

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Investasi

2.1.1 Definisi Investasi

Investasi merupakan salah satu aspek penting dalam perencanaan keuangan setiap individu, dimana keputusan melakukan investasi pada umumnya dilandasi oleh banyaknya ketidakpastian yang akan dihadapi di masa depan. Hal ini dikarenakan kebutuhan di masa yang akan datang sangat mungkin berubah sehingga perencanaan masa depan melalui investasi perlu dilakukan.

Jones (2007) mendefinisikan investasi sebagai komitmen yang dilakukan di masa sekarang dengan menempatkan dana pada aset-aset finansial maupun non finansial selama periode waktu tertentu di masa mendatang. Berdasarkan definisi tersebut, maka dapat dikatakan bahwa investasi merupakan suatu proses untuk meningkatkan kesejahteraan individu, dimana individu melakukan pengorbanan dalam bentuk penundaan pengeluaran sekarang untuk memperoleh keuntungan yang lebih baik di masa depan

Dari penjelasan di atas, dapat disimpulkan juga bahwa elemen utama yang terkandung dalam investasi adalah waktu dan risiko, dimana pengorbanan dilakukan saat ini dan hasilnya akan diperoleh kemudian. Karena masa depan tidak pernah dapat dipastikan, maka investor mengharapkan tingkat *return* yang sebanding dengan risiko yang mereka hadapi atas penundaan pengeluaran di masa sekarang. Oleh karena itu, pemilihan instrumen investasi harus dilakukan secara cermat agar menghasilkan tingkat *return* seperti yang diharapkan oleh investor.

2.1.2 Jenis-Jenis Investasi

Secara umum investasi dapat dibedakan menjadi 2 jenis, yaitu investasi riil dan investasi finansial. Investasi riil adalah kegiatan investasi yang dilakukan dengan menanamkan modal dan terlibat langsung di sektor riil, seperti mendirikan

pabrik, membangun gedung, maupun investasi pada aset berwujud lainnya. Sedangkan investasi finansial adalah kegiatan investasi yang dilakukan secara tidak langsung, yaitu melalui instrumen keuangan atau surat berharga seperti saham, obligasi, sertifikat Bank Indonesia (SBI), dan sebagainya. Selain investasi di atas, terdapat pula jenis investasi komoditas yang obyek investasinya berupa komoditas dalam arti barang komoditi. Investasi ini seringkali disebut sebagai perdagangan berjangka (*future trading*).

Pada perekonomian modern, kegiatan investasi yang lebih banyak dilakukan individu adalah investasi finansial. Hal ini salah satunya dikarenakan investasi ini relatif lebih mudah dan praktis. Namun tidak berarti investasi finansial lebih baik dibandingkan dengan investasi riil ataupun sebaliknya, karena kedua bentuk investasi ini bersifat komplementer dengan segala kelebihan dan kekurangannya masing-masing.

2.1.3 Tujuan Investasi

Pada dasarnya tujuan setiap individu dalam melakukan investasi adalah untuk meningkatkan kesejahteraannya secara finansial. Tandelilin (2002) menjelaskan bahwa alasan yang mendorong individu untuk melakukan investasi adalah sebagai berikut:

1) Untuk mendapatkan kehidupan yang lebih layak di masa datang

Seorang yang bijaksana akan berpikir bagaimana meningkatkan taraf hidupnya dari waktu ke waktu atau setidaknya berusaha bagaimana mempertahankan tingkat pendapatannya yang ada sekarang agar tidak berkurang di masa yang akan datang.

2) Mengurangi tekanan inflasi

Dengan melakukan investasi dalam pemilihan perusahaan atau obyek lain, seseorang dapat menghindarkan diri dari risiko penurunan nilai kekayaan atau hak miliknya akibat adanya pengaruh inflasi.

3) Dorongan untuk menghemat pajak

Beberapa negara di dunia banyak melakukan kebijakan yang bersifat mendorong tumbuhnya investasi di masyarakat melalui pemberian fasilitas perpajakan kepada masyarakat yang melakukan investasi pada bidang-bidang usaha tertentu.

2.1.4 Proses Investasi

Proses investasi berkenaan dengan bagaimana seharusnya investor membuat keputusan mengenai pemilihan sekuritas, seberapa ekstensif sebaiknya investasi dilakukan, dan kapan seharusnya investasi dilakukan. Sharpe, Alexander, dan Bailey (2005) menjelaskan bahwa terdapat 5 prosedur dalam membuat keputusan yang menjadi dasar proses investasi, yaitu:

1. Kebijakan Investasi

Tahap ini meliputi penentuan tujuan investasi dan banyaknya dana yang dapat diinvestasikan. Kebijakan ini terkait dengan risiko dan *return* investasi yang diharapkan investor. Selanjutnya tahap ini juga meliputi identifikasi potensi kategori aset keuangan yang akan membentuk portofolio investasi.

