

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1. Investasi

1. Pengertian Investasi

Menurut Halim (2003: 2), investasi pada hakekatnya merupakan penempatan sejumlah dana pada saat ini dengan harapan memperoleh keuntungan di masa mendatang. Warsini (2009: 1) menyatakan bahwa investasi adalah kegiatan penanaman modal atau penanaman dana yang dilakukan pada saat sekarang (*current*) dalam berbagai wujud aktiva untuk memperoleh penghasilan di masa yang akan datang (*future*). Jones (2004: 3) menyatakan bahwa investasi adalah komitmen atas dana dalam bentuk satu atau lebih aset yang akan dimiliki selama beberapa waktu.

Berdasarkan penjelasan di atas, maka investasi adalah komitmen penempatan sejumlah dana dalam berbagai wujud aktiva pada saat sekarang dengan harapan memperoleh keuntungan di masa mendatang.

2. Tujuan investasi

Menurut Jones (2002: 3), "*We invest to improve our welfare, which*

our purposes can be defined as monetary wealth, both current and future”.

Yang dimaksud dalam pengertian ini adalah investasi dimaksudkan untuk meningkatkan kemakmuran, berupa kemakmuran moneter, baik pada masa sekarang maupun pada masa yang akan datang. Warsini (2009: 2-3) menyatakan tujuan utama investasi adalah memperoleh penghasilan sehingga meningkatkan nilai aset/nilai kekayaan. Hartono (2003: 7) menyatakan bahwa tujuan investor melakukan investasi adalah untuk meningkatkan utilitinya dalam bentuk kesejahteraan keuangan.

Dari uraian tersebut tujuan investasi disimpulkan sebagai peningkatan kemakmuran dengan memperoleh penghasilan yang meningkatkan nilai aset/nilai kekayaan baik di masa sekarang maupun yang akan datang.

3. Proses Investasi

Suad Husnan (2005: 48-49) mengemukakan 5 tahap proses investasi supaya tujuan investasi dapat tercapai secara optimal, yaitu:

1. Menentukan kebijakan investasi, yang meliputi penentuan tujuan investasi dari setiap investor dan berapa banyak jumlah investasi tersebut dilakukan. Hal ini disebabkan ada hubungan yang positif antara risiko dan keuntungan untuk strategi investasi, artinya investor

tidak bisa mengatakan bahwa tujuan investasinya adalah mendapatkan keuntungan yang sebesar-besarnya, tetapi harus disadari pula bahwa ada kemungkinan untuk menderita rugi. Dengan demikian tujuan investasi harus dinyatakan dengan baik dalam keuntungan maupun risiko.

2. Analisis Sekuritas, yaitu melakukan analisis terhadap sekelompok atau individual sekuritas. Ada 2 (dua) filosofis dalam analisis sekuritas, yaitu harga sekuritas yang *mispriced* (harga salah, terlalu tinggi, atau terlalu rendah) dan harga sekuritas yang wajar. Dalam hal harga sekuritas yang *mispriced*, maka ada dua cara yang digunakan para analisis dalam melakukan analisis sekuritas yaitu analisis teknikal dan analisis fundamental. Analisis teknikal menggunakan data harga di masa lalu sebagai upaya untuk memperkirakan harga sekuritas di masa yang akan datang. Sedangkan yang menganut pilosofis yang kedua berpendapat bahwa pasar modal adalah efisien. Dengan demikian pemilihan sekuritas bukan didasarkan kepada faktor *mispriced* tetapi didasarkan atas preferensi risiko para investor, pola kebutuhan kas, dan sebagainya. Keuntungan yang diperoleh investor adalah sesuai dengan risiko yang rela mereka tanggung.
3. Pembentukan portofolio, meliputi identifikasi sekuritas-sekuritas yang mana yang akan dipilih dan proporsi dana yang akan ditanamkan pada

sekuritas-sekuritas tersebut. Bila investor melakukan diversifikasi (pemilihan sekuritas yang banyak) tentu akan mengurangi risiko.

