

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Analisis investasi sering menghadapi masalah yaitu tentang penaksiran resiko yang dihadapi investor. Teori keuangan menjelaskan bahwa bila resiko investasi meningkat maka tingkat keuntungan yang disyaratkan investor semakin besar. Untuk mengurangi kerugian/ resiko investasi maka investor dapat berinvestasi dalam berbagai jenis saham dengan membentuk portofolio (Fabozzi, 1999). Sedangkan menurut Jones (2000) investor yang rasional melakukan keputusan investasi dimulai dengan menganalisis situasi saat ini; mendesain portofolio optimal; menyusun kebijakan investasi; mengimplikasikan strategi investasi; memonitor dan melakukan supervisi pada kinerja khusus para manajer keuangan.

Portofolio dapat diartikan sebagai investasi dalam berbagai instrument keuangan yang dapat diperdagangkan di Bursa Efek dan Pasar Uang dengan tujuan menyebarkan sumber perolehan *return* dan kemungkinan resiko. Instrument keuangan dimaksud meliputi saham, obligasi, valas, deposito, indeks harga saham, produk derivatif lainnya (Samsul, 2006). Portofolio diartikan juga sebagai serangkaian kombinasi beberapa aktiva yang diinvestasikan dan dipegang oleh investor, baik perorangan maupun institusi. Dalam pasar modal, portofolio dikaitkan dengan portofolio aktiva finansial yaitu kombinasi beberapa saham sehingga investor dapat meraih *return* optimal dan memperkecil *risk* (Sumariyah, 1997).

Adanya hubungan positif antara *return* dan resiko dalam berinvestasi dikenal dengan *high risk-high return*, yang artinya semakin besar resiko yang harus ditanggung, semakin besar pula *return* yang dihasilkan. *Return* merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. *Return* dapat berupa *return* realisasi yang sudah terjadi atau *return* *ekspektasi* yang belum terjadi tetapi yang diharapkan akan terjadi di masa yang akan datang. Sedangkan resiko portofolio terdiri atas resiko sistematis dan tidak sistematis. Kedua resiko ini sering disebut sebagai resiko total (Jogiyanto, 2003).

Menurut Elton dan Gruber (1977) analisis portofolio adalah berkenaan dengan keinginan memperoleh sekelompok sekuritas untuk dipegang, diberikan kekayaan oleh setiap sekuritas tersebut. Portofolio dikategorikan efisien apabila memiliki tingkat resiko yang sama, mampu memberikan tingkat keuntungan yang lebih tinggi, atau mampu menghasilkan tingkat keuntungan yang sama, tetapi dengan resiko yang lebih rendah.

Sedangkan portofolio optimal merupakan portofolio yang dipilih seorang investor dari sekian banyak pilihan yang ada pada kumpulan portofolio yang efisien (Tandelilin, 2001). Investor memilih portofolio yang memberi kepuasan melalui resiko dan *return*, dengan memilih sekuritas yang beresiko. Portofolio optimal merupakan sesuatu yang unik atas investasi pada aset beresiko. Investasi yang realistis akan melakukan investasi tidak hanya pada satu jenis investasi, akan tetapi melakukan diversifikasi pada berbagai investasi dengan pengharapan akan meminimalkan resiko dan memaksimalkan *return*. Namun informasi yang dihasilkan dari analisis portofolio bersifat jangka pendek, oleh sebab itu membutuhkan analisis

berkelanjutan agar mendapatkan informasi yang relevan (Sartono dan Zulaihati, 1998).

Strategi diversifikasi dilakukan dengan portofolio optimal yang berarti keuntungan diperoleh dengan diversifikasi pada berbagai investasi, dengan jumlah sekuritas tertentu yang memiliki *return* yang cukup tinggi. Portofolio optimal dicapai dengan melakukan simulasi pada beberapa sekuritas yang dinilai efisien dengan menggunakan prosedur perhitungan tertentu (Sartono dan Zulaihati, 1998). Untuk membentuk sebuah maupun beberapa portofolio memerlukan saham-saham pilihan yang akan dikombinasikan ke dalam portofolio tersebut. Adapun jumlah saham yang dipilih untuk membentuk portofolio sangat bervariasi, hal itu tergantung dari preferensi investor terhadap saham itu sendiri.

