

BAB II

KAJIAN PUSTAKA DAN KERANGKA PEMIKIRAN

2.1 Kajian Pustaka

Kajian pustaka merupakan sebuah uraian dan deskripsi tentang literatur yang relevan dengan bidang atau topik tertentu sebagaimana ditemukan dalam buku-buku ilmiah dan artikel jurnal. Kajian pustaka memiliki kedudukan yang sangat penting, karena akan menentukan cakrawala dari segi tujuan dan hasil penelitian, disamping itu berfungsi untuk memberikan landasan teoritis tentang mengapa penelitian tersebut perlu dilakukan dalam kaitannya dengan kerangka pengetahuan. Kajian pustaka umumnya dimaknai berupa ringkasan dan rangkuman dari teori yang ditemukan dari sumber bacaan (literatur) yang ada kaitannya dengan tema yang akan diangkat dalam penelitian.

2.1.1 Manajemen

Ilmu manajemen bila divermati sama usianya dengan kehidupan manusia. Manusia sebagai makhluk sosial ada kecenderungan untuk berorganisasi dan bekerja sama. Dalam kehidupan sehari-hari manusia adalah anggota suatu organisasi, misalnya organisasi agama, olahraga, seni, usaha dan organisasi lainnya. Masing-masing organisasi berebda satu dengan lainnya, ada yang formal dan tidak formal.

Namun organisasi-organisasi tersebut mempunyai unsur-unsur yang sama, yaitu ada kelompok orang, ada tujuan yang hendak dicapai, ada rencana cara pencapaian tujuan. Dengan kata lain, para manajer diberi tanggung jawab untuk menentukan kegiatan yang memungkinkan setiap individu dapat memberikan sumbangan yang terbaik untuk mencapai tujuan yang telah ditetapkan bersama.

2.1.1.1 Pengertian Manajemen

Dalam kehidupan sehari-hari mungkin tidak kita sadari telah menerapkan konsep manajemen, karena manajemen bukan hanya dapat dilakukan pada kegiatan-kegiatan formal dalam perusahaan maupun organisasi formal lainnya. Pada kenyataannya manajemen dapat dilakukan oleh siapa saja dan dimana saja. Peranan manajemen yang sangat penting, mengharuskan kita *me-manage* suatu kegiatan yang dilakukan, seperti disebutkan dalam Al-Qur'an dan Hadits bahwa Allah menyukai seseorang yang berpikir untuk hari esok atau mempunyai perencanaan, serta melakukan suatu kegiatan dengan memiliki tujuan dan mengerjakan secara tepat, terarah dan tuntas. Kesibukan apapun yang sedang dijalani akan berjalan dengan baik apabila kita menerapkan manajemen dan fungsi manajemen dalam kehidupan sehari-hari.

Hal tersebut yang menjadi dasar suatu pengertian manajemen yang secara sederhana adalah mengatur, dari kata *to manage*. Logikanya manajemen ada untuk mengatur sesuatu yang belum teratur, ataupun mencari keteraturan dalam suatu ketidak teraturan sehingga terciptanya sebuah pola yang baru. Pengaturan dilakukan melalui proses dan diatur berdasarkan urutan dari fungsi-fungsi

manajemen. Manajemen merupakan suatu proses atau kegiatan yang tersusun untuk mewujudkan tujuan yang direncanakan. Stephen P. Robbins dan Mary Coutler, (2014:33) menyatakan bahwa *“Management involves coordinating and overseeing the works activities are completed efficiently and effectively”*. Artinya, manajemen melibatkan koordinasi dan mengawasi kegiatan pekerjaan secara efisien dan efektif.

Manajemen merupakan sesuatu yang sangat penting karena berkenaan yang berhubungan erat dengan perwujudan atau pencapaian tujuan, sehingga manajemen ada dalam setiap aspek kehidupan manusia dimana terbentuk suatu kerja sama (organisasi). Pengertian Manajemen menurut John Kotter (2014:8) yaitu :

“Management is a set of processes that can help a comlicated system of people and technology running smoothly. The most important aspects of management include planning, budgeting, organizing, staffing, controlling, and problem solving”.

Artinya, manajemen adalah serangkaian proses yang dapat membantu sistem teknologi yang rumit dari orang-orang dan berjalan dengan lancar. Aspek yang paling penting dari manajemen meliputi perencanaan, penganggaran, pengorganisasian, pegawai, pengendalian, dan pemecahan masalah.

Pernyataan Mary Parker Follet yang dialih bahasa oleh Susatyo Herlambang (2013:3), manajemen merupakan seni dalam menyelesaikan pekerjaan orang lain. Definisi ini mengandung arti bahwa para manajer mencapai tujuan-tujuan organisasi melalui orang-orang lain untuk melaksanakan berbagai tugas yang mungkin diperlukan.

Berdasarkan pengertian manajemen di atas, manajemen diartikan sebagai seni untuk mengatur sesuatu, baik orang ataupun pekerjaan untuk mencapai suatu tujuan organisasi dengan cara pengordinasian sumber daya dari mulai perencanaan, pengorganisasian, kepemimpinan sehingga tujuan yang hendak dicapai dapat terselesaikan secara efisien dan efektif. Efisien disini berarti menggunakan berbagai sumber daya secara bijaksana dan dengan cara yang hemat biaya. Sementara efektif berarti membuat keputusan yang tepat dan mengimplementasikannya dengan sukses.

Dalam manajemen terdapat fungsi manajemen yang terkait erat didalamnya, dalam hal ini fungsi manajemen sering kali diartikan sebagai tugas-tugas manajer dalam mengatur karena inti dari manajemen adalah supaya kita mudah untuk mengelolanya. Beberapa klasifikasi fungsi-fungsi manajemen menurut G.R. Terry yang diterjemahkan oleh Hasibuan (2013:21) adalah sebagai berikut:

1. Perencanaan (*Planning*)

Merupakan fungsi manajemen yang fundamental, karena fungsi ini dijadikan sebagai landasan atau dasar bagi fungsi-fungsi manajemen lainnya. Perencanaan meliputi tindakan pendahuluan mengenai apa yang harus dikerjakan dan bagaimana hal tersebut akan dikerjakan agar tujuan yang dikehendaki tercapai.

2. Pengorganisasian (*Organizing*)

Merupakan proses penyusunan kelompok yang terdiri dari beberapa aktivitas dan persinalitas menjadi satu kesatuan yang harmonis guna ditunjukan ke

arah pencapaian tujuan.

3. Penggerakan (*Actuating*)

Merupakan suatu tindakan menggerakkan semua anggota kelompok agar mereka mau berusaha untuk mencapai tujuan yang telah direncanakan.

4. Pengawasan (*Controlling*)

Merupakan usaha mencegah terjadinya atau timbulnya penyimpangan-penyimpangan aktivitas yang telah dilakukan dari sasaran yang telah ditetapkan sebelumnya.

Gambaran proses manajemen di atas menunjukkan urutan proses manajemen secara teoritis. Semua manajer dalam pembahasan, melakukan empat fungsi manajemen yang telah dikemukakan di atas. Meskipun demikian, dalam praktik gambaran tersebut terkadang seorang manajer sering melompat-lompat dalam melakukan empat fungsi manajemen tersebut. Manajer lebih *action oriented*, dalam artian reaktif dan bereaksi terhadap suatu kejadian. Namun kegiatan-kegiatan yang dilakukan seorang manajer pada dasarnya guna mencapai suatu tujuan perusahaan.

2.1.2 Manajemen Keuangan

Perusahaan memiliki tujuan yang bermacam-macam. Ada yang berpendapat bahwa tujuan perusahaan untuk mencapai keuntungan/laba maksimal atau laba yang sebesar-besarnya. Bila sebelumnya manajemen keuangan hanya berfokus pada penggunaan serta pengalokasian dana secara efisien, seiring dengan berjalannya waktu, manajemen keuangan juga mencakup kegiatan-kegiatan lainnya, seperti cara mendapatkan dana, penggunaan dana, dan pengelolaan aset

(aktiva). Oleh karena itu perusahaan harus memberi perhatian khusus terhadap kemajuan keuangannya demi tercapainya tujuan.

2.1.2.1 Pengertian Manajemen Keuangan

Manajemen keuangan merupakan salah satu bagian utama dari ilmu manajemen. Fungsi perusahaan yang sangat penting bagi keberhasilan usahanya dalam pencapaian tujuan salah satunya adalah kondisi manajemen keuangan perusahaan tersebut, oleh karena itu perusahaan harus memberi perhatian khusus terhadap kemajuan keuangannya demi tercapainya tujuan.

Menurut Artur J. Keown, *et al.* (2011:4) yang dialihbahasakan oleh Marcus Prihminto, Manajemen Keuangan berkepentingan dengan bagaimana cara menciptakan dan menjaga nilai ekonomis atau kekayaan.

Menurut Kamaludin dan Indriani (2012:1) mendefinisikan manajemen keuangan adalah upaya untuk mendapatkan dana dengan cara yang paling menguntungkan serta mengalokasikan dana secara efisien dalam perusahaan sebagai sarana untuk mencapai sasaran bagi kelayakan pemegang saham.

Menurut Van Horne dan Wachowicz (2012:2) yang diterjemahkan oleh Mubarkah manajemen keuangan adalah “Manajemen keuangan berkaitan dengan perolehan asset, pendanaan dan manajemen asset dengan didasari beberapa tujuan umum.

Berdasarkan definisi-definisi diatas maka manajemen keuangan dapat disimpulkan sebagai aktivitas-aktivitas dalam keuangan organisasi atau perusahaan yang berhubungan dengan bagaimana mendapatkann dana,

pengalokasian dana dan pengelolaan dana agar tercapainya suatu tujuan organisasi atau perusahaan itu sendiri.

2.1.2.2 Fungsi Manajemen Keuangan

Manajemen keuangan menyangkut kegiatan perencanaan, analisis dan pengendalian kegiatan keuangan. Yang melaksanakan kegiatan tersebut sering disebut sebagai manajer keuangan. Banyak keputusan yang harus diambil oleh manajer keuangan dengan berbagai kegiatan yang harus dijalankannya. Fungsi manajemen keuangan sendiri, berbicara tentang bagaimana mempergunakan dan menempatkan dana yang ada. Menurut Agus dan Martono (2011:4) terdapat 3 (tiga) fungsi utama dalam manajemen keuangan, yaitu:

1. Keputusan Investasi (*Investment Decision*)

Keputusan investasi merupakan keputusan terhadap aktiva apa yang akan dikelola oleh perusahaan. Keputusan investasi adalah yang paling penting diantara ketiga keputusan lainnya. Hal ini dikarenakan keputusan investasi berpengaruh secara langsung terhadap besarnya rentabilitas investasi dan aliran kas perusahaan untuk waktu yang akan datang.

2. Keputusan pendanaan (*Financing Decision*)

Keputusan pendanaan ini menyangkut beberapa hal. Pertama, keputusan mengenai penetapan sumber dana yang diperlukan untuk membiayai investasi. Sumber dana yang digunakan untuk membiayai investasi tersebut dapat berupa hutang jangka pendek, hutang jangka panjang dan modal sendiri. Kedua, penerapan perimbangan pembelajaran yang terbaik atau sering disebut struktur modal yang optimum. Struktur modal optimum

merupakan perimbangan hutang jangka panjang dan modal sendiri dengan biaya modal rata-rata minimal.

3. Keputusan pengelolaan asset (*Assets Management Decision*)

Apabila asset telah diperoleh dengan pendanaan yang tepat, maka asset-asset tersebut memerlukan pengelolaan secara efisien. Pengalokasian dana yang digunakan untuk pendanaan dan pemanfaatan asset menjadi tanggungjawab manajer keuangan. Tanggungjawab tersebut menuntut manajer keuangan untuk lebih memperhatikan pengelolaan aktiva lancar daripada aktiva tetap.

Berdasarkan pemaparan diatas dapat dikatakan bahwa fungsi manajemen keuangan adalah mengambil keputusan-keputusan perusahaan dalam merencanakan, melaksanakan dan mengendalikan pemanfaatan sumber daya keuangan dalam kegiatan perusahaan.

2.1.3 Investasi

Kebutuhan manusia yang tidak terbatas menuntut mereka bekerja dalam memperoleh penghasilan. Penghasilan yang didapat sebagian besar digunakan untuk melakukan kegiatan konsumsi, namun apabila penghasilan yang diperoleh jumlahnya melebihi dari porsi yang digunakan untuk konsumsi maka sisa dari penghasilan tersebut dapat disimpan ke dalam bentuk tabungan. Tabungan merupakan bentuk kerelaan dari seseorang untuk menunda penggunaan dananya saat ini untuk dikembangkan dan digunakan untuk konsumsi di masa mendatang, sedangkan tindakan seseorang yang menggunakan dana tabungannya untuk ditingkatkan nilainya disebut sebagai investasi. Secara sederhana, tujuan orang melakukan investasi adalah untuk menghasilkan sejumlah uang di kemudian hari.

2.1.3.1 Pengertian Investasi

Perkembangan investasi telah menunjukkan peningkatan yang cukup pesat, tidak hanya menyangkut jumlah investor ataupun dana yang dilibatkan, tetapi juga berbagai variasi jenis instrumen sekuritas yang bisa dijadikan alternatif investasi. Perkembangan tersebut selanjutnya dapat mendorong tersedianya sumber daya manusia yang cakap dan mampu menguasai pengelolaan investasi secara benar. Charles P. Jones (2014:3) berpendapat bahwa *“Investment can be defined as the commitment of fund to one or more assets that will be held over some future time period”*. Artinya, investasi dapat didefinisikan sebagai komitmen dana untuk satu atau lebih aset yang akan disediakan selama beberapa periode di masa depan.

Investasi menurut Jogiyanto (2013:5) dapat didefinisikan sebagai penundaan konsumsi sekarang untuk dimasukkan ke aktiva produktif selama periode waktu tertentu.

Pembahasan mengenai investasi, dalam praktiknya, investasi biasanya dikaitkan dengan berbagai aktivitas yang terkait dengan penanaman uang pada berbagai macam alternatif aset baik yang tergolong sebagai aset real (*real assets*) seperti tanah, emas, properti ataupun yang berbentuk aset finansial (*financial assets*), misalnya berbagai bentuk surat berharga seperti saham, obligasi, dan juga reksadana. Sementara pengertian Investasi menurut Gumanti (2011) menjelaskan bahwa :

Investasi adalah kegiatan yang dimaksudkan untuk menunda konsumsi hari ini untuk dikonsumsi pada waktu mendatang, dengan harapan nilai di

waktu mendatang lebih tinggi daripada nilai saat ini. Seseorang yang melakukan aktivitas investasi disebut dengan investor.

Istilah investasi bisa berkaitan dengan berbagai macam aktivitas. Bagi investor yang lebih pintar dan lebih berani menanggung risiko, aktivitas investasi yang mereka lakukan juga bisa mencakup investasi pada aset-aset finansial yang lebih berisiko lainnya yang lebih kompleks seperti *warrants*, *option*, dan *future* maupun ekuitas internasional.

Berdasarkan definisi dari beberapa ahli di atas, dapat diartikan bahwa investasi merupakan penanaman sebagian modal yang dimiliki saat ini, yang dalam kurun waktu tertentu dapat memperoleh keuntungan di masa yang akan datang (*in future*).

