

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1. Teori Portofolio

Dasar model portofolio dikembangkan oleh Harry Markowitz, orang yang menurunkan tingkat pengembalian yang diharapkan pada portofolio aset dan pengukuran risiko yang diharapkan. Markowitz menunjukkan bahwa varians dari tingkat pengembalian merupakan pengukuran risiko portofolio yang berarti berdasarkan beberapa asumsi dan dia juga menurunkan formula untuk mengukur varians portofolio. Asumsi model Markowitz berdasarkan beberapa asumsi perilaku investor, diantaranya adalah sebagai berikut¹⁴ :

1. Para investor memperhatikan setiap alternatif investasi yang direpresentasikan oleh probabilitas distribusi tingkat pengembalian yang diharapkan selama periode tertentu.
2. Para investor memaksimalkan satu periode utilitas yang diharapkan, dan kurva utilitasnya mendemostrasikan *diminishing marginal utility of wealth*.
3. Para investor mengestimasi risiko portofolio berdasarkan variabilitas dari tingkat pengembalian yang diharapkan.
4. Basis keputusan para investor adalah pada tingkat pengembalian yang diharapkan dan risiko, sehingga kurva utilitasnya merupakan fungsi dari tingkat pengembalian yang diharapkan dan varians (atau standar deviasi) yang diharapkan.

¹⁴ Frank K.Reilly dan Keith C.Brown. *Investment Analysis & portfolio management*, (ed:7, Thomson Learning, 2003), hal 211

5. Pada tingkat risiko tertentu, para investor lebih menginginkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi daripada tingkat pengembalian yang lebih rendah, atau pada tingkat pengembalian yang diharapkan tertentu, para investor lebih menyukai risiko yang lebih kecil daripada risiko yang lebih besar.

Berdasarkan asumsi diatas, sebuah aset atau aset portofolio dapat dikatakan efisien jika tidak ada aset lain atau aset portofolio aset lain yang menawarkan *expected return* yang lebih tinggi pada risiko yang sama atau risiko yang lebih rendah, atau pada risiko yang lebih rendah dengan *expected return* yang sama atau *expected return* yang lebih tinggi.

Oleh sebab itu, terdapat beberapa langkah yang harus dipenuhi oleh manajer investasi dalam mengelola sebuah portofolio seperti Reksa Dana, agar portofolio tersebut mampu memenuhi tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor.

Langkah-langkah tersebut antara lain adalah :⁸

1. Membuat kebijakan portofolio

Pada tahap awal ini, investor mengemukakan kepada pengelola portofolio risiko-risiko apa yang bersedia mereka ambil serta hambatan dan tujuan dari investasi mereka. Semua keputusan investasi nantinya akan didasarkan pada kebijakan investasi yang telah dibuat untuk memastikan bahwa keputusan investasi tadi sesuai dengan apa yang diinginkan investor. Kebijakan investasi juga sebaiknya ditinjau secara berkala karena ada kemungkinan terjadinya perubahan pada profil investor.

2. Menganalisa kondisi keuangan, ekonomi, politik, dan sosial masa sekarang dan proyeksi masa yang akan datang

⁸ Ibid, hal 38

Pada tahap ini pengelola portofolio melakukan analisa terhadap kondisi keuangan, ekonomi, politik, dan sosial di masa sekarang serta melakukan proyeksi di masa yang akan datang sehingga pengelola portofolio dapat menentukan strategi investasi. Ekonomi merupakan hal yang sangat dinamis karena ekonomi dipengaruhi oleh banyak hal, misalnya pergerakan industri, politik perubahan demografi, perilaku sosial, dan lain-lain. Oleh karena itu, portofolio membutuhkan tinjauan secara periodik agar dapat merefleksikan ekspektasi pasar modal.

3. Pembentukan portofolio

Dengan kebijakan investasi dan prediksi akan perekonomian, pengelola portofolio mengimplementasikan strategi investasi dan menentukan bagaimana mengalokasikan dana investor ke berbagai jenis investasi, sehingga diharapkan pengelola portofolio mampu meminimalisasi risiko yang ditanggung investor sekaligus memenuhi harapan investor yang dinyatakan dalam keijakan investasi.

4. Memonitor dan mengevaluasi portofolio secara berkala

Pada tahap ini, pengelola portofolio melakukan peninjauan secara berkala terhadap profil dan permintaan investor serta kondisi dari pasar modal. Dan terdapat kemungkinan untuk terus menyesuaikan kebijakan investasi sesuai dengan kondisi yang ada. Dengan demikian, strategi investasi juga dapat dimodifikasi sewaktu-waktu. Elemen penting dari memonitor kinerja portofolio adalah melakukan evaluasi terhadap kinerja portofolio dan membandingkan hasil aktual dengan ekspektasi sebelumnya serta ketentuan-ketentuan yang ada pada kebijakan investasi.

Pengelola portofolio pada umumnya juga memiliki gaya masing-masing dalam mengelola sebuah portofolio agar hasil aktual yang terjadi sama dengan apa yang

diharapkan. Dalam pelaksanaannya, secara umum terdapat dua macam gaya dalam mengelola suatu portofolio, yaitu :⁹

1. Pengelolaan portofolio pasif

Pengelolaan portofolio secara pasif merupakan strategi beli dan tahan dalam jangka waktu yang relatif lama. Pada umumnya, investasi yang akan dimasukkan ke dalam portofolio pasif adalah investasi yang dapat menghasilkan *return* portofolio yang sesuai dengan pergerakan indeks pasar setiap saat, karena strategi ini sering juga disebut *indexing*.