Manfaat diversifikasi telah dikenal baik melalui pepatah yang mengatakan “Jangan taruh telur seluruh milikmu dalam keranjang yang sama”, karena kalau keranjang tersebut jatuh, maka semua telur yang ada dalam keranjang tersebut akan pecah. Dalam konteks investasi, pepatah tersebut bisa diartikan sebagai “Janganlah menginvestasikan semua dana yang kita miliki hanya pada satu aset saja, karena jika aset tersebut gagal, maka semua dana yang telah diinvestasikan akan lenyap (Tandellin, 2001).

Reilly dan Brown (1997) menjelaskan bahwa terdapat empat tahapan yang dilakukan untuk membentuk suatu portofolio. Tahapan pertama dalam proses tersebut dikenal dengan membentuk daftar kebijakan investasi (*policy statement*). Dalam tahapan ini ditentukan tujuan investasi dan batasan investasi dimana termasuk resiko yang dapat ditolerir oleh investor serta tingkat pengembalian yang diinginkan. Daftar

kebijakan investasi harus di *review* secara periodik. Tahapan kedua dikenal dengan mempelajari kondisi keuangan dan ekonomi saat ini serta berusaha meramalkan kecenderungan di masa mendatang. Berdasarkan kondisi keuangan dan ekonomi serta peramalan di masa datang maka dibentuk alokasi aset yang optimal dan selalu harus di kontrol serta di cek ulang secara periodik. Tahapan ketiga di kenal dengan mengimplementasi perencanaan dan pembentukan portofolio. Dalam tahapan ini investor selalu meminimkan resiko dalam membentuk portofolio sesuai dengan kebijakan yang dibuat pada tahap pertama. Tahapan keempat dalam pengelolaan portofolio dikenal dengan tahapan evaluasi dan pengukuran kinerja portofolio.

Mengukur kinerja portofolio tidak bisa hanya dilihat dari returnnya saja tetapi juga harus memperhatikan resiko yang akan ditanggung investor. Dalam tahun 60-an, beberapa alat ukur indeks tunggal digunakan untuk mengevaluasi kinerja relatif dari para manajer keuangan. Alat ukur evaluasi kinerja ini tidak menyebutkan bagaimana dan mengapa manajer keuangan dapat memiliki kinerja yang lebih baik maupun lebih buruk dari tolok ukur. Ada 3 parameter yang dapat digunakan untuk mengukur kinerja portofolio yang dikembangkan oleh William Sharpe, Jack Treynor, dan Michael Jensen. Ketiga pengukuran kinerja ini dinamakan ukuran kinerja *Sharpe*, kinerja *Treynor* dan kinerja *Jensen*. Ketiga pengukuran kinerja tersebut mengasumsikan adanya hubungan linear antara pengembalian (*return*) portofolio dengan pengembalian dari beberapa index pasar. Ketiga model tersebut mendasarkan analisisnya pada *return* masa lalu untuk memprediksikan *return* dan resiko masa datang (Samsul, 2006).

