

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Di akhir tahun 2011 Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di Indonesia ditutup pada harga Rp 3.821,99. Sedangkan di akhir Maret 2012, IHSG ditutup pada kisaran harga Rp 4100 dan masih memungkinkan untuk terus menanjak di beberapa bulan ke depan, selama masih ada sentimen positif, baik dari dalam negeri—seperti penerapan kenaikan harga BBM—maupun dari luar negeri.

Selama beberapa tahun terakhir, pasar modal di Indonesia telah menunjukkan geliatnya yang semakin memanas. Investasi pada Bursa Efek Indonesia tidak hanya didominasi oleh investor domestik, namun juga dibanjiri oleh para investor asing. Perusahaan-perusahaan sekuritas besar mulai sering diperbincangkan. Para pemula pun mulai mencoba peruntungan dengan membeli reksadana. Perusahaan-perusahaan reksadana tersebut pun mulai menawarkan beragam produk yang lebih terjangkau sehingga pasar saham sekarang menjadi wadah berinvestasi yang lebih mudah dijangkau.

Jika menilik kembali pada pertengahan tahun 90-an, Indonesia bukanlah negara pilihan yang ideal bagi para investor. Kelemahan infrastruktur dan rumitnya birokrasi dalam negeri menjadi faktor utama keengganan investor asing untuk menanamkan modalnya di Indonesia. Pada masa krisis ekonomi moneter di tahun 1998, berdasarkan survey yang diadakan oleh lembaga investasi di Jepang, Indonesia memang mengalami kenaikan peringkat sebagai negara tujuan investasi. Namun peningkatan tersebut terjadi karena pada tahun itu, nilai tukar rupiah mengalami depresiasi besar-besaran. Hal ini menyebabkan rendahnya harga barang-barang produksi Indonesia di luar negeri dan daya saing Indonesia pun menguat di mata internasional. Penguatan posisi di pasar internasional ini membuat para investor asing mulai merasa tertarik untuk menanamkan modalnya di Indonesia. Sayangnya, peningkatan peringkat ini mengalami penurunan drastis pada tahun 1999, karena terjadi pemulihan di era reformasi.

Pada tahun 2008, kembali terjadi krisis ekonomi moneter global yang disebabkan oleh tingginya angka *subprime mortgage* di Amerika. Singkat cerita, perekonomian Amerika mengalami penurunan drastis dan Wall Street, kiblat pasar

saham dunia, terpuruk. Dalam waktu singkat, kejatuhan ekonomi dan investasi Amerika Serikat mulai menular kepada dunia, tidak terlepas juga Eropa dan Asia. Namun, Indonesia berhasil selamat dari krisis tersebut. Ketahanan ekonomi Indonesia ditengah krisis ekonomi global ini lah yang membuat para investor asing dan domestik semakin tertarik untuk menanamkan modalnya di Indonesia.

Indonesia sendiri saat ini telah mengantongi predikat *investment grade* dari dua lembaga pemeringkat investasi, yakni Fitch Ratings (pada akhir 2011) dan Moody's Investor Service (pada awal 2012). Predikat ini menyatakan bahwa Indonesia adalah negara yang layak sebagai negara tujuan investasi dikarenakan kemungkinan *default* (gagal bayar) yang rendah. Dengan adanya predikat ini maka aliran modal asing akan mengalir lancar ke Indonesia, baik di pasar modal, maupun juga penanaman modal langsung. Jumlah investor pun akan meningkat, tidak hanya investor asing namun juga investor domestik.

Investasi sendiri dapat diartikan sebagai komitmen untuk mengorbankan konsumsi masa kini (*sacrifice present consumption*) dengan tujuan untuk memperbesar konsumsi di masa yang akan datang (Tandelilin, 2010). Konsumsi di masa yang akan datang ini digambarkan sebagai keinginan investor yakni untuk mendapatkan *return* atau tingkat keuntungan yang maksimal dari investasi yang dilakukannya. Cara yang dapat ditempuh untuk mencapai tujuan tersebut adalah dengan memaksimalkan *expected return* pada berbagai tingkat risiko dan meminimumkan risiko pada berbagai tingkat *expected return*.

