan *return* yang diharapkan, merupakan hubungan yang bersifat searah dan linier, artinya semakin besar risiko suatu aset semakin besar pula *return* yang diharapkan atas aset tersebut, demikian sebaliknya. *Risk and Return trade off* ini kemudian menjadi sebuah dilema dalam membuat keputusan investasi bagi investor.

Bursa Efek Indonesia (BEI) memiliki beberapa indeks saham yang selama ini menjadi rujukan calon investor. Indeks saham itu sendiri merupakan salah satu

metode untuk mengukur pergerakan kumpulan saham secara keseluruhan atas saham-saham dengan kriteria tertentu, yang umumnya digunakan oleh investor sebagai indikator dalam melihat pergerakan bursa dan sebagai pembandingan (*benchmark*) untuk menilai kinerja investasi yang berkaitan dengan saham. Di Indonesia sendiri indeks yang paling dikenal adalah IHSG (Indeks harga Saham Gabungan), dan LQ45 (Liquidity 45). Namun penggunaan IHSG sebagai proksi perhitungan *return* pasar dirasakan masih memiliki kelemahan, karena IHSG menggunakan pembobotan berdasarkan atas kapitalisasi seluruh saham yang tercatat di Bursa Efek Indonesia, yang per Mei 2016 memiliki anggota sebanyak 530 perusahaan. Sehingga IHSG hanya mencerminkan pergerakan saham-saham yang aktif dan likuid di pasar sekunder dan saham-saham yang kurang aktif tidak terlihat pergerakannya. Sementara saham-saham Indeks LQ45 merupakan saham likuid berkapitalisasi pasar yang tinggi, memiliki frekuensi perdagangan yang tinggi, memiliki prospek pertumbuhan serta kondisi keuangan yang cukup baik, tidak fluktuatif dan secara objektif telah diseleksi oleh BEI dan merupakan saham yang aman dimiliki karena fundamental kinerja saham tersebut bagus, sehingga dari sisi risiko kelompok saham LQ45 memiliki risiko terendah dibandingkan saham-saham lain. Fluktuatif harga pada kelompok saham LQ45 cenderung *smooth* yang menjadikan *return* dari *capital gain* tidak setinggi pada kelompok saham yang mengalami fluktuasi harga signifikan. Karakteristik saham LQ45 ini dapat mewakili kinerja portofolio saham, dimana penilaian kinerja portofolio dilihat dari dua sisi yaitu imbal hasil dan risiko. Meskipun diisi oleh 45 saham perusahaan-perusahaan yang memiliki banyak kelebihan jika dibandingkan

dengan saham perusahaan-perusahaan lain, LQ45 juga tidak luput dari naik turunnya *return*. Hal tersebut dapat dilihat dari *return* LQ45 dengan IHSG, JII dan Kompas100 yang diamati dari tahun 2012-2016 pada Grafik 1.1 berikut ini.



Grafik 1.1

***Return* IHSG, JII, LQ45 dan Kompas100**

Sumber : idx.co.id, data yang diolah

Berdasarkan Grafik 1.1 di atas, dengan menggunakan data selama 5 tahun terakhir, didapatkan annual *return* yang dapat dijadikan patokan berinvestasi oleh investor, bahwa kinerja LQ 45 tidak selalu di bawah IHSG. Namun tahun 2013 belum menjadi momen yang bagus bagi investasi di bursa saham domestik, karena berangsur-angsur investor keluar dari bursa saham domestik. Hal tersebut terlihat dari pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang tertekan dengan *return* -0,75%. Pergerakan IHSG yang tertekan sepanjang tahun 2013 dipicu oleh 2 sentimen negatif yang cukup kuat, yakni imbas kekhawatiran yang besar atas rencana bank sentral Amerika Serikat, *The Federal Reserve* untuk

mengurangi kucuran stimulus melalui program *Quantitative Easing* (QE), dan potret data-data makroekonomi domestik yang kurang solid, diantaranya seperti lonjakan inflasi pasca keputusan pemerintah atas kenaikan harga Bahan Bakar Minyak (BBM) bersubsidi per Juni 2013 serta berlanjutnya tekanan pada nilai tukar (kurs) Rupiah terhadap Dollar AS (Rp/USD) (Sumber: www.infovesting.com). Sementara ditahun 2014 kinerja *return* mengalami lonjakan meskipun ditahun tersebut merupakan tahun pemilu, tidak mempengaruhi minat investor berinvestasi, IHSG bergerak dengan *return* sebesar 22,31% sementara Indeks LQ45 melebihi IHSG sebesar 26,37% dan lebih tinggi dibandingkan JII dan Kompas100. Tahun 2015 IHSG kembali tertekan karena dinamika pasar sepanjang tahun 2015 akibat ketidakpastian kenaikan suku bunga The Fed, perlambatan ekonomi Tiongkok, dan pelemahan harga komoditas yang menghantui perekonomian dunia (Sumber : www.dream.co.id), sehingga IHSG tertekan hingga mencapai -12,13% dan Indeks LQ45 -11,85% tidak lebih tinggi dari JII dan Kompas100. Proyeksi IHSG sepanjang tahun 2016 cukup menggembirakan dengan pencapaian *return* sebesar 15,32% hal ini karena rencana menaikkan suku bunga The Fed tidak berpengaruh besar bagi lantai bursa Indonesia, sehingga investor sudah terbiasa dengan sentimen suku bunga The Fed. Hal ini diikuti dengan pergerakan Indeks LQ45 maupun indeks-indeks lainnya dalam BEI.