2. Pengelolaan portofolio aktif

Pengelolaan portofolio aktif merupakan usaha pengelola portofolio untuk memperoleh tingkat pengembalian portofolio yang melebihi dari suatu portofolio acuan pasif, dengan tingkat risiko yang telah disesuaikan. Yang dijadikan portofolio acuan adalah portofolio pasif yang memiliki karakteristik umum (seperti beta, *dividend yield*, pembobotan industri, serta besarnya perusahaan) yang sesuai dengan risiko dan tingkat pengembalian yang diinginkan oleh investor.

2.2. Risiko sistematis dan non sistematis

Beberapa risiko ada yang dapat dikurangi dengan melakukan diversifikasi, yaitu risiko non sistematis yang biasanya disebut dengan *diversifiable risk* (atau *unsystematic risk*), namun ada juga risiko yang tidak dapat dikurangi dengan diversifikasi, yaitu risiko sistematis yang biasa disebut dengan *Nondiversifiable risk* (atau *systematic risk*), dimana *nondiversifiable risk* sesungguhnya adalah *market risk*. Total dari *diversifiable risk* dan *nondiversifiable risk* disebut sebagai *specific risk*.¹⁰

⁹ Ibid, hal 653

¹⁰ Douglas R. Emery, John D. Finnerty, John D. Stowe. *Corporate financial theory* (ed:2, hal 296)

2.2.1. Koefisien beta

Beta merupakan ukuran standarisasi risiko, karena beta menghubungkan antara kovarians dengan varians portofolio pasar. Beta dapat dirumuskan dengan sebagai berikut :¹¹

$$\beta_i = \frac{Cov(i, M)}{\sigma^2_M}$$

Dimana kovarians dari aset i dengan portofolio pasar (Cov_{iM}) merupakan ukuran risiko yang relevan dan σ^2_M merupakan varians dari pasar. Portofolio pasar memiliki beta sama dengan 1. Bila beta suatu saham sama dengan 1, maka risiko sistematis dari saham tersebut sama dengan risiko sistematis di pasar. Bila beta suatu saham lebih besar dari 1, maka risiko sistematis dari saham tersebut lebih besar daripada risiko sistematis di pasar. Artinya harga saham tersebut memiliki volatilitas lebih tinggi daripada seluruh portofolio pasar. Bila beta suatu saham lebih kecil dari 1, maka risiko sistematis dari saham tersebut lebih kecil daripada risiko sistematis di pasar. Artinya harga saham tersebut memiliki volatilitas lebih rendah daripada seluruh portofolio pasar.

2.3. Capital Asset Pricing Model (CAPM)

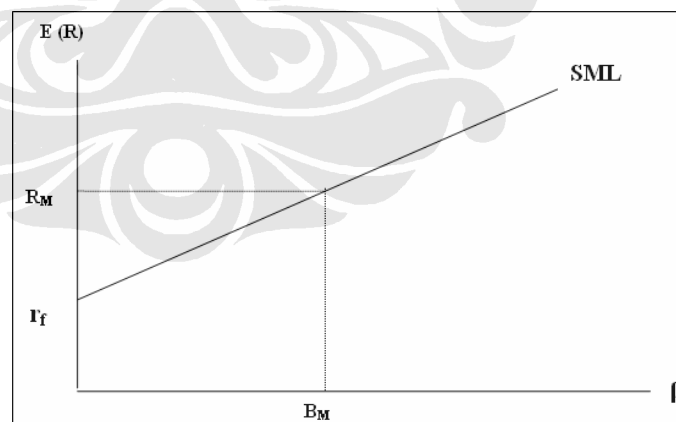
Capital Asset Pricing Model dikembangkan oleh Treynor, Sharpe, Lintner dan Mossin pada awal tahun 1960-an. *Capital Asset Pricing Model* adalah sebuah model yang menghubungkan antara tingkat pengembalian sebuah sekuritas dengan risikonya yang diukur oleh beta. Terdapat beberapa asumsi yang mengarah pada versi dasar dari CAPM yaitu¹² :

¹¹ Frank K. Reilly dan Keith C. Brown. *Investment Analysis & portfolio management*. (ed:7, Thomson Learning, 2003), hal 248

¹² Zvi. Bodie; Alex Kane; Alan J. Marcus, *Essential of investment*, sixth edition, Irwin McGraw Hill International Edition. Singapore, 2004, hal 205

1. Para investor tidak dapat mempengaruhi harga dengan menggunakan perdagangan individu.
2. Para investor memiliki rencana untuk satu periode yang sama.
3. Para investor membentuk portofolio dari seluruh aset keuangan yang diperdagangkan secara publik misalnya saham dan obligasi, dan memiliki ketidakterbatasan akses untuk meminjam atau meminjamkan pada suku bunga bebas risiko.
4. Para Investor tidak membayar pajak ataupun biaya transaksi pada perdagangan sekuritas.
5. Para investor berusaha membentuk portofolio yang efisien.
6. Para investor menganalisa sekuritas dengan cara yang sama dan berbagi pandangan ekonomi yang sama.

CAPM dapat diaplikasikan dari hubungan antara tingkat pengembalian dengan beta dengan rumus : $E(R_i) = r_f + \beta_i (E(r_m) - r_f)$



Gambar tersebut menunjukkan hubungan antara tingkat pengembalian dengan beta dapat diwakili melalui *Security Market Line* (SML). Namun demikian, penting untuk mengetahui perbedaan antara *Security Market Line* (SML) dengan *Capital Market Line* (CML). Grafik CML menunjukkan *risk premium* dari portofolio efisien sebagai

fungsi dari standar deviasi portofolio, sedangkan SML menunjukkan *risk premium* aset individu sebagai fungsi dari risiko aset (diukur dengan beta aset). Namun, SML dapat dikatakan valid baik untuk portofolio maupun aset individu.