Pada kenyataannya, hampir semua investasi mengandung unsur ketidakpastian (risiko), sehingga risiko dapat diartikan sebagai seberapa jauh hasil yang diperoleh (*return*) yang menyimpang dari nilai yang diharapkan. Investor tidak mengetahui secara pasti hasil yang akan diperoleh dari investasi yang dilakukannya, namun mereka dapat memperkirakan berapa keuntungan yang diharapkan dari investasinya dan seberapa jauh kemungkinan hasil yang sebenarnya nanti akan menyimpang dari hasil yang diharapkan. Karena investor menghadapi investasi yang berisiko, maka alternatif investasi tidak hanya memperhatikan keuntungan yang akan diperoleh tetapi juga harus mempertimbangkan risiko yang akan ditanggung.

Pada praktiknya para investor sering melakukan diversifikasi dalam investasi. Mereka melakukan kombinasi pada berbagai sekuritas dalam investasi, dengan kata lain mereka membentuk portofolio. Portofolio merupakan sekumpulan kesempatan investasi

yang bertujuan untuk mengurangi atau menurunkan risiko yang akan ditanggung oleh investor.

Fabozzi (1999), Teori portofolio dan teori pasar modal telah membawarevolusi dalam bidang pengelolaan uang, karena memungkinkan para manajer untuk menyatakan pengembalian dan risiko portofolio secara kuantitatif. Teori ini menunjukkan bahwa fokus dari pengelolaan portofolio adalah risiko dari keseluruhan portofolio, bukan risiko aktiva secara sendiri-sendiri. Oleh karena itu, ada kemungkinan untuk menggabungkan aktiva berisiko dan menghasilkan suatu portofolio yang tingkat pengembaliannya merefleksikan komponen-komponen portofolio dengan risiko yang relatif rendah.

Risiko dan *return* mempunyai hubungan yang positif atau searah, yang artinya apabila investor mengharapkan untuk memperoleh return yang tinggi, maka investor harus bersedia menanggung risiko yang tinggi pula. Begitu juga sebaliknya, apabila investor tidak mau menanggung risiko yang tinggi, maka return yang akan diperoleh juga tidak tinggi. Penentuan pemilihan saham dalam portofolio akan berpengaruh terhadap *return* yang akan diperoleh dari portofolio tersebut. Oleh karena itu, untuk memperoleh portofolio yang diinginkan seorang investor harus melakukan analisis investasi yang memberikan *return* maksimal. Alternatif pemilihan saham dan penentuan portofolio dapat dilakukan dengan menggunakan berbagai alat analisis, salah satunya adalah menggunakan model indeks tunggal untuk mendapatkan portofolio yang efisien.

Investor harus dapat bersikap rasional dalam pemilihan saham dan penentuan portofolio saham optimal agar dapat memperoleh return yang diharapkan. Meskipun demikian, investor seringkali hanya mengikuti keinginan individu, ikut-ikutan atau *gambling* dalam pembentukan suatu portofolio.

Markowitz (1952) menyatakan bahwa investor memiliki kecenderungan untuk menanamkan modalnya pada saham yang memberikan *expected return* yang maksimal pada titik risiko yang minimal. Risiko portofolio dapat diminimalisir dengan melakukan diversifikasi, namun tidak dapat ditiadakan sama sekali. Portofolio dengan *expected return* yang tinggi umumnya bukanlah portofolio dengan *variance* (tingkat risiko) yang rendah.

Menurut Husnan (1998) portofolio yang efisien adalah portofolio yang menghasilkan keuntungan tertentu pada tingkat risiko terendah atau yang memiliki tingkat risiko tertentu pada tingkat keuntungan tertinggi. Sedangkan menurut Tandelilin (2001) portofolio yang optimal adalah portofolio yang berisi saham-saham yang telah

dipilih dari saham-saham yang telah masuk di dalam portofolio efisien (M.Sukarno, 2007).

Capital Asset Pricing Model (CAPM) adalah metode penentuan portofolio optimal melalui pengkalkulasian harga aset perusahaan dengan memperhitungkan risiko pasar dan tingkat bunga bebas risiko (*risk-free rate*) (Sharpe, 1964). Metode ini memberikan dua kompensasi kepada investor, yakni kompensasi atas *time value of money* dan kompensasi atas risiko. Risiko yang disebutkan di teori ini dibagi menjadi dua, yakni *systematic risk* dan *unsystematic risk*. Metode CAPM juga dibentuk berdasarkan beberapa asumsi, antara lain asumsi tidak adanya pajak atau biaya transaksi, asumsi bahwa semua investor memiliki perspektif investasi yang identik, serta asumsi bahwa semua investor memiliki pandangan atas *expected return* dan volatilitas saham yang identik pula.