Fenomena tersebut mendorong ilmuan dan pakar praktisi investasi untuk terus-menerus mengembangkan cara yang lebih baik agar suatu harapan terhadap imbal hasil dan suatu risiko menjadi pilihan keputusan investasi yang benar-benar

optimal, dalam arti pada tingkat imbal hasil tertentu dapat terpilih keputusan investasi yang memberikan risiko minimal atau pada tingkat risiko tertentu terpilih keputusan investasi yang memberikan tingkat imbal hasil maksimal. Berbagai variasi dan kombinasi pendekatannya dapat meliputi analisis yang bersifat fundamental-teknikal, internal-eksternal, mikro-makro, risiko sistematis-tidak sistematis, kualitatif-kuantitatif, investasi tunggal-investasi majemuk (portofolio), dan perilaku rasional-tidak rasional dari investor, dan lain sebagainya yang bersama-sama membentuk suatu kerangka konseptual maupun praktis dalam menentukan tujuan dari optimalisasi keputusan investasi.

Investor perlu mencermati istilah *high risk high return*, karena umumnya investasi memiliki *high risk high return*, artinya untuk memperoleh *return* yang tinggi akan diikuti oleh risiko yang tinggi pula (Zubir, 2011 :1). Investor dapat menekan risiko tersebut dengan melakukan diversifikasi saham dengan membentuk portofolio optimal. Zvi Bodie, *et al.* (2014:204) mengatakan “*We learn how diversification can reduce risk without affecting expected return*”. Diversifikasi dalam pernyataan tersebut bisa bermakna bahwa investor perlu membentuk portofolio sedemikian rupa hingga risiko dapat diminimalkan tanpa mengurangi *return* yang diharapkan. Hal ini karena tidak ada yang dapat menebak arah perekonomian, sehingga sebaiknya investor tetap melakukan diversifikasi. Menurut Jogiyanto (2013:337) telah diketahui bahwa risiko yang dapat di diversifikasi adalah risiko yang tidak sistematis (risiko unik untuk perusahaan). Sebuah pepatah penting dalam diversifikasi portofolio guna menghindari besarnya risiko investasi yang ditanggung yaitu, “*Don't put all your eggs in one basket*”

(jangan menaruh semua telur ke dalam satu keranjang), jika keranjang tersebut jatuh, maka semua telur yang ada dalam keranjang tersebut akan pecah, dalam konteks investasi ajaran tersebut bisa diartikan sebagai “janganlah menginvestasikan semua dana yang kita miliki hanya pada satu aset saja, karena jika aset tersebut gagal maka semua dana yang telah kita investasikan akan lenyap”. Teori portofolio Markowitz tersebut, ditunjukkan secara kuantitatif mengapa dan bagaimana diversifikasi bisa menurunkan risiko portofolio.

Seorang investor sebaiknya memperhatikan proses investasi, hal ini penting agar investor dapat mengatur langkah dalam ketatnya persaingan pasar modal. Terdapat lima prosedur dalam membuat keputusan yang menjadi dasar proses investasi yaitu, (1) penentuan tujuan investasi, (2) penentuan kebijakan investasi, (3) pemilihan strategi portofolio, (4) pemilihan aset, (5) mengevaluasi kinerja portofolio (Tandelilin, 2010:12). Langkah terpenting dalam proses investasi tersebut adalah memilih aset atau membentuk portofolio. Aset yang dimaksud adalah surat berharga khususnya saham.

Sejak Harry Markowitz (1952) menemukan teori portofolio modern, risiko investasi dapat diperkecil melalui pembentukan portofolio yang efisien, sehingga risikonya lebih rendah daripada risiko masing-masing instrumen investasi (Zubir, 2011:19). Masalah yang terjadi dalam membentuk portofolio adalah terdapat banyak sekali kemungkinan portofolio yang dapat dibentuk dari kombinasi aktiva berisiko yang tersedia di pasar. Kombinasi ini dapat mencapai jumlah yang tidak terbatas, maka muncul pertanyaan portofolio mana yang akan dipilih oleh investor jika investor adalah rasional maka mereka akan memilih portofolio yang optimal,

yakni “portofolio dengan kombinasi *return* ekspektasian dan risiko yang terbaik” (Jogiyanto, 2013).

