

## BAB II

### TINJAUAN PUSTAKA

#### 2.1 Pengertian Investasi

Investasi pada saham dikenal dengan karakteristik *high risk-high return*. Artinya saham merupakan surat berharga yang memberi peluang keuntungan tinggi namun juga berisiko tinggi. Untuk mendapatkan keuntungan yang optimal, investor harus melakukan diversifikasi dengan membentuk portofolio, dengan portofolio ini diharapkan akan memperoleh suatu *return* yang maksimal dengan risiko tertentu atau *return* tertentu dengan risiko yang minimal. Investasi dapat bertambah dan dapat pula merosot nilainya, dalam keadaan semacam ini, investor menghadapi risiko. Seorang investor harus mengambil keputusan portofolio mana yang akan dipilih.

Menurut Jogianto (1998), investasi adalah penundaan konsumsi sekarang untuk digunakan di dalam produksi yang efisien selama periode waktu tertentu. Walaupun pengorbanan konsumsi sekarang dapat diartikan sebagai investasi untuk konsumsi di masa mendatang, tetapi pengertian investasi yang lebih luas membutuhkan kesempatan produk yang efisien untuk mengubah suatu unit konsumsi yang ditunda untuk dihasilkan menjadi lebih dari satu unit mendatang.

Investasi adalah komitmen atas sejumlah dana atau sumber dana lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan dimasa yang akan datang. Investasi dalam arti luas, berarti

mengorbankan dolar sekarang untuk dolar pada masa depan. Ada dua atribut berbeda yang melekat : *waktu dan risiko*. Pengorbanan terjadi saat sekarang ini dan memiliki kepastian, hasilnya baru akan diperoleh kemudian dan besarnya tidak pasti, (Nusantoro:2006).

Istilah investasi bisa berkaitan dengan berbagai macam aktivitas. Menginvestasikan sejumlah dana pada *asset rill* (tanah, emas, mesin atau bangunan), maupun pada *asset finansial* (deposito, saham atau obligasi) merupakan aktivitas investasi yang umumnya dilakukan. Bagi investor yang lebih pintar dan lebih berani menanggung risiko, aktivitas investasi yang mereka lakukan juga bisa mencakup investasi pada asset – asset finansial lainnya yang lebih kompleks seperti *warrant, option* dan *futures* maupun ekuitas internasional.

Pada dasarnya tujuan orang melakukan investasi adalah untuk menghasilkan sejumlah uang. Investasi mempunyai tujuan yang lebih luas lagi yaitu untuk meningkatkan kesejahteraan investor. Kesejahteraan dalam hal ini adalah kesejahteraan moneter, yang bisa diukur dengan penjumlahan pendapatan saat ini ditambah nilai saat ini pendapatan masa datang.

Proses investasi meliputi pemahaman dasar – dasar keputusan investasi dan bagaimana mengorganisir aktivitas – aktivitas dalam proses keputusan investasi. Untuk memahami proses investasi, seorang investor terlebih dahulu harus mengetahui beberapa konsep dasar investasi, yang akan menjadi dasar pijakan dalam setiap tahap pembuatan keputusan investasi. Hal mendasar dalam proses keputusan investasi adalah pemahaman antara

hubungan *return* yang diharapkan dan risiko suatu investasi. Hubungan *return* dan risiko yang diharapkan dari suatu investasi merupakan hubungan yang searah dan linier. Artinya, semakin besar resiko yang harus ditanggung, semakin besar pula *return* yang diharapkan.

Proses investasi berkenaan dengan bagaimana seharusnya investor membuat keputusan mengenai pemilihan sekuritas, seberapa luas investasi sebaiknya dilakukan, dan kapan investasi seharusnya dilaksanakan. Proses investasi menjelaskan bagaimana seharusnya seorang investor membuat keputusan investasi sekuritas yang bisa dipasarkan, dan kapan sebaiknya dilakukan. Ada lima prosedur dalam membuat keputusan yang menjadi dasar proses investasi, (Alexander, *et all* :2005) :

1. Penentuan kebijakan investasi

Langkah pertama, menentukan kebijakan investasi, meliputi penentuan tujuan investasi dan banyaknya kekayaan yang dapat diinvestasikan. Mengingat adanya korelasi antara risiko dan keuntungan (*return*) yang diperoleh, maka investor tidak dapat mengatakan bahwa tujuan investasinya adalah mencari keuntungan yang sebesar – besarnya karena akan ada kerugian yang harus dihadapinya. Langkah dalam proses investasi ini juga meliputi identifikasi potensi kategori asset keuangan yang akan dimasukkan ke portofolio. Identifikasi ini didasarkan pada beberapa hal : tujuan investasi, jumlah kekayaan yang akan diinvestasikan, dan setatus pajak dari investor.

## 2. Analisis Sekuritas

Langkah kedua dalam proses investasi adalah melakukan analisis sekuritas, yang meliputi penilaian terhadap sekuritas secara individual (beberapa kelompok sekuritas) yang masuk kedalam kategori luas asset keuangan yang telah diidentifikasi sebelumnya. Salah satu tujuan melakukan penilaian tersebut adalah untuk mengidentifikasi sekuritas yang salah harga (*misprived*). Ada banyak pendekatan terhadap analisis sekuritas, namun pendekatan tersebut dapat dikategorikan kedalam dua klasifikasi.

