

BAB II

LANDASAN TEORI

A. Saham

Dalam transaksi jual beli di bursa efek, saham atau sering pula disebut dengan *share* merupakan instrumen yang paling dominan diperdagangkan.

1. Pengertian Saham

Menurut Alwi (2003:33), "saham adalah surat tanda bukti atau tanda kepemilikan terhadap suatu perusahaan suatu perseroan terbatas".

Menurut Siamat (2001:268), "saham adalah surat bukti atau tanda kepemilikan bagian modal pada suatu perseroan terbatas".

Menurut Marbun (2003:319), "saham adalah surat bukti kepemilikan bagian modal perseroan terbatas (PT) yang memberikan pelbagai hak menurut ketentuan anggaran dasar perusahaan".

Berdasarkan pengertian-pengertian saham diatas dapat disimpulkan bahwa, "saham adalah sertifikat yang mewakili suatu kepemilikan sebagian perusahaan dan kepentingan yang berbanding lurus dalam laba dan kekayaan perusahaan".

2. Jenis Saham

Menurut Alwi (2003:33) ada beberapa jenis saham yaitu:

- a. Berdasarkan cara penerbitan dan peralihannya, saham dapat dibedakan sebagai berikut:
 - 1) Saham atas unjuk (*bearer stock*), artinya pada saham tersebut tidak tertulis nama pemiliknya, agar mudah dipindahtangankan dari satu investor ke investor lainnya.
 - 2) Saham atas nama (*registered stock*), artinya saham yang ditulis dengan jelas siapa nama pemiliknya, dan merupakan bukti bagi pemegang saham bersangkutan secara hukum sebagai pemilik.
- b. Berdasarkan kemampuan dalam hak tagih atau klaim, saham dibedakan sebagai berikut:
 - 1) Saham biasa (*common stock*), adalah saham yang tidak mencantumkan nama pemilik dan kepemilikannya melekat pada pemegang sertifikat tersebut, Saham biasa adalah saham yang tidak memperoleh hak istimewa.
 - 2) Saham preferen (*preferred stock*), adalah saham yang memberikan hak untuk mendapatkan dividen lebih dahulu dari saham biasa yang besarnya tetap.

c. Berdasarkan kinerja perdagangan, menurut Fakhruddin & Sopian (2001:13) saham dapat dibedakan sebagai berikut:

- 1) *Blue-chip stock*, yaitu saham biasa dari suatu perusahaan yang memiliki reputasi tinggi, sebagai *leader* di industri sejenis, memiliki pendapatan yang stabil dan konsisten dalam membayar dividen.
- 2) *Income stock*, yaitu saham dari suatu emiten yang memiliki kemampuan membayar dividen lebih tinggi dari rata-rata dividen yang dibayarkan pada tahun sebelumnya.
- 3) *Growth stock (well-known)*, yaitu saham-saham dari emiten yang memiliki pertumbuhan pendapatan yang tinggi, sebagai *leader* di industri sejenis yang mempunyai reputasi tinggi.
- 4) *Speculative stock*, yaitu saham suatu perusahaan yang tidak bisa secara konsisten memperoleh penghasilan dari tahun ke tahun, akan tetapi mempunyai kemampuan penghasilan yang tinggi di masa mendatang, meskipun belum pasti.
- 5) *Counter cyclical stock*, yaitu saham yang tidak terpengaruh oleh kondisi ekonomi makro maupun situasi bisnis secara umum. Pada saat resesi ekonomi, harga saham ini tetap tinggi, di mana emitennya mampu memberikan dividen yang tinggi sebagai akibat dari kemampuan emiten dalam memperoleh penghasilan yang tinggi pada masa resesi. Emiten seperti ini biasanya

bergerak dalam produk yang sangat dan selalu dibutuhkan masyarakat seperti rokok, *consumer goods*.

3. Karakteristik Saham

Saham memiliki beberapa karakteristik, antara lain:

- 1) Dividen dibayarkan sepanjang perusahaan memperoleh laba.
- 2) Memiliki hak suara dalam rapat umum pemegang saham (*one share one vote*).
- 3) Memiliki hak terakhir (*junior*) dalam hal pembagian kekayaan perusahaan jika perusahaan tersebut dilikuidasi (dibubarkan) setelah semua kewajiban perusahaan lunasi.
- 4) Memiliki tanggung jawab terbatas terhadap klaim pihak lain sebesar proporsi sahamnya.
- 5) Hak untuk mengalihkan kepemilikan sahamnya.

4. Penilaian Saham

Menurut Alwi (2003:67) nilai yang berhubungan dengan saham dapat dilihat dalam empat konsep yang memberikan makna yang berbeda yaitu:

a. Nilai nominal (*par value*)

Nilai nominal suatu saham adalah nilai kewajiban yang ditetapkan untuk tiap-tiap lembar saham. Nilai nominal adalah modal per lembar yang harus ditahan di perusahaan untuk proteksi kepada kreditor yang tidak dapat diambil oleh pemegang saham.

b. Nilai buku (*book value*)

Nilai buku per lembar saham menunjukkan aktiva bersih (*net assets*) per lembar saham yang dimiliki oleh pemegang saham. Nilai buku per lembar saham (*book value per share*) tidak menunjukkan ukuran kinerja saham yang penting, tetapi nilai buku per lembar saham dapat mencerminkan berapa besar jaminan yang akan diperoleh oleh pemegang saham apabila perusahaan penerbit saham (emiten) dilikuidasi.

c. Nilai pasar (*market value*)

Nilai pasar berbeda dengan nilai buku. Jika nilai buku merupakan nilai yang dicatat pada saat saham dijual oleh perusahaan, maka nilai pasar bursa pada saat tertentu ditentukan oleh pelaku pasar. Nilai pasar ditentukan oleh permintaan dan penawaran saham bersangkutan di pasar bursa.

d. Nilai intrinsik (*intrinsic value*)

Berapa pertanyaan mandasar sering dikemukakan, seperti misalnya, apakah harga saham di pasar mencerminkan nilai sebenarnya dari perusahaan. Jika tidak, berapa nilai sebenarnya dari saham yang diperdagangkan. Nilai sebenarnya ini disebut nilai fundamental (*fundamental value*), atau nilai intrinsik (*intrinsic value*).