4. Melakukan revisi portofolio, merupakan pengulangan tahap-tahap sebelumnya dengan tujuan untuk merubah portofolio yang dibentuk bila diperlukan.
5. Evaluasi kinerja portofolio, yaitu melakukan penilaian terhadap kinerja baik dari segi keuntungan maupun dari segi risiko. Keuntungan yang lebih tinggi dari suatu portofolio tidak berarti lebih baik dari portofolio lainnya karena harus memasukkan faktor risiko. Dalam hal ini diperlukan standar pengukurannya.

2.2. Return

Menurut Warsini (2009: 79-80), *return* adalah hasil yang diperoleh dari investasi. *Return* dapat berupa *return* realisasi (*realized return*) dan *return* ekspektasi (*expected return*). *Return* realisasi merupakan *return* yang telah terjadi yang dihitung berdasarkan data historis sedangkan *return* ekspektasi adalah *return* yang diharapkan akan terjadi di masa yang akan datang yang dapat diprediksi berdasarkan *return* realisasi.

Hartono (2003: 109) menyatakan bahwa *return* adalah 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. *Return* realisasi merupakan *return* yang telah terjadi dan dihitung berdasarkan data historis. *Return* realisasi diukur dengan menggunakan *return* total dimana *return* total sering disebut *return* saja. *Return* realisasi penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja dari perusahaan. *Return* histori ini juga berguna sebagai dasar penentuan *return* ekspektasi (*expected return*). Sedangkan *return* ekspektasi (*expected return*) adalah *return* yang diharapkan akan diperoleh oleh investor di masa mendatang. Berbeda dengan *return* realisasi yang sifatnya sudah terjadi, *return* ekspektasi sifatnya belum terjadi. *Return* ekspektasi sama dengan rata-rata nilai historisnya.

Habib (2008: 137) menyatakan bahwa keuntungan (*return*) adalah perubahan nilai antara periode t dengan periode $t-1$ ditambah pendapatan-pendapatan lain yang terjadi selama periode t tersebut.

Jones (2004: 141) menyatakan bahwa *return* sekuritas (untuk saham dan obligasi) terdiri dari:

1. *Yield*, yaitu *cash flow* yang dibayarkan secara periodik kepada pemegang sekuritas.
2. *Capital gain/loss*, yaitu selisih antara harga pada saat pembelian dengan harga pada saat penjualan.

Berdasarkan penjelasan di atas, maka *return* adalah tingkat pengembalian investasi yang didapat karena perubahan harga/nilai antara periode t dan periode sebelumnya/ $t-1$ (*capital gain/loss*) dan pendapatan lainnya yang terjadi selama periode t dan $t-1$ tersebut.

2.3. Risiko

Jones (2004: 19) menyatakan bahwa risiko adalah perbedaan antara hasil *return* aktual dari investasi terhadap prakiraan *return*-nya (*expected return*). Warsini (2009: 81) menyatakan bahwa risiko adalah besarnya penyimpangan atau deviasi hasil yang diterima dengan hasil yang diharapkan. Besarnya risiko diukur dengan besarnya varian atau standar deviasi. Varian adalah standar deviasi kuadrat. Keown et. al. (2008: 139) menyatakan bahwa risiko adalah prospek dari suatu hasil yang kurang menguntungkan yang secara operasional diukur dengan deviasi standar.

Hartono (2003: 130) menyatakan bahwa risiko adalah penyimpangan atau deviasi dari *outcome* yang diterima dengan yang diekspektasi. Untuk menghitung risiko, metode yang paling banyak digunakan adalah deviasi standar (*standard deviation*) yang mengukur absolut penyimpangan nilai-nilai yang sudah terjadi dengan nilai ekspektasinya.

Berdasarkan penjelasan di atas, maka risiko adalah besar penyimpangan

return aktual dengan *expected return*-nya, secara operasional diukur dengan besarnya varian atau standar deviasi. Varian merupakan bentuk kuadrat dari standar deviasi.

Risiko yang terkandung di dalam surat berharga dapat disebut sebagai risiko total. Mengutip penelitian yang dilakukan oleh Haruman (2004), total risiko ini didapat dari beberapa sumber, antara lain:

1. *Business Risk* (Risiko Usaha)

Risiko Usaha merupakan risiko yang bersifat spesifik terhadap suatu perusahaan atau industri. Sebagai contoh, General Motor akan menghadapi risiko usaha dengan perubahan dalam harga pasar minyak dan impor kendaraan bermotor dari Jepang.

