

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 Landasan Teori

2.1.1 Pasar Modal

Pasar modal memberikan jasa yaitu menjembatani hubungan antara pemilik modal dalam hal ini disebut sebagai pemodal (investor) dengan peminjaman dana dalam hal ini disebut dengan nama emiten (perusahaan yang *go public*). Berlangsungnya fungsi pasar modal menurut Lioyd (1976) *dalam* Damayanti (2010) adalah meningkatkan dan menghubungkan aliran dana jangka panjang dengan “kriteria pasarnya” secara efisien yang akan menunjang pertumbuhan riil ekonomi secara keseluruhan.

Pengertian pasar modal menurut Undang-undang Pasar Modal no. 8 tahun 1995 *dalam* Umami (2013) yaitu sebagai suatu kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek. Atau dengan kata lain, pasar modal adalah suatu bidang usaha perdagangan surat-surat berharga seperti saham, sertifikat saham, dan obligasi. Dalam pengertian klasik, seperti dapat dilihat dalam praktek-prakteknya di negara-negara kapitalis, pedagang efek sesungguhnya merupakan kegiatan perusahaan swasta. Motif utama terletak pada masalah kebutuhan modal bagi perusahaan yang ingin lebih memajukan usaha dengan menjual sahamnya pada para pemilik uang atau investor baik golongan maupun lembaga-lembaga usaha.

2.1.2 Manfaat Pasar Modal

Manfaat pasar modal bisa dirasakan baik oleh investor, emiten, pemerintah maupun lembaga penunjang.

Manfaat pasar modal bagi emiten (Anoraga dan Pakarti, 2001):

1. Jumlah dana yang dapat dihimpun bisa berjumlah besar;
2. Dana tersebut dapat diterima sekaligus pada saat pasar perdana selesai;
3. Tidak ada “*covenant*” sehingga manajemen dapat lebih bebas dalam pengelolaan dana atau perusahaan;
4. Solvabilitas perusahaan tinggi sehingga memperbaiki citra perusahaan;
5. Ketergantungan emiten terhadap bank menjadi kecil;
6. Aliran kas hasil penjualan saham biasanya lebih besar dari harga nominal perusahaan;
7. Tidak ada bebas finansial yang tetap;
8. Jangka waktu penggunaan dana tidak terbatas;
9. Tidak dikaitkan dengan kekayaan penjamin tertentu;
10. Profesionalisme dalam manajemen meningkat.

Manfaat pasar modal bagi investor (Anoraga dan Pakarti, 2001):

1. Nilai investasi berkembang mengikuti pertumbuhan ekonomi. Peningkatan tersebut tercermin pada meningkatnya harga saham yang mencapai *capital gain*.
2. Memperoleh dividen bagi mereka yang memiliki atau memegang saham dan bunga tetap atau bunga yang menambah bagi pemegang saham.
3. Mempunyai hak suara dalam RUPS bagi pemegang saham, mempunyai hak suara dalam RUPO bila diadakan bagi pemegang obligasi.
4. Dapat dengan mudah mengganti instrumen investasi, misal dari saham A ke saham B sehingga dapat meningkatkan keuntungan atau mengurangi resiko.

Sedangkan manfaat pasar modal bagi pemerintah (Anoraga dan Pakarti, 2001) yaitu:

1. Mendorong laju pembangunan;
2. Mendorong investasi;
3. Penciptaan lapangan kerja;
4. Memperkecil *Debt Service Ratio* (DSR);
5. Mengurangi beban anggaran bagi BUMN.

2.1.3 Pengertian Saham

Berikut ini beberapa definisi saham menurut para ahli *dalam* Satria (2008) antara lain:

1. Menurut Gitman (2001) definisi atau pengertian saham adalah bentuk paling murni dan sederhana dari kepemilikan perusahaan.
2. Menurut Mishkin (2001) definisi atau pengertian saham merupakan suatu sekuritas yang memiliki klaim terhadap pendapatan dan aset sebuah perusahaan.

Dari pengertian para ahli tersebut, dapat disimpulkan bahwa saham merupakan surat berharga yang menunjukkan kepemilikan suatu perusahaan penerbit saham yang diperoleh melalui pembelian atau dengan cara lain, yang memberikan hak kepada pemegang saham atas deviden dan yang lain sesuai dengan investasi yang ada pada perusahaan tersebut. Atau dengan kata lain saham adalah suatu tanda penyertaan atau kepemilikan seseorang atau badan usaha atas suatu perusahaan. Saham berwujud selembur kertas yang berisi keterangan bahwa yang memiliki kertas tersebut merupakan pemilik perusahaan yang mampu memberikan keuntungan berupa *capital gain* dan deviden.

2.1.4 Jenis-jenis Saham

Menurut Anoraga dan Pakarti (2001) jenis saham yang dikenal di bursa dan diperdagangkan adalah sebagai berikut:

1. Saham Biasa

Saham biasa adalah saham yang tidak memperoleh hak istimewa. Pemegang saham biasa mempunyai hak untuk memperoleh deviden sepanjang perseroan

memperoleh keuntungan. Pemilik saham mempunyai hak suara pada RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham) sesuai dengan jumlah saham yang dimilikinya (*one share one vote*). Pada likuidasi perseroan, pemilik saham memiliki hak memperoleh sebagian dari kekayaan setelah semua kewajiban dilunasi.