Menurut Tandelilin (2001:183), dalam membeli atau menjual saham, investor akan membandingkan nilai intrinsik dengan nilai pasar saham bersangkutan. Jika nilai pasar suatu saham lebih tinggi dari nilai intrinsiknya, berarti saham tersebut tergolong mahal. Dalam situasi seperti ini, investor tersebut dapat mengambil keputusan untuk menjual saham tersebut. Sebaliknya jika nilai pasar saham dibawah nilai intrinsiknya, berarti saham tersebut tergolong murah, sehingga dalam situasi seperti ini investor sebaiknya membeli saham tersebut.

B. Volatilitas Harga Saham dan Indeks Harga Saham

1. Pergerakan Harga Saham (volatilitas)

Menurut Alwi (2003:87), beberapa para ahli/pakar menunjukkan bahwa pergerakan harga saham dipengaruhi oleh faktor internal (lingkungan mikro) dan faktor eksternal (lingkungan makro).

Lingkungan mikro yang mempengaruhi volatilitas harga saham dan indeks harga saham antara lain:

- a. Pengumuman tentang pemasaran, produksi, penjualan seperti pengiklanan, rincian kontrak, produk baru, perubahan harga, penarikan produk baru, laporan produksi, laporan keamanan produk, dan laporan penjualan.

- b. Pengumuman pendanaan (*financing announcements*), seperti pengumuman yang berhubungan dengan ekuitas dan hutang, sekuritas yang hybrid, *leasing*, kesepakatan kredit, pemecahan saham, pembelian saham, *joint venture*, dan lainnya.
- c. Pengumuman badan direksi manajemen (*management-board of director announcements*), seperti perubahan dan penggantian direktur, manajemen, dan struktur organisasi.
- d. Pengumuman penggabungan pengambilalihan diversifikasi, seperti laporan *merger*, investasi ekuitas, laporan *take over* oleh pengakuisisi dan diakuisisi, laporan divestasi dan lainnya.
- e. Pengumuman investasi (*investment announcements*), seperti melakukan ekspansi pabrik, pengembangan riset dan pengembangan, penutupan usaha dan lainnya.
- f. Pengumuman ketenagakerjaan (*labour announcements*). seperti negosiasi baru, kontrak baru, pemogokan dan lainnya.
- g. Pengumuman laporan keuangan perusahaan, seperti peramalan laba sebelum akhir tahun fiskal dan setelah akhir tahun fiskal, *earnings per share* (EPS) dan *dividend per share* (DPS), *price earning ratio*, *book ratio*, *net profit margin*, *return on assets* (ROA), ROE, dan lain-lain.

Lingkungan ekonomi makro yang mempengaruhi volatilitas harga saham dan indeks harga saham antara lain:

- a. Pengumuman dari pemerintah, seperti perubahan suku bunga tabungan dan deposito, kurs valuta asing, inflasi, serta berbagai regulasi dan deregulasi ekonomi yang dikeluarkan pemerintah.
- b. Pengumuman hukum (*legal announcements*), seperti tuntutan karyawan terhadap perusahaan atau terhadap manajernya dan tuntutan perusahaan terhadap manajernya.
- c. Pengumuman industri sekuritas (*securities announcements*), seperti laporan pertemuan tahunan, *insider trading*, volume/harga saham perdagangan, pembalasan/penundaan *trading*.
- d. Geolak sosial politik dalam negeri dan fluktuasi nilai tukar juga merupakan faktor yang berpengaruh signifikan pada terjadinya volatilitas harga saham di bursa efek suatu Negara.
- e. Berbagai *issue* baik dari dalam dan luar negeri, seperti *issue* lingkungan hidup, hak asasi manusia, kerusuhan massal, yang berpengaruh terhadap perilaku investor.

2. Indeks Harga Saham

Menurut Alwi (2003:89), indeks harga saham merupakan indikator utama yang menggambarkan pergerakan harga saham. Suatu indeks diperlukan sebagai sebuah indikator utama untuk menggambarkan pergerakan harga dari sekuritas-sekuritas. Indeks harga saham setiap hari dihitung menggunakan harga saham terakhir yang terjadi di bursa.

Menurut Alwi (2003:89), di pasar modal sebuah indeks diharapkan memiliki lima fungsi:

- 1) Sebagai indikator untuk mengetahui tingkat perkembangan dan penurunan pasar.
- 2) Sebagai indikator tingkat keuntungan dari saham.
- 3) Sebagai tolok ukur (*benchmark*) kinerja suatu portofolio investasi.
- 4) Sebagai dasar pembentukan portofolio dengan strategi pasif.
- 5) Menggambarkan perkembangan produk derivatif yang diperdagangkan di bursa.

Ada dua macam indeks yang digunakan di Bursa Efek Jakarta yaitu:

- 1) Indeks harga saham individual mencerminkan perkembangan harga suatu saham. Indeks individual, menggunakan indeks harga masing-masing saham terhadap harga dasarnya.
- 2) Indeks harga saham gabungan mencerminkan perkembangan pasar secara keseluruhan. Indeks Harga Saham Gabungan atau IHSG (*composite share price index*), menggunakan semua saham yang tercatat sebagai komponen perhitungan indeks.