2. *Financial Risk* (Risiko Keuangan)

Risiko Keuangan adalah risiko yang diakibatkan oleh penggunaan hutang dalam membiayai operasi perusahaan. Semakin besar porsi pembiayaan berasal dari hutang maka semakin besar kemungkinan perusahaan tidak dapat memenuhi kewajibannya, semakin besar penyimpangan harapan hasil/*profitabilitas* terhadap aktualnya.

3. *Liquidity Risk* (Risiko Likuiditas)

Risiko Likuiditas adalah risiko yang dihubungkan dengan pasar sekunder tempat suatu sekuritas diperdagangkan. Suatu instrumen

investasi yang dapat dengan mudah dijual atau dibeli di pasar sekunder akan dianggap sebagai suatu instrumen investasi yang lancar (*liquid*).

4. *Exchange Rate Risk* (Risiko Nilai Tukar)

Risiko Nilai Tukar didefinisikan sebagai fluktuasi *return* investasi akibat fluktuasi mata uang di pasar.

5. *Country Risk*

Country Risk adalah risiko yang timbul akibat kondisi politik suatu negara. Investor yang berasal dari luar negeri akan mempertimbangkan kondisi politik suatu negara sebelum melakukan investasi.

Dengan memperhatikan sumber-sumber di atas, maka risiko dapat dikategorikan kedalam dua kategori yaitu (Warsini, 2009: 72-73):

1. Risiko Sistematis (*Systematic Risk*)

Merupakan risiko yang tidak dapat diurai (*Undiversified Risk*) dan merupakan risiko pasar yang relevan untuk diperhitungkan dalam penentuan tingkat keuntungan yang diharapkan. Risiko sistematis diukur dengan beta yang dapat diperoleh dengan cara membandingkan antara fluktuasi indeks saham individual dengan indeks pasar.

2. Risiko Tidak Sistematis (*Unsystematic Risk*)

Risiko ini disebut risiko unik karena risiko yang ditimbulkan oleh karakteristik dan siklus dari setiap industri sehingga risiko ini dapat dikurangi/ditiadakan melalui diversifikasi saham. Risiko ini juga disebut risiko yang dapat diurai (*Diversified Risk*), oleh karena itu tidak relevan dalam penentuan tingkat keuntungan yang diharapkan.

2.4. *Single Index Model*

Jones et. al. (2009: 210) menyatakan *Single Index Model* adalah sebuah model yang menghubungkan *return-return* tiap sekuritas dengan *return* indeks pasar. Habib (2008: 155) menyatakan *Single Index Model* adalah model yang menghubungkan tingkat keuntungan saham individual dengan kondisi pasar. Dengan demikian, hubungan antar saham bisa diukur dengan menggunakan tingkat keuntungan antar saham itu sendiri atau bisa menggunakan tingkat keuntungan saham dengan tingkat keuntungan pasar yang memiliki korelasi. Bodie, Kane, dan Marcus (2006: 406) menyatakan *Single Index Model* adalah model yang menggunakan indeks pasar sebagai proksi atas faktor umum atau faktor sistematis.

Husnan (2005: 103) menyatakan *Single Index Model* adalah model yang memecah tingkat keuntungan suatu saham menjadi dua bagian yaitu

independen dari perubahan pasar dan yang dipengaruhi oleh pasar. β_i menunjukkan kepekaan tingkat keuntungan suatu saham terhadap tingkat keuntungan indeks pasar. Tingkat keuntungan yang independen oleh perubahan pasar diuraikan menjadi dua yaitu nilai pengharapan dari tingkat keuntungan yang independen oleh perubahan indeks pasar (α_i) dan elemen acak dari tingkat keuntungan yang independen oleh perubahan indeks pasar (e_i) dimana e_i memiliki tingkat nilai pengharapan nol.