- a. Analisis teknikal, analisis yang memakai pendekatan ini untuk analisis sekuritas tersebut analisis teknis atau analisis teknikal, dalam bentuk yang paling sederhana, analisis teknikal meliputi studi harga pasar saham dalam upaya meramalkan pergerakan harga masa depan untuk saham perusahaan tertentu.
- b. Analisis fundamental, mereka yang memakai pendekatan ini disebut fundamentalis atau ahli analisis fundamental, dalam bentuk yang paling sederhana, analisis fundamental dimulai dengan menaksir bahwa nilai “sebenarnya” atau “intrinsic” asset keuangan itu sama dengan nilai sekarang (*present value*) dari semua aliran tunai yang diharapkan diterima oleh pemilik asset itu. Sesuai dengan hal tersebut, analisis fundamental berupaya meramalkan asset dan besarnya aliran tunai dan kemudian mengkonversikannya menjadi



nilai sekarang (*present value*) dengan menggunakan tingkat diskonto yang tepat.

### 3. Pembentukan portofolio

Langkah ketiga dalam proses investasi, pembentukan atau penyusunan portofolio, melibatkan identifikasi asset – asset khusus mana yang akan dijadikan investasi, juga menentukan besarnya bagian kekayaan investor yang akan di diversifikasi ke tiap asset tersebut.

### 4. Merevisi portofolio

Langkah keempat dalam proses investasi, revisi portofolio, berkenaan dengan pengulangan periodik dari tiga langkah sebelumnya, yaitu, dari waktu ke waktu, investor mungkin mengubah tujuan investasinya, yang pada gilirannya berarti portofolio yang dipegangnya tidak lagi optimal. Oleh karena itu, investor membentuk portofolio baru dengan menjual portofolio yang dimilikinya dan membeli portofolio lain yang belum dimiliki. Motivasi lain dari langkah ini adalah dengan berjalanya waktu, terjadi perubahan harga sekuritas, sehingga sekuritas yang tadinya tidak menarik sekarang menjadi menarik dan bisa juga kebalikannya. Jadi investor ingin menambah sekuritas yang menarik ke portofolionya dan menjual sekuritas yang tidak lagi menarik.

### 5. Mengevaluasi kinerja portofolio

Langkah kelima dalam proses investasi, evaluasi kinerja portofolio, meliputi penentuan kinerja portofolio secara periodik, tidak hanya berdasarkan *return* yang dihasilkan tetapi juga risiko yang dihadapi

investor. Jadi diperlukan ukuran yang tepat tentang *return* dan risiko juga standar (*benchmark*) yang relevan.

## 2.2 Pengertian *Return*

*Return* biasa dimaknai dengan keuntungan, dalam pasar modal *return* didefinisikan dengan perubahan nilai antara periode  $t+1$  dengan  $t$  ditambah pendapatan - pendapatan lain yang terjadi selama periode  $t$  tersebut.

Tujuan investor dalam berinvestasi adalah memaksimalkan *return* tanpa melupakan faktor risiko investasi yang harus dihadapinya. *Return* merupakan salah satu faktor yang memotifasi investor berinvestasi dan juga merupakan imbalan atas keberanian investor menanggung risiko atau investasi yang dilakukan. 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, *capital gain (loss)* merupakan selisih untung (rugi) dari harga investasi sekarang relatif dengan harga periode yang lalu.

*Return* merupakan hasil yang diperoleh dari investasi, *return* dapat berupa *return* realisasi yang sudah terjadi dan *return* ekspektasi yang belum terjadi tetapi yang diharapkan akan terjadi dimasa mendatang. Jogianto (1998:109) mengemukakan bahwa *return* sebagai hasil yang diperoleh dari investasi dapat berupa *return* realisasi dan *return* ekspektasi, dalam pengukuran *return* realisasi (*realized return*) banyak digunakan *return* total

merupakan *return* keseluruhan dari suatu investasi dalam suatu periode tertentu.

Untuk saham biasa yang membayar deviden periodik *return* total dapat dinyatakan sebagai berikut :

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1} + D_t}{P_{t-1}}$$

Keterangan :

$R_t$  = *Return* saham pada periode t

$P_t$  = Harga saham pada periode t

$P_{t-1}$  = Harga saham pada periode t-1

$D_t$  = Dividen ( kas ) pada periode t

*Return* realisasi ini dapat digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja perusahaan serta dapat sebagai dasar penentu *return* ekspektasi dan risiko pada masa yang akan datang. *Return* ekspektasi (*expected return*) adalah *return* yang diharapkan akan diperoleh investor dimasa mendatang. Berbeda dengan *return* realisasi yang sifatnya sudah terjadi, *return* ekspektasi sifatnya belum terjadi. Secara matematika *return* ekspektasi dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$E(R_i) = \sum_{i=1}^n (R_i \cdot p_i)$$

Keterangan :

$E(R)$  = Ekspektasi suatu sekuritas

$R_i$  = *Return* masa depan ke-i

$P_i$  = Probabilitas hasil masa depan ke-i

$n$  = Jumlah periode waktu observasi

Berbeda dengan husnan (2001:51) yang menyebutkan bahwa *return* ekspektasi dengan probabilitas kejadian setiap periode yang sama dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$E(R_i) = \sum_{j=1}^n \frac{R_{ij}}{n}$$

Keterangan :