Pengukuran kinerja portofolio saham dapat dipermudah dengan menggunakan suatu proksi. Proksi tersebut dapat berdasarkan jenis industri emiten, seperti manufaktur atau perbankan, serta dapat juga menggunakan indeks pasar. Indeks yang sering digunakan sebagai dasar pembentukan portofolio saham adalah IHSG dan indeks LQ 45 pada BEI (Jogiyanto, 2003). Penggunaan IHSG sebagai proksi penghitung return pasar dirasakan memiliki kelemahan, karena IHSG menggunakan pembobotan berdasarkan atas kapitalisasi seluruh saham. Dengan demikian saham-saham yang kurang aktif akan kecil pengaruhnya terhadap IHSG dan sebaliknya saham-saham berkapitalisasi besar akan sangat kuat pengaruhnya sehingga IHSG hanya mencerminkan pergerakan saham-saham aktif dan likuid di pasar sekunder dan saham-saham yang kurang aktif tidak terlihat pergerakannya. Sedangkan saham-saham LQ 45 merupakan saham likuid kapitalisasi pasar yang tinggi, memiliki frekuensi perdagangan tinggi, memiliki prospek pertumbuhan serta kondisi keuangan yang cukup baik, tidak fluktuatif dan secara obyektif telah diseleksi oleh BEI dan merupakan saham yang aman dimiliki karena fundamental kinerja saham tersebut bagus, sehingga dari sisi resiko kelompok saham LQ 45 memiliki resiko terendah dibandingkan saham-saham lain. Fluktuatif harga pada kelompok saham LQ 45 cenderung *smooth* menjadikan *return* dari *capital gain* tidak setinggi pada kelompok saham yang mengalami fluktuasi harga signifikan. Karakteristik saham LQ 45 ini dapat mewakili kinerja portofolio saham, dimana penilaian kinerja portofolio dilihat dari 2 sisi yaitu hasil dan resiko (Sartono dan Zulaihati, 1998).

Setelah stagnansi ekonomi pada tahun 2001 menuju ke siklus *recovery* pada saat kepemimpinan Presiden Megawati di tahun 2002 sampai tahun 2004, indeks LQ

45 menguat nilainya dari angka 80,65 pada tahun 2001 menjadi 91,98 di tahun 2002, dan terus menguat hingga mencapai level 151,9 di tahun 2003. Kenaikan indeks LQ 45 terus mengalami kenaikan terus menerus hingga mencapai level 599,82 diakhir tahun 2007. Peningkatan tersebut mengindikasikan kebangkitan perekonomian Indonesia, dimana pada tahun 2007 diproyeksikan berbagai permasalahan ekonomi Indonesia akan dapat diatasi dan juga pertumbuhan ekonomi akan semakin meningkat dari tahun - tahun sebelumnya. Hal ini menyebabkan para pengamat juga memproyeksikan berbagai sektor bisnis yang sangat menjanjikan dan bakal *booming* di tahun tersebut, salah satu sektor bisnis yang diprediksi bakal menjanjikan pada investasi portofolio (reksadana, saham dan obligasi). Oleh sebab itu, pengelolaan portofolio baik yang dilakukan baik manajer investasi maupun investor individu akan sangat penting dalam melakukan evaluasi terhadap kinerja portofolio yang telah disusun sebelumnya untuk mengetahui tingkat pengembalian yang dicapai.

Ada beberapa penelitian yang pernah dilakukan sebelumnya, mengenai pengukuran kinerja portofolio menggunakan metode *Sharpe*, *Treynor* dan *Jensen*. Salah satunya, penelitian yang dilakukan oleh Jobson dan Korkie tahun 1981 menunjukkan hasil bahwa *Sharpe* dan *Jensen* menunjukkan kinerja yang baik pada data bulanan dan sampel yang kecil sedangkan *Treynor* tidak menunjukkan kinerja yang baik pada sampel yang kecil dengan menggunakan alat analisis t-test.

Yasmin dan Lawrence,1996 mengadakan penelitian terhadap *investment trust* (reksadana) di Inggris selama periode 1975-1993 menggunakan CAPM dan Uji statistik *Durbin Watson* menemukan bahwa korelasi terhadap ketiga alat ukur *Sharpe*,

Treynor dan *Jensen* menunjukkan derajat yang tinggi, artinya bahwa terjadi konsistensi terhadap ketiganya derajat yang tinggi pada reksadana.

Kurniawan dan Purnama, 2001 meneliti perbandingan kinerja portofolio pada LQ 45 dan non LQ 45 menggunakan t-test memperlihatkan hasil bahwa Indeks *Sharpe*, *Treynor*, dan *Jensen* selalu konsisten menunjukkan bahwa portofolio dari LQ 45 bekerja lebih efisien dibandingkan dengan saham non LQ 45.