Berdasarkan penjelasan diatas, maka *Single Index Model* adalah sebuah model yang menghubungkan *return-return* tiap sekuritas dengan *return* indeks pasar dan tingkat keuntungan suatu saham diuraikan menjadi dua bagian yaitu tingkat keuntungan saham yang dipengaruhi tingkat keuntungan indeks pasar (β_i) dan tingkat keuntungan yang independen oleh perubahan indeks pasar yang diurai menjadi nilai pengharapan dari tingkat keuntungan yang independen oleh perubahan indeks pasar (α_i) dan elemen acak dari tingkat keuntungan yang independen oleh perubahan indeks pasar (e_i). *Single Index Model* memiliki beberapa kelemahan, antara lain model ini berbasis pada ekspektasi dan hanya memperhitungkan satu faktor (*market return*) dalam mengestimasi *expected return* suatu sekuritas.

2.5. Portofolio

Untuk menekan risiko investasi dapat dilakukan dengan mendiversifikasikan investasi tersebut, kumpulan dari investasi tersebut dinamakan portofolio investasi (Husnan, 2005: 47). Sawidji Widodoatmodjo (2008: 272) mendefinisikan portofolio merupakan investasi pada beberapa alat investasi, bisa sejenis dan juga bisa tidak sejenis, yang tujuannya adalah mengurangi risiko dan menghasilkan pendapatan sesuai dengan tujuan.

Jones (2002: 3) menyatakan bahwa portofolio adalah surat-surat berharga yang dimiliki oleh investor, yang dianggap sebagai satu kesatuan. Warsini (2009: 117) menyatakan portofolio adalah penganekaragaman (diversifikasi) pada beberapa peluang investasi yang dilakukan oleh investor perorangan atau lembaga.

Berdasarkan penjelasan di atas, maka penulis menyimpulkan bahwa portofolio adalah diversifikasi pada beberapa macam aset sehingga membentuk kesatuan unit investasi yang bertujuan untuk mengurangi risiko dan menghasilkan pendapatan sesuai tujuan.

2.6. Portofolio Optimal

Hartono (2003: 253-254) menyatakan bahwa Portofolio Optimal adalah portofolio yang didalamnya terdiri dari sekuritas-sekuritas yang mempunyai

rasio *excess return to beta* (*ERB*) yang tinggi. Sekuritas-sekuritas dengan rasio *ERB* yang rendah tidak akan dimasukkan dalam portofolio optimal. Dalam menentukan tinggi rendahnya nilai *ERB* digunakan sebuah titik pembatas (*cut-off point*) yang menentukan batas nilai *ERB* berapa yang dikatakan tinggi dan nilai *ERB* berapa yang dikatakan rendah. Nilai *ERB* dikatakan tinggi bila nilai *ERB* lebih besar atau sama dengan nilai *ERB* di *cut-off point* sedangkan nilai *ERB* dikatakan rendah bila nilai *ERB* lebih kecil dengan *ERB* di *cut-off point*. *ERB* (*excess return to beta*) adalah rasio antara *excess return* dengan beta.

Dalam penelitiannya, Haruman (2004) menyatakan bahwa Portofolio Optimal adalah portofolio yang disusun berdasarkan metode *excess return to beta*. Metode ini didasarkan pada konsep *single index model* sebagai model terbaik untuk memperkuat struktur *covariance* dari tingkat *return* saham.

Dalam penelitiannya, Ediningsih dan Suwanto (2002) menyatakan bahwa Portofolio Optimal adalah portofolio yang dipilih dengan menggunakan model indeks tunggal yaitu terhadap saham yang masuk didalamnya dengan melakukan perbandingan antara *excess return to beta* (*ERB*) dengan *cut-off ratenya* (C_i). Saham yang memiliki *excess return to beta* (*ERB*) yang lebih besar dari C_i dijadikan kandidat portofolio dan sebaliknya saham yang memiliki *excess return to beta* (*ERB*) lebih kecil dari C_i tidak diikutkan dalam kandidat portofolio.

Berdasarkan penelitian sebelumnya, maka portofolio optimal adalah pilihan portofolio atas sekuritas yang mempunyai rasio ekspos *return* dengan beta (*ERB*) yang lebih besar atau sama dengan *cut-off point*nya (C_i).