Saham biasa merupakan salah satu jenis efek yang paling banyak diperdagangkan di pasar modal. Bahkan saat ini dengan semakin banyaknya emiten yang mencatatkan sahamnya di bursa efek, perdagangan saham makin marak dan menarik para investor untuk terjun dalam jual beli saham. Saham biasa ada dua jenis, yaitu saham atas nama dan saham atas unjuk. Untuk saham atas nama, nama pemilik saham tertera di atas saham tersebut. Sedangkan saham atas unjuk, nama pemilik saham tidak tertera di atas saham, tetapi pemilik saham adalah yang memegang saham tersebut. Seluruh hak pemegang saham akan diberikan pada penyimpan saham tersebut.

Tabel 2.1
Ciri-ciri Saham Atas Nama dan Saham Atas Unjuk

Saham Atas Nama	Saham Atas Unjuk
1. Prosedurnya panjang jika diperdagangkan, karena memerlukan pernyataan pemindahan (PPH). 2. Harus ada yang mencatat nama-nama dari pemegang saham (Daftar Pemilik Saham), antara lain: a. <i>Transfer Agent</i> , yang pekerjaannya memindahkan nama pemegang saham lama ke pemegang saham baru. b. <i>Registrar</i> . c. <i>Clearing Agent</i> , yang pekerjaannya mengeluarkan saham-	1. Mudah diperdagangkan. 2. Tidak perlu daftar pemegang saham. 3. Pemegang saham anonim (tidak diketahui nama pemilik saham), sehingga sukar untuk diawasi. 4. Bisa dipalsukan. 5. Bila hilang sukar diganti. 6. Pembuatannya sukar karena syarat-syaratnya berat. 7. Sukar diawasi.

<p>saham atas nama yang diperdagangkan.</p> <p>3. Nama-nama pemegang saham diketahui, sehingga mudah diawasi.</p> <p>4. Sukar dipalsukan.</p> <p>5. Bila hilang mudah diganti.</p> <p>6. Pembuatannya relatif mudah.</p> <p>7. Mudah diawasi.</p>	
---	--

Sumber: Anoraga dan Pakarti, 2001

2. Saham Preferen

Saham preferen merupakan saham yang diberikan atas hak untuk mendapatkan dividen dan bagian kekayaan pada saat perusahaan dilikuidasi lebih dahulu dari saham biasa. Di samping itu mempunyai preferensi untuk mengajukan usul pencalonan direksi atau komisaris. Saham preferen mempunyai ciri-ciri yang merupakan gabungan dari hutang dan modal sendiri. Ciri-ciri penting dari saham preferen adalah:

a. Hak utama atas dividen

Pemegang saham preferen mempunyai hak lebih dulu untuk menerima dividen. Dengan kata lain, pemegang saham preferen harus menerima dividen mereka terlebih dahulu sebelum dividen dibagikan kepada para pemegang saham biasa.

b. Hak utama atas aktiva perusahaan

Dalam likuidasi, pemegang saham preferen berkedudukan sesudah kreditur biasa tetapi sebelum pemegang saham biasa. Mereka berhak menerima pembayaran maksimum sebesar nilai nominal saham preferen, sesudah para kreditur perusahaan termasuk pemegang obligasi dilunasi.

c. Penghasilan tetap

Penghasilan tetap para pemegang saham preferen biasanya berupa jumlah yang tetap. Misalnya saham preferen 15% memberikan hak kepada pemegang saham untuk menerima dividen sebesar 15% dari nilai nominal tiap tahun.

d. Jangka waktu yang tidak terbatas

Umumnya saham preferen dikeluarkan untuk jangka waktu yang terbatas. Akan tetapi dapat juga pengeluaran saham preferen dilakukan dengan syarat bahwa perusahaan mempunyai hak untuk membeli kembali saham preferen tersebut dengan harga tertentu.

e. Tidak mempunyai hak suara

Umumnya para pemegang saham preferen tidak mempunyai hak suara dalam rapat umum pemegang saham. Kalaupun hak suara diberikan, biasanya dibatasi pada hal-hal yang ada sangkut pautnya dengan manajemen perusahaan.

f. Saham preferen kumulatif

Dalam hal ini dividen yang tidak terbayar pada pemegang saham preferen tetap menjadi hutang perusahaan dan harus dibayar dalam tahun tersebut atau tahun berikutnya bila perusahaan memperoleh laba yang cukup.