3. Volatilitas Jumlah Saham Yang Beredar Di Bursa Efek

Menurut Alwi (2003:91), Ada faktor-faktor yang mempengaruhi jumlah saham yang beredar dan pergerakan (volatilitas) jumlah saham yang diperdagangkan di bursa efek, yaitu:

- a. Bertambahnya emiten yang mencatatkan saham hasil penawaran umum di bursa efek (*go public*).
- b. Perusahaan/emiten yang sudah *go public* melakukan *corporate action*. *Corporate action* adalah aktivitas emiten yang berpengaruh terhadap jumlah saham yang beredar maupun harga saham di pasar. Adapun jenis-jenis *corporate action* sebagai berikut:

- 1) Emiten melakukan *stock split* saham.

Stock split adalah pemecahan nilai nominal saham menjadi pecahan yang lebih kecil, misalnya dari Rp1.000 per saham menjadi Rp500 per saham atau dari Rp500 per saham menjadi Rp100 per saham. *Stock split* bertujuan agar perdagangan suatu saham menjadi lebih likuid, karena jumlah saham yang beredar menjadi lebih banyak dan harganya menjadi lebih murah.

- 2) Emiten memberikan dividen saham bonus

Saham bonus merupakan bonus pembagian saham baru untuk para pemegang saham, di mana pembagian bonus ini ditujukan sebagai bentuk *reward*. Saham yang diberikan secara

cuma-cuma oleh emiten kepada pemegang saham tersebut, dapat berasal dari kapitalisasi Agio Saham, atau dapat pula berasal dari Selisih Kembalian Penilaian Aktiva Tetap. Besarnya bonus ditentukan dalam rapat pemegang saham, yang dinyatakan dalam satuan rasio berapa pemegang saham lama mendapatkan tambahan saham baru. Misalnya, 1 saham lama mendapat 1 saham baru.

3) Emiten melakukan *repurchasing stock*

Repurchasing stock adalah pembelian kembali saham yang sudah beredar di masyarakat oleh emiten. Tujuan emiten melakukan pembelian kembali saham-saham yang telah beredar di masyarakat untuk menghindari pengambilalihan (*takeover*). Selain itu juga bertujuan untuk meningkatkan likuiditas saham. Jika saham yang beredar sudah terlalu banyak sering menjadi tidak likuid dan *undervalued*. Karena emiten menganggap bahwa sahamnya sudah *undervalued* maka emiten berkepentingan untuk meningkatkan nilai saham melalui *repurchasing stock* (repo) atau disebut juga *stock repurchasing* atau pun *buy back*. Karena *repurchasing stock* dapat meningkatkan harga saham, maka *repurchasing stock* (repo) dipandang sebagai aksi emiten (*corporate action*) yang menguntungkan.

4) Emiten memberikan dividen dalam bentuk saham

Bagi pemegang saham, baik saham bonus maupun dividen dalam bentuk saham tidak ada bedanya, karena pemegang saham menerima dividen dalam bentuk saham. Perbedaan terletak dari sisi emiten, sedangkan dividen berasal dari laba perusahaan (saldo laba).

C. Risiko & Return

1. Risiko

a. Pengertian Risiko

Menurut Marbun (2003:317), "risiko adalah ketidakpastian yang mengandung kemungkinan kerugian dalam bentuk harta atau kehilangan keuntungan atau kemampuan ekonomis".

Menurut Horne (1997:95), "risiko adalah penyimpangan hasil pengembalian dari yang diharapkan".

Menurut Fakhruddin (2001:95), "risiko adalah penyimpangan dari hasil yang diterima dengan yang diharapkan".

b. Sumber-sumber Risiko

Menurut Tandililin (2001:48), ada beberapa sumber risiko yang bisa mempengaruhi besarnya risiko suatu investasi, antara lain:

1) Risiko Suku Bunga

Perubahan suku bunga bisa mempengaruhi variabilitas *return* suatu investasi. Perubahan suku bunga akan mempengaruhi harga saham secara terbalik, *ceteris paribus*. Artinya, jika suku bunga meningkat, maka harga saham akan turun, *ceteris paribus*. Demikian pula sebaliknya, jika suku bunga turun, harga saham naik.

2) Risiko Pasar

Fluktuasi pasar secara keseluruhan yang mempengaruhi variabilitas *return* suatu investasi disebut sebagai risiko pasar. Fluktuasi pasar biasanya ditunjukkan oleh berubahnya indeks pasar saham secara keseluruhan. Perubahan pasar dipengaruhi oleh banyak faktor seperti munculnya resesi ekonomi, kerusuhan, ataupun perubahan politik.

3) Risiko Inflasi

Inflasi yang meningkat akan mengurangi kekuatan daya beli rupiah yang telah diinvestasikan. Oleh karenanya, risiko inflasi bisa juga disebut sebagai risiko daya beli. Jika inflasi mengalami peningkatan, investor biasanya menuntut tambahan premium inflasi untuk mengkompensasi penurunan daya beli yang dialaminya.

4) Risiko Bisnis

Risiko dalam menjalankan bisnis dalam suatu jenis industri disebut sebagai risiko bisnis. Misalnya perusahaan pakaian jadi yang bergerak pada industri tekstil, akan sangat dipengaruhi oleh karakteristik industri tekstil itu sendiri.

5) Risiko *Financial*

Risiko ini berkaitan dengan keputusan perusahaan untuk menggunakan utang dalam pembiayaan modalnya. Semakin besar proporsi utang yang digunakan perusahaan, semakin besar risiko *financial* yang dihadapi perusahaan.

6) Risiko Likuiditas

Risiko ini berkaitan dengan kecepatan suatu sekuritas yang diterbitkan perusahaan bisa diperdagangkan di pasar sekunder atau mudah tidaknya sekuritas tersebut diperdagangkan. Semakin cepat suatu sekuritas diperdagangkan, semakin likuid sekuritas tersebut, demikian sebaliknya. Semakin tidak likuid suatu sekuritas semakin besar pula risiko likuiditas yang dihadapi perusahaan.