$E(R_i)$  = *Return* ekspektasi suatu aktiva atau sekuritas ke- $i$

$R_{ij}$  = Hasil masa depan ke- $j$  dari sekuritas  $i$

$n$  = Jumlah dari hasil masa depan

*Return* portofolio saham merupakan rata – rata tertimbang dari *return* tiap – tiap saham yang termasuk di dalamnya. Oleh karena itu, *expaitied return* portofolio merupakan rata – rata tertimbang dari *expected return* saham yang ada di dalamnya. Hal ini dapat dirumuskan sebagai berikut

:

$$R_p = \sum X_i R_i$$

Keterangan :

$R_p$  = *Expected return* portofolio

$X_i$  = Proporsi saham  $i$

$R_i$  = Rata – rata *return* saham  $i$

### 2.3 Risiko

Secara umum risiko dapat diartikan sebagai suatu ketidakpastian dimasa yang akan datang yang dapat meminimumkan kerugian (*financial*



*loss*). Risiko dalam kaitanya dengan investasi, maka risiko adalah kemungkinan *return* yang akan diterima menyimpang dari *return* yang diharapkan (*expected rate of return*). Semakin besar arah penyimpangan dan semakin besar kemungkinan penyimpangan itu terjadi, maka semakin tinggi pula risiko tersebut. Sebuah asumsi penting dalam membahas risiko ini adalah bahwa setiap investor akan mengambil sikap menghindari atau tidak menyukai (*risk averse*), atau dengan kata lain bahwa investor lebih menyukai yang lebih tinggi dengan tingkat risiko yang kecil (Susantoro, 2006:33).

Risiko merupakan faktor yang penting dalam berbagai keputusan investasi, dimana setiap investor yang *sophisticated* akan selalu mempertimbangkan tingkat risiko dengan tingkat *return* yang akan dihasilkan oleh sekuritas (Santoso, *et al* dalam Suranta, 2004). Risiko merupakan kemungkinan perbedaan antara *return* yang diharapkan, *return* aktual yang diterima dengan *return* yang diterima. Semakin besar kemungkinan perbedaannya, berarti semakin besar risiko investasi tersebut.

Menurut Jones (1998) dalam Suryantini (2007) menyebutkan bahwa risiko adalah kemungkinan terjadinya perbedaan antara *return* yang sesungguhnya dengan *return* yang diharapkan.

Pada prinsipnya risiko dapat dikelompokkan menjadi dua bagian yaitu sebagai berikut :

(a) risiko tidak sistematis (*unsystematic risk*), yang merupakan risiko yang mempengaruhi satu (sekelompok kecil) perusahaan, risiko ini dapat dihindari (*avoidable*) atau diperkecil melalui diversifikasi.

- (b) risiko sistematis (*Systematic risk*), yang merupakan risiko yang mempengaruhi semua (banyak) perusahaan. Risiko ini tidak dapat dihindari oleh investor melalui diversifikasi.

Sikap investor dalam menghadapi risiko yang muncul dapat dibedakan menjadi tiga yaitu sebagai berikut :

- (a) *risk averse* adalah sikap seorang investor yang akan memilih investasi yang memiliki risiko yang lebih rendah dengan tingkat *return* yang diharapkan sama besar.
- (b) *risk natural* adalah sikap seorang investor yang akan memilih investasi yang tingkat *return* – nya sesuai dengan risiko yang dihadapi.
- (c) *risk seeker* adalah sikap seorang investor yang akan memilih investasi yang lebih tinggi dengan tingkat *return* yang diharapkan sama besar.

Untuk mengukur risiko, secara statistik dapat menggunakan varian, standar deviasi atau koefisien variasi.

Langkah-langkah mengukur standar deviasi:

1. Tentukan probabilitas kondisi ekonomi
2. Tentukan *return* investasi dalam masing-masing kondisi ekonomi
3. Hitung *return* yang diharapkan
4. Hitung varian
5. Hitung standar deviasi = akar dari varian
6. koefisien variasi = standar deviasi/*return* yg diharapkan.

## 2.4 Hubungan Risiko dan Return

1. Risiko dan *return* memiliki hubungan yang positif.
2. Semakin tinggi *return* semakin tinggi risiko atau semakin tinggi risiko semakin tinggi pula *return* yang diharapkan.
3. Saham biasa memiliki *return* relatif tinggi, diikuti oleh obligasi perusahaan, obligasi pemerintah dan sertifikat Bank Indonesia.

*Beta* adalah pengukur risiko sistematis dari suatu sekuritas atau portofolio relatif terhadap risiko pasar. Menghitung *beta* suatu sekuritas atau *beta* suatu portofolio merupakan hal yang penting untuk menganalisis sekuritas atau portofolio tersebut. *Beta* suatu sekuritas menunjukkan risiko sistematisnya yang tidak dapat dihilangkan karena diversifikasi. Adapun rumus penggunaan *beta* dengan menggunakan teknik regresi menurut jogiyanto adalah :

$$i = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2}$$

Keterangan :

$i$  = Beta saham  $i$

$\sigma_{im}$  = *Covarian return* saham  $i$  dan *return* pasar

$\sigma_m^2$  = Varian pasar

## 2.5 Pengertian Portofolio

Investasi dalam terminology, dikenal istilah portofolio, yaitu kumpulan dari berbagai jenis instrument investasi. Seorang investor individual ataupun investor institusi, manajer investasi (*fund manager*), memilih berbagai jenis instrument investasi yang ada ke dalam portofolionya, dengan tujuan

mengoptimalkan sumber daya yang dimiliki agar dapat memberikan imbal hasil yang optimal, dengan memiliki portofolio yang terdiversifikasi, risiko yang tinggi pada suatu jenis instrument yang dapat memberikan imbal hasil tinggi pula, itulah yang dipesan investor bijak ; *don't put the eggs in one basket*, jangan menyimpan telur dalam satu kranjang saja, Markowitz, (Tandelilin:2001).