SML dapat digunakan sebagai patokan (*benchmark*) dalam mengevaluasi kinerja investasi. Dengan tingkat resiko yang diukur oleh beta, SML memberikan tingkat pengembalian yang diinginkan yang akan mengkompensasi investor atas risiko dari investasi, sebagaimana pula atas nilai waktu dari uang (*time value of money*).

Karena SML merupakan representasi dari hubungan tingkat pengembalian-beta, maka nilai wajar sebuah aset terletak tepat pada SML. Dan jika CAPM berlaku, semua sekuritas akan berada pada SML pada keseimbangan pasar. Saham yang dihargai terlalu rendah (*undervalued*) memiliki plot diatas SML, sementara saham yang dihargai terlalu tinggi (*overvalued*) memiliki plot dibawah SML. Perbedaan antara ekspektasi tingkat pengembalian yang adil (*fair*) dan yang aktual dari saham disebut alfa saham, dengan simbol α .

2.4.CAPM dan Index Model

CAPM memiliki dua keterbatasan, yaitu: CAPM berdasarkan pada teori portofolio pasar, yang meliputi seluruh aset yang ada di pasar termasuk aset perumahan (*real estate*), saham asing, dll dan *expected return* CAPM berlawanan dengan *actual return*-nya. Untuk mengimplementasikan CAPM, digunakanlah bentuk *index model* dan menggunakan *realized return* bukan *expected return*.¹³

Index model menggunakan portofolio aktual seperti S&P 500, bukan dengan teori portofolio pasar untuk merepresentasikan faktor-faktor sistematis relevan dalam

¹³ Ibid, hal 212

ekonomi. Keunggulan yang penting dari *Index model* adalah komposisi dan tingkat pengembalian index yang mudah diukur dan tidak ambigu.

Berbeda dengan *Index model*, CAPM mencakup sekitar portofolio pasar. Bagaimanapun juga, karena banyak aset yang tidak diperdagangkan, investor tidak memiliki akses penuh terhadap portofolio pasar, walaupun mereka dapat mengidentifikasinya dengan tepat. Ketergantungan portofolio pasar seharusnya tidak mengganggu, jika prediksi CAPM dapat dipastikan telah akurat pada saat portofolio index disubstitusi untuk pasar.

Salah satu prediksi dari CAPM yaitu portofolio pasar adalah *mean variance efficient*. *Index model* dapat digunakan untuk menguji hipotesis ini dengan memastikan bahwa sebuah index yang dipilih sebagai representasi dari *full market* adalah *mean variance efficient portfolio*.

Aspek lain dari CAPM yaitu dapat memprediksi hubungan diantara ekspektasi tingkat pengembalian, sementara yang dapat kita observasi adalah *realized (historical) holding period return, actual return* dalam beberapa *holding period*, jika sesuai dengan ekspektasi kita. Untuk menguji *mean variance efficiency* dari index portofolio, harus membuktikan bahwa *Reward-to-Variability Ratio* dari index tidak melebihi portofolio lain.

Index Model	CAPM
Bentuk persamaan <i>index model</i> dalam <i>realized excess return</i> dapat diinterpretasikan dalam hubungan regresi berikut: $r_i - r_f = \alpha_i + \beta_i (r_m - r_f) + e_i$	Dengan pernyataan CAPM mengenai ekspektasi tingkat pengembalian asset, maka ekspektasi dari e_i adalah nol, sehingga hubungan ekspektasi adalah: $E(r_i) - r_f = \alpha_i + \beta_i [E(r_m) - r_f]$

Dengan membandingkan hubungan di atas dengan hubungan ekspektasi tingkat pengembalian-beta dari CAPM pada persamaan sebelumnya menunjukkan bahwa CAPM memprediksi $\alpha_i = 0$. Jadi, prediksi CAPM dikonversikan dari *unobserved expectation of security return* relatif terhadap *unobserved market portfolio* menjadi prediksi *intercept* dari variabel regresi yang diobservasi : *realized excess return* dari sebuah sekuritas relatif terhadap index spesifik.¹⁴

Mengoperasikan CAPM dalam bentuk *index model* memiliki kekurangan, bagaimanapun juga, jika *intercept* regresi dari sebuah index berbeda jauh dari nilai nol, maka kita tidak dapat mengatakan bahwa index yang buruk dipilih sebagai proksi dari pasar ataupun karena teorinya tidak berguna.

2.5. CAPM dan Multi factor models

Pada *index model*, tingkat pengembalian portofolio pasar meringkas dampak agregat dari faktor makro. Dalam kenyataannya, bagaimanapun juga risiko sistematis tidak hanya disebabkan oleh satu sumber saja, tapi juga diperoleh dari ketidakpastian faktor-faktor ekonomi. Faktor-faktor itu meliputi risiko siklus bisnis, risiko tingkat suku bunga atau risiko tingkat inflasi, risiko harga energi, dan yang lainnya. *Multifactor model* adalah model dari tingkat pengembalian sekuritas yang menempatkan tingkat pengembalian tersebut agar dapat bereaksi terhadap beberapa faktor-faktor sistematis.¹⁵

2.5.1. The Fama-French Three Factor Model

Fama dan French (1996) mengajukan model tiga faktor yang telah menjadi *standard tool* untuk studi empiris dari tingkat pengembalian aset. Fama dan French

¹⁴ Ibid, hal 213

¹⁵ Ibid, hal 221-222

menambahkan *firm size* dan *book-to-market ratio* ke dalam index pasar untuk menjelaskan rata-rata tingkat pengembalian.¹⁶