7) Risiko Nilai Tukar Mata Uang

Risiko ini berkaitan dengan fluktuasi nilai tukar mata uang domestik (Negara perusahaan tersebut) dengan nilai mata uang

Negara lainnya. Risiko ini juga dikenal sebagai risiko mata uang (*currency risk*) atau risiko nilai tukar (*exchange rate risk*).

8) Risiko Negara (*Country Risk*)

Risiko ini juga disebut sebagai risiko politik, karena sangat berkaitan dengan kondisi perpolitikan suatu Negara. Bagi perusahaan yang beroperasi di luar negeri, stabilitas politik dan ekonomi Negara bersangkutan sangat penting diperhatikan untuk menghindari risiko Negara yang terlalu tinggi.

c. Jenis Risiko

Menurut Tandelilin (2001:50), di samping berbagai sumber risiko di atas, dalam manajemen investasi modern juga dikenal pembagian risiko total investasi ke dalam 2 jenis risiko, yaitu:

- 1) Risiko sistematis atau dikenal dengan risiko pasar (*risiko umum*), merupakan risiko yang berkaitan dengan perubahan yang terjadi di pasar secara keseluruhan. Perubahan pasar tersebut akan mempengaruhi variabilitas *return* suatu investasi.
- 2) Risiko tidak sistematis atau dikenal dengan risiko spesifik (*risiko perusahaan*), adalah risiko yang tidak terkait dengan perubahan pasar secara keseluruhan. Risiko perusahaan lebih terkait pada perubahan kondisi mikro perusahaan penerbit sekuritas.

Berdasarkan keterangan di atas dapat disimpulkan bahwa saham termasuk dalam risiko sistimatik ini disebut juga risiko

pasar, karena fluktuasi ini disebabkan oleh faktor-faktor yang mempengaruhi semua perusahaan yang beroperasi. Faktor-faktor tersebut misalnya, kondisi perekonomian, kebijaksanaan pajak dan lain sebagainya. Faktor-faktor ini yang menyebabkan ada kecenderungan semua saham untuk "bergerak bersama", dan karenanya selalua ada dalam setiap saham.

2. *Return*

a. Pengertian *Return*

Menurut Rivai, Maman, Ronal & Brengan (2002:430), "*return* adalah pendapatan, penghasilan, keuntungan atau laba dari investasi atau penjualan-penjualan".

Menurut Tandellin (2001:47), "*return* merupakan salah satu faktor yang memotivasi investor berinvestasi dan juga merupakan imbalan atas keberanian investor menanggung risiko atas investasi yang dilakukannya".

Menurut Fakhruddin (2001:25), "*return* merupakan hasil yang diperoleh dari investasi".

b. Sumber-sumber *Return*

Menurut Tandellin (2001:48), sumber-sumber *return* investasi terdiri dari dua komponen utama, yaitu:

- 1) *Yield*, merupakan komponen *return* yang mencerminkan aliran kas atau pendapatan yang diperoleh secara periodik dari suatu

investasi. Jika kita berinvestasi pada sebuah obligasi misalnya, maka besarnya *yield* ditunjukkan dari bunga obligasi yang dibayarkan. Demikian pula halnya jika kita membeli saham, *yield* ditunjukkan oleh besarnya dividen yang kita peroleh.

- 2) *Capital Gain (loss)*, merupakan kenaikan (penurunan) harga suatu surat berharga (bisa saham maupun surat utang jangka panjang), yang bisa memberikan keuntungan (kerugian) bagi investor. Dalam kata lain, *capital gain (loss)* bisa juga diartikan sebagai perubahan harga sekuritas.

D. Beta

1. Pengertian Beta

Menurut Tandelilin (2001:69), "beta merupakan ukuran kepekaan *return* sekuritas terhadap *return* pasar". Semakin besar beta suatu sekuritas, semakin besar kepekaan *return* sekuritas tersebut terhadap perubahan *return* pasar.

Menurut Husnan (2005:112), "beta merupakan ukuran risiko yang berasal dari hubungan antara tingkat keuntungan suatu saham dengan pasar".

2. Hubungan Beta dengan Risiko Sistematis

Menurut Horne (1995:108), Beta secara sederhana adalah *slope* (yaitu perubahan dalam kelebihan pengembalian saham terhadap perubahan

dalam pengembalian portofolio pasar) dari garis karakteristik. Jika *slope*-nya 1.0, ini berarti kelebihan pengembalian saham berubah secara proporsional dengan kelebihan pengembalian untuk portofolio pasar. Dengan kata lain, saham tersebut mempunyai risiko sistematis yang sama dengan pasar secara keseluruhan. *Slope* yang lebih besar dari 1.0 berarti bahwa kelebihan pengembalian saham berubah melebihi proporsi dari kelebihan pengembalian portofolio pasar. Dengan kata lain, saham ini memiliki risiko yang tidak dapat dihindari melebihi pasar secara keseluruhan. Jenis saham ini biasanya disebut investasi "yang agresif". *Slope* yang kurang dari 1.0 artinya kelebihan pengembalian saham berubah di bawah proporsi kelebihan pengembalian portofolio pasar. Jenis saham ini biasa disebut investasi "yang bertahan (defensif)". Dengan beta portofolio pasar sama dengan 1.0, karena itu beta adalah risiko sistematis atau disebut juga dengan risiko pasar yang mencerminkan indeks harga saham gabungan. Risiko ini tidak dapat didiversifikasi dengan lebih melakukan investasi pada saham, karena risiko ini tergantung pada perubahan situasi ekonomi dan politik yang mempengaruhi semua saham.

3. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Nilai Beta

Menurut Husnan (2005:113), Faktor-faktor yang diidentifikasi mempengaruhi nilai beta adalah:

- a. *Cyclicality*, faktor ini menunjukkan seberapa jauh suatu perusahaan dipengaruhi oleh konjungtur perekonomian. Ada perusahaan yang segera membaik (memburuk) pada saat kondisi perekonomian membaik (memburuk), tetapi ada pula yang hanya sedikit terpengaruh. Perusahaan yang sangat peka terhadap perubahan kondisi perekonomian merupakan perusahaan yang mempunyai beta yang tinggi dan sebaliknya.
- b. *Operating leverage*, faktor ini menunjukkan proporsi biaya perusahaan yang merupakan biaya tetap (biaya yang tidak ikut berubah apabila perusahaan merubah tingkat aktivitasnya). Semakin besar proporsi ini semakin besar *operating leverage*-nya. Perusahaan yang mempunyai *operating leverage* yang tinggi akan cenderung mempunyai beta yang tinggi, dan sebaliknya.
- c. *Financial leverage*, perusahaan yang menggunakan hutang adalah perusahaan yang mempunyai *financial leverage*. Semakin besar proporsi hutang yang dipergunakan, semakin besar *financial leverage*-nya. Kalau kita menaksir beta saham, maka kita menaksir beta *equity*. Semakin besar proporsi hutang yang dipergunakan oleh perusahaan, pemilik modal sendiri akan menanggung risiko yang makin besar. Karena itu semakin tinggi *financial leverage*, semakin tinggi beta *equity*.

E. Portofolio

1. Pengertian Portofolio

Menurut Alwi (2003:127), "Portofolio adalah sekumpulan investasi sekuritas yang diinvestasikan dan dipegang oleh pemodal/investor, baik individu maupun lembaga".

2. Perbedaan Individu dengan Portofolio

Individu adalah investor yang hanya mempunyai sebuah surat berharga sedangkan portofolio adalah kombinasi dari dua atau lebih surat berharga atau aktiva.

3. Faktor-Faktor Yang Perlu Di perhatikan Dalam Evaluasi Kinerja Portofolio

Dalam pengevaluasian kinerja suatu portofolio ada beberapa faktor yang perlu diperhatikan, yaitu:

a. Tingkat risiko

Adanya *trade-off* antara risiko dan *return*, di mana semakin tinggi tingkat *return* yang di harapkan, maka semakin tinggi pula tingkat risikonya. Dengan kata lain, evaluasi kinerja portofolio harus didasarkan pada ukuran yang bersifat *risk-adjusted* (bahwa pengukuran kinerja portofolio tidak hanya dilihat dari besarnya return portofolio saja, tetapi juga harus memperhatikan besarnya risiko yang harus ditanggung untuk memperoleh besarnya *return* tersebut).

b. Periode waktu

Faktor periode waktu juga akan mempengaruhi tingkat *return* portofolio. Oleh karena itu, pada saat mengevaluasi kinerja suatu portofolio kita juga perlu memperhatikan faktor periode waktu yang digunakan. Misalnya, dalam penilaian kinerja dari dua jenis portofolio A dan B yang menawarkan tingkat *return* yang sama (misalnya masing-masing 15% per tahun), kita juga perlu memperhatikan berapa lama periode waktu untuk masing-masing portofolio tersebut (misalnya portofolio A selama 10 tahun, sedangkan portofolio B ternyata hanya 5 tahun).

c. Penggunaan *benchmark* yang sesuai

Dalam melakukan evaluasi kinerja suatu portofolio, kita perlu membandingkan *return* portofolio tersebut dengan *return* yang bisa dihasilkan oleh alternatif portofolio lain yang sebanding. Dengan demikian, proses evaluasi kinerja investasi juga harus melibatkan perbandingan kinerja portofolio dengan suatu alternatif portofolio lain yang relevan. Portofolio yang terpilih sebagai *benchmark* tersebut harus bisa secara akurat mencerminkan tujuan yang diinginkan oleh investor.

d. Tujuan investasi

Evaluasi kinerja suatu portofolio juga perlu memperhatikan tujuan yang ditetapkan oleh investor atau manajer investasi. Tujuan

investasi yang berbeda akan mempengaruhi portofolio yang dikelolanya. Misalnya, jika tujuan investasi seorang investor adalah pertumbuhan jangka panjang, maka kinerja portofolio yang dibentuknya akan relatif lebih kecil dari kinerja portofolio yang dibentuk dengan tujuan mendapatkan keuntungan jangka pendek. Oleh karena itu, dalam mengevaluasi kinerja portofolio kita juga perlu mempertimbangkan tujuan dari investasi yang ingin dicapai.

4. Risiko dan Kinerja Portofolio

Menurut Tandelilin (2001:324), ada beberapa ukuran kinerja portofolio sudah memasukan faktor return dan resiko dalam perhitungannya.

Tiga alat ukur atau indeks tersebut adalah:

a) Indeks Sharpe

Indeks Sharpe dikembangkan oleh William Sharpe, yang mendasarkan perhitungannya pada konsep garis pasar modal (*capital market line*) sebagai *benchmark*, yaitu dengan cara membagi premi risiko portofolio dengan standar deviasinya. Dengan demikian, indeks sharpe akan dipakai untuk mengukur premi risiko untuk setiap unit risiko pada portofolio tersebut.

Indeks sharpe dapat digunakan untuk membuat peringkat dari beberapa portofolio berdasarkan kinerjanya. Semakin tinggi indeks sharpe suatu portofolio dibanding portofolio lainnya, maka semakin baik kinerja portofolio tersebut.

b) Indeks Treynor

Indeks Treynor merupakan ukuran kinerja portofolio yang dikembangkan oleh Jack Treynor. Sama halnya dengan indeks sharpe, pada indeks treynor, kinerja portofolio dilihat dengan cara menghubungkan tingkat *return* portofolio dengan besarnya risiko dari portofolio tersebut. Perbedaannya dengan indeks sharpe adalah penggunaan garis pasar sekuritas (*security market line*) sebagai *benchmark*, dan bukan garis pasar modal seperti pada indeks sharpe. Asumsi yang digunakan oleh Treynor adalah bahwa portofolio sudah terdiversifikasi dengan baik sehingga risiko yang dianggap relevan adalah risiko sistematis (diukur dengan beta).