Portofolio adalah sekumpulan investasi baik berupa asset riil atau *real assets* maupun asset keuangan atau *financial assets*. Teori portofolio menekankan pada usaha untuk mencari kombinasi investasi optimal yang memberikan tingkat keuntungan atau *rates of return* maksimal pada suatu tingkat risiko tertentu. Investasi akan menimbulkan risiko, untuk meminimalkan risiko, investor dapat membentuk portofolio, dalam pembentukan portofolio investor selalu menginginkan *return* yang maksimal dengan resiko tertentu atau mencari risiko yang rendah dengan *return* tertentu.

Tandelilin (2001:74) menyatakan bahwa untuk membentuk portofolio efisien haruslah berpegang pada asumsi tentang bagaimana perilaku investor dalam pembuatan keputusan investasi yang diambilnya. Pembentukan portofolio juga memerlukan adanya perhitungan *return* dan risiko portofolio. *Return* realisasi dan *return* ekspektasi dari portofolio merupakan rata – rata terimbang *return* dan *return* – *return* seluruh sekuritas tunggal, akan tetapi risiko portofolio tidak harus sama dengan rata – rata tertimbang risiko – risiko dari seluruh sekuritas tunggal.



## 2.6 Strategi Portofolio

Strategi investasi umumnya ada dua macam, yaitu strategi aktif (*active strategi*) dan strategi pasif (*passive strategi*). Seperti yang dijelaskan oleh Tandelilin (2001:199) ada dua strategi yang dapat dilakukan investor dalam penentuan portofolio, yaitu sebagai berikut :

1. Strategi pasif : merupakan tindakan investor yang cenderung pasif dalam berinvestasi dalam saham dan hanya mendasarkan pergerakan sahamnya pada pergerakan indeks pasar. Strategi pasif mendasarkan diri pada asumsi bahwa:
  - a. Pasar modal tidak melakukan mispricing dan
  - b. Meskipun terjadi mispricing, para pemodal berpendapat bahwa mereka tidak bisa mengidentifikasi dan memanfaatkannya.

Tujuan dari strategi pasif ini adalah memperoleh *return* portofolio sebesar *return* indeks pasar dengan menekankan seminimal mungkin risiko dan biaya investasi yang harus dikeluarkan. Ada dua macam strategi pasif yaitu sebagai berikut :

- a. Strategi beli dan simpan maksudnya adalah investor melakukan pembelian sejumlah saham dan tetap memegangnya untuk beberapa waktu tertentu. Tujuannya dilakukannya strategi ini adalah untuk menghindari biaya transaksi dan biaya tambahan lainnya yang biasanya terlalu tinggi.
- b. Strategi mengikuti indeks merupakan strategi yang digambarkan sebagai pembelian instrument reksadana atau dana pensiun oleh

investor, dalam hal ini investor berharap bahwa kinerja investasinya pada kumpulan saham dalam instrument reksadana sudah merupakan duplikasi dari kinerja indeks pasar. Dengan kata lain investor berharap memperoleh *return* yang sebanding dengan *return* pasar.

2. Strategi aktif : merupakan tindakan investor secara aktif dalam melakukan pemilihan dan jual beli saham, mencari informasi, mengikuti waktu dan pergerakan harga saham serta berbagai tindakan aktif lainnya untuk mendapatkan *return* abnormal.

Tujuan setrategi aktif ini adalah mendapatkan *return* portofolio saham yang melebihi *return* portofolio saham yang diperoleh dari strategi pasif. Ada tiga strategi yang biasa dipakai investor dalam menjalankan strategi aktif portofolio saham.

- a. Pemilihan saham maksudnya adalah para investor secara aktif melakukan analisis pemilihan saham – saham terbaik, yaitu saham yang memberikan hubungan tingkat *return* dan risiko yang terbaik dibandingkan dengan alternatif lainnya. Analisis ini mendasarkan pada pendekatan analisis fundamental guna mengetahui prospek saham tersebut pada masa mendatang.
- b. Rotasi sektor, maksudnya investor dapat melakukan strategi ini dengan dua cara, yaitu sebagai berikut.
  - (a) Melakukan investasi pada saham – saham yang bergerak pada sektor tertentu untuk mengantisipasi perubahan siklus ekonomi dikemudian hari.

- (b) Melakukan modifikasi atau perubahan terhadap bobot porofolio saham – saham pada sektor industry yang berbeda – beda.
- c. Strategi momentum harga menyatakan bahwa pada waktu – waktu tertentu harga pasar saham akan merefleksikan pergerakan *earning* ataupun pertumbuhan perusahaan. Investor dalam hal ini akan mencari waktu yang tepat, pada saat perubahan harga yang terjadi bisa memberikan tingkat keuntungan bagi investor melalui tindakan menjual atau membeli saham.

### **2.7 Indexing**

Bentuk penerapan strategi investasi pasif adalah dengan membuat suatu portofolio berdasarkan suatu indeks yang falid dan disebut sebagai *indexing*. Menurut Jones dalam Suryanti (2007) menyatakan bahwa *indexing* merupakan pendekatan investasi yang mencoba untuk menyamai imbalan hasil investasi dari sebuah portofolio perbandingan tertentu atau dalam hal ini adalah indeks harga saham. Manajer investasai yang menerapkan cara ini pada dasarnya untuk memiripkan kinerja portofolio yang dimiliki dengan kinerja indeks, tidak ada usaha untuk mengotak atik anggota portofolio dalam rangka menghalalkan kinerja indeks.