2.5.2. Model Faktor dengan variabel ekonomi

Alternatif *multifactor model* lain yang menggunakan variabel ekonomi dibuat oleh Chen, Roll, dan Ross (1986), mereka menggunakan *extensive list* dari variabel ekonomi sebagai proksi dari faktor sistematis yang mempengaruhi tingkat pengembalian diantaranya : perubahan dalam *industrial production*, perubahan dalam *expected inflation*, *unticipated inflation*, *excess return of long-term government bond over short-ter government bond*, dan *excess return on long-term corporate bond over long-term government bond*.¹⁷

2.6. Arbitrage Pricing Theory

Pada tahun 1976, Ross mengaplikasikan konsep terhadap tingkat pengembalian ekuilibrium sekuritas.¹⁸ Teori APT menggunakan tiga asumsi, yaitu : pasar modal merupakan pasar persaingan sempurna, investor merupakan investor rasional, proses stokastik dalam menghasilkan *return* aset dapat digambarkan sebagai fungsi linier dari serangkaian faktor risiko K, dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$R_i = E(R_i) + b_{i1}\delta_1 + b_{i2}\delta_2 + \dots + b_{ik}\delta_k + \varepsilon_i \text{ for } i = 1 \text{ to } n$$

Dimana :

R_i : *actual return* dari aset i selama periode tertentu, $I = 1,2,3,\dots,n$

$E(R_i)$: *expected return* aset i ketika semua faktor risiko mengalami nol perubahan

b_{ij} : reaksi dari return aset i terhadap perubahan dari faktor risiko j

¹⁶ Ibid, hal 223

¹⁷ Ibid, hal 226

¹⁸ Ibid, hal 227

δ_1 :serangkaian faktor atau indeks umum dengan rata-rata nol yang mempengaruhi return dari seluruh aset.

ε_i :efek unik dari return aset i (*random error* yang diasumsikan dapat didiversifikasikan pada portofolio besar, dan memiliki rata-rata nol)

n :jumlah aset

Namun, APT bukannya bebas dari kritik. APT tidak mengidentifikasi faktor-faktor umum yang terdapat dalam formulanya. sehingga, ketika kita membahas studi empiris dari APT, peneliti akan menemukan tiga, empat, atau lima faktor yang mempengaruhi return suatu aset, namun mereka tidak dapat mengindikasikan mencerminkan apa faktor-faktor tadi.¹⁹

2.7. Teori Pengukuran Kinerja Portofolio

Berdasarkan konsep dari teori pasar modal (*capital market theory*) dan adanya pemahaman untuk memasukkan tingkat pengembalian dan risiko pada analisis, tiga orang peneliti (William Sharpe, Jack Treynor, Michael Jensen) mengembangkan pengukuran kinerja portofolio pada tahun 1960an. Metode pengukuran ini biasa disebut sebagai *composite (risk-adjusted) measures of portfolio performance*, yang berarti mereka memperhitungkan tingkat pengembalian yang terjadi dan risiko ke dalam proses evaluasi.²⁰

2.7.1. Sharpe measure

William Sharpe memperkenalkan pengukuran kinerja portofolio yang disebut *Reward-to-Variability Ratio* (RVAR) berdasarkan penelitiannya pada teori pasar modal. Indeks Sharpe ini menggunakan konsep dari Garis Pasar Modal (*Capital*

¹⁹ Frank K. Reilly dan Keith C. Brown. *Investment Analysis & portfolio management*, (ed:7, Thomson Learning, 2003), hal 281

²⁰ Zvi. Bodie; Alex Kane; Alan J. Marcus. *Essential of investment*, sixth edition, Irwin McGraw Hill International Edition. Singapore, 2004, hal 577

Market Line) dimana Sharpe menyatakan series kinerja portofolio dihitung berdasarkan hasil bersih dari portofolio dengan tingkat bunga bebas risiko per unit risiko diberi simbol RVAR.

Ukuran Sharpe dapat dirumuskan dengan :

$$RVAR = \frac{r_p - r_f}{\sigma_p}$$

2.7.2. Treynor measure

Jack Treynor mengembangkan pengukuran kinerja portofolio yang dinamakan *Reward-to-Volatility Ratio* (RVOL). Treynor mengasumsikan bahwa portofolio sangat diversifikasi. Indeks Treynor menyatakan series kinerja portofolio dihitung berdasarkan hasil bersih dari portofolio dengan tingkat bunga bebas risiko per unit risiko pasar portofolio dengan diberi simbol RVOL. Ukuran Treynor dapat dirumuskan dengan :

$$RVOL = \frac{r_p - r_f}{\beta_p}$$

2.7.3. Jensen measure

Michael C. Jensen (1968) telah memberikan dimensi pemahaman yang berbeda dan membatasi perhatian kepada masalah mengevaluasi kemampuan manajer portofolio untuk memberikan tingkat pengembalian yang lebih tinggi kepada investor. Terdapat dua ukuran Jensen, yaitu :

1. Single Index Model

$$R_{it} - R_{Ft} = \alpha_i + b_{iM} (R_{Mt} - R_{Ft}) + \varepsilon_{it}$$

Nilai alfa menunjukkan apakah manajer investasi memiliki kemampuan yang superior atau inferior. Manajer yang superior memiliki nilai alfa positif yang signifikan karena nilai residual yang positif. Sebaliknya, tingkat pengembalian yang diperoleh yang diperoleh manajer yang inferior akan berada di bawah

tingkat pengembalian ekspektasi dari model CAPM dengan menghasilkan nilai residual negatif yang signifikan.

