

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Landasan Teori

2.1.1. Pengertian Portofolio

Dasar pemilihan portofolio pertama kali dicetuskan oleh Harry M Markowitz pada dekade 1952-an yang disebut dengan teori portofolio Markowitz. Teori Markowitz menggunakan beberapa pengukuran statistik dasar untuk mengembangkan suatu rencana portofolio, diantaranya *expected return*, standar deviasi baik sekuritas maupun portofolio dan korelasi antar *return*. Teori ini memformulasikan keberadaan unsur *return* dan risiko dalam suatu investasi, dimana unsur risiko dapat diminimalisir melalui diversifikasi dan mengkombinasikan berbagai instrumen investasi kedalam portofolio.

Menurut Jogiyanto (2003), bahwa Teori portofolio Markowitz didasarkan atas pendekatan *mean* (rata-rata) dan *variance* (varian), dimana *mean* merupakan pengukuran tingkat *return* dan varian merupakan pengukuran tingkat risiko. Teori portofolio Markowitz ini disebut juga sebagai mean-varian model, yang menekankan pada usaha memaksimalkan ekspektasi *return* (*mean*) dan meminimumkan ketidakpastian atau resiko (*varian*) untuk memilih dan menyusun portofolio optimal.

Menurut Tandelilin (2010:156-183), dalam pembentukan portofolio untuk memaksimalkan *return* yang diharapkan pada tingkat risiko yang ditanggung investor model indeks atau model faktor mengasumsikan bahwa tingkat pengembalian suatu efek sensitif terhadap perubahan berbagai macam faktor atau indeks. Sebagai proses perhitungan tingkat pengembalian, suatu model indeks berusaha untuk mencakup kekuatan ekonomi utama yang secara sistematis dapat menggerakkan harga saham untuk semua efek. Secara implisit, dalam konstruksi model indeks terdapat asumsi bahwa tingkat pengembalian antara dua efek atau lebih akan berkorelasi (Halim, 2005:82).

Pemilihan portofolio membahas tentang permasalahan bagaimana mengalokasikan penanaman modal agar dapat membawa keuntungan terbanyak dengan resiko tertentu. Markowitz mengembangkan indeks model sebagai penyederhanaan dari mean-varian model, yang berusaha untuk menjawab berbagai permasalahan dalam penyusunan portofolio, yaitu terdapatnya begitu banyak kombinasi aktiva berisiko yang dapat dipilih dan disusun menjadi suatu portofolio. Dari sekian banyak kombinasi uang dipilih, seorang investor rasional pasti akan memilih portofolio optimal (*efficient set*)(Jogiyanto,2009).

Tandelilin (2010), untuk membentuk portofolio yang optimal, investor harus menentukan portofolio yang efisien terlebih dahulu, sedangkan portofolio optimal merupakan portofolio yang dipilih seseorang investor dari sekian banyak pilihan yang ada pada kumpulan portofolio yang efisien. Portofolio optimal dicapai dengan melakukan simulasi pada beberapa sekuritas yang dinilai efisien dengan prosedur perhitungan tertentu, sedangkan Husnan (2001) berpendapat bahwa portofolio efisien adalah portofolio yang menghasilkan tingkat keuntungan tertentu dengan risiko terendah, atau risiko tertentu dengan tingkat keuntungan tertinggi.

Tandelilin (2010) mengatakan ada tiga konsep dasar yang perlu diketahui sebagai dasar untuk pembentukan portofolio optimal, yaitu :

a. Portofolio efisien dan portofolio optimal

Untuk membentuk portofolio yang efisien harus berpegang pada asumsi bagaimana perilaku investor dalam pembuatan keputusan investasi yang akan diambilnya, yang paling penting semua investor tidak menyukai risiko (*risk averse*). Sedangkan portofolio optimal merupakan portofolio yang dipilih sesuai dengan preferensi investor bersangkutan terhadap pengembalian investasi berupa *return* dan *capital gain* maupun risiko yang bersedia ditanggungnya.

b. Fungsi utilitas dan kurva indeferen

Merupakan suatu fungsi matematis yang menunjukkan nilai dari semua alternatif yang ada, dimana menunjukkan preferensi seorang investor terhadap berbagai pilihan investasi dengan masing-masing resiko dan tingkat return harapan.

c. Aset berisiko dan asset bebas risiko

Seorang investor harus bisa memilih menginvestasikan dananya pada berbagai aset, baik aset yang berisiko maupun aset yang bebas risiko ataupun kombinasi dari kedua aset tersebut.