Koreksi atas metode CAPM ini adalah bahwa model CAPM tidak memperhitungkan iklim investasi yang sedang terjadi pada periode perhitungan tersebut. *Short sales* atas surat-surat berharga yang termasuk di dalam portofolio juga tidak diperkenankan. Penetapan bunga pada metode ini juga dikritik karena pada kenyataannya pasti ada perbedaan bunga antara *lending rate* dan *funding rate*. Selain itu, asumsi bahwa tidak adanya pajak kecil kemungkinannya untuk terealisasi, terutama di Indonesia.

Ketidaksempurnaan metode CAPM ini membuat para cendekiawan mencari-cari alternatif pembentukan portofolio yang lain. Metode lain yang umum digunakan adalah metode *single-index model* (Elton dan Gruber, 1995). Metode ini berawal dari hasil observasi yang mengungkapkan bahwa saat indeks pasar meningkat, sebagian besar harga saham juga meningkat, dan sebaliknya. Hal ini membuktikan bahwa *return* saham-saham memiliki keterkaitan dan bergerak secara beriringan sebagai respon terhadap perubahan indeks pasar. Dalam model ini sensitivitas *return* saham terhadap *return* pasar digambarkan sebagai beta (β). Analisis atas sekuritas dilakukan dengan membandingkan antara *excess return to beta* (ERB) dengan *cut off point* (C_i) sekuritas tersebut. Saham yang memiliki nilai ERB lebih besar dari pada nilai C_i akan dijadikan kandidat portofolio, sedangkan saham yang memiliki nilai ERB lebih kecil dibanding C_i tidak dijadikan kandidat di portofolio.

Meskipun model indeks tunggal ini mampu menyederhanakan input-input dalam analisis portofolio namun beberapa informasi dihilangkan dalam proses penyederhanaan tersebut (Sharpe, 1963). Estimasi Beta portofolio yang dilakukan oleh

para manajer investasi dalam penggunaan *single-index model* pada umumnya didasarkan pada data historis Beta-Beta pada periode sebelumnya. Pada proses estimasi Beta inilah sering terjadi pelencengan estimasi dikarenakan distorsi gangguan (*random noise*) yang berpengaruh pada proses *forecasting*. Namun model indeks tunggal ini tetaplah menjadi metode yang paling umum digunakan karena pengkondisian yang lebih sederhana dibandingkan model lainnya.

Constant correlation model adalah model pembentukan portofolio yang agak menyerupai *single index model*, namun dasar penentuan masuk tidaknya suatu sekuritas ke dalam portofolio adalah *excess return to standard deviation* (ERS). Diperkenalkan pertama kali oleh Elton, Gruber dan Ulrich pada 1978, model ini didasarkan pada temuan bahwa pergerakan harga antara satu saham memiliki keterkaitan dengan pergerakan saham lainnya. Pergerakan ini digambarkan oleh koefisien korelasi, dan model pembentukan portofolio ini mengasumsikan bahwa besar koefisien korelasi tersebut adalah sama pada setiap pasang saham.

Model Indeks Tunggal dan Model Korelasi Konstan merupakan dua model pembentukan portofolio yang paling disukai oleh investor dikarenakan kesederhanaan dan kemudahan prosesnya. Data yang dibutuhkan pada kedua model ini dapat dicari melalui internet dan pustaka lainnya. Semua investor dan manajer investasi dapat menghitung sendiri kombinasi portofolio sesuai preferensi mereka karena kedua model ini hanya menggunakan satu variabel inti dalam pembentukan portofolio, yakni unit risiko. Unit risiko pada Model Indeks Tunggal diukur menggunakan variabel *Beta*, sedangkan unit risiko yang digunakan pada Model Korelasi Konstan adalah *Standard Deviation*. Bagi investor yang tidak memiliki banyak waktu untuk memebentuk portofolio, Model Indeks Tunggal dan Model Korelasi Konstan merupakan solusi tepat bagi mereka, dan portofolio tersebut jugamemberikan hasil yang memuaskan, mengingat keduanya hanya menggunakan satu variabel untuk menjelaskan pergerakan harga saham di pasar.