### **2.8 Capital Asset Pricing Model**

Bentuk standar dari CAPM pertama kali dikenalkan oleh Sharpe, Lintner, dan Mossin pada pertengahan tahun 1960–an. CAPM merupakan

suatu model yang menghubungkan tingkat *return* yang diharapkan dari suatu asset berisiko dengan risiko dari asset tersebut pada kondisi pasar yang seimbang CAPM didasari oleh teori portofolio yang dikemukakan oleh Markowitz, berdasarkan model Markowitz, masing – masing investor diasumsikan akan mendefinisikan portofolionya dan memilih portofolio yang optimal atas dasar preferensi investor terhadap *return* dan risiko, pada titik – titik portofolio yang terletak di samping garis portofolio efisien.

Semua aktiva berisiko dalam keadaan ekuilibrium harus berada diportofolio pasar karena semua investor akan memegang portofolio ini. Akan tetapi, dalam prakteknya tidak memungkinkan untuk memasukan semua aktiva yang ada di pasar ke dalam portofolio pasar. Untuk itu, portofolio pasar dapat diwakili oleh portofolio yang berisi sekuritas – sekuritas di dalam suatu pasar saja (IHSG) atau diwakili oleh sebagian sekuritas di dalam suatu pasar, misalnya diwakili oleh indeks LQ 45.

Pada teori portofolio, risiko didefinisikan sebagai deviasi standar dari tingkat keuntungan. Akan tetapi, penggunaan deviasi standar tersebut tidak dapat diterapkan untuk saham – saham individual. Untuk itu, dikembangkan suatu model dengan menggunakan dasar teori portofolio, yang disebut *capital asset pricing model*.

Portofolio dalam dasar yang seimbang, seperti yang diungkapkan oleh Tandelilin (2001:91) investor tidak akan bisa memperoleh *return* abnormal (*return* ekstra) dari harga yang berbentuk, termasuk bagi investor yang melakukan perdagangan spekulatif. Oleh karena itu, kondisi tersebut akan



mendorong semua investor untuk memilih portofolio pasar yang terdiri atas semua asset berisiko yang ada. Portofolio tersebut akan berada pada garis permukaan efisien (*efficient frontier*) dan sekaligus merupakan portofolio optimal.

Model keseimbangan CAPM, nilai beta sangat mempengaruhi tingkat *return* yang diharapkan pada suatu sekuritas. Semakin tinggi nilai beta dan *return* pasar maka akan semakin tinggi tingkat *return* yang diisaratkan oleh investor, dalam konsep CAPM tingkat risiko sekuritas diukur dengan beta (  $\beta$  ). Untuk mengetahui keseimbangan suatu sekuritas terhadap risiko suatu portofolio yang didiversifikasi secara baik, perlu diketahui risiko pasarnya. Oleh karena itu, perlu diukur tingkat kepekaan sekuritas terhadap perubahan pasar (  $\beta$  ).

## 2.9 Pengukuran koefisien Beta ( $\beta$ )

*Beta* adalah pengukur risiko sistematis dari suatu sekuritas atau portofolio relatif terhadap risiko pasar. Menghitung beta suatu sekuritas atau beta suatu portofolio merupakan hal yang penting untuk menganalisis sekuritas atau portofolio tersebut. Beta suatu sekuritas menunjukkan risiko sistematisnya yang tidak dapat dihilangkan karena diversifikasi. Untuk menghitung beta portofolio, maka beta masing – masing sekuritas perlu dihitung terlebih dahulu. Beta portofolio merupakan rata – rata tertimbang dari beta masing – masing sekuritas. Adapun rumus penggunaan beta dengan menggunakan teknik regresi menurut jogiyanto adalah :

$$i = \frac{\sigma_{iM}}{\sigma_M^2}$$

Keterangan :

$i$  = Beta saham  $i$

$\sigma_{iM}$  = *Covarian return* saham  $i$  dan *return* pasar

$\sigma_M^2$  = Varian pasar

atau dapat diuraikan sebagai berikut :

$$i = \frac{\sum_{t=1}^n (R_{it} - \overline{R_{it}})(\overline{R_{mt}} - \overline{R_{mt}})}{\sum_{t=1}^n (\overline{R_{mt}} - \overline{R_{mt}})^2}$$

## 2.10 Penilaian kinerja Portofolio

Penilaian kinerja portofolio, Suad (2001:465) menjelaskan bahwa dalam penilaian diperlukan variabel – variabel yang relevan seperti tingkat keuntungan dan risiko. Penilaian kinerja portofolio merupakan langkah investor dalam mengevaluasi kinerja portofolionya. Pada tahap ini kinerja portofolio akan dibandingkan dengan kinerja portofolo lainnya melalui proses *benchmarking*. Penilaian kinerja portofolio dari setrategi aktif akan dibandingkan dengan kinerja portofolio dari setrategi pasif. Evaluasi kenerja portofolio ini diharapkan akan menjawab sejauh manakah portofolio yang telah dibentuk mampu memberikan kinerja yang memuaskan investor.