Jadi, pada dasarnya teori portofolio dengan model Markowitz di dasari oleh tiga asumsi, yaitu :

1. Periode investasi tunggal
2. Tidak ada biaya transaksi
3. Preferensi investor hanya berdasar pada return harapan dan risiko

Jogiyanto (2000), mengatakan bahwa tujuan melakukan portofolio adalah untuk mengurangi risiko bagi pihak yang memegang portofolio. Pengurangan risiko itu dapat dilakukan dengan diversifikasi risiko. Dalam membangun sebuah portofolio yang dimiliki oleh seorang investor yaitu karakteristik investor harus dipahami. Karakteristik investor sangat bervariasi dan berbeda. Dengan memahami karakteristik investor maka manajer investasi dapat memberikan nasihat portofolio yang akan dibangun untuk kepentingan

investor. Portofolio yang akan dibangun tidak akan terlepas dari situasi politik, ekonomi, sosial yang ada di suatu negara. Perkembangan ekonomi lebih sangat berpengaruh terutama perkembangan tingkat bunga.

2.1.2. Tahapan Proses Portofolio

Menurut Halim (2005:4), proses portofolio mempunyai empat tahapan yaitu :

a. Tahap Tujuan Investasi

Tahap penentuan tujuan investasi merupakan tahapan awal yang harus dikerjakan oleh semua pihak bila ingin melakukan pengelolaan portofolio investasi. Ada tiga hal yang perlu dipertimbangkan dalam tahap ini, yaitu tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected rate of return*), tingkat risiko (*risk of rate*), ketersediaan jumlah dana yang akan diinvestasikan, dan periode investasi (*time horizon*). Periode investasi yang ditetapkan investor menjadi patokan untuk menentukan instrumen investasi yang akan diinvestasikan.

b. Tahap Ekspektasi Pasar

Tahap kedua yang dilakukan oleh investor adalah mengumpulkan informasi mengenai seluruh instrumen investasi yang ada, dan bagaimana keinginan berbagai pihak terhadap seluruh pasar investasi.

c. Tahap Membangun Portofolio

Tahap ketiga, merupakan tahap implementasi keahlian manajer investasi atas keinginan investor dan situasi pasar yang ada. Pada tahapan ini, manajer investasi membeli dan menjual instrumen investasi yang sesuai dengan keinginan investor. Dengan melakukan riset mengenai keadaan pasar.

d. Tahap Evaluasi Kinerja.

Tahap keempat merupakan tahap akhir dari proses portofolio yaitu melakukan perhitungan atas portofolio yang dikelolanya. Selanjutnya, hasil pengelolaan portofolio dalam bentuk tingkat pengembalian (*return*) dibandingkan dengan tingkat pengembalian patokan (*benchmark*).

Keempat proses tahapan portofolio tersebut di atas saling berkaitan, karena hasil yang dicapai merupakan *output* dari tahapan sebelumnya.

2.1.3 Dividen

Seorang investor yang menanamkan modalnya pada suatu perusahaan tentu saja mengharapkan *return* atau keuntungan yang akan diperoleh dari investasi yang telah dilakukannya. Keuntungan yang dapat diterima oleh investor atau pemegang saham dari penanaman modal melalui pembelian saham suatu perusahaan terdiri dari dua macam yaitu dividen dan *capital gain*. Dividen merupakan bagian dari laba yang tersedia bagi pemegang saham biasa (*earning available for common stockholders*) yang dibagikan

kepada para pemegang saham biasa dalam bentuk tunai (Warsono, 2003: 271).

Menurut Hanafi (2004:361) menyatakan bahwa dividen merupakan kompensasi yang diterima oleh pemegang saham, disamping *capital gain*. Dividen ini untuk dibagikan kepada para pemegang saham sebagai keuntungan dari laba perusahaan.

Bentuk pembagian dividen dibagi dua :

- a. Dividen Tunai (*Cash Dividen*) adalah dividen yang dibagikan dalam bentuk *cash* atau tunai.
- b. Dividen Saham (*Stock Dividen*) adalah dividen yang dibagikan dalam bentuk saham.

Dividen yang sering dibagikan adalah dalam bentuk dividen tunai. Dividen ditentukan berdasarkan dalam rapat umum anggota pemegang saham dan jenis pembayarannya tergantung kepada kebijakan pimpinan. Kebijakan dividen adalah bagian yang tidak terpisahkan dalam keputusan pendanaan perusahaan.