2. Analisis Sekuritas

Tahap ini meliputi penilaian terhadap sekuritas, baik secara individual maupun sekelompok sekuritas, yang termasuk dalam kategori luas aset keuangan yang telah diidentifikasi sebelumnya. Analisis sekuritas dapat dilakukan dengan menggunakan analisis teknikal maupun analisis fundamental.

3. Pembentukan Portofolio

Tahap ini meliputi identifikasi aset-aset khusus yang akan dijadikan investasi serta menentukan besarnya dana investor yang akan diinvestasikan dalam setiap aset tersebut. Pada tahap ini, masalah selektivitas, penentuan waktu, dan diversifikasi perlu menjadi perhatian investor untuk meminimalkan risiko.

4. Revisi Portofolio

Tahap ini berkenaan dengan pengulangan periodik dari 3 tahap sebelumnya, dimana dari waktu ke waktu investor mungkin mengubah tujuan investasinya,

sehingga portofolionya tidak lagi optimal. Oleh karena itu, investor dapat membentuk portofolio baru dengan menjual portofolio yang dimilikinya dan membeli portofolio lain yang belum dimiliki.

5. Evaluasi Kinerja Portofolio

Tahap terakhir meliputi penentuan kinerja portofolio secara periodik, baik dari *return* yang dihasilkan maupun tingkat risiko yang dihadapi investor. Oleh sebab itu, diperlukan ukuran yang tepat untuk menilai *return* dan risiko investasi, serta standar (*benchmark*) yang relevan.

2.2 Manajemen Portofolio

Seperti yang telah dijelaskan sebelumnya, salah satu tahap terpenting dalam proses investasi adalah pembentukan portofolio. Portofolio itu sendiri dapat diartikan sebagai kumpulan dari berbagai sekuritas yang disesuaikan dengan preferensi setiap investor. Adapun pembentukan portofolio ini bertujuan untuk memaksimalkan ekspektasi *return* investasi pada tingkat risiko tertentu yang bersedia ditanggung oleh investor.

Model portofolio dasar yang dikembangkan oleh Harry Markowitz (1952, 1959) menjelaskan bahwa investor sebaiknya mengevaluasi alternatif portofolio atas dasar ekspektasi *return* dan tingkat risiko dari portofolio tersebut. Dalam membentuk portofolio yang efisien, model ini mengasumsikan bahwa pada dasarnya semua investor adalah *risk averse*, yaitu ketika investor tersebut diberikan pilihan investasi terhadap 2 aset dengan ekspektasi *return* yang sama tetapi dengan tingkat risiko yang berbeda, maka mereka akan memilih aset yang risikonya paling kecil. Setelah membentuk beberapa portofolio yang efisien, maka selanjutnya investor dapat memilih portofolio yang paling optimal diantara seluruh portofolio yang efisien tersebut. Portofolio yang optimal ini merupakan portofolio yang dapat memaksimalkan preferensi investor yang terkait dengan ekspektasi *return* dan risiko.

2.2.1 Ekspektasi *Return* Portofolio

Pada umumnya investor mengharapkan tingkat *return* yang minimal sebanding dengan tingkat risiko yang terdapat dalam suatu instrumen investasi. Ekspektasi *return* portofolio merupakan rata-rata tertimbang dari ekspektasi *return* untuk setiap sekuritas individual yang membentuk portofolio tersebut. Perhitungan ekspektasi *return* dari suatu portofolio dapat dirumuskan sebagai berikut (Bodie, Kane, and Marcus, 2009):

$$E(R_p) = \sum_{i=1}^n w_i E(R_i) \quad (2.1)$$

Dimana: $E(R_p)$ = ekspektasi *return* portofolio

w_i = bobot portofolio untuk sekuritas ke- i

$E(R_i)$ = ekspektasi *return* untuk sekuritas ke- i

n = jumlah sekuritas dalam portofolio

2.2.2 Risiko Portofolio

Salah satu ukuran risiko yang banyak dikenal adalah varians atau standar deviasi, yang merupakan ukuran statistik dari penyebaran *return* diantara nilai yang diharapkan. Varians portofolio ini dipengaruhi oleh kovarians atau korelasi diantara sekuritas individual yang membentuk portofolio tersebut. Semakin kecil korelasinya, semakin kecil pula risiko portofolio. Varians dan standar deviasi portofolio dapat dirumuskan sebagai berikut (Bodie, Kane, and Marcus, 2009):