Kathy Kam (2006) melakukan perbandingan hasil portofolio yang dibentuk menggunakan empat model berbeda, yakni model indeks tunggal, model korelasi konstan, model multi-indeks dan model multi-grup, terhadap 200 saham pada S&P 500 (Standard & Poor's 500). Hasil penelitiannya menyatakan bahwa portofolio yang dibentuk menggunakan model multi-indeks dan multi-grup memberikan *expected return* yang lebih tinggi, namun portofolio dari model indeks tunggal dan model korelasi

konstan memberikan *variance* risiko yang lebih rendah. Pemilihan model akhirnya dilakukan dengan membandingkan performa portofolio dengan performa pasar. Meskipun keempat model ini memberikan hasil yang berbeda namun masing-masing memiliki kelebihan dan kekurangan masing-masing. Penambahan indeks pada model membuat model korelasi konstan, model multi indeks dan model multi grup menjadi lebih akurat, namun tidak pada model indeks tunggal. Penambahan indeks justru menambah *random noise* dan menyebabkan performa portofolio yang dihasilkan justru menurun.

Umanto Eko (2008) juga melakukan perbandingan kinerja antara portofolio yang dibentuk menggunakan model indeks tunggal dan model korelasi konstan. Penelitian dilakukan terhadap saham-saham yang termasuk di LQ-45 pada Bursa Efek Indonesia. Hasilnya menyatakan bahwa portofolio bentuk model korelasi konstan memberikan *expected return* yang lebih tinggi dibandingkan portofolio yang dibentuk menggunakan model indeks tunggal. Namun keduanya berkorelasi (bergerak secara bersamaan) dan tingkat akurasi dapat ditingkatkan dengan mempertimbangkan banyak faktor lain, diantaranya rasio keuangan perusahaan (ROA, ROE dan EPS), tingkat inflasi serta tingkat bunga deposito bank pemerintah (BUMN).

Dengan adanya uraian mengenai hal tersebut di atas, maka penulis tertarik untuk melakukan penelitian mengenai **“Analisis Portofolio Optimal Menggunakan Model Indeks Tunggal Dan Model Korelasi Konstan Pada Saham-Saham Perusahaan Yang Melakukan *Initial Public Offering*(IPO) Periode 2008 – 2011”**. Sementara area penelitian, yakni terbatas pada saham-saham perusahaan yang melakukan *Initial Public Offering* (IPO) dimaksudkan untuk menunjukkan kepada investor bahwa pilihan berinvestasi tidak hanya dapat dilakukan pada indeks-indeks besar ataupun pada perusahaan dengan tingkat keuntungan tinggi (*top gain*). Saham-saham dan indeks-indeks tersebut memang memberikan *return* yang tinggi, namun risiko mereka juga tentu akan tinggi, dan harga saham tersebut di pasar juga tentunya lebih mahal. Dengan diadakannya penelitian dengan objek perusahaan yang baru melakukan IPO, diharapkan investor dapat melihat bahwa terdapat banyak pilihan untuk menanamkan modal, bahkan kepada perusahaan yang baru melakukan IPO, asalkan investor tau cara mengkombinasikan saham-saham tersebut untuk memperoleh hasil yang optimal.

Penggunaan kedua model dalam penelitian ini didasarkan pada simpisitas kedua model ini, yang membuat keduanya disukai oleh para investor. Pengaplikasian kedua model pembentukan portofolio ini dapat dilakukan bahkan oleh investor pemula sekalipun. Mengenai hasil yang diperoleh, berdasarkan penelitian terdahulu (Kathy Kam, 2006), Model Indeks Tunggal memberikan tingkat pengembalian (*return*) yang lebih tinggi jika dibandingkan dengan Model Korelasi Konstan, Model Multi Indeks dan Model Multi Grup, kemudian disusul oleh Model Korelasi Konstan. Pada penelitian tersebut juga disebutkan bahwa Model Korelasi Konstan memberikan tingkat risiko paling rendah dibandingkan model-model lainnya, disusul kemudian oleh Model Indeks Tunggal.

Berdasarkan pertimbangan-pertimbangan tersebut, maka penulis memilih Model Indeks Tunggal dan Model Korelasi Konstan untuk digunakan pada penelitian analisis portofolio optimal ini.