2. Multiple Index Model

Teknik untuk mengontrol kategori *multiple asset* dengan menggunakan multiple index merupakan generalisasi dari *single benchmark model*. Sebuah contoh menggunakan 3 *benchmark model* untuk menghitung *Jensen's alpha* adalah sebagai berikut :²¹

$$R_{it} - R_{Ft} = \alpha_i + b_{iL} (R_{Lt} - R_{Ft}) + b_{iS} (R_{St} - R_{Ft}) + b_{iB} (R_{Bt} - R_{Ft}) + \varepsilon_{it}$$

Dimana R_i adalah tingkat pengembalian yang telah dievaluasi pada periode t , R_{Ft} adalah tingkat pengembalian aset bebas risiko pada periode t , b_{ij} adalah sensitivitas dari *benchmark* j , R_{jt} adalah tingkat pengembalian dari *benchmark* pada periode t , ε_{it} adalah *random error*, L adalah *large stock index*, S adalah *small stock index*, B adalah *bond index*. Nilai alfa dapat dilihat sebagai selisih antara *actual return fund* dengan kombinasi empat portofolio pasif yang telah disesuaikan dengan risiko dan telah dievaluasi oleh manajer.

2.8.Reksa Dana

Reksadana adalah wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat Pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio Efek oleh Manajer Investasi.²²

2.8.1.Bentuk hukum

Berdasarkan Undang-undang Pasar Modal Nomor 8 Tahun 1995 pasal 18, ayat (1), bentuk hukum Reksadana di Indonesia ada dua bentuk, yaitu :

²¹ Edwin J. Elton; Martin J. Gruber; Stephen J. Brown; William N. Goetzman. *Moderen portofolio theory and investment analysis*. Sixth edition, John wiley and sons, Inc., USA, 2003.

²² Undang-undang Pasar Modal nomor 8 Tahun 1995 pasal 1, ayat (27)

1. Reksa Dana berbentuk Perseroan (PT. Reksa Dana)

Suatu perusahaan (perseroan terbatas), yang dari sisi bentuk hukum tidak berbeda dengan perusahaan lainnya. Perbedaan terletak pada jenis usaha, yaitu jenis usaha pengelolaan portofolio investasi.

2. Kontrak Investasi Kolektif

Kontrak yang dibuat antara Manajer Investasi dan Bank Kustodian yang juga mengikat pemegang Unit Penyertaan sebagai Investor. Melalui kontrak ini Manajer Investasi diberi wewenang untuk mengelola portofolio efek dan Bank Kustodian diberi wewenang untuk melaksanakan penitipan dan administrasi investasi.

2.8.2. Karakteristik reksadana

Berdasarkan sifatnya maka reksa dana dapat digolongkan sebagai berikut :²³

1. Reksa dana Terbuka

adalah reksa dana yang dapat dijual kembali kepada Perusahaan Manajemen Investasi yang menerbitkannya tanpa melalui mekanisme perdagangan di Bursa efek. Harga jualnya biasanya sama dengan Nilai Aktiva Bersihnya. Sebagian besar reksa dana yang ada saat ini adalah merupakan reksadana terbuka.

2. Reksa dana Tertutup

adalah reksa dana yang tidak dapat dijual kembali kepada perusahaan manajemen investasi yang menerbitkannya. Unit penyertaan reksa dana tertutup hanya dapat dijual kembali kepada investor lain melalui mekanisme perdagangan di Bursa Efek. Harga jualnya bisa diatas atau dibawah Nilai Aktiva Bersihnya.

2.8.3. Jenis-jenis reksa dana berdasarkan portofolio investasinya

Berdasarkan konsentrasi portofolio reksa dana yang dikelola oleh manajer investasi, reksa dana dapat dibedakan menjadi beberapa jenis reksa dana, antara lain²⁴ :

1. Reksa Dana Pasar Uang

Reksa Dana Pasar Uang adalah reksa dana yang hanya melakukan investasi pada efek yang bersifat utang jangka pendek (jatuh tempo dalam waktu kurang dari satu tahun).

2. Reksa Dana Pendapatan Tetap

Reksa Dana Pendapatan Tetap adalah reksa dana yang melakukan investasi sekurang-kurangnya 80% dari aktivasinya dalam bentuk efek bersifat utang.

3. Reksa Dana Saham

Reksa Dana Saham adalah reksa dana yang melakukan investasi sekurang-kurangnya 80% dalam efek bersifat ekuitas.

4. Reksa Dana Campuran

Reksa Dana Campuran adalah reksa dana yang melakukan investasi dalam efek bersifat ekuitas dan efek bersifat utang yang perbandingannya tidak termasuk dalam kategori yang disebut pada poin 2 dan 3 diatas.

2.8.4. Perpajakan Reksa Dana

Sumber pendapatan reksa dana perseroan dikenakan pajak penghasilan termasuk pajak transaksi, terkecuali bunga obligasi dan dividen. Dividen yang dibagikan kepada investor individu dikenakan pajak penghasilan, sedangkan dividen yang dibagikan kepada investor badan hukum usaha tidak dikenakan pajak.

Pendapatan reksa dana KIK dikenakan dan dipungut pajak pada tingkat Reksa Dananya, karena pengoperasian Reksa Dana KIK didasarkan pada kontrak²⁵ .