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n w_i w_j \text{Cov}_{ij} \quad (2.2)$$

$$\sigma_p = \sqrt{\sigma_p^2} \quad (2.3)$$

Dimana: σ_p^2 = varians portofolio

σ_p = standar deviasi portofolio

w_i = bobot portofolio untuk sekuritas ke-i

Cov_{ij} = kovarians *return* antara sekuritas i dan sekuritas j, dimana

$$Cov_{ij} = \rho_{ij} \sigma_i \sigma_j$$

2.3 Diversifikasi

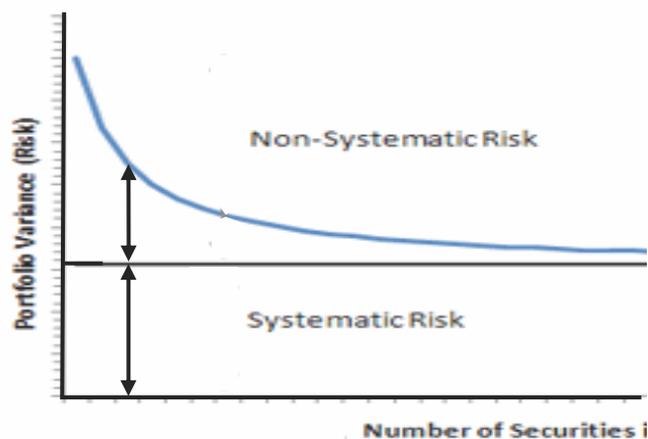
Untuk meminimalkan risiko portofolio investasi, maka investor perlu melakukan diversifikasi, yaitu dengan menyebar penempatan investasi dalam suatu portofolio. Hal ini perlu dilakukan karena dalam dunia investasi ada pepatah yang mengatakan “*Don’t put your eggs in one basket*”, yang artinya adalah untuk mengoptimalkan keuntungan dan meminimalkan kerugian perlu dilakukan diversifikasi atau penyebaran dana pada berbagai instrumen investasi yang profil *return* dan risikonya berbeda.

2.3.1 Pengaruh Diversifikasi terhadap Risiko Portofolio

Pembentukan portofolio yang terdiversifikasi bertujuan untuk menghindarkan investor dari risiko kerugian secara total. Dalam teori portofolio yang telah dijelaskan sebelumnya, Markowitz berpendapat bahwa varians *rate of return* merupakan ukuran yang paling tepat dalam menghitung risiko portofolio.

Risiko itu sendiri dapat dibagi menjadi 2 tipe umum, yaitu risiko sistematis dan risiko tidak sistematis. Risiko sistematis (*market risk*) merupakan risiko yang terkait dengan faktor-faktor makroekonomi yang mempengaruhi seluruh sekuritas, seperti GDP, tingkat bunga, inflasi, dan sebagainya. Risiko ini tidak dapat dihilangkan dengan diversifikasi yang ekstensif sekalipun. Sedangkan risiko tidak sistematis (*unique risk*) merupakan risiko yang terkait dengan faktor-faktor unik dari suatu perusahaan yang mempengaruhi sekuritas tertentu, sehingga dapat dihilangkan dengan diversifikasi.

Dari penjelasan di atas, maka dapat disimpulkan bahwa diversifikasi tidak dapat sepenuhnya menghilangkan risiko total portofolio, sehingga risiko ini hanya dapat diminimalkan, seperti yang dijelaskan dalam gambar 2.1 berikut:



Gambar 2.1 Diversifikasi dan Risiko Portofolio

Sumber: Reilly, Frank K., and Keith C. Brown. *Investment Analysis and Portfolio Management* (8th Ed.). USA: Thomson South-Western, 2006.

Gambar 2.1 di atas menjelaskan bahwa risiko total portofolio dapat diminimalkan melalui penambahan sekuritas dalam portofolio untuk mengurangi risiko tidak sistematis. Semakin banyak sekuritas yang ditambahkan, semakin kecil pula risiko tidak sistematis sehingga total risiko portofolio tersebut akan mendekati risiko sistematisnya.