Portofolio dikategorikan efisien apabila memiliki tingkat risiko yang sama, mampu memberikan tingkat keuntungan yang lebih tinggi, atau mampu menghasilkan tingkat keuntungan yang sama, namun dengan risiko yang lebih rendah. Sesuai dengan pengertian portofolio efisien, maka Indeks LQ 45 dapat disebut sebagai portofolio efisien (Windy, *et al.* : 2014). Sementara portofolio optimal merupakan portofolio efisien yang dipilih oleh investor dan dapat memberikan manfaat maksimal bagi para investor. Portofolio optimal dapat dibentuk dari saham-saham berdasarkan indeks saham yang umumnya digunakan oleh investor sebagai indikator dalam melihat pergerakan bursa dan sebagai patok duga (*benchmark*) untuk menilai kinerja investasi yang berkaitan dengan saham.

Dari pembentukan portofolio yang optimal itulah dapat dinilai juga sudah tercapai atau belumnya tujuan dari investasi. Salah satu model pembentukan portofolio optimal dapat ditentukan dengan menggunakan model Markowitz, adapun *Single Index Model*, *Multi Index Model*, dan *Constant Correlation Model*. Model penentuan portofolio tersebut merupakan salah satu yang dapat digunakan sebagai dasar pengambilan keputusan investasi.

William Sharpe (1963) mengembangkan *Single Index Model* dengan angka yang menjadi acuannya adalah ERB (*excess return to beta*), *Single Index Model* ini merupakan penyederhanaan dari model-model optimalisasi portofolio investasi lain seperti Model Markowitz dan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). *Single Index Model* seperti yang dikemukakan oleh Jugiyanto (2013:339), merupakan

model indeks tunggal (*Single Index Model*) yang didasarkan pada pengamatan bahwa harga dari suatu sekuritas berfluktuasi searah dengan indeks harga pasar. Artinya bahwa kebanyakan saham yang cenderung mengalami kenaikan harga jika indeks harga saham naik, dan juga sebaliknya, jika indeks harga saham turun, kebanyakan saham mengalami penurunan harga. Hal ini menyarankan bahwa *return-return* dari sekuritas mungkin akan berkorelasi karena adanya reaksi umum (*common response*) terhadap perubahan-perubahan nilai pasar.

Penggunaan *Single Index Model* dalam pembentukan portofolio didasarkan pada dua alasan. Pertama, input analisis portofolio dengan *Single Index Model* yang lebih sederhana, sehingga diharapkan dapat menjadi alternatif dalam penyusunan portofolio yang lebih mudah bagi investor. Kedua, penggunaan *Single Index Model* dapat digunakan untuk kepentingan estimasi dengan menggunakan beta. Asumsi *Single Index Model* mempunyai suatu implikasi bahwa sekuritas-sekuritas yang bergerak bersama-sama bukan karena efek di luar pasar, melainkan karena mempunyai hubungan yang umum terhadap indeks pasar yang searah dengan perubahan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Hal ini merupakan kelemahan dari *Single Index Model* yang terletak pada penggunaan hanya satu faktor pengaruh *return* saham yaitu pasar. Dapat dikatakan harga saham sangat bergantung pada kondisi pasar. Analisis atas sekuritas dengan *Single Index Model* ini menggambarkan apakah sekuritas tersebut termasuk portofolio optimal atau sebaliknya dengan membandingkan ERB (*excess return to beta*) dengan *cut-off rate*-nya (C_i) dari masing-masing saham. Saham yang memiliki ERB lebih besar dari C_i dijadikan kandidat portofolio optimal, jika

sebaliknya C_i lebih besar daripada ERB maka tidak dijadikan suatu portofolio optimal.

Elton, *et al.* (2011) dalam buku *Modern Portfolio Theory and Analysis* menyatakan selain *Single Index Model* terdapat beberapa pendekatan lain dalam menentukan portofolio optimal salah satunya *Multi Index Model* yang diperkenalkan oleh Benjamin King (1996), sebagai salah satu alternatif dalam membentuk portofolio optimal, merupakan model pengembangan dari *Single Index Model*. Asumsi *Multi Index Model* berbeda dengan *Single Index Model*, dimana model ini menggunakan asumsi bahwa pergerakan sekuritas tidak hanya dipicu oleh indeks pasar saja, melainkan adanya faktor-faktor lain yang dapat mempengaruhi pergerakan sekuritas tersebut. Hal ini ditegaskan oleh Halim (2005:86), bahwa *Multi Index Model* menganggap ada faktor lain selain IHSG yang dapat mempengaruhi terjadinya korelasi antar efek, misalnya tingkat suku bunga bebas risiko.