Penelitian lain juga dilakukan oleh Fadlul Fitri, 2002 menggunakan Metode *Sharpe*, *Jensen*, dan *Treynor* dengan *kendall coefficient* menghasilkan bahwa nilai rata-rata keseluruhan untuk RVAR, RVOL dan ALPHA dari portofolio yang terdiri dari saham-saham beragam industri yang tidak termasuk ke dalam ILQ 45, sehingga saham yang layak untuk diinvestasikan adalah saham-saham ILQ 45. Hasil statistik adalah *beta* dan uji konsistensi menunjukkan nilai statistik W signifikan.

Portofolio optimal dengan menggunakan Metode *Sharpe*, *Jensen*, dan *Treynor* dengan transportasi *Z-Score (standardized)* oleh Yusman Suryawan tahun 2003 menunjukkan pengukuran kinerja portofolio dengan metode *Sharpe*, *Jensen*, dan *Treynor* akan memiliki karakteristik angka indeks yang berbeda satu sama lain, sehingga tidak dapat dibandingkan satu sama lainnya secara langsung sehingga diperlukan standarisasi ukuran kinerja.

Beberapa penelitian terdahulu terdapat perbedaan hasil seperti yang dilakukan oleh Yasmin dan Lawrence (1996), Kurniawan dan Purnama (2001), Fadlul Fitri (2002), dan Yusman Suryawan (2003) menunjukkan bahwa ketiga metode pengukuran kinerja portofolio baik *Sharpe*, *Treynor*, dan *Jensen* menunjukkan hasil yang sama atau adanya konsistensi terhadap ketiga metode tersebut. Sedangkan hasil

penelitian yang dilakukan oleh Jobson dan Korkie (1981) justru menunjukkan metode *Sharpe* dan *Jensen* menunjukkan hasil yang sama tetapi *Treynor* tidak menunjukkan korelasi yang sama. Perbedaan hasil penelitian terdahulu inilah apakah masih adanya korelasi ataukah terjadi inkonsistensi terhadap ketiga alat ukur kinerja portofolio.

Pada penelitian ini melihat perbandingan kinerja portofolio dengan menggunakan ukuran *Sharpe*, *Treynor* dan *Jensen* berdasarkan ranking kinerja portofolio yang dibentuk apakah dapat menunjukkan adanya perbedaan antara metode alat ukur kinerja portofolio *Sharpe*, *Treynor* dan *Jensen*, ataukah memperlihatkan hasil yang sama antara ketiga alat ukur kinerja portofolio tersebut. Hasil yang didapat kemudian dari kinerja portofolio ini dapat diketahui portofolio mana yang layak untuk diinvestasikan.

Analisis kinerja saham menggunakan metode *Sharpe*, *Treynor*, dan *Jensen* perlu dilakukan kajian disebabkan dalam pengelolaan portofolio baik manajer investasi baik investor individu akan melakukan beberapa tahapan. Tahapan terakhir yang sangat penting yaitu melakukan evaluasi terhadap kinerja portofolio yang telah disusun sebelumnya. Metode *Sharpe*, *Treynor* dan *Jensen* dapat digunakan dalam pemilihan investasi dengan melihat kondisi pasar yang sedang berlangsung. Ketiga model itu mendasarkan analisisnya pada *return* masa lalu untuk memprediksi *return* dan resiko di masa datang. Metode *Sharpe* menekankan pada resiko total (*deviasi standar*), *Treynor* menganggap fluktuasi pasar sangat berperan dalam mempengaruhi *return* (*beta*), sedangkan *Jensen* sendiri menekankan pada *alpha*. Jadi ketiga metode tersebut mempunyai karakteristik tersendiri.