Menurut Jogiyanto (2007), rasio pembayaran dividen (*dividen payout ratio*) menentukan jumlah laba yang dapat ditahan dalam perusahaan sebagai sumber pendanaan, akan tetapi dengan menahan laba saat ini dalam jumlah yang lebih besar dalam perusahaan juga berarti lebih sedikit uang yang akan tersedia bagi pembayaran dividen pada saat ini. *Devidend payout* diukur sebagai dividen yang dibayarkan dibagi dengan laba. Jika perusahaan

memotong dividen, maka akan dianggap sebagai sinyal yang buruk karena dianggap perusahaan membutuhkan dana.

Oleh karena itu perusahaan yang mempunyai resiko tinggi cenderung untuk membayar *dividend payout* lebih kecil supaya nanti tidak memotong laba yang turun. Karena perusahaan yang berisiko tinggi, probabilitas untuk mengalami laba yang menurun adalah tinggi, maka dapat disimpulkan adanya hubungan yang negative antara risiko dengan *dividend payout*, yaitu risiko tinggi berarti *dividend payout* rendah.

Elton dan Gruber (Jogiyanto 2010) menyatakan bahwa pembayaran dividen lebih kecil risikonya dibandingkan dengan *capital gains*, dengan demikian perusahaan yang membayar rasio dividen yang tinggi akan mempunyai risiko yang lebih kecil dibandingkan dengan yang menahannya dalam bentuk laba ditahan. Argumentasi ini didasarkan oleh *bird in the hand theory* oleh Litner (1962), Gordon (1963) dan Batthacharya (1979) menjelaskan bahwa investor menyukai dividen yang tinggi karena dividen yang diterima seperti burung ditangan yang risikonya lebih kecil dibandingkan dengan dividen yang tidak dibagikan. Akan tetapi kenyataannya investor adalah berbeda – beda dapat berupa investor individual dalam hal ini umur dan golongan kelas ataupun investor institusi.

2.1.4 The Dogs of The Dow

The dogs of the dow merupakan sebuah strategi investasi yang di populerkan oleh Michael O'Higgins pada tahun 1991, yang menyatakan bahwa setiap tahunnya para investor yang berinvestasi pada indeks saham Dow Jones Industrial Average akan memilih dan membeli 10 saham terbaik yang memiliki nilai deviden tertinggi yang merupakan bagian dari 30 saham yang ada pada Indeks saham Dow Jones Industrial Average (DJIA).

Higgins (2001), mengatakan bahwa investor pendukung *dogs* dari strategi Dow berpendapat bahwa perusahaan-perusahaan *blue chip* tidak mengubah dividen untuk mencerminkan kondisi perdagangan karena dividen dan harga saham merupakan ukuran nilai rata-rata sebuah perusahaan, juga sebaliknya berfluktuasi melalui siklus bisnis. Hal ini berarti bahwa perusahaan dengan hasil yang tinggi, dengan dividen yang tinggi relatif terhadap harga, cenderung melihat harga saham yang meningkat lebih cepat daripada perusahaan yang memiliki nilai dividen rendah.

Dengan model ini, investor setiap tahunnya untuk menginvestasikan kembali di perusahaan yang memiliki *high-yield* pasar secara keseluruhan. Kenyataannya di balik ini adalah bahwa *dividend yield* yang tinggi menunjukkan bahwa baik saham *oversold* dan manajemen yang percaya prospek perusahaannya dan bersedia untuk kembali sampai dengan membayar dividen yang relatif tinggi.

Investor berharap untuk mendapatkan keuntungan dari kenaikan harga saham serta dividen kuartalan yang relatif tinggi. Strategi *the dogs of the dow* merupakan sebuah metode dalam pembentukan portofolio, dengan asumsi :

- a. Bahwa harga dividen mencerminkan ukuran perusahaan daripada model bisnis perusahaan.
- b. Bahwa perusahaan memiliki siklus bisnis.

2.1.5 The Foolish Four

Nama "*foolish*" dengan kecerdasan modal F, berasal dari Fools Shakespeare yang mampu mengacaukan kebenaran konvensional kebijaksanaan dengan menggunakan cara yang sederhana dan alami . *Foolish Four* merupakan sebuah metode atau cara sederhana investasi yang cepat bagi para investor dalam menentukan pemilihan portofolio yang kemudian dikembangkan dan diperkenalkan oleh Michael O'Higgins (1994), di mana mengidentifikasi sepuluh saham Dow dengan hasil dividen tertinggi (*High Yield*), kemudian pada tahun 1997 David Gagners mengumumkan sebuah "*policy change*" untuk *Foolish Four* model yang dikenal dengan system peringkat ganda yang baru berdasarkan *dividend yield* dan harga yang hanya memiliki nilai terendah.