Penilaian kinerja portofolio saham dapat dilakukan dengan mempertimbangkan variabel *return* saja atau melibatkan variabel risiko akan memberikan informasi yang lebih mendalam tentang sejauh mana suatu *return*

yang dihasilkan oleh portofolio dikaitkan dengan tingkat risiko untuk mencapai *return* tersebut.

*Risk Adjusted Return* didasarkan pada gabungan antara *return* dan risiko. Tandelilin (2001:198) menyebutkan bahwa ada tiga ukuran yang dapat digunakan dalam mengevaluasi kinerja portofolio dengan menggunakan *risk adjusted return*, yaitu sebagai berikut :

- a. Indeks Sharpe yang mengukur kinerja portofolio dengan total risiko sebagai indikatornya. Indeks ini mendasarkan perhitungan pada konsep garis pasar modal (*capital market line*) sebagai patok duga, yaitu dengan cara membagi premi risiko portofolio dengan standar deviasinya.

$$S_p = \frac{\bar{R}_p - \bar{R}_f}{\sigma_{TR}}$$

Keterangan :

$S_p$  = indeks Sharpe Portofolio

$\bar{R}_p$  = *return* rata - rata portofolio selama jangka waktu pengukuran

$\bar{R}_f$  = rata - rata *return* bebas risiko, yang dihitung dari rata - rata tingkat bunga SBI

$\sigma_{TR}$  = standar deviasi portofolio selama jangka waktu pengukuran.

Standar deviasi dalam teori portofolio merupakan risiko total yang merupakan penjumlahan dari risiko pasar (*Systematic risk*) dengan risiko tidak sistematis (*unsystematic risk*), dengan memperhitungkan risiko makin tinggi nilai pengukuran Sharpe, makin baik kinerja portofolio.

- b. Indeks Treynor yang mengukur kinerja portofolio dengan risiko sistematisnya (beta) sebagai indikator. Indeks ini melihat kinerja portofolio dengan cara menghubungkan tingkat *return* portofolio dengan besarnya risiko dari portofolio tersebut.

$$T_p = \frac{\overline{R_p} - \overline{R_f}}{\beta_p}$$

Keterangan:

$T_p$  = indeks Treynor Portofolio

$\overline{R_p}$  = *return* rata – rata portofolio selama jangka waktu pengukuran

$\overline{R_f}$  = rata – rata *return* bebas risiko, yang dihitung dari rata – rata tingkat bunga SBI

$\beta_p$  = Beta Portofolio

Dengan mempertimbangkan risiko sistematis, makin tinggi nilai pengukuran Treynor, makin baik kinerja portofolio.

- c. Indeks Jensen yang mengukur kinerja portofolio dengan risiko sistematisnya (beta) sebagai indikator. Indeks ini menunjukkan perbedaan antara tingkat *return* aktual yang diperoleh portofolio dengan tingkat *return* yang diharapkan jika portofolio tersebut berada pada garis pasar modal (CML).

$$\hat{J}_p = \overline{R_p} - [\overline{R_F} + (\hat{R}_M - \overline{R_F}) \hat{\beta}_p]$$

Keterangan:



$\hat{J}_p$  = *return* portofolio selama jangka waktu pengukuran  $t$  / indeks

Jensen

$R_p$  = *excess performance* portofolio selama jangka waktu pengukuran

$R_F$  = rata - rata *return* bebas risiko yang dihitung dari rata – rata tingkat

bunga SBI

$\beta_p$  = beta portofolio

Makin tinggi nilai  $\beta_p$ , makin baik kinerjanya.

### 2.11 Indeks LQ 45

LQ45 menggambarkan sekelompok saham pilihan yang memenuhi kriteria tertentu. Saham yang berhak masuk dalam kelompok tersebut adalah saham yang memenuhi ranking tinggi pada:

- 1) Total transaksi
- 2) Nilai transaksi
- 3) Frekuensi transaksi

Dengan kata lain, pengertian dari indeks LQ45 ini mencerminkan indikator likuiditas (ditinjau dari volume perdagangan saham) dan nilai kapitalisasi pasar dari 45 saham yang paling likuid, dan memiliki nilai kapitalisasi yang besar. Indeks LQ45 adalah IHSG dari 45 saham likuid yang diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia. Indeks ini mencakup 45 saham yang diseleksi menurut kriteria spesifik tertentu untuk menjamin bahwa indeks tersebut hanya menyajikan saham - saham yang paling likuid

dan memiliki tingkat kapitalisasi pasar yang besar, serta paling banyak diminati oleh para investor di pasar modal.

Kriteria suatu saham untuk dapat masuk dalam perhitungan indeks LQ45 menurut Bursa Efek Indonesia (BEI) adalah sebagai berikut:

- 1) Telah tercatat di BEI minimal 3 bulan.
- 2) Masuk dalam 60 saham berdasarkan nilai transaksi di pasar reguler.
- 3) Dari 60 saham tersebut, 30 saham dengan nilai transaksi terbesar secara otomatis akan masuk dalam perhitungan indeks LQ45.
- 4) Untuk mendapatkan 45 saham akan dipilih 15 saham lagi dengan menggunakan kriteria hari transaksi di pasar reguler, frekuensi transaksi di pasar reguler dan kapitalisasi pasar. Metode pemilihan 15 saham tersebut adalah:
  - a) Dari 30 sisanya, dipilih 25 saham berdasarkan hari transaksi di pasar reguler.
  - b) Dari 25 saham tersebut akan dipilih 20 saham berdasarkan frekuensi transaksi di pasar reguler.
  - c) Dari 20 saham tersebut akan dipilih 15 saham berdasarkan kapitalisasi pasar, sehingga akan didapat 45 saham untuk perhitungan indeks LQ45.
- 5) Selain melihat kriteria likuiditas dan kapitalisasi pasar tersebut di atas, akan dilihat juga keadaan keuangan dan prospek pertumbuhan perusahaan tersebut.