2.1.5 Portofolio Efisien

Pembentukan portofolio yang efisien, perlu dibuat beberapa asumsi mengenai perilaku investor dalam membuat keputusan investasi. Asumsi yang wajar adalah investor cenderung menghindari risiko (*risk averse*). Investor penghindar risiko adalah investor yang jika dihadapkan pada dua investasi dengan pendapatan diharapkan yang sama dan risiko yang berbeda, maka ia akan memilih investasi dengan tingkat risiko yang lebih rendah (Fabozzi, 2010). Jika seorang investor memiliki beberapa pilihan portofolio yang efisien, maka portofolio yang paling optimal yang akan dipilihnya. Sharpe, Alexander dan Bailey (2007) mengatakan kunci mengapa investor hanya perlu melihat portofolio terletak dalam teorema *efficient set* yang menyatakan: Investor akan memilih portofolio yang optimal dari sejumlah portofolio yang (1) menawarkan ekspektasi *Return* maksimum untuk berbagai tingkat risiko, (2) menawarkan risiko yang minimum untuk berbagai tingkat ekspektasi *Return*. Sejumlah portofolio yang memenuhi dua kondisi ini disebut *efficient set* atau *efficient frontier*.

Portofolio yang efisien adalah portofolio yang memberikan *Return* ekspektasi

terbesar dengan risiko tertentu, atau memberikan risiko yang terkecil dengan *Return* ekspektasi tertentu. Portofolio yang efisien dapat ditentukan dengan memilih tingkat *Return* ekspektasi tertentu dan kemudian meminimumkan risikonya atau menentukan tingkat risiko yang tertentu dan kemudian memaksimumkan *Return* ekspektasinya (Tandelilin, 2010). Investor dapat memilih kombinasi dari aktiva-aktiva untuk membentuk portofolionya. Seluruh set yang memberikan kemungkinan portofolio yang dapat dibentuk dari kombinasi aktiva-aktiva yang tersedia disebut dengan *opportunity set* atau *attainable set*. Semua titik di *attainable set* menyediakan semua kemungkinan portofolio baik yang efisien maupun yang tidak efisien yang dapat dipilih oleh investor. Kumpulan (set) dari portofolio yang efisien inilah yang disebut dengan *efficient set* atau *effisien frontier* (Jogiyanto, 2008)

2.1.6 Portofolio Optimal

Portofolio optimal dapat ditentukan dengan menggunakan model Markowitz atau dengan model Indeks Tunggal. Untuk menentukan portofolio yang optimal dengan model-model ini, yang pertama kali dibutuhkan adalah menentukan portofolio yang efisien, semua portofolio yang optimal adalah portofolio yang efisien. Investor yang lebih menyukai risiko akan memilih portofolio dengan *Return* yang tinggi dengan membayar risiko yang juga lebih tinggi dibandingkan dengan investor yang kurang menyukai risiko (Jogiyanto, 2008).

Dalam konteks manajemen investasi, Halim (2008) mengatakan bahwa kurva indifere (indifference curve-IC) merupakan suatu kurva yang menunjukkan berbagai kombinasi efek yang memberikan tingkat pengembalian yang sama (indifference) bagi investor. Kemiringan (slope) IC menunjukkan tingkat substitusi marginal (*marginal rate of substitution*) dari tingkat pengembalian dan risiko. Semakin besar kemiringan IC menunjukkan bahwa investor semakin hati-hati terhadap risiko. Sebaliknya, semakin kecil kemiringan IC menunjukkan bahwa investor semakin berani menghadapi risiko.

2.1.7 Ukuran Kinerja Sharpe

William Sharpe (mengembangkan model yang disebut dengan model indeks

tunggal. Model ini dapat digunakan untuk menyederhanakan perhitungan di model Markowitz dengan menyediakan parameter-parameter input yang dibutuhkan di dalam perhitungan model Markowitz. Di samping itu, model ini dapat juga digunakan untuk menghitung return ekspektasi dan risiko portofolio. Model ini didasarkan pada pengamatan bahwa harga dari suatu sekuritas berfluktuasi searah dengan indeks harga pasar. Secara khusus, dapat diamati bahwa kebanyakan saham cenderung mengalami kenaikan jika indeks harga saham naik. Kebalikannya juga benar. Hal ini menyarankan bahwa return-return dari sekuritas mungkin berkorelasi karena adanya reaksi umum (*common response*) terhadap perubahan-perubahan nilai pasar.

Perhitungan untuk menentukan portofolio optimal sangat dimudahkan jika hanya didasarkan pada sebuah angka yang dapat menentukan apakah suatu sekuritas dapat dimasukkan ke dalam portofolio optimal tersebut. Angka tersebut adalah rasio antara ekses return dengan Beta. Excess return didefinisikan sebagai selisih return ekspektasi dengan return aktiva bebas risiko. Excess return to Beta ini mengukur kelebihan return relative terhadap satu unit risiko yang tidak dapat didiversifikasikan yang diukur dengan Beta. Rasio ini juga menunjukkan hubungan antara dua faktor penentu investasi, yaitu return dan risiko menurut Samsul (2008)

$$R/V_s = (R_p - R_f) / \sigma_p$$

Ket:

R/V_s = Nilai Kinerja aset yang dihasilkan menurut model *Sharpe*

R_p = Average Annual Return Portofolio, Capital Gain dikurangi biaya jual beli dan biaya administrasi mutual funds

R_f = Risk Free tahunan

σ_p = Standar Deviasi return portofolio sebagai tolok ukur risiko

Jika portofolio sangat diversifikasi maka total risiko hampir sama dengan risiko sistematis dikarenakan risiko unsistematis mendekati nol. Hal ini juga dapat disebut bila portofolio sama dengan portofolio pasar maka total risiko sama dengan risiko sistematis atau risiko pasar atau dapat disebut dengan beta.