Cara mengukur indeks Treynor pada dasarnya sama dengan cara menghitung indeks Sharpe, hanya saja risiko yang diukur dengan standar deviasi pada indeks Sharpe diganti dengan beta portofolio.

c) Indeks Jensen

Indeks Jensen merupakan indeks yang menunjukkan perbedaan antara tingkat *return* aktual yang diperoleh portofolio dengan tingkat *return* yang diharapkan jika portofolio tersebut berada pada garis pasar modal.

Persamaan Indeks Jensen dengan Indeks Treynor adalah bahwa kedua indeks ukuran kinerja portofolio tersebut

menggunakan garis pasar sekuritas sebagai dasar untuk membuat persamaan. Sedangkan perbedaannya adalah bahwa indeks treynor sama dengan *slope* garis yang menghubungkan posisi portofolio dengan *return* bebas resiko, sedangkan indeks jensen merupakan selisih antara *return* portofolio dengan *return* portofolio yang tidak dikelola dengan cara khusus (hanya mengikuti *return* pasar).

F. Model -- Model Keseimbangan

Menurut Tandellin (2001:89), model keseimbangan dapat membantu untuk memahami bagaimana menentukan risiko yang relevan terhadap suatu aset, serta hubungan risiko dan *return* yang diharapkan untuk suatu aset ketika pasar dalam kondisi seimbang.

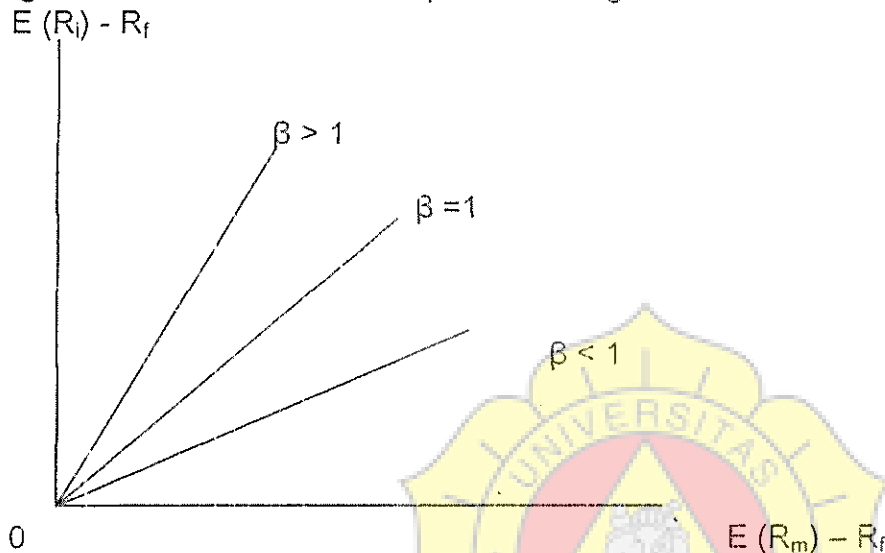
1. *Capital Aset Pricing Model* (CAPM)

CAPM merupakan suatu model yang menghubungkan tingkat *return* yang diharapkan dari suatu aset berisiko dengan risiko dari aset tersebut pada kondisi pasar yang seimbang. Pada CAPM portofolio pasar sangat berpengaruh karena diasumsikan bahwa risiko yang relevan adalah risiko sistematis yang diukur dengan beta (menunjukkan sensitivitas *return* sekuritas terhadap perubahan *return* pasar. Untuk memahami hubungan risiko dan *return* suatu investasi dalam kondisi pasar yang seimbang kita bisa menggunakan konsep

capital market line atau garis pasar modal dan *security market line* atau garis pasar sekuritas.

Gambar 2.1

Beta suatu saham, yang ditunjukkan dari kemiringan garis yang menunjukkan hubungan *excess return of market portfolio* dengan *excess return of a stock*



Sumber: Awi (2003:136)

Beta yang digambarkan pada gambar 2.1, semakin curam kemiringan garis yang menunjukkan hubungan $E(R_i) - R_f$ dengan $E(R_m) - R_f$ dan garis tersebut memotong titik 0.

$\beta > 1$: Jika pasar naik/turun, maka saham tersebut akan merupakan kenaikan/penurunan yang lebih tinggi dari pasar (saham yang agresif).

$\beta = 1$: Presentase kenaikan/penurunan saham sama dengan presentase kenaikan/penurunan pasar.

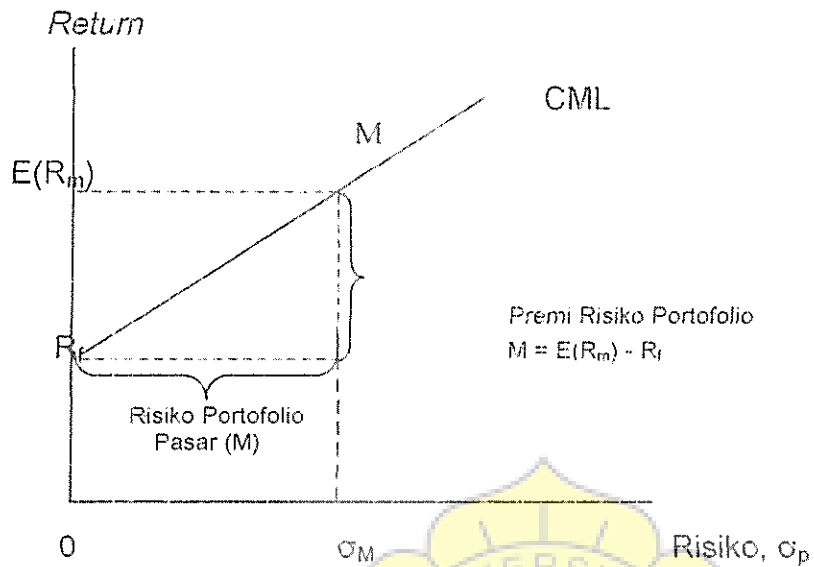
$\beta < 1$: Jika pasar naik/turun, maka saham tersebut akan merupakan kenaikan/penurunan yang lebih rendah dari pada pasar (saham yang defensif)