2.1.3.2 Tujuan Investasi

Secara sederhana tujuan orang melakukan investasi adalah untuk menghasilkan sejumlah uang di kemudian hari. Tujuan investasi yang lebih luas adalah untuk meningkatkan kesejahteraan investor. Kesejahteraan dalam hal ini merupakan kesejahteraan moneter, yang bisa diukur dengan penjumlahan pendapatan saat ini ditambah nilai saat ini pendapatan masa datang. Tandelilin (2010) secara khusus menyatakan terdapat beberapa alasan seseorang melakukan investasi, yaitu:

- a. Untuk mendapatkan kehidupan yang lebih layak di masa datang.

Seseorang yang bijaksana akan berpikir bagaimana meningkatkan taraf hidupnya dari waktu ke waktu atau setidaknya berusaha bagaimana

mempertahankan tingkat pendapatannya yang ada sekarang agar tidak berkurang di masa yang akan datang.

b. Mengurangi tekanan inflasi.

Dengan melakukan investasi dalam pemilikan perusahaan atau objek lain, seseorang dapat menghindarkan diri dari risiko penurunan nilai kekayaan atau hak miliknya akibat adanya pengaruh inflasi.

c. Dorongan untuk menghemat pajak.

Beberapa negara di dunia banyak melakukan kebijakan yang bersifat mendorong tumbuhnya investasi di masyarakat melalui pemberian fasilitas perpajakan kepada masyarakat yang melakukan investasi pada bidang-bidang usaha tertentu.

Artinya, secara sederhana bahwa orang melakukan investasi untuk dapat menghasilkan uang, tetapi sebenarnya terdapat beberapa alasan lain mengapa orang melakukan investasi pada dasarnya mengharapkan sebuah keuntungan dari sesuatu yang diinvestasikannya dimasa yang akan datang. Serta tujuan khusus seseorang melakukan investasi adalah untuk mendapatkan kesejahteraan, mengurangi tingkat inflasi disuatu negara, dan untuk menghemat pajak yang ditanggung oleh para investor.

2.1.3.3 Proses Keputusan Investasi

Setiap orang mempunyai motif yang berbeda-beda dalam melakukan keputusan investasi, secara umum tentu saja motif investasinya adalah memperoleh keuntungan. Proses keputusan investasi merupakan proses keputusan yang berkesinambungan (*on going process*). Menurut Tandelilin (2010) terdapat

lima tahapan dalam proses keputusan investasi yang berjalan terus-menerus sampai tercapai keputusan investasi yang terbaik, yaitu:

1. Penentuan tujuan investasi.

Tahap pertama yang harus dipikirkan ketika investor akan melakukan investasi adalah penentuan tujuan investasi. Investasi dipilih berdasarkan investasi jangka pendek ataupun jangka panjang, tergantung pada tujuan dan minat masing-masing investor.

2. Penentuan kebijakan investasi.

Tahap kedua ini diawali dengan penentuan alokasi aset yang selanjutnya akan menyangkut pada alokasi pendistribusian dana pada kelas aset yang tersedia (saham, obligasi, ataupun sekuritas luar negeri), dalam menentukannya investor harus mempertimbangkan besarnya dana yang dimiliki beserta porsi pendistribusiannya, dan beban pajak beserta pelaporan yang harus di tanggung.

3. Pemilihan strategi portofolio.

Terdapat dua strategi portofolio yang dapat dipilih, yaitu strategi portofolio aktif dan strategi portofolio pasif. Strategi portofolio aktif merupakan kegiatan penggunaan informasi sebagai usaha untuk mengidentifikasi saham-saham yang diprediksi akan baik di masa mendatang. Sedangkan strategi portofolio pasif merupakan aktivitas investasi yang seiring dengan kinerja indeks pasar, dengan asumsi bahwa semua informasi yang tersedia akan diserap pasar dan direfleksikan pada harga saham.

4. Pemilihan aset.

Tahap ini merupakan pemilihan aset-aset dengan tujuan untuk mencari kombinasi portofolio yang efisien, yaitu portofolio yang menawarkan tingkat *return* tinggi pada tingkat risiko tertentu. Melalui diversifikasi, investor dapat mengurangi tingkat risiko portofolio yang lebih kecil dibandingkan dengan risiko hasil investasi pada aset individu.

5. Pengukuran dan evaluasi kinerja portofolio.

Tahap ini meliputi pengukuran kinerja portofolio dan perbandingan hasil pengukuran kinerja portofolio lainnya terhadap indeks portofolio pasar melalui proses *benchmarking*. Hal ini dilakukan untuk mengetahui seberapa baik kinerja portofolio yang telah ditentukan dibandingkan dengan kinerja portofolio pasar.

Berdasarkan hal tersebut, diartikan bahwa proses keputusan investasi merupakan proses keputusan yang berkesinambungan (*on going process*). Jika tahap pengukuran evaluasi kinerja telah dilewati dan ternyata hasilnya kurang baik, maka proses keputusan investasi harus dimulai dari pertama, demikian seterusnya sampai dicapai keputusan investasi yang paling optimal dan sesuai dengan tujuan yang diharapkan.

2.1.4 Pasar Modal

Pasar Modal (*Capital Market*) merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik surat utang (obligasi), ekuitas (saham), reksa dana, instrumen derivatif maupun instrumen lainnya. Pasar modal merupakan sarana pendanaan bagi perusahaan maupun institusi lain

(misalnya pemerintah) dan sebagai sarana bagi kegiatan investasi. Dengan demikian pasar modal memfasilitasi berbagai sarana dan prasarana kegiatan jual beli dan kegiatan terkait lainnya. Instrumen keuangan yang diperdagangkan di pasar modal merupakan instrumen jangka panjang seperti saham, obligasi, waran, *right*, reksa dana dan berbagai instrumen derivatif seperti *option*, *futures* dan lain-lain (www.idx.co.id).

2.1.4.1 Pengertian Pasar Modal

Pada dasarnya pasar modal mirip dengan pasar-pasar lain, yang membedakan dengan pasar lainnya yaitu mengenai komoditi yang diperdagangkan. Pasar modal dapat dikatakan pasar yang abstrak, dimana yang diperjualbelikan adalah dana-dana jangka panjang, yaitu dana yang keterikatannya dalam investasi lebih dari satu tahun.

Pasar modal didefinisikan sebagai suatu tempat berlangsungnya kegiatan yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek (UU No.8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal). Kegiatan pasar modal terdiri dari saham, obligasi dan surat berharga lain (*opsi*, *warrant*, *right*, *bond* dan lain-lain).

Pasar modal dapat mendorong terciptanya alokasi dana yang efisien, karena dengan adanya pasar modal maka pihak yang kelebihan dana (*investor*) dapat memilih alternatif investasi yang memberikan *return* yang optimal. Pengertian pasar modal menurut Fahmi (2012:55), yaitu:

“Pasar modal adalah tempat di mana berbagai pihak khususnya perusahaan menjual saham (*stock*) dan obligasi (*bond*) dengan tujuan dari hasil

penjualan tersebut nantinya akan dipergunakan sebagai tambahan atau untuk memperkuat modal perusahaan”.

Darmadji dan Hendy (2012:1) menjelaskan bahwa pasar modal adalah tempat diperjualbelikannya berbagai instrumen keuangan jangka panjang seperti utang, ekuitas (saham), instrumen derivatif, ataupun instrumen lainnya.

Tempat di mana terjadi jual-beli sekuritas disebut dengan Bursa Efek, oleh karena itu Bursa Efek merupakan arti dari pasar modal sesungguhnya. Hal ini sesuai dengan pengertian Pasar Modal menurut Tandelilin (2010:26), yaitu:

Pasar modal merupakan tempat pertemuan antara pihak yang memiliki kelebihan dana dengan pihak yang membutuhkan dana dengan cara memperjualbelikan sekuritas, sedangkan tempat dimana terjadinya jual beli sekuritas disebut dengan bursa efek.

Berdasarkan definisi di atas, maka pasar modal juga bisa diartikan sebagai pasar untuk memperjualbelikan sekuritas yang umumnya memiliki umur lebih dari satu tahun, seperti saham dan obligasi, sedangkan tempat di mana terjadinya jual beli sekuritas disebut dengan bursa efek. Oleh karena itu, bursa efek merupakan arti dari pasar modal secara fisik.

2.1.4.2 Instrumen Pasar Modal

Instrumen pasar modal adalah semua surat berharga yang diperdagangkan di bursa, yang pada umumnya bersifat jangka panjang. Instrumen yang sudah ada di pasar modal diantaranya adalah saham, obligasi, dan sertifikat. Instrumen yang diperdagangkan di pasar modal menurut Martelena dan Malinda (2011:12), sebagai berikut:

1. Saham (*stock*), Saham dapat didefinisikan sebagai tanda penyertaan modal

seseorang atau pihak (badan usaha) dalam suatu perusahaan atau perseroan terbatas.

2. Obligasi (*bond*), merupakan efek yang bersifat hutang jangka panjang.
3. *Right Issue*, hak memesan saham terlebih dahulu dengan harga tertentu, diperdagangkan dalam waktu yang sangat singkat (2 minggu).
4. Waran, hak untuk membeli saham baru pada harga tertentu di masa yang akan datang. Waran dapat diperdagangkan selama 6 bulan setelah diterbitkan dengan masa berlaku sekitar 3-5 tahun.
5. Reksadana, portofolio aset yang dibentuk oleh manajer investasi.

Berdasarkan instrumen pasar modal diatas dapat diartikan bahwa sekuritas yang diperdagangkan di pasar modal disediakan sebagai fasilitas bagi pihak kelebihan dana (pembeli efek) dengan pihak yang kekurangan dana (penerbit efek yang terhimpun dalam wadah jual beli instrumen pasar modal hingga terbentuknya permintaan dan penawaran atas efek.

2.1.4.3 Peranan Pasar Modal

Pasar modal mempunyai peranan penting dalam suatu negara yang pada dasarnya mempunyai kesamaan antara satu negara dengan negara lain (Sunariyah, 2011). Menurutny hampir semua negara di dunia ini mempunyai pasar modal, yang bertujuan untuk menciptakan fasilitas bagi keperluan industri dan keseluruhan entitas dalam memenuhi permintaan dan penawaran modal.

Pasar modal memiliki peranan besar bagi perekonomian Negara karena pasar modal menjalankan dua fungsi sekaligus, yaitu fungsi ekonomi dan fungsi keuangan. Pasar modal dikatakan memiliki fungsi ekonomi karena menyediakan

fasilitas atau wadah yang mempertemukan antara pihak investor dan pihak *issuer*. Pasar modal juga dikatakan memiliki fungsi keuangan, karena pasar modal memberikan kemungkinan dan kesempatan memperoleh imbalan (*return*) bagi pemilik dana sesuai dengan karakteristik investasi yang dipilih.

Peran pasar modal menurut dalam suatu perekonomian negara Sunariyah (2011:8) adalah sebagai berikut:

1. Fungsi Tabungan (*Saving Function*)

Bagi penabung metode yang akan digunakan sangat dipengaruhi oleh kemungkinan rugi sebagai akibat penurunan nilai mata uang, inflasi, risiko hilang, dll. Apabila seseorang ingin mempertahankan nilai sejumlah uang yang dimilikinya maka dia perlu mempertimbangkan agar kerugian yang akan dideritanya tetap minimal. Surat berharga yang diperdagangkan di pasar modal memberi jalan yang begitu murah dan mudah tanpa risiko untuk menginvestasikan dana. Dana tersebut dapat digunakan untuk memperbanyak jasa dan produk-produk di suatu perekonomian. Hal tersebut akan mempertinggi standar hidup suatu masyarakat, dengan membeli surat berharga masyarakat diharapkan bisa mengantisipasi standar hidup yang lebih baik.

2. Fungsi kekayaan (*Wealth Function*)

Pasar modal adalah suatu cara untuk menyimpan kekayaan dalam jangka panjang dan jangka pendek sampai dengan kekayaan tersebut dapat dipergunakan kembali. Cara ini lebih baik karena kekayaan ini tidak mengalami deperesiasi seperti aktiva lain.

3. Fungsi Likuiditas (*Liquidity Function*)

Kekayaan yang disimpan dalam surat berharga, bisa dilikuidasi melalui pasar modal dengan risiko yang sangat minimal dibandingkan dengan aktiva lain, proses likuidasi surat berharga dengan biaya relatif murah dan lebih cepat, dengan kata lain pasar modal adalah *ready market* untuk melayani pemenuhan likuiditas para pemegang surat berharga.

4. Fungsi Pinjaman (*Credit Function*)

Pasar modal merupakan fungsi pinjaman untuk konsumsi atau investasi. Pinjaman merupakan utang kepada masyarakat. Pasar modal bagi suatu perekonomian negara merupakan sumber pembiayaan pembangunan dari pinjaman yang dihibau dari masyarakat. Pemerintah lebih mendorong pertumbuhan pasar modal untuk mendapatkan dana yang lebih mudah dan lebih murah.

Berdasarkan peranan pasar modal di atas, diartikan bahwa pasar modal pada umumnya menciptakan kesempatan kepada masyarakat untuk berantisipasi dalam rangka perkembangan suatu perekonomian negara dengan peranan yang lebih luas jangkauannya.

2.1.5 Indeks Saham

Seiring dengan meningkatnya aktivitas perdagangan, kebutuhan untuk memberikan informasi yang lebih lengkap kepada masyarakat mengenai perkembangan bursa, juga semakin meningkat. Salah satu informasi yang diperlukan tersebut adalah indeks harga saham sebagai cerminan dari pergerakan harga saham.

Menurut Hadi (2013) menjelaskan bahwa indeks harga saham adalah indikator yang menunjukkan pergerakan harga saham, dengan demikian indeks harga saham menggambarkan kondisi pasar yang sedang aktif atau lesu pada waktu tertentu. Fungsi indeks harga saham, yaitu:

1. Indikator *trend* pasar.
2. Indikator tingkat keuntungan.
3. Sebagai tolak ukur kinerja suatu portofolio.
4. Fasilitas pembentukan portofolio dengan strategi pasif.
5. Berkembangkan produk derivatif.
6. Menunjukkan kualitas serta kinerja emiten.
7. Menunjukkan kepercayaan investor baik dalam ataupun luar.
8. Menggambarkan arah *capital flow* di suatu negara.
9. Antusiasnya sumber pendanaan eksternal dengan *cost of capital* rendah.

PT Bursa Efek Indonesia sekarang ini memiliki beberapa jenis indeks harga saham yang secara terus menerus disebarluaskan melalui media cetak maupun elektronik, sebagai salah satu pedoman bagi investor untuk berinvestasi di pasar modal. Beberapa jenis indeks tersebut adalah :

1. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), menggunakan semua emiten yang tercatat sebagai komponen perhitungan indeks. Saat ini beberapa emiten tidak dimasukkan dalam perhitungan IHSG, misalnya emiten-emiten eks Bursa Efek Surabaya karena alasan tidak (atau belum ada) aktivitas transaksi sehingga belum tercipta harga di pasar.