Model indeks tunggal menggunakan Beta untuk menghitung *return* ekspektasi, varian, dan kovarian *return* sekuritas tunggal, serta menghitung *return* dan varian portofolio. Beta suatu sekuritas dapat dihitung dengan teknik estimasi yang menggunakan data historis. Beta yang dihitung berdasarkan data historis ini selanjutnya dapat digunakan untuk mengestimasi Beta masa datang. Bukti-bukti empiris melalui penelitian yang dilakukan oleh Levy dan Blume (Jogiyanto, 2010;266) menunjukkan bahwa Beta historis mampu menyediakan informasi mengenai Beta masa depan.

Korelasi terendah hasil dari penelitian Blume adalah 0,60 untuk portofolio yang terdiri dari satu sekuritas dan korelasi tertingginya adalah 0,98 untuk portofolio yang terdiri dari 50 sekuritas. Ini menunjukkan bahwa Beta historis mempunyai hubungan dengan Beta masa datang. Hubungan ini akan semakin kuat untuk Beta portofolio yang mempunyai banyak sekuritas di dalamnya. Beta dari suatu portofolio (β_p) merupakan rata-rata tertimbang dari berbagai Beta masing-masing sekuritas, yaitu β_i . Bobot untuk setiap sekuritas atau X_i adalah nilai dari sekuritas ke-i dibagi dengan portofolio.

2.1.8 Investasi

Investasi pada hakekatnya merupakan penempatan sejumlah dana pada saat ini dengan harapan untuk memperoleh keuntungan di masa yang akan datang. Ada dua faktor yang dipertimbangkan dalam pengambilan keputusan, yaitu tingkat pengembalian dan risiko. Investasi di pasar modal sangat memerlukan pengetahuan yang cukup, pengalaman, serta naluri bisnis untuk menganalisis efek-efek mana saja yang akan dibeli, mana yang akan dijual dan mana yang tetap dimiliki (Samsul, 2006). Selanjutnya Samsul mengatakan bahwa setiap investor yang melakukan investasi saham memiliki tujuan yang sama, yaitu mendapatkan *capital gain*, yaitu selisih positif antara harga jual dan harga beli saham dan dividen tunai yang diterima dari emiten karena perusahaan memperoleh keuntungan. Proses investasi menunjukkan cara investor seharusnya melakukan investasi dalam surat berharga, yaitu meliputi sekuritas yang dipilih, dan waktu investasi tersebut dilakukan. Untuk mengambil keputusan tersebut meliputi langkah-langkah sebagai berikut (S. Husnan, 2009)

1. Menentukan Kebijakan investasi

Pada awalnya investor harus menentukan tujuan investasinya dan besar investasi yang akan dilakukan. Terdapat hubungan yang erat antara *Return* dan risiko investasi, sehingga investor tidak dapat mengharapkan keuntungan sebesar-besarnya karena pada dasarnya investasi yang dilakukan mengandung risiko yang merugikan. Jadi dalam hal ini tujuan investasi harus dinyatakan dalam keuntungan maupun risiko.

2. Analisis Sekuritas

Pada tahap ini investor melakukan analisis secara individual maupun kelompok surat berharga. Terdapat dua pendapat dalam melakukan analisis sekuritas, yaitu pertama terdapat sekuritas *mispriced* (harga sekuritas yang salah, yaitu terlalu rendah atau terlalu tinggi). Analisis sekuritas ini dapat dilakukan berdasar informasi fundamental maupun teknikal, dengan analisis ini surat berharga yang *mispriced* dapat terdeteksi.

3. Pembentukan Portofolio

Tahap ini menyangkut identifikasi terhadap sekuritas-sekuritas yang akan dipilih, dan besar proporsi dana yang akan ditanamkan pada masing-masing sekuritas tersebut. Pemilihan banyaknya sekuritas atau diversifikasi surat berharga dimaksudkan untuk mengurangi risiko yang akan ditanggung.

4. Melakukan Revisi Portofolio

Tahap ini merupakan pengulangan tiga tahap sebelumnya, dengan tujuan melakukan revisi atau perubahan terhadap portofolio apabila diperlukan. Hal ini dilakukan investor apabila dirasa portofolio yang ada tidak optimal atau tidak sesuai dengan preferensi risiko investor.

5. Evaluasi Kinerja Portofolio

Pada tahap ini investor melakukan penilaian terhadap kinerja portofolio, baik pada aspek tingkat keuntungan yang diperoleh maupun risiko yang ditanggung.