²⁴ Dahlan Siamat. *Manajemen Lembaga Keuangan*, (ed:4, Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Jakarta, 2004), hal 259

2.8.5. Nilai Aktiva Bersih (NAB)

Nilai aktiva bersih reksa dana pada suatu periode dapat dihitung dengan menggunakan formula sebagai berikut²⁶ :

$$\begin{aligned} \text{Total NAB} &= \text{Nilai aktiva} - \text{Total Kewajiban} \\ \text{NAB per unit} &= \frac{\text{Total Nilai Aktiva Bersih}}{\text{Total Unit Penyertaan yang diterbitkan}} \end{aligned}$$

NAB (Nilai Aktiva Bersih) merupakan salah satu tolok ukur dalam memantau hasil dari suatu Reksa Dana. NAB per saham/unit penyertaan adalah harga wajar dari portofolio suatu Reksa Dana setelah dikurangi biaya operasional kemudian dibagi jumlah saham/unit penyertaan yang telah beredar (dimiliki investor) pada saat tersebut.

2.8.6. Manfaat reksa dana

Reksa Dana memiliki beberapa manfaat yang menjadikannya sebagai salah satu alternatif investasi yang menarik antara lain.²⁷

1. Dikelola oleh manajemen profesional

Peran Manajer Investasi sangat penting mengingat Pemodal individu pada umumnya mempunyai keterbatasan waktu, sehingga tidak dapat melakukan riset secara langsung dalam menganalisa harga efek serta mengakses informasi ke pasar modal.

2. Diversifikasi investasi

Diversifikasi atau penyebaran investasi yang terwujud dalam portofolio akan mengurangi risiko (tetapi tidak dapat menghilangkan), karena dana atau kekayaan Reksa Dana diinvestasikan pada berbagai jenis efek sehingga risikonya pun juga tersebar.

²⁵ Ibid, hal 260

²⁶ Ibid, hal 260

²⁷ www.indofinanz.com

3. Transparansi informasi

Reksa Dana wajib memberikan informasi atas perkembangan portofolionya dan biayanya secara terus-menerus, sehingga pemegang Unit Penyertaan dapat memantau keuntungannya, biaya, dan risiko setiap saat.

4. Likuiditas yang tinggi

Dengan likuiditas yang tinggi, Pemodal dapat mencairkan kembali Unit Penyertaannya setiap saat sesuai ketentuan yang dibuat masing-masing Reksa Dana sehingga memudahkan Investor mengelola kasnya. Reksa Dana terbuka wajib membeli kembali Unit Penyertaannya sehingga sifatnya sangat likuid.

5. Biaya Rendah

Biaya transaksi akan menjadi lebih rendah dibandingkan apabila investor individu melakukan transaksi sendiri di bursa.

2.8.7. Risiko investasi di reksa dana

Untuk melakukan investasi Reksa Dana, Investor harus mengenal jenis risiko yang berpotensi timbul apabila membeli Reksadana, diantaranya:

1. Risiko menurunnya NAB (Nilai Aktiva Bersih) Unit Penyertaan

Penurunan ini disebabkan oleh harga pasar dari instrumen investasi yang dimasukkan dalam portofolio Reksadana tersebut mengalami penurunan dibandingkan dari harga pembelian awal.

2. Risiko Likuiditas

Potensi risiko likuiditas ini bisa saja terjadi apabila pemegang Unit Penyertaan Reksa Dana pada salah satu Manajer Investasi tertentu ternyata melakukan penarikan dana dalam jumlah yang besar pada hari dan waktu yang sama.

3. Risiko Pasar

Risiko Pasar adalah situasi ketika harga instrumen investasi mengalami penurunan yang disebabkan oleh menurunnya kinerja pasar saham atau pasar obligasi secara drastis. Istilah lainnya adalah pasar sedang mengalami kondisi *bearish*, yaitu harga-harga saham atau instrumen investasi lainnya mengalami penurunan harga yang sangat drastis.

4. Risiko *Default*

Risiko *Default* terjadi jika pihak Manajer Investasi tersebut membeli obligasi milik emiten yang mengalami kesulitan keuangan padahal sebelumnya kinerja keuangan perusahaan tersebut masih baik-baik saja sehingga pihak emiten tersebut terpaksa tidak membayar kewajibannya.

2.9. Penelitian sebelumnya

2.9.1. Berburu Manajer Investasi yang Menghasilkan Alfa Positif : Evaluasi Monthly Return Reksa Dana saham tahun 2004-2006

Penelitian ini dilakukan oleh Rahman Untung (2007) yang meneliti apakah ada manajer investasi reksa dana saham di Indonesia yang memiliki kemampuan pemilihan saham yang superior (alfa positif) menggunakan Jensen's alfa *single index model* (1968).

Metodologi yang digunakan pada jurnal Rahman Untung adalah model Jensen's alfa yang merupakan model analisa regresi dengan model sebagai berikut:

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_p (R_{mt} - R_{ft}) + \varepsilon_{pt}$$

Untuk menguji apakah ada manajer investasi reksadana saham di Indonesia dengan alfa positif, cukup dengan melakukan pengecekan signifikansi pada hasil regresi dari ke-17 reksadana saham.

Dimana hipotesa pengujian adalah sebagai berikut:

Ho : $\alpha \leq 0$, *no superior performance*

H1 : $\alpha > 0$, *superior performance*

Kriteria pengujian model :

Jika *p-value* dari nilai alfa < 1%, maka Ho ditolak yang artinya ada manajer investasi reksa dana saham yang memiliki kinerja superior

Jika *p-value* dari nilai alfa > 1%, maka Ho gagal ditolak yang artinya tidak ada manajer investasi reksa dana saham yang memiliki kinerja superior.

Data yang digunakan oleh Rahman Untung adalah sebagai berikut :

1. Data akhir bulanan NAB dan UP reksa dana saham dari akhir Desember 2003 sampai dengan akhir Desember 2006 melalui website Bapepam.
2. Data akhir bulanan IHSG melalui website *yahoofinance*.
3. Data bulanan tingkat diskonto SBI melalui Bank Indonesia.