Multi Index Model lebih berpotensi dalam upaya untuk mengestimasi *expected return*, standar deviasi dan kovarians efek secara akurat dibandingkan dengan *Single Index Model*. Adapun asumsi yang dipakai dalam *Multi Index Model* adalah kovarians antara risiko-risiko kesalahan residual antara sekuritas yang tidak berhubungan. Pemilihan saham-saham yang menjadi portofolio pada *Multi Index Model* adalah saham yang memiliki *excess return to beta ratio* (ERB) lebih besar dari *cut-off point* (C^*) sama halnya dalam *Single Index Model*, yang membedakan adalah *Expected return* masing-masing saham, pada *Multi Index Model* mempertimbangkan pengaruh variabel-variabel *independent* yang

dirumuskan dalam persamaannya. Model yang disusun dengan *Multi Index Model* akan sangat tergantung pada jenis variabel bebas yang dipilih. Perbedaan variabel-variabel penjelas akan menyebabkan hasil yang diperoleh berbeda pula. Variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini adalah faktor-faktor risiko yang berhubungan dengan tingkat pengembalian (*return*) sekuritas yang terdiri atas tingkat inflasi, suku bunga SBI, *Return on Equity* (ROE), dan *Price Earning Ratio* (PER).

Pembentukan portofolio optimal menggunakan Model Korelasi Konstan (*Constant Correlation Model*) pada intinya menggunakan asumsi bahwa koefisien korelasi (ρ) konstan dari tiap pasang saham. Asumsi-asumsi yang digunakan pada Model Korelasi Konstan antara lain koefisien korelasi antar aset konstan, tersedia aset bebas risiko, dan *short selling* tidak diizinkan. Ukuran ini menjelaskan sejauh mana *return* dari suatu sekuritas berhubungan satu dengan lainnya dalam konteks diversifikasi (Suryanto : 2013). Prosedur penyusunan portofolio optimal dengan *Constant Correlation Model* hampir sama dengan *Single Index Model*, tetapi yang membedakan kedua metode ini adalah formulasi kovariansinya, dan pada Model Korelasi Konstan menggunakan angka acuan ERS (*excess return to standard deviation*), yang mana nilai ERS menggambarkan kemiringan garis yang menghubungkan saham yang berisiko dengan bunga bebas risiko, artinya *Constant Correlation Model* hanya mengkorelasikan saham yang satu dengan saham lainnya tanpa melibatkan indeks pasar seperti *Single Index Model*.

Single Index Model maupun *Constant Correlation Model* sama-sama membagi nilai *excess return* dengan risiko, hanya saja *Constant Correlation*

Model, deviasi standar menggantikan beta sebagai pengukur risikonya. Portofolio yang optimal akan berisi sekuritas yang memiliki ERS yang tinggi (Elton, *et.al.* 2009:196). Sementara *Constant Correlation Model* lebih tepat digunakan ketika investor memiliki dugaan bahwa terdapat hubungan antara saham yang memang berkorelasi secara signifikan. *Constant Correlation Model* memiliki tujuan yaitu menentukan portofolio yang optimal dengan proporsi tertentu untuk memaksimalkan *return* dengan meminimalkan risiko.

Penelitian terdahulu yang meneliti tentang pembentukan portofolio dengan *Single Index Model*, *Multi Index Model* dan *Constant Correlation Model* menunjukkan hasil yang berbeda-beda. I Putu Putra dan Ni Ketut (2015) dalam penelitiannya menyebutkan bahwa ada 3 saham yang diseleksi menggunakan Model Indeks Tunggal (*Single Index Model*) dari 22 perusahaan yang menjadi sampel pada Indeks LQ45 periode Juni 2014-Juni 2015, yaitu UNVR dengan proporsi sebesar 75,42%, JSMR 10,17%, dan BBKA 14,42% serta *expected return* portofolio sebesar 2,67% dengan varians (risiko) sebesar 1,24%. Francis dan Rathika (2015) hasil penelitiannya menunjukkan bahwa hanya ada 1 perusahaan yang dipilih untuk tujuan investasi pada *CNX PHARMA SCRIP*, karena memiliki *excess return to beta ratio* (ERB) positif sebesar 0,38720 yaitu Piramal Enterprises Ltd.

Mulat dan Farhan (2013) dalam analisis portofolio optimal saham syariah menggunakan *Multi Index Models* membagi 2 portofolio yang terdiri dari portofolio 1 dan portofolio 2 yang terbentuk dari 6 saham yang memiliki nilai *return* tertinggi, dan yang memiliki nilai variansi atau risiko terendah. Bahwa pada portofolio pertama mampu menghasilkan nilai *expected return* sebesar

2,55% dengan risiko sebesar 0,29%, sementara portofolio kedua mampu menghasilkan *expected return* sebesar 0,93% dengan risiko sebesar 0,18%, dengan menambahkan faktor indeks *Dow Jones Industrial Average* dan Indeks *Hang Seng* dalam penelitiannya.