2. Indeks Sektoral, menggunakan semua emiten yang ada pada masing-masing sektor.
3. Indeks LQ45, menggunakan 45 emiten yang dipilih berdasarkan pertimbangan likuiditas dan kapitalisasi pasar, dengan kriteria-kriteria yang telah ditentukan.
4. Jakarta Islamic Index (JII), menggunakan 30 emiten yang masuk dalam kriteria syariah (Daftar Efek Syariah yang diterbitkan oleh Bapepam-LK) dan termasuk saham yang memiliki kapitalisasi besar dan likuiditas tinggi.
5. Indeks Kompas100, menggunakan 100 emiten yang dipilih berdasarkan pertimbangan likuiditas dan kapitalisasi pasar, dengan kriteria-kriteria yang telah ditentukan.
6. Indeks BISNIS-27, menggunakan 27 emiten yang dipilih berdasarkan kriteria tertentu dan merupakan kerja sama antara PT Bursa Efek Indonesia dengan Harian Bisnis Indonesia.
7. Indeks PEFINDO25, menggunakan 25 emiten yang dipilih berdasarkan kriteria tertentu dan merupakan kerja sama antara PT Bursa Efek Indonesia dengan lembaga rating PEFINDO.
8. Indeks IDX30, menggunakan 30 saham terpilih setelah melalui beberapa tahapan seleksi.
9. Indonesia Syariah Stock Index (ISSI), yang menggunakan semua saham yang termasuk dalam Daftar Efek Syariah yang diterbitkan oleh Bapepam-LK (kini OJK).

10. Indeks SRI-KEHATI, menggunakan 25 emiten yang dipilih berdasarkan kriteria tertentu dan merupakan kerja sama antara PT Bursa Efek Indonesia dengan Yayasan KEHATI.
11. Indeks SMinfra18, menggunakan 18 saham terpilih yang bergerak dalam bidang infrastruktur dan penunjangnya, bekerjasama dengan PT Sarana Multi Infrastruktur (Persero).
12. Indeks Papan Utama dan Papan Pengembangan, indeks ini didasarkan pada kelompok saham yang tercatat di BEI yaitu kelompok Papan Utama dan Papan Pengembangan.
13. Indeks Individual, yaitu indeks harga saham masing-masing emiten.

Seluruh indeks yang tercatat di BEI menggunakan metode perhitungan yang sama, yaitu metode rata-rata tertimbang berdasarkan jumlah saham tercatat. Perbedaan utama pada masing-masing indeks adalah jumlah emiten dan nilai dasar yang digunakan untuk perhitungan indeks. Misalnya untuk indeks LQ45 menggunakan 45 emiten untuk perhitungan indeks, sedangkan Jakarta Islamic Index (JII) menggunakan 30 saham untuk perhitungan indeks. Indeks-indeks tersebut ditampilkan terus menerus melalui *display wall* di lantai bursa dan disebarkan ke masyarakat luas oleh *data vendor* melalui *data feed*.

2.1.6 Indeks LQ45

Indeks LQ45 terdiri dari 45 emiten dengan likuiditas (*Liquid*) tinggi, yang diseleksi melalui beberapa kriteria pemilihan. Selain penilaian atas likuiditas, seleksi atas emiten-emiten tersebut juga mempertimbangkan kapitalisasi pasar.

Kriteria suatu emiten untuk dapat masuk dalam perhitungan indeks LQ45 adalah mempertimbangkan faktor-faktor sebagai berikut :

1. Telah tercatat di BEI minimal 3 bulan.
2. Aktivitas transaksi di pasar reguler yaitu nilai, volume dan frekuensi transaksi.
3. Jumlah hari perdagangan di pasar reguler.
4. Kapitalisasi pasar pada periode waktu tertentu.
5. Keadaan keuangan dan prospek pertumbuhan perusahaan tersebut.

Bursa Efek Indonesia secara rutin memantau perkembangan kinerja emiten-emiten yang masuk dalam perhitungan Indeks LQ45. Setiap tiga bulan sekali dilakukan evaluasi atas pergerakan urutan saham-saham tersebut. Penggantian saham akan dilakukan setiap enam bulan sekali, yaitu pada awal bulan Februari dan Agustus.

Komisi Penasehat untuk menjamin kewajaran (*fairness*) pemilihan saham, BEI juga meminta pendapat kepada komisi penasehat yang terdiri dari para ahli dari Bapepam-LK (OJK), Universitas dan profesional di bidang pasar modal yang independen. Indeks LQ45 diluncurkan pada bulan Februari 1997, untuk mendapatkan data historikal yang cukup panjang, hari dasar yang digunakan adalah tanggal 13 Juli 1994, dengan nilai indeks sebesar 100.

2.1.7 Saham

Saham sebagai salah satu alternatif media investasi memiliki potensi tingkat keuntungan dan kerugian yang lebih besar dibandingkan media investasi

lainnya dalam jangka panjang. Kita perlu mempelajari latar belakang investasi saham ini terlebih dahulu, agar kita bisa terhindar dari kerugian yang tidak seharusnya terjadi. Saham adalah surat berharga yang merupakan tanda kepemilikan seseorang atau badan terhadap suatu perusahaan.

Menurut surat keputusan menteri keuangan RI NO. 1548/KMK 013/1990 saham merupakan hak kepemilikan atas suatu perusahaan atau bias juga disebut sebagai pernyataan modal dalam kepemilikan Perseroan Terbatas.

Pengertian saham menurut Heykal (2012:37), saham merupakan instrumen pasar modal yang berupa surat bukti kepemilikan atas sebuah perusahaan yang melakukan penawaran (*go public*) dalam nominal atau presentase tertentu.

Siapa saja yang memiliki saham berarti ikut menyertakan modal atau memiliki perusahaan yang mengeluarkan saham tersebut. Sebagai definisi saham menurut Irham Fahmi (2012:81), yaitu sebagai berikut:

“Tanda bukti penyertaan kepemilikan modal atau dana pada suatu perusahaan, kertas yang tercantum dengan jelas nilai nominal, nama perusahaan dan diikuti dengan hak dan kewajiban yang dijelaskan kepada setiap pemegangnya, dan persediaan yang siap untuk dijual”.

Berdasarkan definisi di atas saham, artinya adalah surat berharga yang dikeluarkan oleh sebuah perusahaan yang berbentuk Perseroan Terbatas (PT) atau yang biasa disebut emiten. Saham menyatakan bahwa pemilik saham tersebut adalah juga pemilik sebagian dari perusahaan itu. Bagi investor, dengan memiliki surat berharga tersebut berarti ia sebagai pemilik perusahaan yang menerbitkan surat bukti tersebut dalam hal ini saham. Hal tersebut disebabkan karena untuk

mendapatkan surat bukti tersebut investor mengeluarkan dananya yang digunakan untuk kegiatan usaha perusahaan.

Di pasar modal terdapat berbagai jenis saham yang dikenal. Dari berbagai jenis saham tersebut, saham dapat dikelompokkan berdasarkan berbagai sudut pandang. Menurut Marzuki Usman (2005 : 145) mengelompokkan jenis saham, ditinjau dari segi kemampuan dalam hak tagih, saham terbagi atas saham biasa dan saham *preferent*. Berdasarkan pernyataan di atas, dari segi kemampuan dan hak tagh atau klaimnya saham terdiri atas :

1. Saham Biasa, yaitu saham yang paling banyak dimiliki oleh masyarakat dan saham yang menempatkan pemiliknya paling junior terhadap pembagian *dividend*, dan hak atas harta kekayaan perusahaan apabila perusahaan tersebut dilikuidasi. Para pemegang saham biasa akan ikut menanggung risiko yang besar dibandingkan dengan para investor yang memiliki saham *preferent*.
2. Saham *preferent*, yaitu saham yang memiliki hak terlebih dahulu atas pemegang saham biasa dalam memperoleh *dividend*, dimana *dividend* tersebut memiliki jumlah yang tetap dan mereka tidak terlalu banyak memikul risiko jika perusahaan mengalami kerugian, karena walaupun perusahaan rugi mereka (para pemegang saham) tetap akan menerima *dividend* walaupun dibayarnya nanti setelah perusahaan mengalami laba.

Berdasarkan definisi di atas perbedaan saham biasa dan saham *preferent* terletak pada pembagian dividen dan menanggung dari risiko saham itu sendiri. Para pemegang saham biasa akan ikut menanggung risiko yang besar dibandingkan dengan para investor yang memiliki saham *preferent* dan tidak akan

mendapatkan dividen. Sedangkan para pemegang saham *preferent* memiliki hak terlebih dahulu atas pemegang saham biasa dalam memperoleh *dividend*, artinya apabila perusahaan mengalami kerugian para pemegang saham *preferent* akan tetap mendapatkan *dividend*.

Saham biasanya diperdagangkan di lantai bursa dengan harga pasar yang berbeda-beda pada setiap waktunya. Terdapat beberapa jenis nilai saham yang dapat mempengaruhi dalam penetapan harga saham. Menurut Jogiyanto (2013 : 152) berbagai jenis nilai saham yaitu:

1. Nilai Nominal, nilai nominal dari suatu saham merupakan nilai kewajiban yang ditetapkan untuk tiap-tiap lembar saham. Nilai nominal ini merupakan modal per lembar saham yang secara hukum harus ditahan di perusahaan untuk proteksi kepada kreditor yang tidak dapat diambil oleh pemegang saham.
2. Nilai Buku, nilai buku per lembar saham menunjukkan aktiva bersih (*net assets*) yang dimiliki oleh pemegang saham dengan memiliki satu lembar saham.
3. Nilai Pasar, nilai pasar merupakan harga saham yang terjadi di pasar bursa, pada saat tertentu yang dilakukan oleh pelaku pasar. Nilai pasar ini ditentukan oleh permintaan dan penawaran saham bersangkutan di pasar bursa.
4. Nilai Intrinsik, nilai intrinsik merupakan nilai yang mengandung unsur kekayaan perusahaan pada saat sekarang dan unsur potensi perusahaan untuk menghimpun laba dimasa yang akan datang.

Definisi di atas penulis mengartikan bahwa nilai saham dapat mempengaruhi dalam penetapan harga saham. Hal ini terjadi karena masing-masing nilai saham mempunyai kriteria yang berbeda-beda yang nantinya akan berdampak pada harga saham itu sendiri.

2.1.8 *Return*

Potensi pengembalian (*return*) merupakan keuntungan yang diharapkan dimasa mendatang yang terjadi dari adanya keinginan yang telah dikorbankan dan telah dipertimbangkan sebelumnya. Definisi *return* menurut Jogiyanto (2013) itu sendiri adalah sebagai hasil dari investasi dapat berupa *return* realisasian yang sudah terjadi atau *return* ekspektasian yang belum terjadi tetapi yang diharapkan akan terjadi dimasa mendatang.

Sumber-sumber *return* investasi terdiri dari dua komponen utama, yaitu *yield* dan *capital gain (loss)*. *Yield* merupakan komponen *return* yang mencerminkan aliran kas atau pendapatan yang diperoleh secara periodik dari suatu investasi. Jika kita berinvestasi pada sebuah obligasi misalnya, maka *yield* ditunjukkan dari bunga obligasi yang dibayarkan. Demikian pula halnya jika kita membeli saham, *yield* ditunjukkan oleh besarnya dividen yang kita peroleh.

Capital gain (loss) sebagai komponen kedua dari *return* merupakan kenaikan (penurunan) harga suatu surat berharga (bisa saham maupun surat utang jangka panjang), yang bisa memberikan keuntungan (kerugian) bagi investor, dalam kata lain, *capital gain (loss)* bisa juga diartikan sebagai perubahan harga sekuritas. *Return* dibagi menjadi dua menurut Jogiyanto (2013 :109), yaitu :

1. *Return Realisasi (realized return)*, Merupakan *return* yang telah terjadi.

Return dihitung berdasarkan data historis, *return* realisasi penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur dari perusahaan. *Return* historis ini juga berguna sebagai dasar penentuan *return* ekspektasi (*expected return*) dan risiko dimana yang akan datang.

Perhitungan *return* realisasi ini menggunakan *return* total. *Return* total merupakan keseluruhan dari suatu investasi dalam suatu periode tertentu, Jogiyanto Hartono (2013:20) merumuskan *return* realisasi sebagai berikut:

$$R_i = \frac{(P_t - P_{t-1}) + D_t}{P_{t-1}}$$

Keterangan :

R_i = *Return* saham ke-i

P_t = harga investasi sekarang

P_{t-1} = harga investasi periode lalu

D_t = dividen sekuritas

2. *Return* Ekspektasi (*expected return*)

Merupakan *return* yang diharapkan akan diperoleh investor dimasa yang akan datang. Perhitungan *return* ekspektasi dapat dilakukan dengan dua analisis, yaitu :

a. Pendekatan Peramalan

Perhitungan pendekatan peramalan menggunakan pemisahan untuk masa depan yaitu kondisi yang diduga dan probabilitas yang diperkirakan terjadi Jogiyanto (2013:25), sebagai berikut:

$$E(R_i) = \frac{\sum_{t=1}^n R_{it}}{n}$$

b. Pendekatan Historis

Merupakan *return actual* yang telah terjadi dimasa lalu yang merupakan rata-rata *return* yang telah terjadi dengan rumus sebagai berikut:

$$E(R_i) = \frac{\Sigma R_i}{n}$$

Keterangan :

$E(R_i)$ = *Expected return* suatu aktiva atau sekuritas ke i

ΣR_i = Total *return* realisasi

n = Jumlah periode pengamatan

Berdasarkan penjelasan di atas dapat diartikan bahwa *return* realisasi digunakan sebagai pengukur berinvestasi, sementara *expected return* salah satu yang memotivasi investor karena merupakan pengembalian yang diharapkan oleh investor dimasa yang akan datang, sehingga dapat mempengaruhi keputusan investor saat ini dan nanti.

2.1.9 Risiko

Risiko dapat dikatakan suatu ketidakpastian atau suatu peluang terjadinya kerugian dikemudian hari akibat keputusan yang diambil berdasarkan pertimbangan-pertimbangan pada saat ini. Lebih luasnya, risiko dapat diartikan sebagai kemungkinan terjadinya hasil yang tidak diinginkan atau yang berlawanan dengan apa yang diinginkan.

David K. Eitemen dkk yang dikutip dari Irham Fahmi (2012:189) menyatakan bahwa risiko dasar adalah “*The mismatching of interest rate bases for associated assets and liabilities*”. Artinya, secara umum risiko dapat ditangkap sebagai bentuk keadaan ketidakpastian tentang suatu keadaan yang akan terjadi nantinya dengan keputusan yang diambil berdasarkan suatu pertimbangan.

Menurut Van Horne dan Wachwics dalam Jogiyanto (2013:30) mendefinisikan risiko sebagai variabilitas *return* terhadap *return* yang diharapkan. Sementara menurut Zubir (2011:19), risiko merupakan perbedaan antara hasil yang diharapkan (*expected return*) dan realisasinya. Semakin besar penyimpangannya, berarti semakin besar tingkat risikonya.