Bursa Efek Indonesia secara rutin memantau perkembangan kinerja komponen saham yang masuk dalam penghitungan 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.

Untuk menjamin kewajaran (*fairness*) pemilihan saham, BEI juga dapat minta pendapat kepada komisi penasehat yang terdiri dari para ahli dari Bapepam, Universitas dan profesional di

bidang pasar modal yang independen. Indeks LQ 45 pertama kali diluncurkan pada tanggal 24 Februari 1997. Hasil dasar untuk perhitungan adalah 13 Juli 1994 dengan nilai dasar 100, untuk seleksi awal digunakan data pasar dari Juli 1993 – Juli 1994, sehingga terpilih 45 emiten yang meliputi 72 persen dari total kapitalisasi pasar dan 72,5 persen dari total nilai transaksi di pasar regular.

## 2.12 Kerangka Pemikiran

Investasi merupakan sebuah cara alternatif yang dapat digunakan untuk meningkatkan nilai aset di masa depan, dengan melakukan investasi, menurunnya *purchasing power* akibat inflasi dapat di *offset* oleh *return* yang di dapatkan dari investasi.

Alexander, *et all* (2005) Investasi sendiri dapat digolongkan menjadi dua jenis yaitu:

(a) Investasi pada *real asset*.

Investasi pada *real asset* dapat dilakukan dengan membeli peralatan, pendirian pabrik, perbaikan mesin produksi, dll. Sedangkan investasi pada financial asset (instrument keuangan) dapat dilakukan pada pasar uang (berupa sertifikat deposito, commercial paper, dll) maupun pasar modal (berupa saham, obligasi, dll).

(b) Investasi pada *financial asset*.

Investor pada umumnya merupakan pihak yang sangat tidak menyukai risiko tetapi menginginkan *return* yang maksimal, untuk itulah dewasa

ini, investasi di sektor financial menjadi primadona di kalangan investor, karena menjanjikan tingkat *return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan investasi di sektor *real asset* maupun di pasar uang.

Meskipun investasi di pasar modal menjanjikan tingkat *return* yang lebih tinggi, namun investor perlu ingat bahwa semakin besar *return*, maka tingkat resiko-nya akan semakin besar pula. Untuk itulah sebagai seorang investor yang rasional, hal yang paling penting untuk diperhatikan adalah bagaimana investasi dapat menghasilkan *return* optimal pada tingkat risiko yang minimal. Investor dalam memaksimalkan return dan meminimalkan risiko dapat melakukan diversifikasi. Diversifikasi dapat diwujudkan dengan cara mengkombinasikan berbagai pilihan saham dalam investasinya (membentuk portofolio saham optimal). Melalui portofolio ini investor dapat memaksimalkan keuntungan yang diharapkan dari investasi dengan tingkat risiko tertentu atau berusaha meminimalkan risiko untuk sasaran tingkat keuntungan tertentu.

Pembentukan portofolio dapat dilakukan dengan dua strategi, yaitu strategi aktif dan strategi pasif. Strategi aktif merupakan tindakan investor secara aktif dalam melakukan pemilihan jual beli saham, mencari informasi, mengikuti waktu dan pergerakan harga saham serta berbagai tindakan aktif lainnya untuk mendapatkan *return* abnormal. Sedangkan strategi pasif merupakan tindakan investor yang cenderung pasif dalam berinvestasi pada



saham dan hanya mendasarkan pergerakan sahamnya pada pergerakan indeks pasar. Untuk menganalisis strategi aktif dan pasif digunakan *risk adjusted return* sebagai patok duga dalam perbandingan kinerja portofolio, yaitu dengan metode Sharpe, Treynor dan metode Jensen. Metode Sharpe mendasarkan perhitungannya pada CML sebagai patok duga, semakin tinggi indeks Sharpe suatu portofolio dibanding portofolio lainnya, maka semakin baik kinerja portofolio tersebut. Metode Treynor, kinerja portofolio dilihat dengan cara menghubungkan tingkat *return* portofolio dengan cara menghubungkan tingkat *return* dengan besarnya risiko dari portofolio tersebut. Metode Jensen merupakan metode yang menunjukkan perbedaan antara tingkat *return* aktual yang diperoleh portofolio dengan tingkat *return* yang diharapkan jika portofolio tersebut berada pada garis pasar modal.

Penelitian tentang perbedaan kinerja portofolio berdasarkan strategi portofolio aktif dan pasif telah dilakukan oleh Ni Putu Santi Suryantini (2007). Penelitian ini dilakukan pada 9 saham LQ 45 yang muncul secara terus - menerus selama 16 periode untuk strategi aktif dan strategi pasif menggunakan indeks dari saham LQ 45 itu sendiri. Berdasarkan pengujian statistik yang telah dilakukan oleh Ni Putu Santi Suryantini dengan menggunakan metode Sharpe, metode Treynor dan metode Jensen diperoleh t hitung yang tidak signifikan. Hal ini berarti bahwa terdapat perbedaan yang tidak signifikan antara kinerja portofolio strategi aktif dengan kinerja portofolio strategi pasif. Artinya antara *return* dan risiko yang diperoleh dari strategi aktif dan pasif besarnya berbeda

tetapi peningkatan perolehan *return* dan risiko yang ditanggung adalah sama.