Portofolio yang dibentuk dengan *Constant Correlation Model* didukung oleh penelitian yang dilakukan Agus (2016), diperoleh 7 saham dengan nilai ERS lebih besar atau sama dengan C_i , dengan tingkat pengembalian portofolio 0,0034 dari 7 saham tersebut. Suryanto (2013) melakukan perbandingan kinerja portofolio menggunakan *Single Index Model* dan *Constant Correlation Model*, diperoleh 6 saham yang membentuk portofolio optimal dengan *Single Index Model*, dan 9 saham yang diperoleh dengan *Constant Correlation Model*. Begitupun dengan yang dilakukan oleh Dhea dan Irni (2015), dalam hasil penelitiannya portofolio optimal yang dibentuk dengan *Single Index Model* berisikan 6 kombinasi saham, sedangkan portofolio yang dibentuk dengan *Constant Correlation Model* berisikan 8 saham pada Indeks LQ45. Dari penelitian yang dilakukan peneliti sebelumnya dapat diartikan bahwa portofolio yang dibentuk dengan *Constant Correlation Model* dapat menghasilkan banyak saham dibanding dengan *Single Index Model*. Hal ini yang menjadi pertanyaan dalam penelitian ini, model manakah yang lebih baik untuk membentuk portofolio optimal bagi investor.

Setelah mendapatkan portofolio yang optimal, tentu penting untuk mengukur kinerja masing-masing portofolio. Hal ini dilakukan mengingat bahwa evaluasi kinerja portofolio terkait dengan dua isu utama, yaitu mengevaluasi apakah *return* portofolio yang telah dibentuk mampu memberikan *return* yang melebihi (di atas)

return portofolio lainnya yang dijadikan patok duga (*benchmark*), dan mengevaluasi apakah *return* yang diperoleh sudah sesuai dengan tingkat risiko yang harus ditanggung. Menurut Tandelilin (2010:489) dalam mengevaluasi kinerja suatu portofolio ada beberapa faktor yang perlu diperhatikan, yaitu tingkat risiko, periode waktu, penggunaan patok duga (*benchmark*) yang sesuai, dan tujuan investasi. Apabila faktor tersebut diabaikan akan mengakibatkan hasil evaluasi terhadap kinerja portofolio yang kurang tepat, hal ini tentunya akan menyebabkan pengambilann keputusan yang dapat merugikan investor. P. Janaki dan Krishan (2014) mengatakan bahwa evaluasi kinerja portofolio sangatlah penting dalam memilih dana untuk investasi, faktor yang mempengaruhi kinerja, diantaranya faktor periode waktu dan kondisi pasar.

Seperti yang telah dijelaskan bahwa untuk melihat kinerja sebuah portofolio, kita tidak bisa hanya melihat tingkat *return* yang dihasilkan portofolio tersebut, tetapi kita juga harus memperhatikan faktor-faktor lain seperti tingkat risiko portofolio tersebut. Ukuran kinerja portofolio yang sudah memasukan faktor *return* dan risiko tersebut dapat dilakukan dengan menggunakan pendekatan *risk adjusted performance*, yakni metode *Sharpe*, *Treynor*, dan *Jensen*.

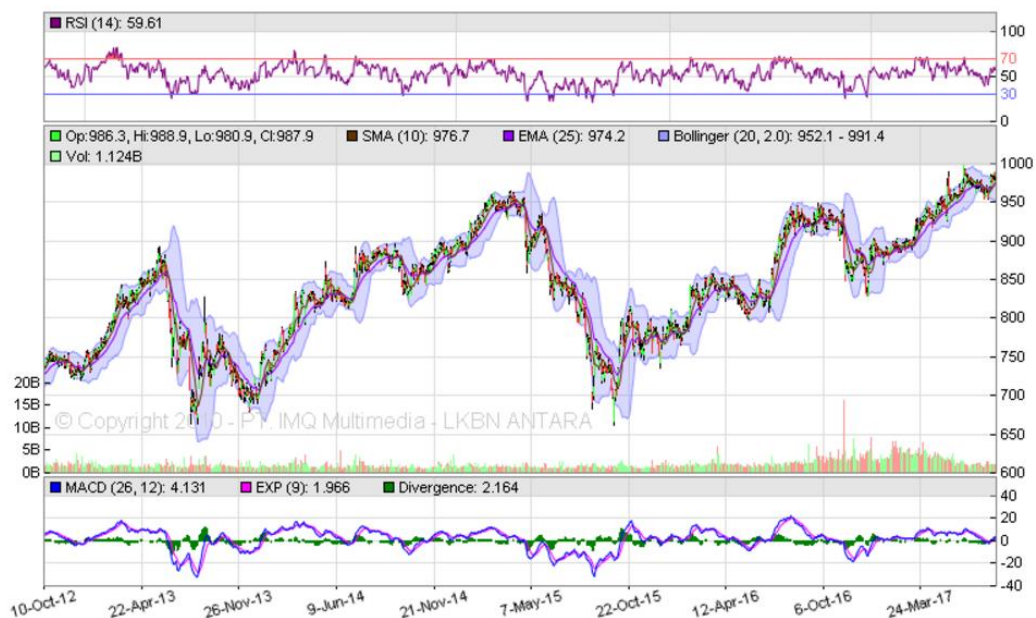
Indeks *Sharpe* dikembangkan oleh William Sharpe (1963) dan sering juga disebut dengan *reward-to-variability ratio*, mendasarkan perhitungannya pada konsep garis pasar modal (*capital market line*) sebagai patok duga, yaitu dengan cara membagi premi risiko portofolio dengan standar deviasinya. Menurut Mulat dan Farhan (2013) Semakin tinggi nilai indeks *Sharpe*, semakin tinggi pula *excess return* yang dinikmati investor.