Selain memperhitungkan *return*, investor juga perlu mempertimbangkan tingkat risiko suatu investasi sebagai dasar pembuatan keputusan investasi. Risiko merupakan kemungkinan perbedaan antara *return* aktual yang diterima dengan *return* yang diharapkan. Semakin besar kemungkinan perbedaannya, berarti semakin besar risiko investasi tersebut.

Apabila risiko dinyatakan sebagai seberapa jauh hasil yang diperoleh dapat menyimpang dari hasil yang diharapkan, maka digunakan ukuran penyebaran. Alat statistik yang digunakan sebagai ukuran penyebaran tersebut adalah varians atau standar deviasi. Semakin besar nilainya, berarti semakin besar penyimpangannya (berarti risikonya semakin tinggi).

Ada 2 (dua) macam risiko dalam sekuritas atau portofolio menurut Irham Fahmi (2012:205), yaitu :

a. Risiko Tidak Sistematis

Semakin terdiversifikasi sebuah portofolio (atau semakin banyak jumlah sekuritas dalam suatu portofolio), semakin kecil risiko dari portofolio tersebut. Risiko yang dapat berkurang apabila didiversifikasi adalah *unsystematic risk*, atau *diversifiable risk*, atau *unique risk*. Risiko ini disebabkan oleh faktor-faktor spesifik perusahaan seperti risiko bisnis.

b. Risiko Sistematis

Systematic risk atau risiko sistematis kadang disebut juga *market risk*, risiko sistematis tidak dapat dieliminasi dengan cara diversifikasi. Risiko ini disebabkan oleh faktor-faktor pasar diluar perusahaan dan dialami juga oleh semua perusahaan, seperti tingkat suku bunga, nilai tukar mata uang, dan inflasi. Risiko sistematis dari suatu portofolio ini diwakili oleh beta (β).

Berdasarkan penjelasan tersebut, risiko adalah kerugian atau ketidakpastian atas sejumlah aset finansial. Risiko terbagi menjadi dua macam yaitu risiko tidak sistematis yang disebabkan oleh faktor-faktor spesifik perusahaan seperti risiko bisnis, dan risiko sistematis yaitu risiko yang disebabkan oleh faktor-faktor diluar perusahaan seperti tingkat suku bunga, nilai tukar mata uang, dan inflasi.

Apabila dikaitkan dengan preferensi investor terhadap risiko menurut Halim (2005:42), maka risiko dibedakan menjadi tiga, yaitu:

- a. Investor yang menyukai risiko (*Risk Seeker*), merupakan investor yang apabila diharapkan pada dua pilihan investasi yang memberikan tingkat pengembalian yang sama dengan risiko yang berbeda, maka ia akan lebih

suka mengambil investasi yang risiko lebih besar. Biasanya investor jenis ini bersifat agresif dan spekulatif dalam mengambil keputusan investasi karena mereka tahu bahwa hubungan tingkat pengembalian dan risiko adalah positif.

- b. Investor yang netral terhadap risiko (*Risk Neutrality*), merupakan investor yang akan meminta kenaikan tingkat pengembalian yang sama untuk setiap kenaikan risiko, investor jenis ini umumnya cukup fleksibel dan bersikap hari-hati (*prudent*) dalam mengambil keputusan investasi.
- c. Investor yang tidak menyukai risiko atau penghindar risiko (*Risk Averter*), merupakan investor yang apabila dihadapkan pada dua pilihan investasi yang memberikan tingkat pengembalian yang sama dengan risiko yang berbeda, maka ia akan lebih suka mengambil investasi yang dengan risiko yang lebih rendah. Biasanya investor jenis ini cenderung selalu mempertimbangkan keputusan investasinya secara matang dan terencana.

Berdasarkan preferensi investor terhadap risiko dapat dikatakan bahwa risiko yang dihadapi investor merupakan ketidakpastian tentang suatu keadaan yang akan terjadi nantinya dengan keputusan yang akan diambil berdasarkan suatu pertimbangan yang dilakukan oleh investor.

2.1.9.1 Sumber Risiko

Seseorang dalam melakukan invesasi cenderung untuk menghindari dari kemungkinan mananggung risiko, tetapi tidak ada seorang pun yang terbebas dari risiko. Menurut Tandelilin (2010), ada beberapa sumber risiko yang bisa mempengaruhi besarnya risiko suatu investasi, diantaranya sebagai berikut:

1. Risiko Suku Bunga

Perubahan suku bunga bisa mempengaruhi variabilitas *return* suatu investasi. Perubahan suku bunga akan mempengaruhi harga saham secara turun, *ceteris paribus*. Demikian pula sebaliknya, jika suku bunga turun, harga saham naik. Mengapa demikian? Secara sederhana, jika suku bunga misalnya naik, maka *return* investasi yang terkait dengan suku bunga (misalnya deposito) juga akan naik. Kondisi seperti ini bisa menarik minat investor yang sebelumnya berinvestasi di saham untuk memindahkan dananya dari saham ke dalam deposito. Jika sebagian besar investor melakukan tindakan yang sama, maka banyak investor yang menjual saham, untuk berinvestasi dalam bentuk deposito. Berdasarkan hukum permintaan-penawaran, jika banyak pihak menjual saham, *ceteris paribus*, maka harga saham akan turun.

2. Risiko Pasar

Fluktuasi pasar secara keseluruhan yang mempengaruhi variabilitas *return* suatu investasi disebut sebagai risiko pasar. Fluktuasi pasar biasanya ditunjukkan oleh berubahnya indeks pasar saham secara keseluruhan. Perubahan pasar dipengaruhi oleh banyak faktor seperti munculnya resesi ekonomi, kerusuhan, ataupun perubahan politik.

3. Risiko Inflasi

Inflasi yang meningkat akan mengurangi kekuatan daya beli rupiah yang telah diinvestasikan. Oleh karenanya, risiko inflasi juga bisa disebut sebagai risiko daya beli. Jika inflasi mengalami peningkatan, investor biasanya menuntut tambahan premium inflasi untuk mengkompensasi penurunan daya beli yang dialaminya.

4. Risiko Bisnis

Risiko dalam menjalankan bisnis dalam suatu jenis industri disebut sebagai risiko bisnis. Misalnya perusahaan pakaian jadi yang bergerak pada industri tekstil, akan sangat dipengaruhi oleh karakteristik industri tekstil itu sendiri.

5. Risiko Finansial

Risiko ini berkaitan dengan keputusan perusahaan untuk menggunakan utang dalam pembiayaan modalnya. Semakin besar proporsi utang yang digunakan perusahaan, semakin besar risiko finansial yang dihadapi perusahaan.

6. Risiko Likuiditas

Risiko ini berkaitan dengan kecepatan suatu sekuritas yang diterbitkan perusahaan bisa diperdagangkan di pasar sekunder. Semakin cepat suatu sekuritas diperdagangkan, semakin likuid sekuritas tersebut, demikian sebaliknya. Semakin tidak likuid suatu sekuritas semakin besar pula risiko likuiditas yang dihadapi perusahaan.

7. Risiko Nilai Tukar Mata Uang

Risiko ini berkaitan dengan fluktuasi nilai tukar mata uang domestik (negara perusahaan tersebut) dengan nilai mata uang negara lainnya. Risiko ini juga dikenal sebagai risiko mata uang (*currency risk*) atau risiko nilai tukar (*exchange rate risk*).

8. Risiko Negara (*Country Risk*)

Risiko ini juga disebut sebagai risiko politik, karena sangat berkaitan dengan

kondisi perpolitikan suatu negara. Bagi perusahaan yang beroperasi di luar negeri, stabilitas politik dan ekonomi negara bersangkutan sangat penting diperhatikan untuk menghindari risiko negara yang terlalu tinggi.

Sumber risiko diatas dapat disimpulkan bahwa risiko merupakan ketidakpastian yang dapat muncul kapanpun sehingga dapat mempengaruhi keputusan investor, maka investor perlu bersiap menghadapi risiko dari berbagai sumber yang ada.

2.1.10 Teori Portofolio

Teori portofolio modern pertama kali diperkenalkan oleh Harry Markowitz 1952. Teori portofolio berfokus pada metode-metode untuk mengimplementasikan teori dasar tersebut. Dua perhatian berkenaan dengan portofolio ini yaitu mengenai bagaimana melakukan penyederhanaan jumlah dan tipe input data untuk melakukan analisis portofolio. Perhatian ke-dua yaitu berkenaan dengan penyederhanaan prosedur perhitungan yang diperlukan untuk menghitung portofolio yang optimal (Elton, *et. al.*, 2007:130).

Penyederhanaan perhitungan dan model dalam portofolio tersebut berkenaan dengan perhitungan aspek *return* dan risiko. *Return* dan risiko seperti dijelaskan di bagian sebelumnya berbeda untuk aset tunggal dan aset dalam portofolio. Perhitungan risiko dan *return* untuk aset dalam portofolio lebih kompleks daripada perhitungan risiko dan *return* untuk aset tunggal, untuk aset portofolio yang diinvestasikan secara domestik semakin banyak aset yang dimasukkan ke dalam portofolio maka semakin kecil risiko portofolio (*diversifiable risk*), dan *return* juga menurun. Namun, penurunan tersebut hanya

sampai pada level risiko sistematis didalam penambahan aset tidak lagi mampu menurunkan risiko portofolio. Hal ini karena risiko sistematis berlaku umum pada semua aset yang tersedia di pasar domestik. Namun, dalam konteks portofolio internasional, penurunan risiko-*return* sampai pada level risiko sistematis yang lebih rendah daripada level risiko sistematis portofolio domestik, karena pasar aset internasional menyediakan aset yang lebih beragam dengan karakter risiko yang lebih bervariasi, dengan asumsi bahwa tersedia aset luar negeri yang berisiko lebih kecil daripada aset domestik (Elton, *et. al.*, 2007:63).

2.1.10.1 Portofolio Efisien

Portofolio yang efisien (*efficient portfolio*) didefinisikan sebagai portofolio yang memberikan *return* ekspektasi terbesar dengan risiko yang sudah tertentu atau memberikan risiko yang terkecil dengan *return* ekspektasi yang sudah tertentu (Jogiyanto, 2013:309). Portofolio yang efisien dapat ditentukan dengan memilih tingkat *return* ekspektasi tertentu dan kemudian meminimumkan risikonya atau menentukan tingkat risiko yang tertentu dan kemudian memaksimumkan *return* ekspektasinya.

Investor yang rasional akan memilih portofolio efisien ini karena merupakan portofolio yang dibentuk dengan mengoptimalkan satu dari dua dimensi, yaitu *return* ekspektasi atau risiko portofolio. Investor dapat memilih kombinasi dari aktiva-aktiva untuk membentuk portofolionya. Seluruh set yang memberikan kemungkinan portofolio yang dapat dibentuk dari kombinasi aktiva yang tersedia disebut dengan *opportunity set* atau *attainable set*. Semua titik di

attainable set menyediakan semua kemungkinan portofolio baik yang efisien maupun yang tidak efisien yang dapat dipilih investor. Akan tetapi, investor yang rasional tidak akan memilih portofolio yang tidak efisien, investor yang rasional hanya tertarik dengan portofolio yang efisien. Kumpulan set dari portofolio yang efisien ini disebut *efficient set* atau *efficient frontier* (Jogiyanto, 2013:286). Secara teoritis, portofolio yang ada di daerah efisien atau *efficient frontier*, akan dapat menghasilkan pengembalian tertinggi, walaupun dengan tingkat risiko yang sama. Penentuan suatu alternatif dari portofolio yang efisien, dimana investor dapat memilih satu portofolio yang optimal.

2.1.10.2 Portofolio Optimal

Portofolio optimal merupakan portofolio yang dipilih oleh seorang investor dari sekian banyak pilihan yang ada pada kumpulan portofolio efisien. Pemilihan portofolio optimal tersebut tergantung akan preferensi investor terhadap risiko (Tandelilin, 2010). Portofolio optimal terdapat berbagai macam pendekatan yang dapat digunakan antara lain:

Pernyataan di atas, maka portofolio yang optimal adalah portofolio yang dipilih seorang investor dari sekian banyak pilihan yang ada pada kumpulan portofolio yang efisien sesuai dengan preferensi investor yang berkaitan dengan *return* dan risiko dari portofolio yang ada dengan tingkat risiko yang sama.

2.1.11 Single Index Model (SIM)

Sharpe (1963) mengembangkan model analisis portofolio yang disebut Model Indeks Tunggal (*Single Index Model*). Model ini merupakan

penyederhanaan perhitungan dari model Markowitz dengan menyediakan parameter-parameter input yang diperlukan dalam perhitungan model Markowitz.

Model Indeks Tunggal (*Single Index Model*) juga dapat digunakan untuk menghitung *return* ekspektasian dan risiko portofolio. Model Index Tunggal berdasarkan harga dari suatu sekuritas berfluktuasi searah dengan indeks harga pasar. Saham yang diamati cenderung mengalami suatu kenaikan apabila indeks harga saham naik, sebaiknya indeks harga saham turun maka harga saham mengalami penurunan juga. Hal tersebut memungkinkan *return-return* dari sekuritas akan berkorelasi karena adanya reaksi umum (*common response*) terhadap perubahan-perubahan nilai pasar. *Single Index Model* tidak hanya digunakan dalam mengestimasi matriks korelasi, namun juga dalam pengujian pasar yang efisien serta dalam pengujian ekuilibrium yang mana hal ini kita sebut sebagai proses pemerolehan *return* (Elton, *et. al.*, 2007:132).