Rasionalitas investor diukur dari sejauh mana investor melakukan prosedur pemilihan saham dan penentuan portofolio optimal dari data historis pada saham-saham yang listed di Bursa Efek. Permasalahan ini dapat dijawab melalui dua pendekatan, pertama dengan melakukan penghitungan untuk memilih saham dan

menentukan portofolio optimal dengan model indeks tunggal, kedua dengan pola perilaku investor di bursa yang tercermin dari aktivitasnya melakukan transaksi jual beli saham pada saham-saham yang diikutkan dalam portofolio (Sartono dan Zulaihati, 2008). Menurut Trone dan Allbrigt (1996) investor yang rasional melakukan keputusan investasi didasari dengan menganalisis situasi saat ini; mendesain portofolio optimal; menyusun kebijakan investasi; mengimplikasikan strategi investasi; memonitor dan melakukan supervisi pada kinerja khusus para manajer keuangan.

2.1.9 Return

Suatu investasi yang mengandung risiko lebih tinggi seharusnya memberikan *Return* diharapkan yang juga lebih tinggi. Semakin tinggi risiko semakin tinggi pula *Return* yang diharapkan. Investasi yang berisiko (*risky assets*) mencakup investasi dalam saham, obligasi, reksadana, dan *commercial paper*. Sementara investasi tanpa risiko (*risk free assets*) mencakup investasi dalam deposito dan SBI (Samsul, 2006).

Return merupakan imbalan atas keberanian investor menanggung risiko atas investasi yang dilakukan. Sumber-sumber *Return* investasi terdiri dari dua komponen utama, yaitu *yield* dan *capital gain*. *Yield* merupakan komponen *Return* yang mencerminkan aliran kas atau pendapatan yang diperoleh secara periodik dari suatu investasi. Sedangkan *capital gain* yaitu kenaikan harga suatu surat berharga (saham atau surat utang jangka panjang), yang bisa memberikan keuntungan bagi investor. Penjumlahan *yield* dan *capital gain* disebut sebagai *Return* total suatu investasi (Tandellin, 2010).

Return realisasi portofolio (*portfolio realized Return*) merupakan rata-rata tertimbang dari *Return-Return* realisasi masing-masing sekuritas tunggal di dalam portofolio tersebut (Jogiyanto, 2008). Selanjutnya Jogiyanto juga menjelaskan bahwa *Return* ekspektasi portofolio (*portfolio expected Return*) merupakan rata-rata tertimbang dari *Return-Return* ekspektasi masing-masing sekuritas tunggal di dalam portofolio.

Menurut Mohamad Samsul (2009:167) mendefinisikan *return* saham adalah pendapatan yang dinyatakan dalam persentase dari modal awal investasi. Pendapatan investasi dalam saham ini meliputi keuntungan jual beli saham, dimana jika untung disebut *capital gain* dan jika rugi disebut *capital loss*. Disamping *capital gain*, investor juga akan menerima dividen tunai setiap tahunnya. Emiten akan membagikan dividen tunai dua kali setahun, di mana yang pertama disebut dividen interim yang dibayarkan selama tahun berjalan, sedangkan yang kedua disebut dividen final yang dibagikan setelah tutup tahun buku.

Return dapat dibagi menjadi dua yaitu:

- a. *Return* realisasi (*realized return*) merupakan *return* yang telah terjadi. *Return* realisasi dihitung berdasarkan data historis. *Return* realisasi penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja dari perusahaan. *Return* historis juga berguna sebagai dasar penentuan *return* ekspektasi (*expected return*) dan risiko dimasa datang.
- b. *Return* ekspektasi (*expected return*) adalah *return* yang diharapkan akan diperoleh oleh investor dimasa mendatang. Berbeda dengan *return* realisasi yang sifatnya sudah terjadi, *return* ekspektasi sifatnya belum terjadi. Beberapa pengukuran *return* realisasi yang banyak digunakan adalah *return* total, *relative return*, *kumulatif return*, dan *return* disesuaikan. *Return* merupakan hasil yang diperoleh dari suatu kegiatan investasi.

Menurut Jogiyanto (2009:85), *Return* saham yang diperoleh investor yang merupakan hasil dari investasi modal terdiri dari

a.
$$\text{Capital Gain (loss)} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Keterangan

P_t = Harga Saham Periode Sekarang

P_{t-1} = Harga Saham Periode Sebelumnya

b. *Yield*

Merupakan persentase penerimaan kas periode tertentu terhadap harga investasi dari suatu investasi dan untuk saham biasa dimana pembayaran periodic sebesar D_t rupiah perlembar.

$$Yield = \frac{D_t}{P_{t-1}}$$

Keterangan

D_t = Deviden Kas yang dibayarkan

P_{t-1} = Harga Saham Periode Sebelumnya

2.1.10 Risiko

Portofolio keuangan dapat diartikan sebagai investasi dalam berbagai instrumen keuangan yang dapat diperdagangkan di Bursa Efek dan Pasar uang dengan tujuan menyebarkan sumber perolehan *Return* dan kemungkinan risiko. Untuk mengurangi risiko investasi, investor harus mengenal jenis risiko investasi. Jenis risiko ini dikelompokan dalam dua kelompok besar, yaitu risiko sistematis atau disebut *systemic risk* atau *undiversifiable risk*, dan risiko tidak sistematis atau disebut *unsystematic risk* atau *specific risk* atau *diversifiable risk* (Samsul, 2006).