Hasil penelitian pada jurnal Rahman Untung, yaitu :

Tabel 2-1. Hasil regresi linier dengan Single Index Model

No	Reksa Dana Saham	Adj-R ²	Alpha		Beta pasar	
			Coeff	P-value	Coeff	P-value
1	ABN AMRO Indonesia Equity Value Fund	0.9379	-0,0057	0,695	1,0192	0
2	Reksa Dana Maestro Dinamis	0.9221	0,0014	0,6201	0,8108	0
3	BNI Reksadana berkembang	0.1600	0,002	0,9118	1,7045	0,0103
4	Bahana Dana Prima	0.9217	-0,0018	0,6049	1,0335	0
5	Si Dana Saham	0.8470	0,0071	0,1282	0,9182	0
6	Reksadana Big Nusantara	0.5126	-0,0167	0,0835	0,7865	0
7	Rencana Cerdas	0.9152	0,0087	0,0116	0,9153	0
8	Danareksa Mawar	0.9295	-0,0017	0,5599	0,898	0
9	Reksa Dana Dana Sentosa	0.8257	-0,0125	0,0149	0,8964	0
10	Fortis Ekuitas	0.9221	0,0044	0,1929	0,9876	0
11	Manulife Dana Saham	0.9349	0,0029	0,3115	0,915	0
12	Phinisi Dana Saham	0.9497	0,0016	0,5267	0,9521	0
13	Reksa Dana Nikko Saham Nusantara	0.6799	-0,0043	0,4885	0,7815	0
14	Panin Dana Maksima	0.8711	0,0079	0,0595	0,8926	0
15	Arjuna	0.0821	0,0009	0,9207	0,2983	0,0316
16	Schroder Dana Prestasi Plus	0.9428	0,0043	0,1129	0,9289	0
17	Trim Kapital	0.6858	*0,0208	0,0034	0,8075	0

Keterangan: * = Signifikan dengan $\alpha = 1\%$ atau tingkat kepercayaan 99%

Berdasarkan tabel 2-1, dapat dilihat bahwa ada 11 reksa dana saham dengan koefisien alfa positif. Namun demikian, dengan tingkat keyakinan 99%, hanya ada satu reksa dana saham yang alfa positifnya signifikan secara statistik, yakni TRIM Kapital. Satu hal yang menarik adalah reksa dana tersebut memiliki tingkat diversifikasi yang rendah dengan adjusted R^2 sebesar 68,58%. Kesimpulannya adalah ternyata ada manajer investasi reksa dana saham di Indonesia dengan alfa positif atau *stock selectin ability* yang superior.

2.9.2. Macroeconomic Factors and The Empirical Content of The Arbitrage Pricing Theory in Japanese Stock Market

Penelitian ini dilakukan oleh A.A.Azeez dan Yasuhiro Yonezawa (2005), Mereka melakukan penelitian dengan menggunakan model APT untuk mengidentifikasi faktor-faktor makroekonomi yang dapat dijadikan sebagai sumber risiko sistematis.

Data yang digunakan adalah :

1. Data bulanan portofolio industri yang diambil dari *Tokyo Stock Exchange* pada periode Januari 1973-Desember 1998. data tersebut telah disesuaikan dengan dividen.
2. Data bulanan *risk free rate* yang diambil dari laporan statistika ekonomi *Bank of Japan*.
3. Data bulanan M2+CD sebagai proksi dari *money supply* diambil dari laporan statistika *Bank of Japan*.
4. Data bulanan CPI sebagai proksi dari inflasi diambil dari laporan statistika *Bank of Japan*.
5. Data bulanan produksi industri index sebagai proksi dari produksi industri diambil dari laporan statistika *Bank of Japan*.

6. Data bulanan *term structure* diambil dari laporan statistika *Bank of Japan*.
7. Data bulanan nilai tukar diambil dari laporan statistika *Bank of Japan*.
8. Data bulanan pertumbuhan *commercial land price index* dan *housing rent* sebagai proksi dari *land price* diambil dari laporan statistika *Bank of Japan index*.

Metodologi yang digunakan pada jurnal Azeez dan Yonezawa adalah model APT sebagai berikut:

$$E(R_{it}) = \lambda_0 + (\lambda_1 + E(\delta_1)) b_{i1} + (\lambda_2 + E(\delta_2)) b_{i2} + \dots + (\lambda_k + E(\delta_k)) b_{ik}$$

Keterangan :

$\delta_1 = \text{Money Supply}$

$\delta_2 = \text{Inflation}$

$\delta_3 = \text{Industrial Production}$

$\delta_4 = \text{Term Structure}$

$\delta_5 = \text{Exchange Rate}$

$\delta_6 = \text{Land Price}$

Alasan pemilihan variabel makroekonomi pada penelitian ini karena variabel-variabel tersebut dapat diekspektasikan untuk mengubah persepsi *future cash flow* investor dan pada akhirnya akan mempengaruhi harga aset lancar. dengan kata lain, pemilihan variabel-variabel tersebut telah disesuaikan dengan referensi *present value model* dari harga saham. *Present value model* tersebut dirumuskan dengan :

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E(D_t)}{(1+r)^t}$$

Dimana :

$E = \text{expectation operator}$

$r = \text{appropriate discount rate}$

$D_t = \text{Dividen yang dibayar pada akhir periode } t$

Setiap pengumuman ekonomi (*economic announcement*) akan mempengaruhi pergerakan harga saham, jika diketahui informasi baru yang berasal dari efek pengumuman baik dari eskpektasi *future dividend* maupun *discount rate* atau keduanya.