Menurut Tandelilin (2010), salah satu konsep penting dalam model indeks tunggal adalah terminologi Beta (β). Beta merupakan ukuran kepekaan *return* sekuritas terhadap *return* pasar. Semakin besar Beta suatu sekuritas, maka semakin besar kepekaan *return* sekuritas tersebut terhadap perubahan *return* pasar. Didalam menggunakan model indeks tunggal perlu mengestimasi Beta sekuritas yang dapat dilakukan dengan menggunakan data historis maupun estimasi secara subjektif. Hasil dari Model Indeks Tunggal dapat digunakan sebagai input analisis portofolio, selain itu model indeks tunggal juga dapat digunakan secara langsung untuk analisis portofolio. Analisis portofolio tersebut

menyangkut perhitungan *return* ekspektasi portofolio dan risiko portofolio. *Return* ekspektasi portofolio (*portfolio expected return*) dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$E(R_p) = \alpha_p + \beta_p \cdot E(R_m)$$

Dengan ketentuan:

$$\alpha_p = \sum_{i=0}^n X_i \alpha_i$$

$$\beta_p = \sum_{i=0}^n X_i \beta_i$$

Sumber : Jogiyanto (2013)

Keterangan:

β_p = beta dari portofolio

X_i = proporsi dana saham i

α_i = alpha dari portofolio

$E(R_m)$ = *return* ekspektasi dari indeks pasar

Sementara untuk risiko portofolio atau varian dari *return* portofolio dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\sigma_p^2 = \beta_p^2 \cdot \sigma_p^2 + [\sum_{i=0}^n W_i \cdot \sigma_{ei}]^2$$

Sumber : Jogiyanto (2013)

Portofolio optimal berdasarkan model indeks tunggal merupakan portofolio yang dipilih seorang investor dari sekian banyak pilihan yang ada pada komponen portofolio yang efisien. Perhitungan untuk menentukan portofolio optimal akan lebih mudah apabila hanya didasarkan pada sebuah angka yang dapat menentukan apakah suatu sekuritas dapat dimasukkan kedalam portofolio

yang optimal. Angka yang dimaksudkan diatas adalah rasio antara *excess return* dengan Beta (*excess return to Beta ratio*). Rasio ini adalah :

$$ERB_i = \frac{E(R_i) - R_{BR}}{\beta_i}$$

Sumber : Jogiyanto (2013:430)

Keterangan :

ERB_i = *Excess return to beta* sekuritas ke-i

$E(R_i)$ = *return* eksptasi berdasarkan model indeks tunggal untuk sekuritas ke-i

R_{BR} = *return* aktiva bebas risiko

β_i = beta sekuritas ke-i

Excess return didefinisikan sebagai selisih *return* ekspektasi *return* aktiva bebas risiko. *Excess Return to Beta* berarti mengukur kelebihan *return* terhadap satu unit risiko yang tidak dapat didiversifikasikan yang diukur dengan beta. Saham-saham yang membentuk portofolio optimal mempunyai nilai rasio ERB yang lebih tinggi, sedangkan rasio ERB yang lebih rendah tidak dimasukkan ke dalam portofolio optimal. Oleh karena itu, diperlukan sebuah titik pembatas (*cut-off point* = C^*) yang menentukan batas nilai ERB yang dapat dikatakan tinggi. Saham-saham yang membentuk portofolio dipilih dengan membandingkan antara ERB dengan *cut-off point*. Saham-saham yang mempunyai ERB lebih besar daripada *cut-off point* akan menjadi saham yang membentuk portofolio optimal. *Cut-off point* (C^*) merupakan nilai *cut-off rate* (C_i) dimana nilai ERB terakhir kali masih lebih besar dari nilai C_i . Oleh karena itu sebelum menentukan besarnya

nilai *cut-off point* terlebih dahulu menghitung nilai C_i . *Cut-off rate* (C_i) dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$C_i = \frac{\sigma_{M^2} \sum_{j=1}^n A_j}{1 + \sigma_{M^2} \sum_{j=1}^n B_j}$$

Dimana :

$$A_j = \sum \frac{[E(R_i) - R_{BR}] \beta_i}{\sigma_{ei}^2}$$

$$B_j = \sum \frac{\beta_i^2}{\sigma_{ei}^2}$$

Sumber : Jogyanto (2013:431)

Keterangan:

C_i = *cut-off rate*

σ_{M^2} = varian dari *return* pasar

R_{BR} = *return* aktiva bebas risiko

σ_{ei} = jumlah varian dari kesalahan residu sekuritas ke-i yang juga merupakan risiko unik atau risiko tidak sistematis

2.1.12 Multi Index Model (MIM)

Pada awalnya *multi-index model* diperkenalkan oleh Benjamin King (1966), *multi index model* muncul sebagai salah satu alternatif dalam membentuk portofolio optimal. Model ini merupakan pengembangan dari *single index model*, dimana model ini menggunakan asumsi bahwa pergerakan sekuritas tidak dipicu hanya oleh indeks pasar, melainkan ada faktor-faktor lain yang dapat

mempengaruhi pergerakan sekuritas tersebut. Persamaan dasar *multi index model* dapat ditulis sebagai berikut:

$$R_i = \alpha_i + b_{i1}I_1 + b_{i2}I_2 + b_{i3}I_3 + \dots + b_{iL}I_L + C_i$$

Sumber : Elton, dkk (2011 : 163)

Keterangan :

R_i = *return* pada sekuritas i

α_i = *expected value* atas *unique return*

b_{iL} = sensitivitas

I_L = indeks

C_i = kesalahan residual

Adapun asumsi yang dipakai dalam *multi index model* adalah kovarians antara risiko-risiko kesalahan residual antara sekuritas tidak berhubungan.

$$(E(c_i c_j) = 0)$$

Multi-Index Model lebih berpotensi dalam upaya untuk mengestimasi *expected return*, standar deviasi dan kovarians efek secara akurat dibandingkan *single-index model*. Pengembalian aktual efek tidak hanya sensitif terhadap perubahan IHSG, artinya terdapat kemungkinan adanya lebih dari satu faktor yang dapat mempengaruhinya. *Multi-Index Model* menganggap bahwa ada faktor lain selain IHSG yang dapat mempengaruhi terjadinya korelasi antar efek, misalnya tingkat suku bunga bebas risiko (Halim, 2005:86).

Expected return, *variance* dan *covariance* antara sekuritas-sekuritas yang masuk investasi dapat dirumuskan sebagai berikut:

1. *Expected return*

$$\bar{R}_i = \alpha_i + b_{i1}\bar{I}_1 + b_{i2}\bar{I}_2 + \dots + b_{iL}\bar{I}_L$$

Sumber : Elton, 2011:163

2. *Variance*

$$\sigma_i^2 = b_{i1}^2\sigma_{i1}^2 + b_{i2}^2\sigma_{i2}^2 + \dots + b_{iL}^2\sigma_{iL}^2 + \sigma_{ei}^2$$

Sumber : Elton, 2011:163

3. *Covariance*

$$\sigma_{ij} = b_{i1}b_{j1}\sigma_{i1}^2 + b_{i2}b_{j2}\sigma_{i2}^2 + \dots + b_{iL}b_{jL}\sigma_{iL}^2$$

Sumber : Elton, 2011:164

Penelitian ini faktor lain selain IHSG yang dapat mempengaruhi terjadinya korelasi antar efek yang digunakan adalah Suku Bunga BI-Rate, inflasi, *Return On Equity* (ROE), dan *Price Earning Ratio* (PER).

2.1.12.1 Suku Bunga BI-Rate

Suku bunga adalah biaya yang harus dibayar oleh peminjam atas pinjaman yang diterima dan merupakan imbalan bagi pemberi pinjaman atas investasinya. Tingkat suku bunga digunakan pemerintah untuk mengendalikan tingkat harga ketika tingkat harga tinggi dimana jumlah uang yang beredar di masyarakat banyak, konsumsi masyarakat yang tinggi diantisipasi oleh pemerintah dengan menetapkan tingkat bunga yang tinggi. Dengan tingkat suku bunga yang tinggi diharapkan uang yang beredar berkurang karena masyarakat akan

menginvestasikan tingkat suku bunga tersebut sebagai alat untuk mengendalikan jumlah uang beredar.

Bank Indonesia pada umumnya akan menaikkan BI Rate apabila inflasi ke depan diperkirakan melampaui sasaran yang telah ditetapkan, sebaliknya Bank Indonesia akan menurunkan BI Rate apabila inflasi ke depan diperkirakan berada di bawah sasaran yang telah ditetapkan. Bank Indonesia melakukan penguatan kerangka operasi moneter dengan memperkenalkan suku bunga acuan atau suku bunga kebijakan baru yaitu BI 7-Day Repo Rate, yang berlaku efektif sejak 19 Agustus 2016. Selain BI Rate yang digunakan saat ini, pengenalan suku bunga kebijakan yang baru ini tidak mengubah *stance* kebijakan moneter yang sedang diterapkan. Hal itu agar suku bunga kebijakan dapat secara cepat mempengaruhi pasar uang, perbankan dan sektor riil (www.bi.go.id).

Adapun cara untuk menghitung suku bunga SBI adalah sebagai berikut:

$$pSBI\ rate = \frac{SBI\ rate\ t}{12}$$

Keterangan :

$pSBI\ rate$ = perubahan suku bunga BI *rate*

$SBI\ rate\ t$ = suku bunga BI *rate* periode ke-*t*

Sertifikat Bank Indonesia (SBI) merupakan instrumen investasi jangka pendek (kurang dari satu tahun) yang diterbitkan oleh Bank Indonesia, yang fungsi utamanya adalah untuk menjaga stabilitas moneter Indonesia. Dengan menerbitkan SBI (yang dilakukan melalui mekanisme lelang), maka BI dapat menyerap likuiditas (uang yang beredar di masyarakat), sehingga nilai tukar rupiah dapat dikendalikan. Biasanya pembeli SBI itu mayoritas adalah kalangan

investor asing dan korporasi, seperti dana pensiun *asset management*, asuransi, dan lain-lain. Dampak dari tingkat bunga yang tinggi adalah menurunnya harga saham karena dengan meningkatnya suku bunga, maka masyarakat akan lebih memilih investasi dalam bentuk tabungan atau deposito daripada menginvestasikan pada saham.

2.1.12.2 Inflasi

Secara sederhana inflasi diartikan sebagai meningkatnya harga-harga secara umum dan terus menerus. Kenaikan harga dari satu atau dua barang saja tidak dapat disebut inflasi kecuali bila kenaikan itu meluas (atau mengakibatkan kenaikan harga) pada barang lainnya. Kebalikan dari inflasi disebut deflasi.

Indikator yang sering digunakan untuk mengukur tingkat inflasi adalah Indeks Harga Konsumen (IHK). Perubahan IHK dari waktu ke waktu menunjukkan pergerakan harga dari paket barang dan jasa yang dikonsumsi masyarakat. Sejak Juli 2008, paket barang dan jasa dalam keranjang IHK telah dilakukan atas Survei Biaya Hidup (SBH) Tahun 2007 yang dilaksanakan oleh Badan Pusat Statistik (BPS). Kemudian, BPS akan memonitor perkembangan harga dari barang dan jasa tersebut secara bulanan di beberapa kota, di pasar tradisional dan modern terhadap beberapa jenis barang/jasa di setiap kota (www.bi.go.id).

Untuk mengukur pertumbuhan inflasi dapat digunakan formula sebagai berikut :

$$pInflasi = \frac{(inflasi\ t - inflasi\ t-1)}{inflasi\ t-1} \quad (2.17)$$

Keterangan :

$pInflasi$ = perubahan tingkat inflasi

$inflasi\ t$ = tingkat inflasi pada periode ke-t

$inflasi\ t - 1$ = tingkat inflasi pada periode sebelum ke-t

2.1.12.3 Return On Equity (ROE)

Return On Equity menggambarkan sejauh mana kemampuan perusahaan menghasilkan laba yang tersedia bagi para pemegang saham, dengan perhitungan laba bersih yang sudah dikurangi dengan biaya dari modal asing (*cost of debt*) dan pajak perseroa (*income tax*). Sedangkan modal yang dihitung adalah modal sendiri yang bekerja dalam perusahaan, ROE memiliki formula sebagai berikut:

$$ROE = \frac{\text{Earning before tax}}{\text{Equity}} \quad (2.18)$$

Sumber : I Made Sudana (2011:22)

Dari sudut pandang investor ROE merupakan salah satu *indicator* penting untuk menilai prospek perusahaan di masa yang akan datang. Dengan mengetahui ROE, investor dapat menilai prospek perusahaan di masa yang akan datang. Dengan mengetahui tingkat ROE, investor dapat melihat sejauh mana pertumbuhan profitabilitas perusahaan, bagi investor semakin tinggi ROE menunjukkan tingkat risiko investasi yang semakin kecil atau dengan kata lain dikatakan bahwa semakin tinggi ROE akan mengakibatkan beta saham tersebut semakin rendah sebaliknya bila ROE rendah akan mengakibatkan beta sahamnya semakin tinggi.

2.1.12.4 *Price Earning Ratio (PER)*

Price Earning Ratio (PER) merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur bagaimana investor menilai prospek pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, dan tercermin pada harga saham yang bersedia dibayar oleh investor untuk setiap rupiah laba yang diperoleh perusahaan. Semakin tinggi rasio ini menunjukkan bahwa investor mempunyai harapan yang baik tentang perkembangan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga untuk mendapatkan per saham tertentu, investor bersedia membayar dengan harga yang mahal.

$$\text{Price Earning Ratio (PER)} = \frac{\text{Market price per share}}{\text{Earning per share}} \quad (2.19)$$

Sumber : I Made Sudana (2011:23)

2.1.13 *Constant Correlation Model (CCM)*

Model Korelasi Konstan memiliki asumsi bahwa koefisien korelasi antar pasangan saham adalah konstan, sehingga nilai koefisien korelasi merupakan rata-rata dari nilai koefisien korelasi saham-saham yang masuk portofolio optimal (Elton, *et. al.*, 2009 : 195). Model ini tidak memperbolehkan *short-selling*. *Short-selling* berarti menjual saham yang tidak dimiliki (Zubir, 2011:125).

Koefisien korelasi adalah suatu ukuran statistik yang menunjukkan pergerakan bersamaan relatif (*relative comovements*) antara dua variabel (Tandelilin, 2010:117). Ukuran ini akan menjelaskan sejauh mana *return* dari suatu sekuritas berhubungan satu dengan lainnya dalam konteks diversifikasi.

Ukuran tersebut biasanya dilambangkan dengan $(\rho_{i,j})$ dan nilainya antara +1,0 sampai -1,0 dimana:

- a. $\rho_{i,j} = +1,0$; berarti korelasi positif sempurna. Bentuk korelasi ini tidak akan memberikan manfaat pengurangan risiko. Risiko portofolio yang dihasilkan dari penggabungan ini merupakan rata-rata dari risiko sekuritas individual.
- b. $\rho_{i,j} = 0$; berarti tidak ada korelasi. Bentuk korelasi ini akan mengurangi risiko secara signifikan. Semakin banyak jumlah sekuritas yang dimasukkan dalam portofolio, maka semakin besar manfaat pengurangan risiko yang diperoleh.
- c. $\rho_{i,j} = -1,0$; berarti korelasi negatif sempurna. Bentuk korelasi ini akan menghilangkan risiko kedua sekuritas tersebut.

Prosedur penyusunan portofolio optimal dengan Model Korelasi Konstan hampir sama dengan Model Indeks Tunggal. Perbedaannya adalah Model Korelasi Konstan menggunakan *excess return to standard deviation* (ERS) sebagai angka acuan.

Excess return to standard deviation (ERS) dihitung dengan rumus berikut:

$$ERS_i = \frac{(E(R_i) - R_f)}{\sigma_i}$$

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). Sekuritas yang memiliki ERS negatif tidak dimasukkan tergantung

dari titik pembatas (*cutt-off point/C**). Sekuritas-sekuritas yang memiliki nilai ERS lebih besar atau sama dengan C^* adalah sekuritas yang membentuk portofolio optimal, sedangkan sekuritas yang memiliki nilai ERS lebih kecil dari C^* tidak dimasukkan dalam kandidat portofolio.

$$C_i = \frac{\rho}{1-\rho+i\rho} \sum_{j=i}^i \frac{E(R_j)-R_f}{\sigma_j}$$

2.1.14 Konsep Diversifikasi

Diversifikasi merupakan suatu cara yang dilakukan sebagai upaya untuk menyebar dan meminimalisasi risiko. Investor dapat menunjuk usaha ini dengan cara membentuk portofolio yang merupakan kombinasi dari sekuritas. Risiko yang dapat didiversifikasi adalah risiko tidak sistematis atau risiko spesifik dan unik untuk perusahaan (Jogiyanto, 2013:309). Diversifikasi risiko ini sangat penting untuk investor, karena dapat meminimumkan risiko tanpa harus mengurangi *return* yang diterima.