1.2 Rumusan Masalah

1. Bagaimanakah komposisi saham per sektor pada portofolio yang optimal berdasarkan Model Indeks Tunggal pada saham-saham perusahaan yang melakukan *Initial Public Offering* periode 2008 – 2011?
2. Bagaimanakah komposisi saham per sektor pada portofolio yang optimal berdasarkan Model Korelasi Konstan pada saham-saham perusahaan yang melakukan *Initial Public Offering* periode 2008 – 2011?
3. Berapakah tingkat *return* dan risiko portofolio yang dibentuk menggunakan Model Indeks Tunggal? Bagaimanakah kombinasi proporsi dananya?
4. Berapakah tingkat *return* dan risiko portofolio yang dibentuk menggunakan Model Korelasi Konstan? Bagaimanakah kombinasi proporsi dananya?

1.3 Tujuan Penulisan

1. Untuk mengetahui komposisi saham per sektor pada portofolio yang optimal berdasarkan Model Indeks Tunggal pada saham-saham perusahaan yang melakukan *Initial Public Offering* periode 2008 – 2011.
2. Untuk mengetahui komposisi saham per sektor portofolio yang optimal berdasarkan Model Korelasi Konstan pada saham-saham perusahaan yang melakukan *Initial Public Offering* periode 2008 – 2011.

3. Untuk mengetahui tingkat *return* dan risiko portofolio yang dibentuk menggunakan Model Indeks Tunggal, serta mencari tau kombinasi proporsi dana pada portofolio tersebut.
4. Untuk mengetahui tingkat *return* dan risiko portofolio yang dibentuk menggunakan Model Korelasi Konstan, serta mencari tau kombinasi proporsi dana pada portofolio tersebut.

1.4 Pembatasan Masalah

1. Saham-saham yang diteliti merupakan saham yang telah *listing* di Bursa Efek Indonesia.
2. Saham-saham yang diteliti baru saja melakukan penawaran umum perdana (*Initial Public Offering*) pada periode antara 1 Januari 2008 sampai dengan 31 Desember 2011
3. Periode pengamatan dibatasi dari tanggal 1 Januari 2012 sampai dengan tanggal 30 Juni 2012
4. Besaran suku bunga atas aset bebas risiko yang digunakan pada penelitian ini adalah besaran suku bunga SPN (Surat Perbendaharaan Negara), dikarenakan suku bunga tersebut yang dijadikan acuan selama periode pengamatan
5. Perusahaan-perusahaan yang diteliti tidak melakukan transaksi derivatif selama periode pengamatan, untuk mencegah fluktuasi harga

1.5 Manfaat Penulisan

Dalam penelitian ini, penulis mengharapkan dapat memberikan manfaat bagi pihak-pihak berikut:

1. Penulis, karena penelitian ini terbukti menambah wawasan penulis dan memberikan pemahaman baru atas pasar saham dan dunia investasi.
2. Lembaga pendidikan, agar penelitian ini kemudian dapat digunakan untuk memberikan tambahan ilmu pengetahuan baru serta memberikan referensi bagi sesama mahasiswa/i lain.
3. Manajer Investasi, agar manajer dapat menentukan strategi terbaik berdasarkan hasil penelitian, yang berkaitan dengan tujuan manajemen investasi itu sendiri
4. Perusahaan yang masih mengutamakan bank sebagai sumber dana utama dan tidak mempertimbangkan sumber lain. Pasar modal merupakan tempat yang

tepat untuk dijadikan sumber dana, serta nantinya akan membantu meningkatkan perekonomian makro di Indonesia.

5. Pihak lain, yang tidak dapat disebutkan satu-persatu, baik yang langsung, maupun tidak langsung merasakan manfaat dari penelitian ini.

1.6 Sistematika Penulisan

BAB I : PENDAHULUAN. Latar Belakang Penulisan, Rumusan Masalah, Tujuan Penulisan, Manfaat Penulisan dan Sistematika Penulisan.

BAB II : TINJAUAN PUSTAKA. Landasan Teori, Penelitian Terdahulu, Hipotesis dan Kerangka Pemikiran.

BAB III : METODE PENELITIAN. Objek Penelitian, Metode Pengumpulan Data, Teknik Pengumpulan Data dan Metode Analisis Data.

BAB IV : ANALISIS DAN PEMBAHASAN. Pengolahan data kuantitatif dan hasil yang diperoleh untuk melihat kombinasi portofolio yang optimal dari model indeks tunggal dan dari model korelasi konstan.

BAB V : PENUTUP. Kesimpulan dari penelitian dan saran yang berguna bagi investor dalam melakukan diversifikasi investasi.