Expected dividend akan dipengaruhi oleh apapun yang mempengaruhi *cash flow*. Perubahan produksi industri akan mempengaruhi *profit* dan pada akhirnya akan mempengaruhi dividen. Fama (1981) menemukan korelasi antara *stock market return* dengan *future growth rate of output*. *Unexpected inflation* akan mempengaruhi nominal *expected cash flow* sebagaimana mempengaruhi nominal *rate of interest*.

Kemungkinan alasan yang lebih penting untuk mengekspektasikan hubungan antara *stock return* dengan *unexpected inflation* adalah bahwa *unexpected inflation* membawa informasi baru mengenai *future level of expected inflation*. Jika *expected inflation* merupakan berita buruk bagi pasar saham dan jika pengumuman dari *Consumer Price Index* (CPI) membawa informasi baru mengenai inflasi, maka *unexpected inflation* (*deflation*) seharusnya mempengaruhi penurunan atau peningkatan harga saham pada saat pengumuman tersebut.

Discount rate pada persamaan present value model diperoleh dari *prevailing risk free rate* dan *risk premium*. *Discount rate* akan berubah seiring dengan *level of rate* dan *term structure* pada saat jatuh tempo yang berbeda. Perubahan yang tidak terantisipasi dari *risk-less interest rate* akan mempengaruhi penetapan harga dan melalui pengaruh pada *time value of future cash flow* tersebut, pada akhirnya akan mempengaruhi *return*. *Discount rate* juga bergantung pada *risk premium*, karena perubahan yang tidak terantisipasi dari premium akan mempengaruhi *return*. Bagaimanapun juga, variabel *discount rate* ini tidak dapat dimasukkan ke dalam

penelitian ini karena sulitnya memperoleh data dari pasar saham Jepang untuk mengukur *risk premium*.

Land price termasuk dalam variabel makroekonomi yang digunakan dalam penelitian ini, karena pentingnya menilai hubungan antara *land price* dengan *stock price*. Jika *land price* meningkat, maka akan meningkatkan nilai aset dalam neraca sebuah perusahaan yang pada akhirnya akan meningkatkan harga saham atau *vice versa*. Semakin tinggi *land price* juga menunjukkan semakin besar nilai kolateral, sehingga memungkinkan perusahaan untuk mendapatkan lebih banyak pinjaman bank dan pinjaman tersebut dapat digunakan untuk investasi dalam *structures* dan *machinery*, yang pada akhirnya akan memberi pengaruh pada *cash flow*.

Money supply digunakan dalam penelitian ini, karena mempunyai pengaruh yang besar pada tingkat pengembalian sekuritas. Sebuah faktor ekonomi yang diasumsikan memiliki hubungan dekat dengan harga saham adalah kebijakan moneter, dimana variabel moneter yang terkenal adalah *money supply*. Pada kenyataannya, pengaruh *money supply* terhadap harga saham merupakan *offshoot* dari pengaruhnya pada ekonomi agregat. Beberapa penelitian sebelumnya menyatakan bahwa semakin besar pertumbuhan uang, semakin besar tingkat suku bunga dan akan menyebabkan turunnya harga saham.

Nilai tukar (kurs) digunakan dalam penelitian ini, karena sejak Jepang merupakan *open economy*, maka efek dari apresiasi yen sangat tinggi pada ekonomi Jepang pada akhir tahun 1980an. Nilai kurs memiliki efek pada para *importer* dan *exporter* atau perusahaan lain yang menghadapi persaingan asing. Penelitian sebelumnya menyatakan bahwa fluktuasi kurs dapat dijadikan *priced factors* pada *cross section index* tingkat pengembalian pasar nasional yang diekspresikan dalam mata uang umum.

Kesimpulannya adalah :

Penelitian ini menemukan bahwa terdapat empat jenis faktor risiko yang signifikan terhadap *expected return* pada tiap periode sampel, yaitu *money supply*, inflasi, nilai tukar, dan produksi industri. *Risk premium* yang berhubungan dengan inflasi dan nilai tukar mempunyai tanda negatif, sedangkan produksi industri, dan *money supply* mempunyai tanda positif.

2.10. Pengaruh variabel makroekonomi terhadap harga saham²⁸

1. Tingkat inflasi

Jika tingkat inflasi rendah, maka diperkirakan bank sentral tidak akan menaikkan tingkat bunga nominal dan hal tersebut dapat membuat harga saham stabil atau meningkat.

2. Jumlah yang beredar (*Money Supply*)

Jika Bank sentral menurunkan tingkat suku bunga, maka jumlah uang yang beredar akan mengalami peningkatan, hal ini akan membuat harga saham meningkat. Jumlah uang yang beredar yang digunakan dalam penelitian ini adalah penjumlahan deposito berjangka (M2) dan *Certificate of Deposit (CD)*.²⁹

3. Nilai tukar rupiah terhadap dolar

Perubahan nilai tukar akan mempengaruhi perkembangan ekspor-impor dan tentunya akan mempengaruhi kinerja perusahaan. Jika kinerja perusahaan semakin baik, maka harga saham akan semakin mahal. Selain itu, perubahan nilai tukar juga dapat mendorong investor asing pasar finansial untuk menambah pembelian atau menjual sekuritas suatu negara.

²⁸ Mandala Manurung dan Pratama Rahardja. *Uang, perbankan, dan ekonomi moneter*, (Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Jakarta, 2004), hal 96

²⁹ Ibid, hal 93

4. Produksi industri

Jika produksi industri semakin meningkat, maka pertumbuhan ekonomi akan meningkat. seiring dengan meningkatnya pertumbuhan ekonomi, investasi juga akan meningkat. hal ini dapat dicerminkan dari harga saham yang semakin mahal.