2.1.15 Kondisi Pasar *Bullish* dan *Bearish*

Teori Dow atau *The Dow Theory* adalah teori analisis teknikal yang paling terkenal dalam memprediksi apa *trend* yang sedang terjadi di bursa. Prinsip dasar di dalam teori ini disusun oleh Charles H. Dow pada sekitar akhir abad ke-19. Teori Dow mengatakan bahwa sebageian 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 (David dan Kurniawan, 2010:3)

Pasar *bullish* sebagai suatu kecenderungan pergerakan naik (*upward trend*) yang terjadi di pasar modal. Hal ini ditandai dengan kecenderungan peningkatan harga-harga saham (indeks pasar) yang mampu menembus nilai di atas harga (indeks pasar) sebelumnya, ataupun kalau ada penurunan harga tidak sampai melewati batas harga (indeks) terbawah yang terjadi sebelumnya, sedangkan istilah pada *bearish* diartikan sebaliknya, yaitu kecenderungan pergerakan turun (*downward trend*) yang terjadi di pasar modal. Indikasinya adalah jika harga (indeks) baru gagal menembus batas tertinggi harga sebelumnya atau jika penurunan harga (indeks) yang terjadi mampu menembus batas bawah harga (indeks) yang terjadi sebelumnya. Clinebell *et.al* (1993:16) dalam Jose Hadita (2014) memberikan beberapa alternatif definisi pasar *bullish* dan *bearish* dari beberapa literatur, yaitu:

1. *Bull and Bear Markets* (BB), yaitu bulan dimana harga-harga saham meningkat dikelompokkan sebagai *bullish*, sedangkan sebaliknya bulan dimana harga-harga saham turun diartikan sebagai *bearish*. Klasifikasi ini sensitif terhadap kecenderungan pasar.
2. *Up and Down Markets* (UD). Bulan-bulan dimana tingkat *return* pasar menunjukkan nilai negatif dikelompokkan sebagai *down markets*. *Up markets* adalah bulan dimana tingkat *return* pasar tidak menunjukkan nilai negative (nonnegative). Pendekatan ini mengabaikan kecenderungan pasar dan memperlakukan setiap bulan secara independen.

3. *Substantial Up and Down Months* (SUD). Pendekatan ini menggunakan ukuran standar deviasi *return* pasar sebagai pembatas antara *substantial up movement* dan *substantial down movement*.

Berdasarkan alternatif definisi pasar *bullish* dan *bearish* diatas dapat dikatakan bahwa pada umumnya tingkat fluktuasi pergerakan saham dapat mempengaruhi keputusan investor dalam berinvestasi, karena investor cenderung akan memilih saham dengan melihat kondisi *bearish* ataupun *bullish*.

2.1.16 Evaluasi Kinerja Portofolio Optimal

Bagian terintegrasi dari setiap proses pengambilan keputusan adalah melakukan evaluasi atau penilaian dari keputusan tersebut. Evaluasi kinerja portofolio akan terkait dengan dua isu utama, yaitu: (1) mengevaluasi apakah *return* portofolio yang telah dibentuk mampu memberikan *return* yang melebihi (didas) *return* portofolio lainnya yang dijadikan patok duga (*benchmark*), dan (2) mengevaluasi apakah *return* yang diperoleh sudah sesuai dengan tingkat risiko yang harus ditanggung. Hal tersebut juga berlaku dalam proses pemilihan portofolio optimal dimana harus dilakukan penilaian untuk mengetahui apakah selanjutnya keputusan tersebut akan diambil lagi atau akan mengambil keputusan yang lain.

Teknik dalam mengevaluasi kinerja portofolio sebagaimana dijelaskan sebelumnya berfokus pada perbandingan *return* yang diperoleh pada suatu portofolio dengan *return* pada portofolio lain, karena mengukur kinerja portofolio tidak dapat hanya dilihat dari tingkat *return*nya saja. Selain perhitungan *return*,

risiko sistematis maupun risiko tidak sistematis adalah hal lain yang juga dipertimbangkan dalam pengukuran portofolio dimana portofolio dengan risiko yang paling rendah akan dipilih investor. Berikut ini teknik-teknik mengukur kinerja portofolio optimal:

1. Perbandingan Langsung

Salah satu cara untuk membandingkan portofolio adalah dengan menguji *return* yang diperoleh dari pilihan portofolio dengan tingkat risiko yang setara secara langsung. Pendekatan ini digunakan oleh Friend, Blume dan Crockett pada tahun 1970 dalam Elton *et, al.* (2007:635). Pada studi tersebut *return* rata-rata yang diperoleh kelompok reksa dana dibandingkan dengan portofolio yang dihasilkan secara acak, dalam hal ini varian digunakan sebagai ukuran risiko. Selain pendekatan risiko varian para peneliti tersebut juga kemudian menggunakan percobaan kedua dengan beta sebagai ukuran risikonya. Dari percobaan tersebut diketahui bahwa metode yang digunakan untuk membentuk portofolio acak mempengaruhi kesimpulan mengenai kinerja reksa dana. Pada saat pembentukan tersebut, perusahaan kecil memiliki *return* yang lebih besar daripada perusahaan besar, dengan demikian portofolio acak dengan porsi terbesarnya pada perusahaan kecil berkinerja baik. Penelitian ini penulis tidak akan menggunakan pendekatan langsung sebagaimana yang digunakan oleh Friend *et, al.* akan tetapi menggunakan parameter kerja tertentu seperti dijelaskan berikut ini.

2. Menggunakan Kinerja Tertentu (*one-parameter performance*)

1) Indeks *Sharpe*

Indeks *Sharpe* dikembangkan oleh William Sharpe dan sering juga disebut dengan *reward-to-variability ratio*. Indeks *Sharpe* mendasarkan perhitungannya pada konsep garis pasar modal (*capital market line*) sebagai patok duga, yaitu dengan cara membagi premi risiko portofolio dengan standar deviasinya. Dengan demikian, indeks *sharpe* akan bisa dipakai untuk mengukur premi risiko untuk setiap unit risiko pada portofolio tersebut. Untuk menghitung indeks *sharpe*, dapat menggunakan persamaan berikut:

$$\check{S}_p = \frac{\bar{R}_p - \bar{R}_F}{\sigma_{TR}}$$

Sumber : Tandelilin, 2010

Keterangan :

\check{S}_p = indeks *Sharpe* portofolio

\bar{R}_p = rata-rata *return* portofolio *p* selama periode pengamatan

\bar{R}_F = rata-rata tingkat *return* bebas risiko selama periode pengamatan

σ_{TR} = standar deviasi *return* portofolio *p* selama periode pengamatan

Indeks *Sharpe* dapat digunakan untuk membuat peringkat dari beberapa portofolio berdasarkan kinerjanya. Semakin tinggi indeks *Sharpe* suatu portofolio dibanding portofolio lainnya, maka semakin baik kinerja portofolio tersebut.

2) Indeks *Treynor*

Indeks *Treynor* merupakan ukuran kinerja portofolio yang dikembangkan oleh Jack Treynor, dan indeks ini sering disebut juga dengan *reward to volatility ratio*. Sama halnya seperti indeks *Sharpe*, pada indeks *Treynor*, kinerja portofolio dilihat dengan cara menghubungkan tingkat *return* portofolio dengan besarnya risiko dari portofolio tersebut. Perbedaannya dengan indeks *Sharpe* adalah penggunaan garis pasar sekuritas (*security market line*) sebagai patokan, dan bukan garis pasar modal seperti pada indeks *Sharpe*. Asumsi yang digunakan oleh Treynor adalah bahwa portofolio sudah terdiversifikasi dengan baik sehingga risiko yang dianggap relevan adalah risiko sistematis (diukur dengan beta).

Cara mengukur indeks Treynor pada dasarnya sama dengan cara menghitung indeks *Sharpe*, hanya saja risiko yang diukur dengan standar deviasi pada indeks *Sharpe* diganti dengan beta portofolio. Dengan demikian, indeks *Treynor* suatu portofolio dalam periode tertentu dapat dihitung dengan menggunakan persamaan berikut:

$$\hat{T}_p = \frac{\bar{R}_p - \bar{R}_F}{\beta_p}$$

Sumber : Tandelilin, 2010

Keterangan :

\hat{T}_p = indeks *Treynor* portofolio

\bar{R}_p = rata-rata *return* portofolio *p* selama periode pengamatan

\overline{RF} = rata-rata tingkat *return* bebas risiko selama periode pengamatan

$\hat{\beta}_p$ = beta portofolio p

Risiko yang dianggap relevan dalam Index *Sharpe* adalah risiko total (penjumlahan risiko sistematis dan risiko tidak sistematis), sedangkan pada indeks *Treynor* hanya menggunakan risiko sistematis (beta) saja, maka jika suatu portofolio dianggap telah terdiversifikasi dengan baik, berarti *return* portofolio tersebut hampir semuanya dipengaruhi oleh *return* pasar.

3) Indeks *Jensen*

Indeks *Jensen* 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. Persamaan untuk indeks *Jensen* ini adalah:

$$\hat{J}_p = \bar{R}_p - [\bar{R} \bar{F} + (\bar{R}_M - \bar{R} \bar{F})\hat{\beta}_p]$$

Sumber : Tandelilin, 2010

Keterangan :

\hat{J}_p = indeks *Jensen* portofolio

\bar{R}_p = rata-rata *return* portofolio p selama periode pengamatan

\overline{RF} = rata-rata tingkat *return* bebas risiko selama periode pengamatan

\bar{R}_M = rata-rata *return* pasar

$\hat{\beta}_p$ = beta portofolio p

Persamaan indeks *Jensen* dengan indeks *Treynor* adalah bahwa kedua indeks ukuran kinerja portofolio tersebut menggunakan garis pasar

sekuritas sebagai dasar untuk membuat persamaan. Sedangkan perbedaannya adalah bahwa indeks *Treynor* sama dengan *slope* garis yang menghubungkan posisi portofolio dengan *return* bebas risiko, sedangkan indeks *Jensen* merupakan selisih antara *return* portofolio dengan *return* portofolio yang tidak dikelola dengan cara khusus (hanya mengikuti *return* pasar).

2.2 Kajian Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian terdahulu pada Tabel 2.1 penulis memperoleh kontribusi dalam penyusunan penelitian ini. Pengembangan dari Teori Portofolio oleh Markowitz (1952) menjadi dasar utama penulis menggunakan *Single Index Model*, *Multi Index Model*, dan *Constant Correlation Model* dalam pembentukan portofolio optimal. Penelitian terdahulu bertujuan untuk mengetahui hasil yang telah didapat oleh peneliti sebelumnya, sekaligus sebagai perbandingan dan digunakan sebagai referensi dalam penelitian ini, serta dapat mendukung kegiatan penelitian berikutnya yang sejenis.

Tabel 2.1
Penelitian Terdahulu

| No. | Peneliti/Judul | Hasil Penelitian | Persamaan | Perbedaan |
|-----|---|--|---|---|
| 1. | J. Francis Mary dan G. Rathika (2015) Judul : <i>The Single Index Model And The Construction of Optimal Portfolio With CNXPHARMA SCRIP</i> | Terdapat 4 perusahaan farmasi yang dapat dimasukkan ke dalam portofolio karena lebih besar dari <i>cut off value</i> . Tapi hanya ada 1 perusahaan yang dipilih untuk dimasukkan dalam portofolio karena memiliki <i>excess return to beta ratio</i> (ERB) positif sebesar 0,38720 yaitu Piramal Enterprises Ltd. | Penelitian sekarang sama-sama menganalisis pembentukan portofolio Optimal dengan menggunakan <i>Single Index Model</i> . | <ul style="list-style-type: none"> • Objek penelitian sebelumnya pada Indeks NSE • Tidak menggunakan <i>Multi Index Model</i> dan <i>Constant Correlations Model</i>. • Tidak dievaluasi oleh <i>sharpe</i>, <i>treynor</i> dan <i>jensen</i>. |
| 2. | I Putu Putra Adi Darmawan dan Ni Ketut Purnawati (2015) Judul : Pembentukan Portofolio Optimal Pada Saham-saham di Index LQ45 Dengan menggunakan Model Indeks Tunggal | <ul style="list-style-type: none"> • Terdapat 3 saham yang diseleksi menggunakan Model Indeks Tunggal periode Juni 2014-Juni 2015, yaitu UNVR dengan proporsi sebesar 75,42%, JSR 10,17%, dan BBCA 14,42% • <i>Expected return</i> portofolio sebesar 2,67% dengan varians (risiko) sebesar 1,24%. | <ul style="list-style-type: none"> • Pembentukan portofolio Optimal dengan menggunakan Model Indeks Tunggal (<i>Single Index Model</i>). • Objek pada Indeks LQ45 | <ul style="list-style-type: none"> • Tidak menggunakan <i>Multi Index Model</i> dan <i>Constant Correlations Model</i>. • Tidak dievaluasi oleh <i>sharpe</i>, <i>treynor</i> dan <i>jensen</i>. |
| 3. | Mulat Arja'i dan Mohammad Farhan Qurdratullah (2013) Judul: Analisis Portofolio Optimal Saham Syariah Menggunakan <i>Multi Index Models</i> (Periode : 04 Januari 2010 – 1 Juli 2013) | <p>Portofolio Optimum yang terbentuk merupakan saham yang memiliki nilai <i>return</i> positif tertinggi, yaitu UNVR 41,40%, SMGR 40,66%, KLBF 11,01%, dan LPKR 6,93%</p> <ul style="list-style-type: none"> • Nilai <i>expected return</i> portofolio optimum yang terbentuk sebesar 2,55% dengan besar risiko 0,29% | <ul style="list-style-type: none"> • Pembentukan portofolio Optimal dengan menggunakan <i>Multi Index Models</i>. • Penentuan kinerja portofolio dilakukan dengan menggunakan indeks <i>sharpe</i>. | <ul style="list-style-type: none"> • Objek penelitian pada Jakarta <i>Islamic Index</i> (JII). • Tidak menggunakan <i>Single Index Model</i> dan <i>Constant Correlations Model</i>. • Tidak dievaluasi oleh <i>treynor</i> dan <i>jensen</i>. |