Hasil penelitian dari Ni Putu Santi Suryantini yang menulis tentang, perbandingan antara strategi aktif dan pasif dihitung dengan menggunakan metode *risk adjusted return*, yaitu metode Sharpe, metode Treynor, dan metode Jensen yang menunjukkan bahwa pada tahun 2005 jika dilihat dari metode pengukuran Sharpe, terlihat bahwa semua saham LQ 45 berada diatas kinerja indeks. Untuk metode treynor, ternyata ASII, INDF, KLBF, LPBN dan TLKM berada diatas kinerja indeks. Jika dilihat dari metode Jensen, hanya saham INDF, KLBF, LPBN, dan TLKM yang berada diatas kinerja indeks. Perbedaan peringkat ini terjadi karena suatu perusahaan dipengaruhi oleh risiko sistematis dan risiko tidak sistematis. Disamping itu, pengaruh tiap-tiap risiko tersebut terhadap tiap-tiap perusahaan juga akan berbeda-beda.

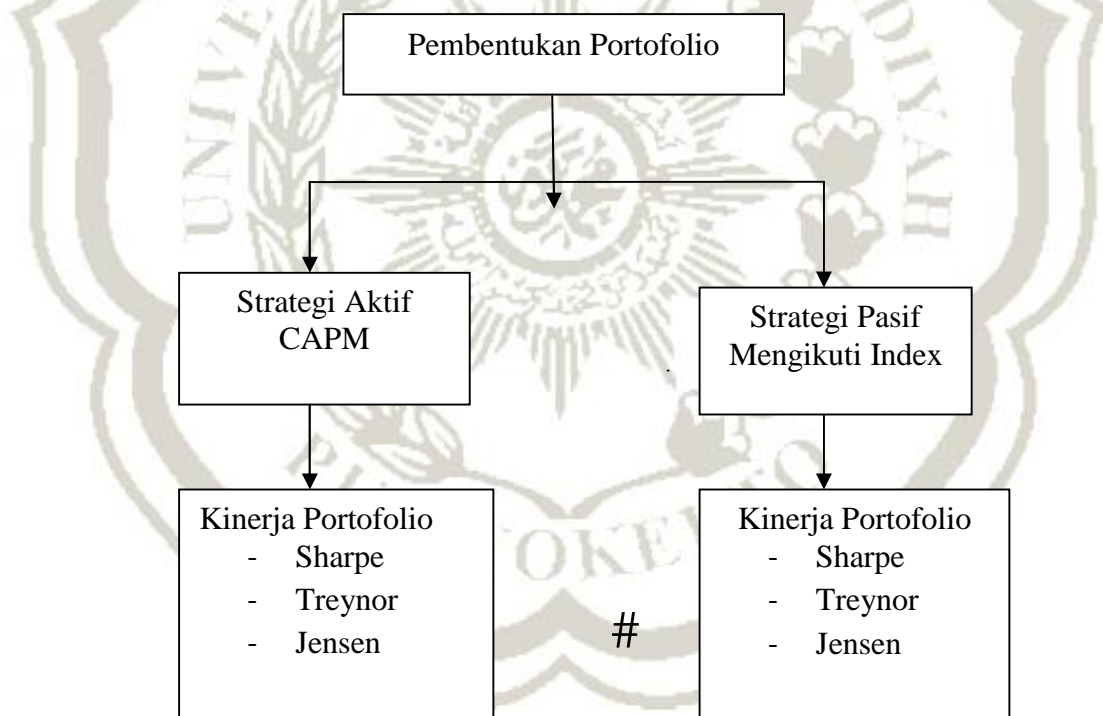
Strategi investasi pasif telah dilakukan oleh Jon C.Bogle melalui Vanguard Group dengan membentuk *Index fund* yang salah satunya di berinama Vanguard Index 500 yang telah membawa Vanguard ke posisi kedua terbesar sebagai perusahaan reksadana di Amerika (Forsyth, 1997), dalam (Suryantini, 2007).

Untuk mendapatkan keuntungan yang optimal, investor harus melakukan diversifikasi dengan membentuk portofolio, dengan portofolio ini diharapkan akan memperoleh suatu *return* yang maksimal dengan risiko

tertentu atau *return* tertentu dengan risiko minimal. Portofolio mempunyai karakteristik demikian disebut sebagai portofolio tunggal.

Investor dalam proses keputusan investasi harus melakukan evaluasi kinerja terhadap portofolio investasi yang dimilikinya. Penilaian kinerja ini meliputi aspek *return* dan risiko. Parameter yang biasa digunakan dalam pengukuran kinerja suatu portofolio adalah *risk adjusted return index*.

Untuk lebih jelasnya, kerangka pemikiran yang digunakan dalam penelitian ini dapat dilihat pada gambar berikut:



### 2.13 Hipotesis

Berdasarkan kajian pustaka, penelitian sebelumnya, dan kerangka proses berpikir maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

$H_1$  = Ada perbedaan signifikan antara kinerja portofolio strategi aktif dengan strategi pasif menurut Sharpe.

$H_2$  = Ada perbedaan signifikan antara kinerja portofolio strategi aktif dan strategi pasif menurut Treynor.

$H_3$  = Ada perbedaan signifikan antara kinerja portofolio strategi aktif dan strategi pasif menurut Jensen.