1.2 Perumusan Masalah

Berdasarkan kesediaan dalam menanggung resiko investasi, investor dikenal ada 3 yaitu berani mengambil resiko (*risk taker*), sikap netral terhadap resiko (*risk neutral*) dan yang tidak berani mengambil resiko (*risk averse*). *Risk taker* adalah sikap seorang yang memilih taruhan yang *fair* sedangkan *risk neutral* adalah seseorang bersikap *indifference* terhadap taruhan yang *fair* sedangkan *risk averse* adalah investor akan menolak taruhan yang *fair* (Husnan, 2003). Masing-masing ini menyebabkan mempunyai preferensi yang berbeda dalam melihat suatu portofolio. Tidak hanya itu, preferensi dari investor akan resiko dari suatu portofolio berbeda juga satu sama lainnya. Ada yang melihat dari resiko total dari suatu portofolio atau melihat hanya pada *beta*.

Hasil dalam penelitian terdahulu terdapat perbedaan hasil seperti penelitian yang dilakukan oleh Yasmin dan Lawrence (1996), Kurniawan dan Purnama (2001), Fadlul Fitri (2002), Yusman Suryawan (2003) menunjukkan bahwa ketiga metode pengukuran kinerja portofolio baik *Sharpe*, *Treynor*, dan *Jensen* menunjukkan hasil yang sama atau adanya konsistensi terhadap ketiga metode tersebut. Sedangkan hasil penelitian yang dilakukan oleh Jobson dan Korkie (1981) justru menunjukkan metode *Sharpe* dan *Jensen* menunjukkan hasil yang sama tetapi *Treynor* tidak menunjukkan korelasi yang sama. Perbedaan hasil penelitian terdahulu inilah apakah masih adanya korelasi ataukah terjadi inkonsistensi terhadap ketiga alat ukur kinerja portofolio. Sehingga memunculkan permasalahan apakah ada perbedaan hasil antara alat ukur kinerja portofolio *Sharpe*, *Treynor* dan *Jensen*, ataukah memperlihatkan hasil yang sama antara ketiga alat ukur kinerja portofolio tersebut.

Pengukuran kinerja portofolio dengan metode *Sharpe*, *Jensen*, dan *Treynor* akan memiliki karakteristik angka indeks yang berbeda satu sama lain, sehingga tidak dapat dibandingkan satu sama lainnya secara langsung sehingga diperlukan standarisasi ukuran kinerja. Dengan melihat latar belakang diatas maka dilakukan penelitian lebih lanjut tentang kinerja dari portofolio yang terdiri dari saham-saham ILQ 45 dengan menggunakan ukuran *Sharpe* (RVAR), *Treynor* (RVOL) dan *Jensen* (ALPHA), maka dapat dirumuskan, apakah ada perbedaan antara penilaian kinerja portofolio dengan menggunakan metode *Sharpe* (RVAR), *Treynor* (RVOL) dan *Jensen* (ALPHA), dimana masing-masing ukuran mempunyai indikator yang berbeda dalam melihat suatu resiko portofolio dan apakah dari saham-saham ILQ 45 yang layak untuk diinvestasikan.

1.3 Tujuan Penelitian dan Kegunaan Penelitian

1.3.1 Tujuan Penelitian

Penelitian yang dilakukan ini bertujuan, antara lain:

1. Mengukur kinerja portofolio saham yang dibentuk dari saham-saham LQ 45 yang diukur dengan menggunakan model Sharpe
2. Mengukur kinerja portofolio saham yang dibentuk dari saham-saham LQ 45 yang diukur dengan menggunakan model Treynor
3. Mengukur kinerja portofolio saham yang dibentuk dari saham-saham LQ 45 yang diukur dengan menggunakan model Jensen yang dilihat

4. Perbandingan ranking kinerja dari model Sharpe, Treynor, dan Jensen dari portofolio saham-saham LQ 45 tersebut apakah hasil yang didapat sama atau ada perbedaan antara ke tiga model tersebut.

1.3.2 Kegunaan Penelitian

1. Memberikan masukan dan pertimbangan bagi investor dan calon investor dalam melakukan investasi di pasar modal.
2. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan tambahan wawasan dan pandangan mengenai kinerja portofolio saham yang optimal dengan metode Sharpe, Treynor dan Jensen dalam suatu diversifikasi saham.