Tabel 2.1 (lanjutan)

| | | | | |
|----|---|--|---|---|
| 4. | <p>Agus Juniyanto (2016)</p> <p>Judul : Analisis Portofolio Optimal Menggunakan Model Korelasi Konstan (<i>Constant Correlation Model</i>) Studi Kasus : Saham Syariah di JII Periode 27 Agustus 2014-26 Agustus 2015.</p> | <ul style="list-style-type: none"> • Diperoleh 7 saham dengan nilai ERS lebih besar atau sama dengan C_i, yaitu WSKT dengan proporsi sebesar 0,44897, AKRA sebesar 0,04311, ICBP sebesar 0,12607, PTPP sebesar 0,18031, SMRA sebesar 0,11433, SSMS sebesar 0,08801, dan UNVR sebesar 0,08033. • Tingkat pengembalian portofolio dari 7 saham adalah 0,0034 | <ul style="list-style-type: none"> • Penelitian sekarang sama-sama menganalisis pembentukan portofolio Optimal dengan <i>Constant Correlation Model</i>. | <ul style="list-style-type: none"> • Objek penelitian pada Jakarta <i>Islamic Index</i> (JII). • Tidak menggunakan <i>Single Index Model</i> dan <i>Multi Index Model</i> • Tidak dievaluasi oleh <i>treynor</i> dan <i>jensen</i>.. |
| 5. | <p>Debra Febiana Sasiang dan Johan Halim (2014)</p> <p>Judul : Analisa Perbandingan Kinerja Portofolio Optimal yang Dibentuk Menggunakan <i>Single Index Model</i> dan <i>Multi Index Model</i> dalam Kondisi Pasar <i>Bullish</i> dan <i>Bearish</i></p> | <p>Pada kondisi pasar <i>bullish</i> penyusunan portofolio optimal dengan 2 (dua) model yang digunakan menghasilkan 15 saham sebagai kandidat portofolio. Sedangkan pada kondisi pasar <i>bearish</i>, hanya 2 saham yang direkomendasikan, karena investor cenderung menghindari risiko (<i>risk averse</i>).</p> <ul style="list-style-type: none"> • <i>Single index model</i> tidak dapat diterapkan secara baik untuk menghadapi pasar <i>bearish</i>. | <ul style="list-style-type: none"> • Membentuk portofolio Optimal dengan menggunakan <i>Single Index Model</i> dan <i>Multi Index Models</i>. • Menganalisis kinerja portofolio pada kondisi pasar <i>bullish</i> dan <i>bearish</i>. • Objek pada Indeks LQ45 | <ul style="list-style-type: none"> • Penelitian sebelumnya tidak dievaluasi oleh indeks <i>sharpe</i>, <i>treynor</i> ataupun <i>jensen</i>. • Penelitian sebelumnya tidak menggunakan <i>Constant Correlation Model</i>. |
| 6. | <p>Dhea Ayu Pratiwi dan Irni Yunita (2015)</p> <p>Judul : Pembentukan dan Perbandingan Kinerja Portofolio Optimal Menggunakan <i>Single Index Model</i> dan <i>Constant Correlation Model</i></p> | <ul style="list-style-type: none"> • Portofolio optimal yang dibentuk dengan <i>Single Index Model</i> berisikan 6 kombinasi saham, sedangkan portofolio optimal yang dibentuk dengan <i>Constant Correlation Model</i> berisikan 8 saham. Pengukuran kinerja portofolio menggunakan indeks <i>Sharpe</i>, <i>Treynor</i> dan <i>Jensen</i> menunjukkan | <ul style="list-style-type: none"> • Objek pada Indeks LQ45 • Penelitian sekarang sama-sama menganalisis pembentukan portofolio Optimal dengan menggunakan <i>Single Index Model</i> dan <i>Constant Correlation</i> | <ul style="list-style-type: none"> • Penelitian sebelumnya tidak membentuk portofolio optimal dengan <i>Multi Index Model</i>. |

Tabel 2.1 (lanjutan)

| | | | | |
|----|---|---|---|--|
| | (Studi Kasus Pada LQ 45 Periode Februari 2010-Januari 2015) | bahwa <i>Single Index Model</i> memiliki kinerja yang lebih baik. | <i>Model</i> Pengukuran kinerja oleh indeks <i>Sharpe</i> , <i>Treynor</i> dan <i>Jensen</i> | |
| 7. | P. Janaki Rarmudu dan Krishna Kumar (2014) Judul : <i>Composite Portfolio Performance : An Investigation into India Mutual Funds</i> | Rasio <i>Sharpe</i> atas semua Dana tahun 2008-9 dan 2011-12 ditemukan negatif, karena kelebihan <i>excess return</i> atas <i>risk free return</i> terhadap standar deviasi yang tidak bisa negatif. Begitupun pada <i>Treynor</i> menggambarkan kinerja negatif, sementara <i>Jensen</i> bervariasi selama tahun-tahun tersebut. Evaluasi kinerja portofolio pada dasarnya dipengaruhi oleh faktor periode waktu dan kondisi pasar | Pengukuran kinerja portofolio oleh indeks <i>Sharpe</i> , <i>Treynor</i> dan <i>Jensen</i> | <ul style="list-style-type: none"> • Tidak menggunakan model dalam membentuk portofolio. • Objek penelitian pada <i>India Mutual Funds</i>. • Penelitian sekarang tidak menggunakan <i>M2</i>, <i>Information Ratio</i>, dan <i>Fama's Net Selectivity</i> dalam kinerja portofolio |
| 8. | Suryanto (2013) Judul : Perbandingan Kinerja Portofolio Saham Optimal Yang Dibentuk Dengan Menggunakan Model Indeks Tunggal Dan Model Korelasi Konstan Pada Indeks PEFINDO25 | <ul style="list-style-type: none"> • Model Indeks Tunggal menghasilkan 6 saham yang membentuk portofolio optimal. <i>Return</i> Portofolio Model Indeks Tunggal sebesar 1,77%, <i>ERB</i> sebesar 1,64%, <i>differential return</i> dengan risiko diukur dengan beta sebesar 1,65%, dan risiko diukur dengan standar deviasi sebesar 1,61%. • Model Korelasi Konstan menghasilkan 9 saham dengan <i>return</i> portofolio sebesar 1,47%, <i>ERB</i> sebesar 1,35%, dengan risiko diukur dengan beta sebesar 1,35%, dan risiko diukur dengan standar deviasi sebesar 1,32% | <ul style="list-style-type: none"> • Penelitian sekarang sama-sama menganalisis pembentukan portofolio Optimal dengan menggunakan <i>Single Index Model</i> dan <i>Constant Correlation Model</i>. | <ul style="list-style-type: none"> • Objek penelitian sebelumnya pada PEFINDO25 • Tidak menggunakan <i>Multi Index Model</i>. • Tidak dievaluasi oleh indeks <i>sharpe</i>, <i>treynor</i> ataupun <i>jensen</i> |

Tabel 2.1 (lanjutan)

| | | | | |
|-----|--|---|---|--|
| 9. | <p>Surya Darmitha dan I.B Anom Purbawangsa (2016)</p> <p>Judul : Study Komparatif Kinerja Portofolio Optimal Saham LQ 45 dan <i>50 Most Active Stocks By Trading Frequency</i></p> | <ul style="list-style-type: none"> • Saham yang masuk dalam pembentukan portofolio optimal dengan model indeks tunggal periode Februari 2013-Januari 2016 pada LQ 45 dari 4 saham, yaitu TLKM sebesar 48%, UNVR sebesar 38%, AKRA sebesar 10% dan ICBP sebesar 4%. • <i>Expected return</i> LQ 45 sebesar 2%, dengan risiko sebesar 4%. • Kinerja Portofolio berdasarkan indeks <i>sharpe</i> pada LQ 45 lebih baik dari kinerja portofolio saham <i>50 Most Active Stocks By Trading Frequency</i>. | <ul style="list-style-type: none"> • Objek penelitian pada LQ 45 • Penelitian sekarang sama sama menganalisis pembentukan portofolio Optimal dengan menggunakan <i>Single Index Model</i> • Evaluasi kinerja portofolio menggunakan indeks <i>sharpe</i>. | <ul style="list-style-type: none"> • Objek penelitian sekarang tidak membandingkan dengan <i>50 Most Active Stocks By</i> • <i>Trading Frequency</i> seperti pada penelitian sebelumnya. • Evaluasi kinerja portofolio dalam penelitian sebelumnya tidak menggunakan indeks <i>treynor</i> dan <i>jensen</i>. |
| 10. | <p>John Lee Murphy (2015)</p> <p>Judul : <i>Portfolio Evaluation on Various Financial Models</i></p> | <ul style="list-style-type: none"> • Portofolio dengan <i>single index model</i> menghasilkan rasio <i>Sharpe</i> dengan indeks pasar sebagai <i>benchmark</i> dengan ukuran yang paling tepat, rasio <i>sharpe</i> dengan <i>risk free rate</i> sebagai <i>benchmark</i> juga berkinerja tidak buruk. Rasio <i>treynor</i> tidak baik untuk portofolio saham dengan tingkat harga tinggi dan <i>jensen's alpha</i> baik untuk portofolio dengan harga saham yang rendah. • Portofolio dengan <i>constant correlation model</i> menghasilkan rasio <i>sharpe</i> dan <i>treynor</i> yang bekerja paling baik untuk portofolio harga saham menengah. | <ul style="list-style-type: none"> • Penelitian sekarang sama-sama menganalisis pembentukan portofolio dengan menggunakan <i>Single Index Model</i> dan <i>Constant Correlation Model</i> • Evaluasi kinerja portofolio menggunakan indeks <i>sharpe</i> dan <i>treynor</i> | <ul style="list-style-type: none"> • Objek penelitian dilakukan pada perusahaan yang ada di <i>United States</i>. • Tidak menggunakan <i>multigroup model</i> dalam membentuk portofolio. • Penelitian sekarang tidak menggunakan <i>Jensen's Alpha</i>, dan <i>generalized sharpe ratio</i> dalam evaluasi kinerja portofolio. |

Tabel 2.1(lanjutan)

| | | | | |
|-----|--|--|---|--|
| 11. | <p>Artie Ardhitha Rachman dan Igo Febrianto (2012)</p> <p>Judul : <i>Stock Portfolio Performance Analysis in Estate Crop Subsector Using Sharpe Measure, Treynor Measure, and Jensen Measure</i></p> | <ul style="list-style-type: none"> • Kinerja portofolio terbaik menurut <i>Sharpe Measure</i> yaitu Portofolio 1, dengan alokasi kombinasi investasi 50% saham AALI dan 50% saham LSIP dengan nilai -0,371. • Kinerja portofolio terbaik menurut <i>Treynor Measure</i> yaitu Portofolio 2, dengan alokasi kombinasi investasi 50% saham AALI dan 50% saham UNSP dengan nilai -0,040. • Kinerja portofolio terbaik menurut <i>Jensen Measure</i> yaitu Portofolio 2, dengan alokasi kombinasi investasi 50% saham AALI dan 50% saham UNSP dengan nilai 0,033. | <ul style="list-style-type: none"> • Penelitian sekarang sama-sama menganalisis kinerja portofolio dengan <i>Sharpe, Treynor, dan Jensen</i> • Objek penelitian pada Indeks LQ 45 | <ul style="list-style-type: none"> • Penelitian sebelumnya tidak menggunakan metode dalam pembentukan portofolio • Objek penelitian sebelumnya berfokus pada perusahaan subsektor perkebunan yang masuk dalam Indeks LQ 45 |
| 12. | <p>Siti Azizah, Sugito, dan Alan Prahutama (2014)</p> <p>Judul : Pengukuran Kinerja Portofolio Saham Menggunakan Model Black-Litterman Berdasarkan Indeks Treynor, Indeks Sharpe, dan Indeks Jensen (Studi Kasus Saham-Saham yang Termasuk dalam <i>Jakarta Islamic Index</i>)</p> | <ul style="list-style-type: none"> • Indeks <i>Sharpe</i> membentuk dua saham portofolio dengan pengalokasian dana investasi 60,79% untuk SMGR dan saham INTIP 39,21% • Indeks <i>Treynor</i> dan <i>Jensen</i> membentuk enam saham portofolio dari SMGR 22,59%, INTIP 37,67%, PTBA 1,62%, ANTM 2,69%, ITMG 16,17% dan KLBF 19,26%. | <ul style="list-style-type: none"> • Penelitian sekarang sama-sama menganalisis kinerja portofolio dengan <i>Sharpe, Treynor, dan Jensen</i> | <ul style="list-style-type: none"> • Objek penelitian sebelumnya pada JII sedangkan penelitian sekarang yaitu LQ45. • Penelitian sekarang tidak menggunakan Model Black Litterman. |
| | <p>R. Venkataraman dan Thilak Venkatesan (2016)</p> | <p><i>Sharpe's</i> ratio menganggap kembalinya tingkat dana bebas risiko disesuaikan dengan standar deviasi, nilai dari <i>Treynor</i> juga</p> | <ul style="list-style-type: none"> • Penelitian sekarang sama-sama menganalisis evaluasi kinerja dengan <i>Sharpe,</i> | <ul style="list-style-type: none"> • Penelitian sekarang tidak menggunakan <i>Tracking Error</i> dalam |

Tabel 2.1 (lanjutan)

| | | | | |
|-----|---|--|--|--|
| | Judul : <i>Evaluation of Growth of Mutual Funds and Exchange Traded Funds in India</i> | membuktikan hal yang sama. Sementara <i>Jensen Alpha</i> membenarkan kompetensi pengelola dana pilihan saham telah <i>underperformed</i> . | <i>Treynor</i> , dan <i>Jensen</i> | mengevaluasi kinerja. <ul style="list-style-type: none"> • Tidak melakukan analisis pembentuk portofolio. • Objek penelitian pada <i>Exchange Traded Funds (ETF) in India</i> |
| 14. | S. Muruganandan (2013) Judul: <i>Performance Persistence of Indian Fund of Mutual Funds: With Special Reference to Bull and Bear Market Period</i> | Hasil penelitian menunjukkan bahwa pasar modal efisien terhadap informasi. Tidak ada ukuran kinerja yang persistensi yang signifikan kecuali return rata-rata. Sehingga, investor tidak bisa mengharapkan <i>risk adjusted return</i> dalam kondisi <i>bearish</i> dan <i>bullish</i> , dengan di atas kinerja median periode <i>bullish</i> sebelumnya. | <ul style="list-style-type: none"> • Penelitian sekarang sama-sama menganalisis evaluasi kinerja dengan <i>Sharpe</i>, dan <i>Jensen</i> • Penelitian sekarang sama-sama menganalisis kondisi pasar <i>bullish</i> dan <i>bearish</i>. | <ul style="list-style-type: none"> • Objek penelitian sebelumnya pada Indeks BSE 500 • sebelumnya tidak melakukan analisis pembentuk portofolio. • Tidak menggunakan metode <i>treynor</i>. |
| 15. | Jose Hadita (2014) Judul : Analisis Perbandingan Kinerja Portofolio Saham-Saham <i>Jakarta Islamic Index</i> Pada Pasar <i>Bullish</i> dan <i>Bearish</i> | <ul style="list-style-type: none"> • Pada kondisi pasar sedang <i>bullish</i>, jumlah saham kandidat portofolio relatif banyak (12 saham) dibanding dengan jumlah portofolio saham tanpa membedakan kondisi pasar sebanyak 8 saham, dan 2 saham ketika pasar <i>bearish</i>. | <ul style="list-style-type: none"> • Penelitian sekarang sama-sama menganalisis portofolio saham pada kondisi pasar <i>bullish</i> dan <i>bearish</i>. | <ul style="list-style-type: none"> • Objek penelitian sebelumnya pada JII sedangkan penelitian sekarang yaitu LQ45. |

Berdasarkan penelitian terdahulu di atas, penulis memposisikan penelitian yang dilakukan, memiliki perbedaan dengan masing-masing penelitian sebelumnya, yaitu terletak pada pembentukan portofolio optimal yang digunakan dengan tiga model diantaranya *Single Index Model*, *Multi Index Model*, dan

Constant Correlation Model, portofolio yang dievaluasi menggunakan metode *sharpe*, *treynor*, dan *jensen* dengan menggambarkan kondisi pasar saat *bullish* dan *bearish*. Dilakukan pada Indeks LQ45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, serta periode waktu yang berbeda dengan penelitian sebelumnya. Hal ini tentunya akan menyebabkan adanya perbedaan pada hasil penelitian.