Gardners (2009) mengatakan bahwa metode *Foolish Four* merupakan sebuah alat strategi investasi bagi seorang investor dalam melakukan pilihan investasi portofolio dengan dua tujuan:

- a. untuk mengingatkan para investor tentang hambatan dalam mencari tahu informasi nilai saham atau aturan dalam melakukan transaksi perdagangan saham dan
- b. untuk menggambarkan solusi yang dirancang untuk membantu dalam melakukan pemilihan investasi.

Sedangkan Ann Coleman (2000), mengatakan bahwa strategi *foolish four* merupakan sebuah metode atau cara yang sangat sederhana bagi seorang investor dalam melakukan pemilihan investasi dengan melakukan pemilihan diversifikasi portofolio dalam jangka pendek dengan pengembalian masa depan. Hasil riset yang dilakukan oleh Ann Coleman untuk pemilihan investasi portofolio tahun 1974 sampai tahun 1999 bahwa para investor tidak bisa mengharapkan pembagian dividen yang tinggi berdasarkan hasil dengan strategi *foolish four* merubah atau mengganti strategi *dow*, dimana strategi *dow* membeli dan memilih 10 saham dengan nilai dividen terbesar dari 30 jenis saham yang ada di Dow Jones Industrial Average (DJIA).

David Gardner dan Tom Gardner (2000), dalam Foolish Four Portofolio Farewell, Foolish Four berpendapat bahwa metode terbaik untuk lebih memahami strategi *foolish four* adalah yaitu dengan memahami pengembangan dari strategi pembentukan portofolio antara lain :

a. 1st generation: Dogs of the Dow

Pendekatan *the dog of the dogs* yaitu dengan memilih 10 saham yang ada dalam industri saham Dow Jones dengan hasil dividen tertinggi disetiap awal tahun.

b. 2nd generation: Five Dogs

The Five Dogs Strategy sebutan tambahan dari 10 *Dogs* dari Dow dan membeli portofolio yang sama berdasarkan dividen dan harga kemudian membuang lima saham dengan harga terendah sehingga menghasilkan 10 saham tertinggi.

c. 3rd generation: The Foolish Four

The Foolish four mengartikan *the dogs five* dalam dua dimensi, pertama dengan membuang lima saham yang memiliki dividen tertinggi, dan yang kedua dengan menggandakan atas kedua harga saham terendah. Ini merupakan ancaman atau kekacauan untuk *strategy five dogs* dalam pemilihan pembentukan portofolio berdasarkan nilai dividen yields terkecil.

Sedangkan ada empat kategori atau konsep dari *the foolish four* yang dipopulerkan oleh O'Higgins dan Downes (1992), sebagai berikut :

1. *Gread Grandfather : Dow Dividend*

Memilih hasil dividen unggul pada awal setiap tahun yang sama dan kemudian membeli 10 saham dari yang tertinggi.

2. *Grandfather : Dow Five*

Strategi dari *Dow Five* merupakan cara untuk melihat dari 10 jenis deviden saham setiap tahun berdasarkan harga dan kemudian untuk membeli portofolio yang sama dari 5 saham terendah diantara 10 saham yang di pilih.

3. *Father : Dow Four*

Strategi *Dow Four* merupakan cara untuk membuang 5 saham dengan nilai terendah dari 10 saham yang sudah di ambil berdasarkan strategi *Dow Five*.

4. *Son : Foolish Four*

Foolish Four tidak hanya menghilangkan dari harga saham terendah tetapi juga berfungsi untuk menaikkan harga saham terendah kedua yang disebut "Prospek *Penultimate* Prospek. "

Untuk mengidentifikasi "*Foolish Four*," seorang investor harus menentukan *dividend* saat ini dan harga saat ini untuk masing-masing nilai saham.

2.2. Penelitian Terdahulu

Sejumlah penelitian telah dilakukan untuk mengetahui pembentukan pemilihan portofolio berdasarkan deviden melalui pasar modal berupa statistik maupun visualitas atau grafik. Berikut ini akan diuraikan penelitian – penelitian sebelumnya yang memiliki perbedaan dari obyek penelitian maupun model yang digunakan.