a. *Capital Market Line (CML)*

Garis pasar modal menggambarkan hubungan antara *return* yang diharapkan dengan risiko total dari portofolio efisien pada pasar yang seimbang. Garis pasar modal dapat digunakan untuk menilai tingkat *return* yang diharapkan dari suatu portofolio yang efisien.

Gambar 2.2 merupakan gambar garis pasar modal dengan tidak menampilkan garis permukaan efisien. Garis CML tersebut memotong sumbu vertikal pada titik R_f . Selisih antara tingkat *return* yang diharapkan dari portofolio pasar ($E(R_m)$) dengan tingkat *return* bebas risiko merupakan tingkat *return* ekstra yang bisa diperoleh investor, sebagai kompensasi atas risiko portofolio pasar (M) yang harus ditanggungnya. Selisih *return* pasar dan *return* bebas risiko ini disebut juga dengan premi risiko portofolio pasar ($E(R_m) - R_f$). besarnya risiko portofolio pasar ditunjukkan oleh garis putus-putus horizontal dari R_f sampai M .

Gambar 2.2
Garis Pasar Modal



Sumber: Tandellin (2001:94)

Kemiringan CML pada gambar 2.2, menunjukkan harga pasar risiko untuk portofolio yang efisien atau harga keseimbangan risiko di pasar. Besarnya *slope* CML akan mengindikasikan tambahan *return* yang diisyaratkan pasar untuk setiap 1% kenaikan risiko portofolio. Slope CML dapat dihitung dengan menggunakan rumus:

$$\frac{E(R_m) - R_f}{\sigma_m} = \text{Slope CML}$$

Dimana:

$E(R_m)$ = tingkat *return* portofolio pasar (m)

R_f = tingkat *return* pada aset yang bebas risiko

σ_m = standar deviasi *return* pada portofolio pasar

b. *Security Market Line (SML)*

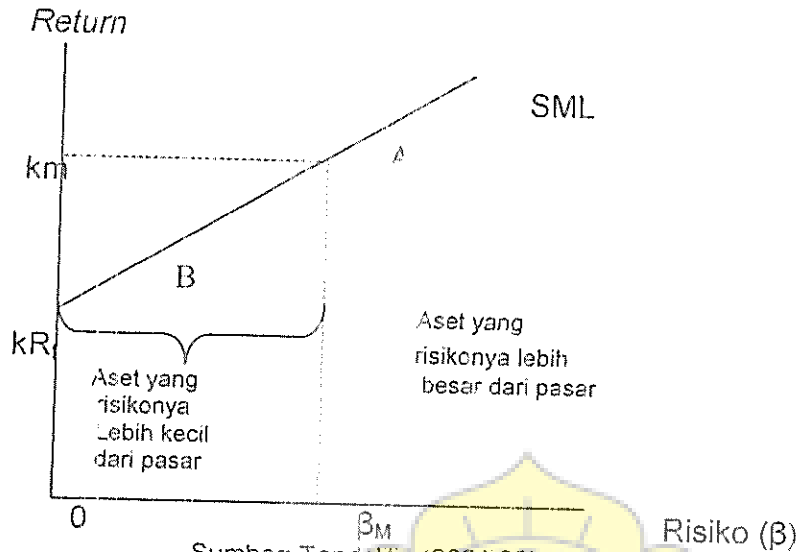
Garis pasar sekuritas adalah garis yang menghubungkan tingkat *return* yang diharapkan dari suatu sekuritas dengan risiko sistematis (beta). Garis pasar sekuritas digunakan untuk menilai sekuritas secara individual pada kondisi pasar yang seimbang. Garis pasar sekuritas juga dapat digunakan untuk menilai keuntungan suatu asset individual pada kondisi pasar yang seimbang.

Risiko sekuritas pada gambar 2.3 ditunjukkan dengan beta, karena pada pasar yang seimbang portofolio yang terbentuk sudah terdiversifikasi dengan baik sehingga risiko yang relevan adalah risiko sistematis (beta). Beta merupakan ukuran risiko sistematis suatu risiko sekuritas yang tidak dapat dihilangkan dengan melakukan diversifikasi. Beta menunjukkan sensitivitas *return* sekuritas terhadap perubahan *return* pasar. Semakin tinggi beta suatu sekuritas maka semakin sensitif sekuritas tersebut terhadap perubahan pasar.