2.7. Portofolio yang Efisien

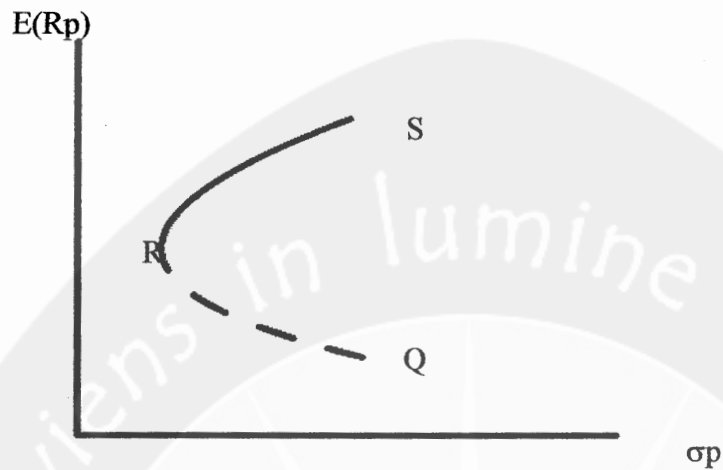
Dengan membentuk portofolio, bisa diperoleh suatu investasi yang memberikan tingkat keuntungan yang terbesar dengan risiko yang sama atau risiko terkecil dengan tingkat keuntungan yang sama. Portofolio yang mempunyai karakteristik seperti ini disebut sebagai portofolio efisien (Husnan, 2005: 80).

Hartono (2003: 180) menyatakan bahwa portofolio efisien adalah portofolio yang memberikan *return* ekspektasi terbesar dengan tingkat risiko yang sudah pasti atau portofolio yang mengandung risiko terkecil dengan tingkat *return* ekspektasi yang sudah pasti.

Jones (2004: 191) menyatakan bahwa portofolio efisien adalah portofolio yang memiliki tingkat risiko terendah dengan *expected return* tertentu, atau *expected return* tertinggi dengan tingkat risiko tertentu.

Sejumlah portofolio yang memenuhi kondisi ini disebut *efficient frontier* atau *efficient set*. *Efficient frontier* adalah kurva yang menghubungkan portofolio yang efisien yang memiliki deviasi standar

terendah dengan portofolio yang memberikan *expected return* tertinggi.



Gambar 2.1. Permukaan yang efisien (*the efficient frontier*)

Sumber : Suad Husnan (2005: 81)

Keterangan gambar:

- Garis antara titik R dan S termasuk dalam *efficient frontier*
- Garis antara titik Q dan R tidak termasuk dalam *efficient frontier*

Berdasarkan penjelasan di atas, maka dapat disimpulkan bahwa portofolio efisien adalah setiap portofolio yang terletak pada *efficient frontier* yaitu kurva yang menghubungkan portofolio yang efisien atau memiliki

deviasi standar terendah dengan memberikan *expected return* tertinggi.

Efficient set didefinisikan sebagai rangkaian portofolio yang berasal dari model portofolio Markowitz. Model Markowitz menentukan *efficient set* dengan perhitungan yang banyak. Model Indeks Tunggal (*Single Index Model*) merupakan penyederhanaan dari Model Markowitz. Model Indeks Tunggal membutuhkan jumlah perhitungan yang lebih sedikit dan sederhana (Hartono, 2003: 209). Oleh karena itu, dalam penelitian ini digunakan Model Indeks Tunggal untuk membentuk portofolio optimal atau portofolio yang efisien (Hartono, 2003: 179).

2.8. Reward to Variability Ratio (RVAR)

Dalam membentuk portofolio optimal, kita dapat menggunakan *sharpe ratio* atau *RVAR (Reward-to-Variability Ratio)* yang dikembangkan William Sharpe pada tahun 1960-an. *Sharpe ratio* merupakan alat yang digunakan untuk mengukur kinerja portofolio, berupa rasio antara *excess return* portofolio terhadap standar deviasinya. *Excess return* adalah kelebihan *return* portofolio tersebut terhadap tingkat pengembalian dari aktiva bebas risiko. Portofolio yang optimal adalah portofolio yang memiliki *RVAR* yang terbesar (Bodie, Kane, dan Marcus, 2002: 220).