Indeks *Treynor* disebut juga *reward volatility ratio* merupakan ukuran kinerja portofolio yang dikembangkan oleh Jack Treynor (1966), sama halnya seperti indeks *Sharpe*, pada indeks *Treynor* kinerja portofolio dilihat dengan cara menghubungkan tingkat *return* portofolio dengan besarnya risiko dari portofolio tersebut. Perbedaannya terletak pada penggunaan garis pasar sekuritas (*security market line*) sebagai patok duga, dan bukan garis pasar modal seperti pada indeks *Sharpe*. Sementara Indeks *Jensen* yang dikembangkan oleh Michael C. Jensen (1969), merupakan indeks yang menunjukkan perbedaan antara tingkat *return* aktual yang diperoleh portofolio dengan tingkat *return* yang diharapkan jika portofolio tersebut berada pada garis pasar modal.

Penelitian tentang kinerja portofolio pernah dilakukan sebelumnya oleh beberapa peneliti. Siti Azizah, dkk (2014) hasil penelitiannya tentang kinerja saham JII berdasar indeks *sharpe* membentuk 2 saham, serta indeks *treynor* dan *jensen* membentuk 6 saham. Apabila terjadi ketidaksamaan hasil pengukuran kinerja antar indeks pengukur, maka pemilihan portofolio optimal tergantung pada pilihan investor, ke arah risiko mana yang lebih dipertimbangkan. Pilihan diputuskan dengan salah satu dari tiga pengukur kinerja portofolio. Jhon Lee (2015) menyatakan portofolio dengan *Single Index Model* menghasilkan rasio *Sharpe* sebagai ukuran yang paling tepat. Begitupun hasil penelitian Surya dan Anom (2016) kinerja portofolio berdasarkan indeks *sharpe* yang dibentuk dengan *Single Index Model* pada LQ45 lebih baik dari kinerja portofolio *50 Most Active Stocks By Trading Frequency* sebagai pembandingnya. Dhea dan Irni (2012) dalam penelitiannya, pengukuran kinerja portofolio menggunakan *sharpe*, *treynor*, dan

jensen menunjukkan bahwa *Single Index Model* memiliki kinerja yang lebih baik. Ketiga pengukur kinerja tersebut menunjukkan *ranking* kinerja yang sama untuk kedua portofolio yang memiliki arti bahwa ke dua portofolio sudah *well-diversified*.

The Dow Theory yang disusun oleh Charles H. Dow dalam David dan Kurniawan (2010:3) mengatakan bahwa sebagian besar saham bergerak sejalan dengan bergeraknya bursa keseluruhan atau *index* dalam artian bila *index* bergerak naik, maka harga sebagian besar komponen saham yang terdapat didalamnya juga bergerak naik. Begitu juga sebaliknya, bila *index* bergerak turun maka harga sebagian besar komponen saham yang terdapat didalamnya juga bergerak turun. Berikut perkembangan pergerakan Indeks LQ45 dalam empat tahun terakhir yang disajikan menggunakan pola *candlestick*.



Grafik 1.2

Pergerakan Indeks LQ45 empat tahun terakhir

Sumber : Indonesia Market Quotes

Berdasarkan informasi Grafik 1.2 di atas terlihat bahwa pergerakan Indeks LQ45 menunjukkan fenomena pada puncak bulan Mei 2013 pola yang menurun drastis sampai Desember 2013 menyentuh level 698.220, sementara IHSG menyentuh level 4.195,556. Pada April 2015 pun pola menurun drastis sampai pada bulan September 2015 hingga menyentuh pada level terendahnya di 680.303, sementara IHSG menyentuh level 4,120.503. Secara kasat mata dapat disimpulkan bahwa tren utama yang mengikuti nilai Indeks LQ45 adalah *downward trend* (pola *bearish*). Sementara kondisi pasar saham mengalami trend naik atau *upward trend* (pola *bullish*) yang menguat terjadi mulai dari Januari 2014 hingga September 2014 LQ45 menyentuh level 890.650 dan IHSG menyentuh level 5.227,582 begitupun pada Januari 2016 sampai November 2016 dengan menyentuh pada level 843.947 artinya pergerakan Indeks LQ45 menunjukkan arah yang positif. Sementara IHSG menyentuh level 4,798.946. Meskipun pergerakan grafiknya menunjukkan kenaikan dan penurunan, akan tetapi nilai Indeks LQ45 cenderung mengalami perbaikan. Menurut Fock, *et al.* (2005) dalam Berto Usman, dkk (2012) pola-pola tersebut biasa digunakan oleh para pelaku pasar modal, dengan tujuan untuk mengantisipasi terjadinya fenomena kemunduran perekonomian (*bearish*) dan peningkatan perekonomian (*bullish*) yang berdampak langsung terhadap kinerja saham-saham yang terdaftar di pasar modal.