Dengan demikian, *return* yang diharapkan dari suatu sekuritas dapat dihitung dengan menggunakan rumus:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f]$$

Gambar 2.3
Garis Pasar Sekuritas



Sumber: Tandelilin (2001:96)

2. Arbitrage Pricing Theory (APT)

APT menggambarkan hubungan antara risiko dan *return*. Pada APT, *return* sekuritas tidak dipengaruhi oleh portofolio pasar karena adanya asumsi bahwa *return* yang diharapkan dari suatu sekuritas bisa dipengaruhi oleh beberapa sumber risiko lainnya (tidak hanya diukur dengan beta). Persamaan untuk menghitung *return* yang diharapkan untuk suatu sekuritas adalah:

$$E(R_i) = a_0 + b_{i1}F_1 + b_{i2}F_2 + \dots + b_{in}F_n$$

Dimana:

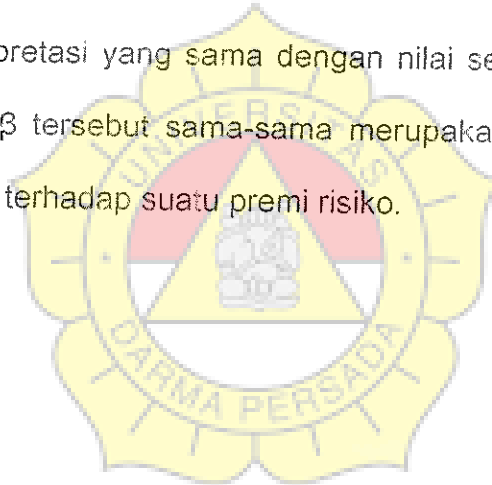
$E(R_i)$ = *return* yang diharapkan dari sekuritas i

a_0 = *return* yang diharapkan dari sekuritas i bila risiko sistematis sebesar nol

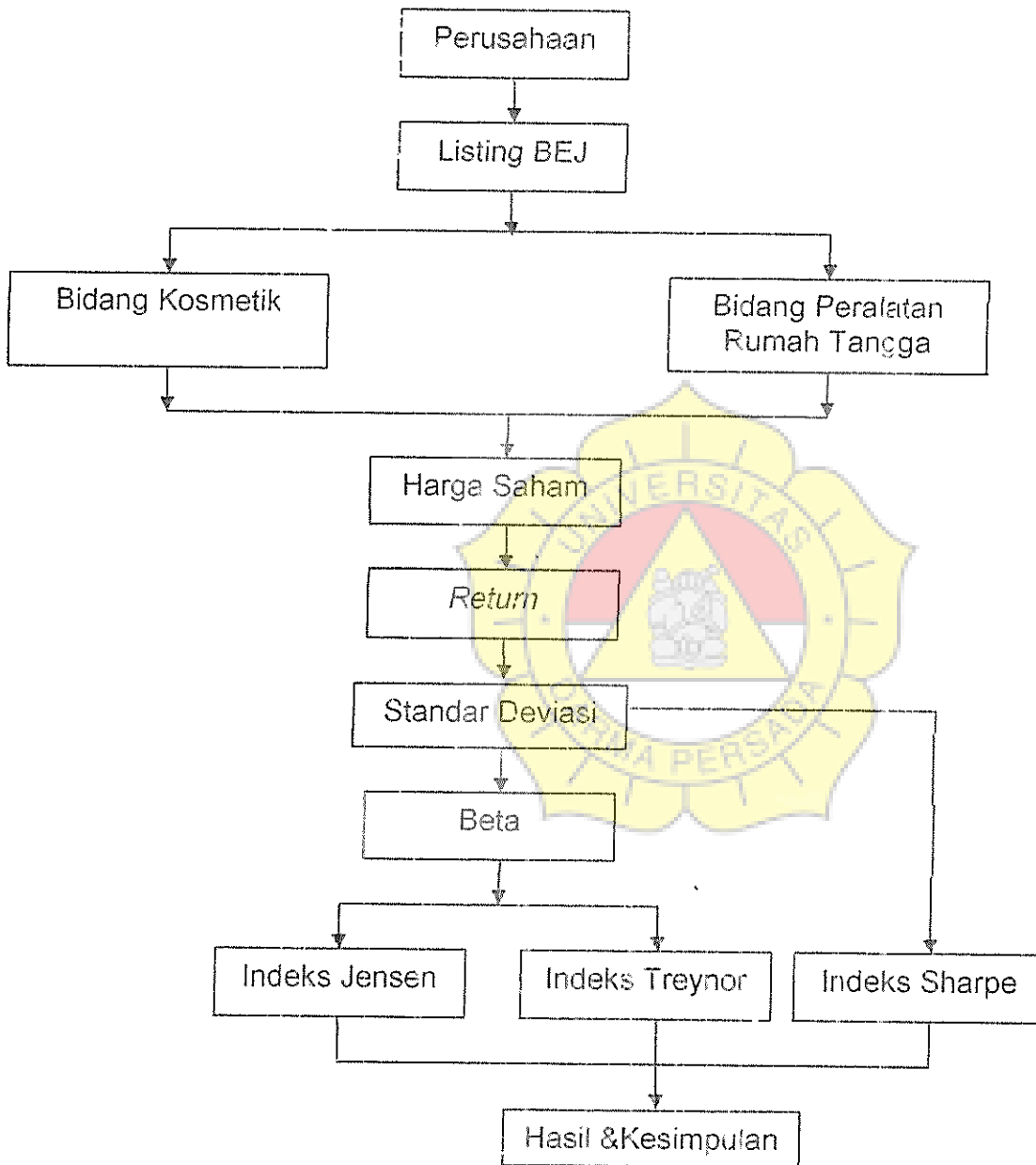
b_{in} = koefisien yang menunjukkan besarnya pengaruh faktor n terhadap *return* sekuritas i

F = premi risiko untuk sebuah faktor (misalnya premi risiko untuk F_1 adalah $E(F_1) - a_0$)

Persamaan tersebut menunjukkan bahwa dalam APT, risiko didefinisikan sebagai sensitivitas saham terhadap faktor-faktor ekonomi makro (b_i) dan besarnya *return* yang diharapkan akan dipengaruhi oleh sensitivitas tersebut. Ukuran sensitivitas dalam APT (b_i) akan mempunyai interpretasi yang sama dengan nilai sensitivitas CAPM (β), karena b_i dan β tersebut sama-sama merupakan ukuran sensitivitas *return* sekuritas terhadap suatu premi risiko.



G. Kerangka Pemikiran



Gambar 2.4