2.3 Kerangka Pimikiran

Investor melakukan investasi dengan tujuan untuk mendapatkan hasil yang maksimal dengan tingkat risiko tertentu. Seorang investor akan menanamkan modalnya di bidang usaha yang mempunyai prospek bisnis yang baik (Suryanto:2013). Sebagian investor lebih memilih investasi di sektor keuangan karena sifatnya yang *liquid* (mudah dicairkan). Salah satu sektor keuangan tersebut adalah saham. Saham merupakan salah satu aset investasi keuangan yang diminati oleh investor karena memberikan tingkat keuntungan yang tinggi dengan tidak mengabaikan adanya risiko yang harus dihadapi investor.

Pada pemahaman proses investasi, seorang investor harus terlebih dahulu mengetahui beberapa konsep dasar investasi yang nantinya akan menjadi dasar untuk setiap pembuatan keputusan investasi yang dilakukannya. Agus Juniyanto (2016) menyatakan bahwa hal yang paling mendasar pada proses investasi adalah pemahaman tentang *return* yang diharapkan dan *risk* (risiko) yang terjadi pada investasi.

Return salah satu faktor yang memotivasi investor berinvestasi dan juga merupakan imbalan atas keberanian investor menanggung risiko atas investasi

yang dilakukannya. Menurut Tandelilin (2010:32) sumber-sumber *return* investasi terdiri dari dua komponen utama, yaitu *yield* (dividend yang dibagikan) dan *capital gain* (selisih antara harga saham periode sekarang dengan periode sebelumnya).

Banyaknya instrumen investasi atau saham yang ada mengharuskan investor dapat membuat analisis investasi sebelum menanamkan dananya, agar tepat dalam mengambil keputusan investasi. Namun analisis investasi sering kali menghadapi masalah yaitu tentang penaksiran risiko yang dihadapi investor. Hal ini sudah seharusnya disadari oleh investor bila berinvestasi, bahwa semakin besar *return* yang diharapkan maka semakin besar pula risiko yang harus dihadapinya. Sebagaimana aturan umum menurut Zubir (2011:1) yang menyatakan bahwa investasi memiliki istilah *high risk high return*.

Risiko sebagai bentuk keadaan yang tidak pasti tentang suatu keadaan yang akan terjadi di masa depan berdasarkan keputusan saat ini (Suryanto:2013). Sehingga keputusan yang akan diambil adalah berdasarkan pertimbangan-pertimbangan yang dilakukan oleh investor. Investor yang rasional tentu akan berusaha untuk menghindari risiko yang dihadapinya, jika ia berhadapan dengan dua aset investasi dengan *return* yang sama maka investor yang rasional akan memilih aset dengan risiko yang lebih rendah diantara kedua aset tersebut.

Salah satu strategi investasi yang digunakan oleh investor untuk mengurangi risiko investasi, khususnya ketika berinvestasi saham adalah dengan melakukan portofolio saham. Portofolio saham adalah strategi investasi dalam

berbagai jenis saham dengan tujuan menyebarkan sumber perolehan *return* dan kemungkinan risiko (Samsul : 2006) dalam Artie dan Igo (2012).

Peneliti dalam hal ini menjadikan saham-saham pada Indeks LQ45 sebagai objek penelitian, dengan memilih saham-saham yang aktif selama periode pengamatan, tanpa melakukan *company action* (*right issue*, maupun *stock split*) agar tidak menyebabkan bias dalam perhitungan *return* saham. Para investor yang hendak berinvestasi pada saham-saham yang *liquid* dalam Indeks LQ45, tidak luput pada suatu kondisi pasar dengan harga saham yang bergerak secara fluktuatif, dimana kondisi pasar yang sedang *bullish* dan *bearish* yang harus dihadapi.

Menurut Debra Febiana dan Johan Halim (2014) dalam penelitiannya menyebutkan bahwa bagi investor yang rasional, fluktuasi kondisi pasar (*bullish* dan *bearish*) harus dihadapi dengan strategi investasi yang tepat agar tetap memperoleh keuntungan yang optimal pada tingkat risiko tertentu yang mampu dipikul investor. Salah satu cara dalam mendiversifikasi risiko adalah dengan cara analisa portofolio. Penelitian yang serupa dilakukan oleh Jose Hadita (2014) menyebutkan bahwa meskipun pasar dalam kondisi *bullish* investor tetap harus menentukan portofolio optimal yang sesuai dengan kondisi pasar tersebut agar diperoleh hasil yang optimal pula. Sedangkan dalam menghadapi pasar *bearish*, investor sebaiknya bersikap menunggu karena pada pasar kondisi *bearish* tidak dapat dibentuk suatu portofolio optimal yang berbasiskan *single index model*.

Modern Portfolio Theory yang dikembangkan oleh Harry Markowitz (1952) menyatakan bahwa prinsip yang mendasari sebuah analisis dan evaluasi pemilihan

portofolio adalah berdasarkan *trade-off* antara risiko dengan *return* serta diversifikasi yang efisien. Markowitz (1952) dalam hal ini telah membuktikan bahwa risiko berinvestasi dapat dikurangi dengan menggabungkan atau mengkombinasikan berbagai instrumen investasi ke dalam sebuah portofolio.

Menurut Tandelilin (2010) portofolio yang optimal dapat dibentuk dengan adanya tiga konsep dasar pembentukan antara lain adalah: (1) Memilih keputusan investasi dana terhadap aktiva berisiko, aktiva bebas risiko ataupun kombinasi dari keduanya, (2) Menentukan fungsi utilitas yang menunjukkan preferensi seorang investor terhadap berbagai pilihan investasi dengan masing-masing risiko dan tingkat *return* yang diharapkan dan (3) Menentukan portofolio efisien dan portofolio optimal dalam memilih keputusan investasi yang tepat bagi investor. Penelitian ini mencoba menerapkan model-model dalam membentuk portofolio optimal, dengan menggunakan *Single Index Model*, *Multi Index Model*, dan *Constant Correlation Model*.

Single Index Model merupakan model penyederhanaan perhitungan dari model Markowitz yang dikembangkan oleh Sharpe (1963), dengan menyediakan parameter-parameter input yang dibutuhkan dalam perhitungan model Markowitz. Umumnya Model Indeks Tunggal (*Single Index Model*) didasarkan pada pengamatan bahwa harga dari suatu sekuritas berfluktuasi searah dengan indeks harga pasar. Secara khusus dapat diamati bahwa kebanyakan saham cenderung mengalami kenaikan harga jika indeks harga saham naik. Sebaliknya, jika indeks harga saham turun, kebanyakan saham mengalami penurunan harga. Hal tersebut

memungkinkan bahwa *return* dari sekuritas berkorelasi karena adanya reaksi umum terhadap perubahan-perubahan nilai pasar (Joyiyanto, 2013:339).

Single Index Model didasarkan pada sebuah angka yang menjadi acuan yaitu ERB (*excess return to beta*) yang menunjukkan hubungan antara *return* dan risiko. ERB ini mengukur kelebihan relatif terhadap satu unit risiko yang tidak dapat didiversifikasikan yang diukur dengan beta. Analisis atas sekuritas dilakukan dengan membandingkan *excess return to beta ratio* (ERB) 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 (M.Sukarno : 2007) dalam Debra Febiana dan Johan Halim (2014).

Multi Index Model sebagai alternatif dalam membentuk portofolio optimal yang diperkenalkan oleh Benjamin King (1966), merupakan pengembangan dari *single index model*, dimana model ini menganggap terdapat faktor selain pengaruh pergerakan pasar, juga terdapat pengaruh pergerakan non pasar terhadap pergerakan saham. *Multi Index Model* lebih berpotensi dalam upaya untuk mengestimasi *expected return*, standar deviasi dan kovarian efek secara akurat dibandingkan *Single Index Model*. Menurut Elton (2011) mengatakan bahwa ketika membangun *Multi Index Model*, sulit untuk menentukan berapa banyak *factor* yang akan dimasukkan sebagai variabel karena model ini *relative* tidak terbatas. Model yang disusun akan sangat tergantung pada jenis variabel bebas yang dipilih. Pemilihan saham-saham yang menjadi portofolio optimal pada *Multi*

Index Model sama halnya dengan asumsi *Single Index Model* yang memiliki *excess return to beta ratio* ERB lebih besar dari nilai *cut-off point* (C^*).

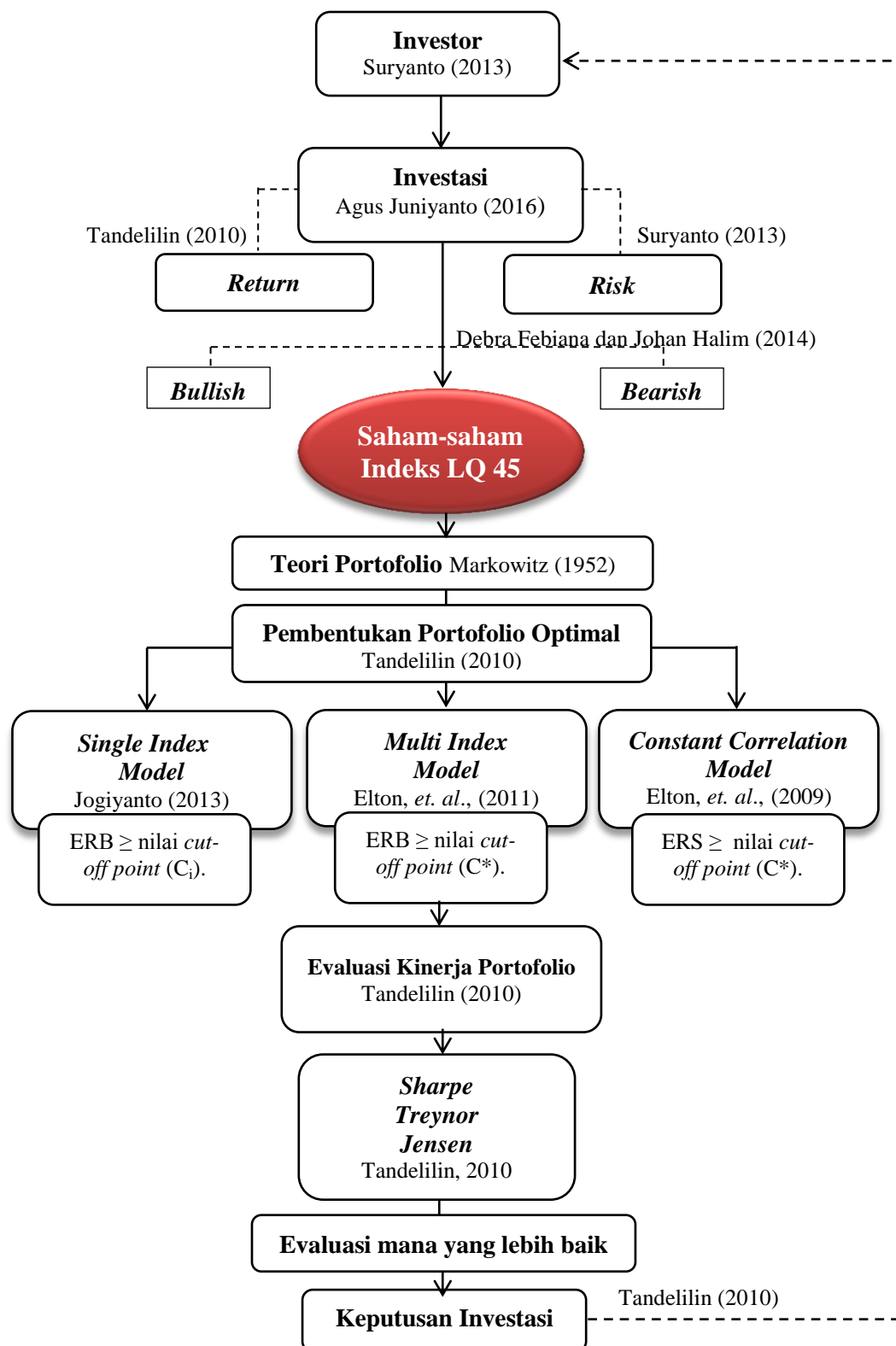
Constant Corelation Model sama halnya dengan *Single Index Model*, hanya saja pemilihan sekuritas yang masuk ke dalam portofolio didasarkan pada nilai *excess return to standar deviation* (ERS), dalam *Constant Corelation Model* standar deviasi menggantikan beta sebagai pengukur risikonya. Elton, *et. al.*, (2009:195) mengasumsikan bahwa koefisien korelasi antar pasangan saham adalah konstan, sehingga nilai koefisien korelasi merupakan rata-rata dari nilai koefisien korelasi saham-saham yang masuk portofolio optimal. Portofolio yang optimal akan berisi sekuritas yang memiliki ERS yang tinggi, sehingga sekuritas yang memiliki ERS negatif tidak dimasukkan ke dalam kandidat portofolio optimal. Sekuritas-sekuritas yang memiliki nilai ERS lebih besar atau sama dengan C^* adalah sekuritas yang membentuk portofolio optimal, sedangkan sekuritas yang memiliki nilai ERS lebih kecil dari C^* tidak dimasukkan dalam kandidat portofolio.

Proses selanjutnya dalam penelitian ini setelah pemilihan portofolio, mengevaluasi kinerja portofolio. Evaluasi kinerja portofolio terutama mengacu pada penentuan bagaimana portofolio investasi tertentu dilakukan sehubungan dengan beberapa perbandingan berdasarkan *benchmark* yang dilakukan (Tandelilin : 2010). Evaluasi dapat menunjukkan sejauh mana portofolio lebih unggul, lebih rendah ataukah setara dengan *benchmark* yang dijadikan perbandingan. Beberapa pendekatan dan perhitungan yang dapat digunakan untuk mengukur kinerja portofolio yang dikembangkan oleh Sharpe (1963), Treynor

(1966) dan Jensen (1969), ketiga model tersebut mendasarkan analisisnya pada *return* dan risiko di masa lalu untuk memprediksi *return* dan risiko di masa yang akan datang.

Keputusan investasi yang dilakukan investor pada dasarnya harus melalui tahapan dalam proses keputusan investasi. Menurut Tandelilin (2010) proses keputusan investasi terdiri dari tahap; penentuan tujuan investasi, penentuan kebijakan investasi, pemilihan strategi portofolio, pemilihan aset, pengukuran dan evaluasi kinerja portofolio. Proses keputusan investasi ini, merupakan suatu proses yang berkesinambungan (*on going proses*). Artinya, jika tahap pengukuran evaluasi kinerja telah dilewati dan ternyata hasilnya kurang baik, maka proses keputusan investasi harus dimulai dari pertama, demikian seterusnya sampai dicapai keputusan investasi yang paling optimal dan sesuai dengan tujuan yang diharapkan oleh investor.

Berdasarkan uraian di atas, maka penulis membangun kerangka pemikiran sebagai berikut.



Gambar 2.1

Kerangka Pemikiran