Suad Husnan (2005: 136), kriteria Roy, mengatakan bahwa portofolio

yang optimal (yang terbaik) adalah portofolio yang memiliki probabilitas terkecil untuk menghasilkan tingkat keuntungan dibawah tingkat keuntungan tertentu (yang diinginkan).

Kriteria *Roy* ternyata tidak berbeda dengan metode *RVAR*, yaitu portofolio yang optimal ditentukan berdasarkan nilai *Reward-to-Variability Ratio* yang terbesar. Menurut Jones (2002: 580) *sharpe ratio* adalah rasio yang dapat digunakan untuk mengukur *excess return* (tambahan *return* per unit) total risiko (standar deviasi), memeringkatkan portofolio saham dimana peringkat pertama yang memiliki rasio tertinggi sedangkan peringkat kedua dengan rasio kedua tertinggi dan seterusnya, dan mengukur besarnya *slope* atau kemiringan garis.

Berdasarkan penjelasan di atas, maka *Reward to Variability Ratio* adalah alat yang digunakan untuk mengukur kinerja portofolio dengan mengukur *excess return* (kelebihan *return* portofolio terhadap tingkat pengembalian dari aktiva bebas risiko) terhadap standar deviasi. Portofolio optimal adalah portofolio yang memiliki *RVAR* terbesar.

2.9. Penelitian yang Relevan

1. Sri Isworo Ediningsih dan F.X. Suwanto pada tahun 2003 melakukan penelitian di Bursa Efek Jakarta dengan 23 saham *LQ-45* sebagai sampel

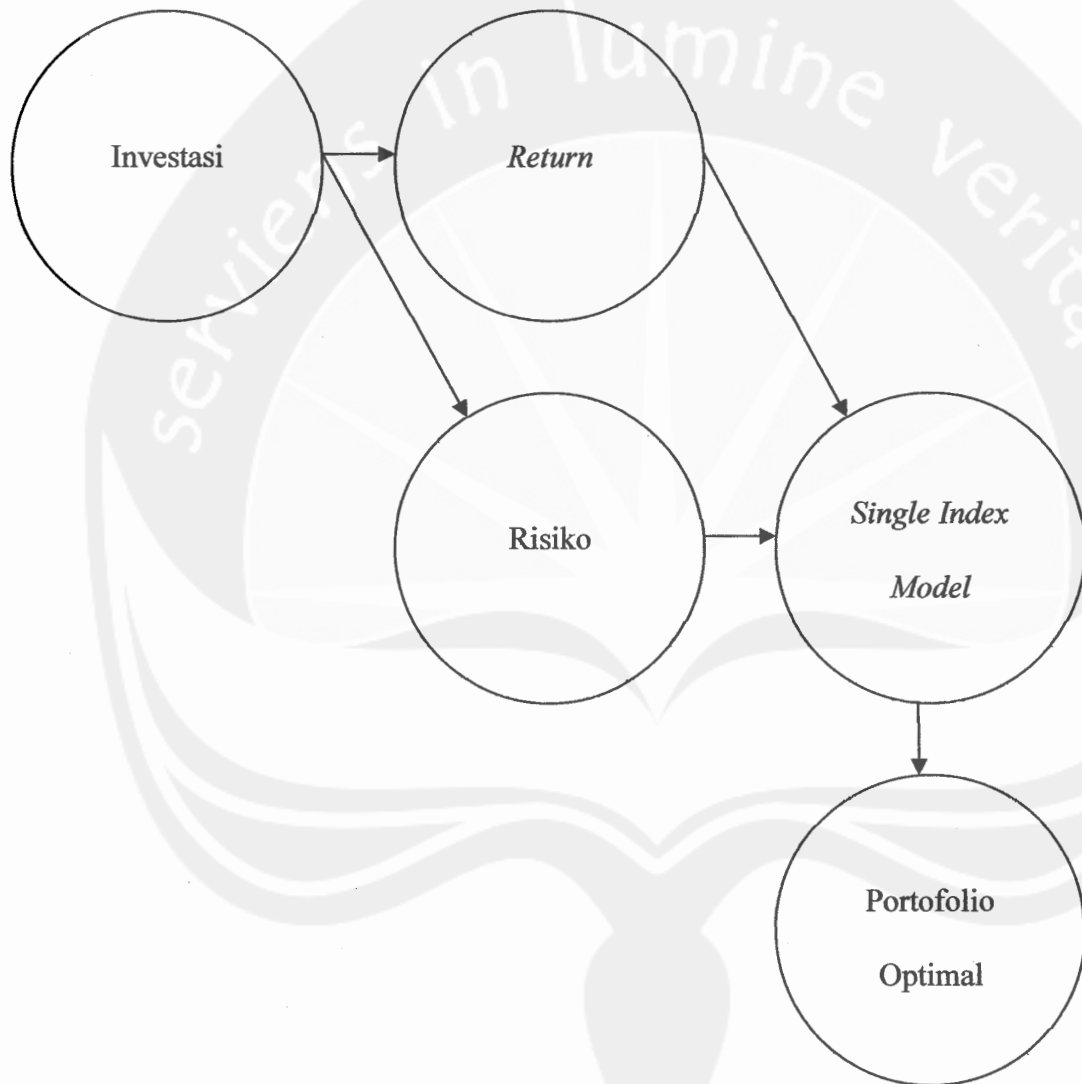
penelitian. Periode penelitian dari tahun 1997 hingga 2001, maka diperoleh 9 saham *LQ-45* yang membentuk portofolio optimal dengan menggunakan *Single Index Model*. Dari hasil tersebut diperkirakan akan diperoleh tingkat keuntungan sebesar 2,228% dengan tingkat risiko sebesar 1,48%.