Grant McQueen dan Steven Thorley (1999) mengatakan bahwa *Foolish Four portofolio* memungkinkan kita untuk membahas tiga bentuk data mining: inter-, intra-, dan meta-generasi, yang sulit untuk dihindari dan dideteksi, dalam menentukan dan mengukur *foolish four* dengan tiga kriteria: jumlah variabel, historis, dan kinerja sample. Strategi ini dengan maksud adalah tidak memilih pada satu strategi khusus, tetapi untuk memperingatkan terhadap klaim apapun, sehingga strategi ini disebut sebagai pendekatan yang terbukti mengarah ke kekayaan pasar.

Selanjutnya menurut David Gagners dan Tom Gagners (2000) dalam penelitian yang berjudul *Foolish Four Portofolio* tahun berpendapat bahwa *foolish four* merupakan metode yang sangat sederhana, pemilihan portofolio berdasarkan deviden dan *return*, cocok digunakan dalam jangka waktu pendek dan yang terpilih dalam kategori *foolish four* adalah Caterpillar (CAT) dengan total *capital gain* 471.81, Eastman Kodak (EK) *capital gain* -57.50, General Motors (GM) *capital gain* -347.75 dan Morgan (JPM) dengan *capital gain* -523.00

Penelitian berikutnya adalah penelitian Rich Duprey (2013), dalam melakukan penelitian pada 10 saham perusahaan yang terdaftar di DJIA untuk memilih saham perusahaan dengan nilai deviden terbaik dengan menggunakan metode CAPS yaitu dengan melakukan perankingan dengan tanda bintang (*), yaitu dua bintang, tiga bintang, empat bintang dan lima bintang hanya memilih tiga perusahaan yang masuk dalam ranking bintang lima menunjukkan bahwa ada tiga perusahaan yang yaitu Dupont, McDonald's dan Johnson & Johnson.

Pada kesimpulan *foolish four research* yang juga menjadi dasar penelitian ini yang dilakukan Ann Coleman (1998), melakukan penelitian dari 30 perusahaan yang terdaftar di Dow Jones (DJIA), S&P 500, Nasdaq untuk menentukan perusahaan yang masuk dalam kategori *foolish four* berdasarkan nilai *dividen* dan *price* (harga). Dari 30 perusahaan yang ada, terpilih 10 perusahaan yaitu AT&T (T), Phillip Morris (MO), Eastman Kodak (EK), Caterpillar (CAT), General Motors (GM), DuPont (DD), Int'l Paper (IP), Alcoa (AA), SBC Comm (SBC), dan Exxon Mobil (XOM) dan yang terpilih dalam kategori *foolish four* adalah Eastman Kodak dengan total *capital gain* \$2356.13, Phillip Morris *capital gain* \$2104.50, Union Carbide *capital gain* -545.63 dan Int'l Paper dengan *capital gain* -\$650.25.

Dari penelitian terdahulu di atas, maka dilihat pada tabel 2.1 ringkasan penelitian terdahulu sebagai berikut :

Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu

Peneliti	Judul	Alat Analisis	Hasil
Grant McQueen dan Steven Thorley(1999)	Mining Fool's Gold	<i>Foolish four Modelss</i>	Memiliki hasil yang negatif dalam pembagian deviden berdasarkan harga Saham yang masuk dalam kategori pembentukan portofolio berdasarkan dividend yields dan harga Perangkingan nilai deviden tertinggi menggunakan tanda bintang (*). Ada tiga saham terpilih yang di butuhkan oleh investor.
David dan Tom Gardner (2000)	Foolis Four Portofolio	Foolish Four Bob Price Strategy	Saham yang masuk dalam kandidat <i>foolish four</i> adalah saham yang berdasarkan deviden terendah dan harga pada DJIA.
Rich Duprey (2013)	Dogs of the CAPS	CAPS Strategy	Membutuhkan waktu lama untuk melakukan pengujian startegi. Cocok digunakan pada tahun 1960-an.
Ann Coleman (1998)	Foolish Four Research Result	<i>Foolish four</i>	
Grant McQueen dan Steven Thorley(1990)	Fool's Gold	<i>Foolish Four</i>	

John Bajkowski
(1998)

Characteristics
of Dogs of the
Dow

Kriteria: Dividen,
laba dan *returns*

keuntungan dari
hasil positif
jangka panjang
yang berhubungan
dengan pasar, dan
menambahkan
bonus *contrarian*
dengan berfokus
hanya pada saham
tertinggi unggul.

Sumber : ringkasan penelitian terdahulu *the Foolish Four*

Penulis menyimpulkan bahwa penelitian tentang penentuan perankingan dalam pemilihan pembentukan portofolio berdasarkan *dividen payout* menggunakan *foolish four*, masih belum banyak diteliti oleh peneliti lain.