Menurut Berto Usman, dkk (2012) untuk melihat fenomena *bullish* dan *bearish* pada suatu saham ataupun indeks saham, dapat menggunakan analisa teknikal *candlestick*, dimana semua data masa lalu yang ada akan

direpresentasikan melalui sebuah informasi yang di-plot kedalam bentuk grafis. Fenomena kenaikan harga saham secara drastis dan menurunnya harga saham secara drastis, menunjukkan seberapa jauh *supply* dan *demand* terhadap saham yang ditawarkan perusahaan di lantai bursa. Tingkat fluktuasi pergerakan saham juga dapat mempengaruhi keputusan investor dalam berinvestasi, karena investor cenderung akan memilih saham dengan melihat kondisi *beasih* dan *bullish*.

Jose Hadita (2014) dalam analisis perbandingan kinerja portofolio saham-saham *Jakarta Islamic Index* pada pasar *bullish* dan *bearish*, menunjukkan dalam penyusunan portofolio optimal berbasiskan *Single Index Model* pada kondisi pasar sedang *bullish* jumlah saham kandidat portofolio relatif banyak (12 saham) dibanding dengan jumlah portofolio saham yang disusun tanpa membedakan kondisi pasar sebanyak 8 saham, dan 2 saham ketika pasar *bearish*. Debra dan Johan (2014) hasil penelitiannya menyimpulkan bahwa *Single Index Model* tidak dapat diterapkan secara baik untuk menghadapi pasar *bearish*, karena investor cenderung menghindari risiko (*risk averse*).

Analisis dalam pembentukan portofolio optimal dalam penelitian ini tidak luput menggambarkan kondisi pasar yang *bullish* maupun *bearish*, karena penyusun portofolio apabila hanya mempertimbangkan *return* saham kandidat semata, maka untuk menghadapi pasar *bullish* atau *bearish* dapat disusun dua portofolio yang berbeda, yaitu memiliki saham-saham dengan *return* positif tertinggi pada masing-masing kondisi pasar. Hal ini dikarenakan ada kemungkinan saham yang memberikan *return* tinggi pada saat pasar *bullish* akan menjadi sebaliknya (merugi) pada saat pasar *bearish*, dalam pasar kondisi *bullish*

karena semua saham menghasilkan *return* yang positif, penentuan kandidat saham yang masuk portofolio lebih mudah dilakukan, namun pada saat kondisi pasar berubah menjadi *bearish*, dimana banyak saham yang mempunyai *return* yang negatif, tentunya akan sulit memilih saham untuk dijadikan kandidat portofolio, untuk itu perlu adanya analisis apakah perlu mempertahankan portofolio yang telah disusun sebelumnya atau perlu menyusun portofolio baru.

Berdasarkan uraian permasalahan di atas, penelitian ini pada dasarnya merupakan kelanjutan dari penelitian-penelitian yang telah dilakukan sebelumnya. Sehubungan dengan hal tersebut, maka peneliti melakukan penulisan karya ilmiah dalam bentuk skripsi dengan judul “**Analisis Pembentukan Portofolio Optimal Menggunakan *Single Index Model*, *Multi Index Model* dan *Constant Correlation Model* Dengan Metode *Sharpe*, *Treynor*, dan *Jensen* Pada Saat *Bullish* dan *Bearish* (Studi Pada Indeks LQ 45 di Bursa Efek Indonesia Periode 2013-2016)**”.

1.2 Identifikasi Masalah dan Rumusan Masalah Penelitian

1.2.1 Identifikasi Masalah

Masalah yang akan dibahas pada bab-bab selanjutnya, maka perlu adanya pengidentifikasi masalah, sehingga hasil analisis selanjutnya terarah dan sesuai dengan tujuan penelitian. Berdasarkan latar belakang di atas, dapat diidentifikasi permasalahan-permasalahan yang muncul dalam penelitian ini yaitu :

1. Investor menghadapi ketidakpastian dari saham-saham mana yang menguntungkan dimasa yang akan datang.

2. Investor hanya mengharapkan imbal hasil yang maksimal tanpa memperhitungkan risiko.
3. Adanya indikasi risiko yang tinggi pada tahun 2013 dan 2015 dalam Indeks LQ45.
4. Banyaknya saham yang mempunyai *return* (imbal hasil) yang negatif pada kondisi *bearish*.
5. Investor cenderung mengabaikan evaluasi terhadap portofolio yang dibentuk.

1.2.2 Rumusan Masalah Penelitian

Berdasarkan pada latar belakang penelitian di atas, maka rumusan masalah dapat diidentifikasi sebagai berikut :

1. Bagaimana pembentukan portofolio optimal dengan *Single Index Model* pada Indeks LQ45 pada saat kondisi pasar *bullish* dan *bearish*.
2. Bagaimana pembentukan portofolio optimal dengan *Multi Index Model* pada Indeks LQ45 pada saat kondisi pasar *bullish* dan *bearish*.
3. Bagaimana pembentukan portofolio optimal dengan *Constant Correlation Model* pada Indeks LQ45 pada saat kondisi pasar *bullish* dan *bearish*.
4. Bagaimana evaluasi kinerja portofolio dengan metode indeks *Sharpe*, *Traynor*, dan *Jensen* pada Indeks LQ45 pada saat kondisi pasar *bullish* dan *bearish*.