2. Tendi Haruman pada tahun 2004 melakukan penelitian portofolio optimal dengan menggunakan *Single Index Model* di Bursa Efek Jakarta. Dengan mengambil periode penelitian dari bulan Januari-Juni 2004. Hasilnya ialah dari 19 saham yang dijadikan sampel penelitian, diperoleh 8 saham yang layak dijadikan kandidat portofolio sehingga memberikan *return* optimal. Kedelapan saham tersebut dengan proporsi dana investasinya adalah: Jaka Artha Graha Tbk (19,34%), Bentoel Internasional Tbk (18,07%), Tempo Scan Pasifik Tbk (12,6%), Multipolar Tbk (11,59%), Unilever Indonesia Tbk (15,07%), HM Sampoerna Tbk (12,85%), Bank Central Asia Tbk (5,27%), Astra Graphia Tbk (5,21%). Proporsi ini diperoleh dengan menggunakan metode *excess return to beta*.
3. Sugeng Wahyudi pada tahun 2005 meneliti di BEJ selama 48 periode pengamatan dari bulan Januari 2001-Desember 2004. Dalam penelitian ini 12 saham emiten yang dijadikan sampel penelitian. Perhitungan ranking saham sebagai kandidat portofolio ditentukan dengan metode

excess return to beta (ERB). Saham yang *excess return to beta (ERB)* lebih tinggi dari *cut-off pointnya*, masuk dalam kandidat portofolio. Hasil dari penelitian ini adalah pada tahun 2000 dan 2001 tidak ditemukan saham yang masuk kandidat portofolio, tahun 2002 tidak ditemukan kombinasi portofolio karena hanya terdapat 1 saham sebagai kandidat, tahun 2003 terdapat 2 saham yang masuk kandidat yaitu KLBF dan TINS, dan tahun 2004 juga terdapat 3 saham yang masuk kandidat yaitu SMGR dan ASII.

4. Aji Setya Budi pada tahun 2002 melakukan penelitian terhadap rasionalitas investor dalam penyusunan portofolio optimal. Penelitian dilakukan di Bursa Efek Jakarta pada periode Juli 1998-Desember 2000. Dengan menggunakan Model Indeks Tunggal dan 23 saham *LQ-45* yang dijadikan sebagai sampel penelitian, diperoleh 7 saham *LQ-45* yang masuk kandidat portofolio. Hasil dari penelitian ini menyimpulkan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan dalam volume perdagangan saham antara saham-saham yang masuk kandidat portofolio dengan yang bukan kandidat portofolio dan hal tersebut menunjukkan adanya rasionalitas investor dalam pemilihan saham guna membentuk portofolio optimal dengan Model Indeks Tunggal.

2.10. Kerangka Pemikiran



Gambar 2.2. Kerangka Pemikiran