Risiko merupakan besarnya penyimpangan antara tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected Return*) dengan tingkat pengembalian aktual (*actual Return*). Semakin besar tingkat perbedaannya berarti semakin besar pula tingkat risikonya. Risiko dapat dibedakan menjadi (Halim, 2008):

1. Risiko sistematis β_1 (*systematic risk*)

Merupakan risiko yang tidak dapat dihilangkan dengan melakukan diversifikasi, karena fluktuasi risiko ini dipengaruhi oleh faktor-faktor makro yang dapat mempengaruhi pasar secara keseluruhan. Risiko ini disebabkan oleh faktor-faktor yang serentak mempengaruhi harga saham di pasar modal, misalnya perubahan dalam kondisi perekonomian, iklim politik, peraturan perpajakan, kebijakan pemerintah, dan lain sebagainya.

2. Risiko tidak sistematis σe_{i2} (*unsystematic risk*)

Merupakan risiko yang dapat dihilangkan dengan melakukan diversifikasi, karena risiko ini hanya ada dalam satu perusahaan atau industri tertentu.

Misalnya faktor struktur modal, struktur aset, tingkat likuiditas, tingkat keuntungan, dan lain sebagainya. Risiko tidak sistematis diukur dengan varian residu atau abnormal *Return* (e_i). Nilai realisasi merupakan nilai yang sudah pasti tidak mengandung kesalahan pengukuran sebaliknya nilai ekspektasi merupakan harapan yang belum terjadi yang masih mengandung ketidakpastian. Perbedaan nilai ekspektasi dengan nilai realisasi yang merupakan kesalahan residu (e_i).

Berdasarkan kesediaan dalam menanggung risiko investasi, investor dikenal ada 3 yaitu berani mengambil risiko (*risk taker*), sikap netral terhadap risiko (*risk neutral*) dan yang tidak berani mengambil risiko (*risk averse*). *Risk taker* adalah sikap seorang yang memilih taruhan yang *fair* sedangkan *risk neutral* adalah seseorang bersikap *indifference* terhadap taruhan yang *fair*, dan *risk averse* adalah investor akan menolak taruhan yang *fair* (Husnan, 2008).

Masing-masing ini menyebabkan investor mempunyai preferensi yang berbeda dalam melihat suatu portofolio. Tidak hanya itu, preferensi dari investor akan risiko dari suatu portofolio berbeda juga satu sama lainnya. Statman (2008) mengatakan bahwa risiko merupakan kemungkinan perbedaan antara *Return* aktual yang diterima dengan *Return* yang diharapkan. Risiko dari suatu portofolio saham bergantung kepada proporsi dari saham-saham individu, *varians*, dan *covarians* dari saham-saham tersebut. Perubahan yang terjadi pada variabel-variabel tersebut akan merubah risiko dari portofolio. Masih berkaitan dengan hal itu, sudah merupakan kebenaran umum bahwa bila saham-saham yang dipilih secara acak dan digabungkan ke dalam suatu portofolio, maka risiko portofolio akan menurun sesuai dengan banyaknya saham yang berbeda ditambahkan. Harry M. Markowitz di tahun 1950-an (dalam Jogiyanto, 2008) menunjukkan bahwa secara umum risiko mungkin dapat dikurangi dengan menggabungkan beberapa sekuritas tunggal ke dalam bentuk portofolio. Persyaratan utama untuk dapat mengurangi risiko di dalam portofolio ialah *Return* untuk masing-masing sekuritas tidak berkorelasi secara positif dan sempurna. Selanjutnya Jogiyanto (2008) juga menyebutkan bahwa salah satu pengukur risiko adalah deviasi standar atau varian yang merupakan kuadrat dari deviasi standar. Risiko yang diukur

dengan ukuran ini mengukur risiko dari seberapa besar nilai tiap-tiap item menyimpang dari rata-ratanya. Risiko portofolio juga dapat diukur dengan besarnya deviasi standar atau varian dari nilai-nilai *Return* sekuritas-sekuritas tunggal yang ada di dalamnya.

Faktor-faktor penyebab timbulnya risiko akan mempengaruhi melencengnya realisasi *return* suatu investasi terhadap nilai yang diharapkan (*expected return*). Berbagai literatur menulis berbagai sumber risiko, diantaranya adalah sebagai berikut:

1. *Interest rate risk*, yaitu risiko yang disebabkan oleh perubahan tingkat bunga tabungan dan tingkat bunga pinjaman. Misalnya tingkat bunga mengalami kenaikan, perubahan tersebut akan mempengaruhi pilihan investasi dalam saham, obligasi, dan deposito. Tingkat bunga yang tinggi dapat menyebabkan *return* yang diperoleh dari investasi berisiko rendah (deposito) lebih tinggi daripada *return* investasi yang berisiko tinggi (saham), sehingga investor akan lebih tertarik untuk menempatkan dananya dalam bentuk deposito dari pada membeli saham.
2. *Market risk*, yaitu risiko yang disebabkan oleh gejolak (*variability*) *return* suatu investasi sebagai akibat dari fluktuasi transaksi di pasar keseluruhan. *Market risk* disebabkan oleh peristiwa-peristiwa yang bersifat menyeluruh yang mempengaruhi kegiatan pasar secara umum (*aggregate*), seperti resesi, peperangan, perubahan struktur perekonomian (misalnya dari sektor pertanian ke sektor industri atau dari sektor industri ke sektor jasa), dan perubahan selera konsisten.
3. *Inflation risk*, yaitu risiko yang disebabkan oleh menurunnya daya beli masyarakat sebagai akibat dari kenaikan harga barang-barang secara umum. Permintaan terhadap barang-barang meningkat, tetapi daya beli rendah, sehingga masyarakat tidak mampu membelinya. Pada akhirnya, perusahaan akan kesulitan dalam memproduksi karena biaya produksi menjadi tinggi dan harga jualnya tidak terjangkau oleh konsumen, sehingga penjualannya akan turun dan akhirnya harga saham perusahaan tersebut melemah.
4. *Business risk*, yaitu risiko yang disebabkan oleh tantangan bisnis yang dihadapi perusahaan makin berat, baik akibat tingkat persaingan yang makin ketat,

perubahan peraturan pemerintah, maupun claim dari masyarakat terhadap perusahaan karena merusak lingkungan. Kita melihat banyak perusahaan kayu lapis yang terancam bangkrut atau malah sudah tidak bisa beroperasi akibat tidak tersedianya bahan baku, yaitu kayu bulat (*logging*).

5. *Financial risk*, yaitu risiko keuangan yang berkaitan dengan struktur modal yang digunakan untuk mendanai kegiatan perusahaan. Perusahaan yang mempunyai hutang besar mempunyai risiko yang juga besar di mata pemegang sahamnya karena sebagian besar laba operasi perusahaan akan digunakan untuk membayar biaya bunga pinjaman tersebut. Akibatnya, bagian laba atau dividen yang diterima oleh pemegang saham menjadi kecil.
6. *Liquidity risk*, yaitu risiko yang berkaitan dengan kesulitan untuk mencairkan portofolio atau menjual saham karena tidak ada yang membeli saham tersebut. *Liquidity risk* juga terkait dengan kondisi perusahaan yang mengeluarkan saham tersebut. Misalnya perusahaan sedang menghadapi kesulitan keuangan atau perusahaan dinilai terlalu kecil atau tidak menarik sehingga tidak ada investor yang bersedia membeli saham perusahaan tersebut.
7. *Exchange rate risk*, atau *currency risk*. Bagi investor yang melakukan investasi di berbagai negara dengan berbagai mata uang, perubahan nilai tukar mata uang akan menjadi faktor penyebab *real return* lebih kecil daripada *expected return*. Perubahan nilai tukar dapat disebabkan oleh perubahan permintaan terhadap mata uang suatu negara dalam perdagangan internasional dan mata uang sebagai “komoditas” yang diperjual belikan.
8. *Country risk*. Risiko ini juga berkaitan dengan investasi lintas negara yang disebabkan oleh kondisi politik, keamanan, dan stabilitas perekonomian negara tersebut. Makin tidak stabil keamanan, politik, keamanan, dan perekonomian suatu negara, semakin tinggi risiko berinvestasi di negara tersebut karena *return* investasi jadi semakin tidak pasti, sehingga kompensasi atau *return* yang di tuntut atas suatu investasi semakin tinggi. Oleh karena itu, stabilitas negara tujuan investasi menjadi pertimbangan yang sangat penting sebelum memutuskan melakukan investasi di negara lain.

Varians dan standar deviasi digunakan untuk mengukur tingkat risiko. Varians mengukur penyimpangan suatu distribusi sekitar nilai yang diharapkan, semakin besar varians maka semakin besar penyimpangan.

Varians dapat dicapai dengan menggunakan persamaan:

$$\text{Varian } (\sigma^2) = \frac{\sum (R_i - \bar{R})^2}{n - 1}$$

Keterangan :

σ = varian

R_i = *Return* period ke-t

\bar{R} = Rata-rata *return*

n = jumlah sampel

Standar deviasi merupakan akar dari varians, yang dapat dicari dengan persamaan:

$$\text{Standar Deviasi} = \sigma = \sqrt{\sigma^2}$$

2.1.11 Saham LQ 45

Perkembangan perdagangan saham di BEI akan meningkatkan minat investor untuk memantau pergerakan harga saham-saham yang aktif diperdagangkan. Penggunaan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) sebagai proxy penghitungan *Return* pasar dirasakan memiliki kelemahan, karena IHSG menggunakan pembobotan berdasarkan atas kapitalisasi seluruh saham. Dengan demikian saham-saham kurang aktif akan berpengaruh kecil pada IHSG dan sebaliknya saham-saham berkapitalisasi besar akan sangat kuat mempengaruhinya. Sehingga IHSG kurang mencerminkan pergerakan saham-saham yang aktif atau likuid di pasar sekunder. Oleh karena itu dipandang perlu untuk membuat indeks baru yang mencerminkan pergerakan harga saham yang aktif diperdagangkan dan juga mempengaruhi keadaan pasar. Maka dibentuk indeks baru yang mencerminkan beberapa kriteria pemilihan yang terdiri dari saham-saham dengan likuiditas, kapitalisasi pasar yang tinggi, memiliki frekuensi perdagangan tinggi

dan memiliki prospek pertumbuhan serta kondisi keuangan yang cukup baik, yang terdiri dari 45 saham. (Sartono dan Zulaihati, 2008)