1.3 Tujuan Penelitian

Sehubungan dengan latar belakang dan rumusan masalah di atas, peneliti bertujuan untuk mengkaji dan menganalisis pengaruh variabel yang akan diteliti, maka tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui dan menganalisis:

1. Pembentukan portofolio optimal dengan *Single Index Model* pada Indeks LQ45 pada saat kondisi pasar *bullish* dan *bearish*.
2. Pembentukan portofolio optimal dengan *Multi Index Model* pada Indeks LQ45 pada saat kondisi pasar *bullish* dan *bearish*.
3. Pembentukan portofolio optimal dengan *Constant Correlation Model* pada Indeks LQ45 pada saat kondisi pasar *bullish* dan *bearish*.
4. Evaluasi kinerja portofolio dengan metode index *Sharpe*, *Traynor*, dan *Jensen* pada Indeks LQ45 pada saat *bullish* dan *bearish*.

1.4 Kegunaan Penelitian

Kegunaan yang ingin dicapai dari penelitian ini, diantaranya adalah sebagai berikut :

1.4.1 Kegunaan Teoritis/Akademis

- a. Bagi pengembangan ilmu pengetahuan, hasil penelitian ini diharapkan dapat menambah wawasan dan ilmu pengetahuan, khususnya mengenai pembentukan portofolio optimal dengan *Single Index Model*, *Multi Index Model* dan *Constant Correlation Model* yang kinerjanya dievaluasi oleh metode *sharpe*, *treynor* dan *jensen*, sebagai sumbangan pemikiran serta sebagai bahan masukan untuk mendukung dasar teori penelitian yang sejenis dan relevan.
- b. Hasil penelitian dapat dijadikan sebagai bahan referensi atau perbandingan untuk penelitian-penelitian selanjutnya yang berkaitan dengan portofolio optimal dengan *Single Index Model*, *Multi Index Model* dan *Constant*

Correlation Model, dan yang kinerjanya dievaluasi oleh *Sharpe*, *Treynor* dan *Jensen*.

1.4.2 Kegunaan Praktis

Hasil yang diharapkan dapat memberikan manfaat bagi berbagai pihak, antara lain :

- a. Bagi Penulis
 1. Untuk pemahaman mengenai pembentukan portofolio yang optimal menggunakan *Single Index Model*, *Multi Index Model*, dan *Constant Correlation Model*.
 2. Untuk mengidentifikasi cara evaluasi kinerja portofolio dengan metode *Sharpe*, *Treynor*, dan *Jensen*.
 3. Mampu memprediksi kondisi suatu pasar saat *bullish* dan *bearish*.
 4. Memperoleh pemahaman mengenai karakteristik saham-saham terutama yang terdaftar di LQ45.
- b. Bagi Investor Maupun Calon Investor
 1. Penelitian ini dapat menjadi pedoman agar investor mengetahui model mana yang paling baik dalam melakukan portofolio saham dan model yang menghasilkan *return* paling tinggi dan sesuai preferensi investor terhadap risiko, yaitu dengan *Single Index Model*, *Multi Index Model* dan *Constant Correlation Model*.
 2. Hasil penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai bahan masukan dalam pengambilan keputusan investasi yang optimal khususnya pada perusahaan yang masuk dalam Indeks LQ 45.

c. Bagi Perusahaan

1. Memberikan masukan tentang informasi bagi perusahaan dalam pembentukan portofolio dengan *Single Index Model*, *Multi Index Model*, dan *Constant Correlation Model*.
2. Penelitian ini dapat dijadikan masukan untuk meningkatkan nilai perusahaan yang memperjualbelikan sahamnya yang tergolong pada Indeks LQ45.
3. Memberikan kontribusi bagi perusahaan agar dapat membuat strategi dalam menghadapi kondisi pasar yang tidak menentu, hal ini *bullish* dan *bearish*.
4. Perusahaan agar mempertimbangkan kebijakan untuk menerapkan evaluasi kinerja yang tepat.

d. Bagi Peneliti Selanjutnya

1. Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan masukan bagi peneliti selanjutnya dan menjadikan penelitian ini sebagai informasi pelengkap dalam penyusunan penelitian yang sejenis.
2. Menambah wawasan dan pengetahuan tentang analisis pembentukan portofolio dengan *Single Index Model*, *Multi Index Model* dan *Constant Correlation Model* yang kinerjanya dievaluasi dengan metode *Sharpe*, *Treynor* dan *Jensen* pada kondisi pasar *bullish* dan *bearish* pada saham-saham yang masuk dalam Indeks LQ45.