Bursa Efek Jakarta terus memantau perkembangan komponen saham yang masuk dalam perhitungan LQ 45. Setiap 6 bulan sekali dilakukan *review* pergerakan ranking saham-saham yang digunakan dalam perhitungan Indeks LQ 45. Untuk menjamin pemilihan saham, Bursa Efek Jakarta memiliki komisi penasehat yang terdiri dari para ahli dari Bapepam, Perguruan Tinggi dan Profesional di bidang pasar modal yang independen.

2.2 Penelitian Terdahulu

Penelitian-penelitian sebelumnya dapat dilihat pada tabel 2.1 di bawah ini :

Tabel 2.2
Ringkasan Penelitian Terdahulu

Peneliti	Judul	Alat Analisis	Hasil
Bawasir dan Sitanggang (2009)	Memilih Saham Untuk Portofolio Optimal	<i>Cut-off Rate</i>	Tidak ada perbedaan antara investor domestik dan asing dalam pemilihan portofolio. Investor domestik dan asing tidak menggunakan untuk membentuk portofolio
Agustin Sulistyorini (2009)	Analisis kinerja Portofolio saham dengan metode Sharpe, Treynor dan Jensen	<i>Sharpe, Treynor, dan Jensen</i>	Indeks kinerja Sharpe, Treynor dan Jensen menunjukkan ada 4 saham LQ 45 dari tahun 2003 sampai tahun 2007 yang selalu menunjukkan indeks kinerja bernilai negatif paling banyak yaitu; BBCA (Bank Central Asia Tbk), INDF (Indofood Sukses Makmur Tbk), ISAT (Indosat Tbk), TLKM (Telekomunikasi Indonesia Tbk).
Saptono Budi Satryo (2005)	Optimasi Portofolio Saham Syariah (Studi Kasus BEI Tahun 2002-2009)	Markowitz	<i>Return</i> portofolioiio proporsional terhadap nilai risikonya, sesuai dengan “ <i>high Return and high risk principles</i> ”

Sulistya Rini (2013)	Evaluasi kinerja portofolio dengan menggunakan model Sharpe (Studi Pada Perusahaan yang Listing Pada Indeks Lq 45 di BEI Periode 2012)	<i>Model Sharpe</i>	Rata-rata tingkat pengembalian saham individu dan risiko saham individu pada masing-masing semester memiliki nilai yang berbeda. Pada semester I, rata-rata tingkat pengembalian saham individu tertinggi dimiliki oleh CPIN dan terendah dimiliki oleh
Sugeng Sulistiono, (2006)	Analisis dan desain Proses Pembentukan Portofolio yang Optimal Perusahaan yang Go Public pada PT Bursa Efek Jakarta	MS Excel	pemilihan portofolio yang optimal dipertimbangkan berdasarkan preferensi investor terhadap risiko yaitu <i>risk averse</i> , <i>risk neutral</i> , dan <i>risk taker</i> .
R. Agus Sartono dan Arie Andika Setiawan (2006)	VAR Portofolio Optimal: Perbandingan Antara Metode Markowitz dan Mean Absolute Deviation	Metode Mean-Absolute Deviation (MAD) dan Mean-Variance	ada korelasi positif antara standar deviasi dan <i>Return</i> portofolio, baik pada portofolio- portofolio yang dihasilkan metode <i>Mean-Variance</i> maupun metode <i>Mean-Absolute Deviation</i> . Namun secara statistik, korelasi ini tidak cukup kuat. Dapat disimpulkan bahwa standar deviasi tidak cukup baik sebagai tolok ukur risiko suatu portofolio.

Sumber : berbagai jurnal dan penelitian terdahulu

2.3 Kerangka Pemikiran

Salah satu metode analisis portofolio yang digunakan adalah metode indeks tunggal (*Single Index Model*). Salah satu kegunaan model indeks tunggal adalah untuk menyederhanakan model Markowitz dan selain hasil dari model indeks tunggal dapat digunakan sebagai input analisis portofolio, model indeks tunggal juga dapat digunakan secara langsung untuk analisis portofolio yang menyangkut perhitungan return ekspektasian portofolio dan risiko portofolio (Fahmi, 2009).

Model indeks tunggal membolehkan lebih banyak sekuritas dianalisis dibandingkan dengan model Markowitz yang memerlukan penaksiran yang begitu banyak jika jumlah sekuritas ditambahkan. Model indeks tunggal bisa menyederhanakan perhitungan pembentukan portofolio dengan meminimalkan variabel yang diteliti sehingga memungkinkan dilakukannya analisis terhadap jumlah saham yang lebih besar

Berdasarkan landasan teori di atas, maka dapat diringkas ke dalam kerang pemikiran sebagai berikut:



Gambar 2.1
Prosedur Pembuatan Portofolio Optimal