2.3.2 Strategi Diversifikasi

Dari penjelasan sebelumnya, dapat diketahui bahwa tujuan investor mendiversifikasikan portofolionya adalah untuk mengurangi risiko portofolio tanpa mengorbankan *return*. Selanjutnya untuk dapat memaksimalkan keuntungan diversifikasi ini, Fabozzi (1999) menjelaskan strategi diversifikasi sebagai berikut:

a. *Naive (random) diversification*

Strategi diversifikasi ini dilakukan oleh investor dengan menginvestasikan dananya secara random pada beberapa saham atau aset-aset lain yang berbeda, dengan harapan bahwa risiko portofolionya akan berkurang. Umumnya setiap investor memiliki ekspektasi *return* tertentu yang dapat dipenuhi dengan membentuk portofolio yang sesuai dengan preferensinya. Kelemahan dari strategi ini yaitu kurang memperhatikan tingkat korelasi *return* untuk setiap

aset yang membentuk portofolionya, sehingga investor menghadapi risiko portofolio yang lebih besar.

b. *Markowitz (efficient) diversification*

Strategi diversifikasi ini menitikberatkan pada tingkat kovarians *return* diantara aset-aset yang membentuk suatu portofolio. Pembentukan portofolio yang terdiversifikasi dilakukan dengan mengkombinasikan aset-aset dalam suatu portofolio yang memiliki korelasi *return* lebih kecil daripada kombinasi aset-aset yang berkorelasi positif sempurna. Melalui pendekatan tersebut, maka strategi ini lebih efektif dalam meminimalkan risiko portofolio secara signifikan tanpa mengorbankan *return*.

2.4 Profil Risiko Investor

Hal lainnya yang perlu dipertimbangkan dalam keputusan investasi adalah preferensi investor terhadap risiko. Setiap investor memiliki profil risiko yang berbeda-beda, yang terkait dengan sejauh mana toleransinya terhadap risiko investasi. Secara umum profil risiko investor dapat dibedakan sebagai berikut:

a) *Risk avoider (conservative)*

Investor tipe ini sangat mengutamakan keamanan dalam berinvestasi, sehingga mereka menghindari investasi yang berisiko tinggi. Biasanya pilihan investasi yang dilakukan adalah *low risk-low return*, seperti tabungan, deposito, dan obligasi pemerintah.

b) *Risk moderate*

Merupakan tipe investor yang memperhitungkan risiko investasi, akan tetapi mengharapkan *return* tertentu yang lebih tinggi dari *risk avoider*. Pilihan investasi yang cenderung dilakukan adalah *medium risk-medium return*, seperti reksa dana.

c) *Risk taker (aggressive)*

Investor tipe ini mengharapkan *return* yang maksimum dari investasinya, sehingga mereka bersedia menanggung risiko investasi yang tinggi pula. Pilihan investasi yang dilakukan adalah *high risk-high return*, seperti saham.

2.5 Reksa Dana

2.5.1 Definisi Reksa Dana

Saat ini reksa dana telah berkembang pesat menjadi salah satu sarana investasi yang semakin diminati masyarakat. Tingginya minat masyarakat ini juga didorong oleh kendala yang umumnya dihadapi oleh investor jika melakukan investasi secara langsung di pasar modal, khususnya investasi saham dan obligasi. Kendala tersebut biasanya meliputi keterbatasan pengetahuan, informasi, dan waktu untuk mengelola investasinya. Selain itu, keterbatasan dana juga akan membatasi kemampuan investor dalam melakukan diversifikasi. Oleh karena itu, reksa dana menjadi salah satu solusi yang tepat untuk mengatasi kendala tersebut.

Reksa dana (*mutual fund*) berasal dari kata “reksa” yang berarti jaga atau pelihara dan “dana” yang berarti uang. Menurut Undang-Undang Pasar Modal Nomor 8 Tahun 1995 pasal 1 ayat 27 dijelaskan bahwa, “Reksa dana adalah wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio efek oleh manajer investasi.”

Berdasarkan definisi tersebut, maka terdapat 3 unsur penting dalam reksa dana yang saling terkait satu sama lain, yaitu:

- 1) Adanya kumpulan dana dari masyarakat, baik individu maupun institusi
- 2) Investasi bersama dalam bentuk suatu portofolio surat berharga yang telah terdiversifikasi
- 3) Manajer investasi dipercaya sebagai pengelola dana milik masyarakat investor

Selanjutnya dari definisi tersebut dapat disimpulkan bahwa reksa dana merupakan sarana investasi yang tepat bagi investor untuk dapat berinvestasi pada berbagai instrumen investasi yang tersedia di pasar seperti saham, obligasi, pasar uang, atau kombinasi dari instrumen-instrumen tersebut. Melalui reksa dana, investor tidak perlu secara langsung mengelola portofolio investasinya sendiri karena pengelolaan dilakukan secara profesional oleh manajer investasi, yaitu dengan melakukan diversifikasi portofolio surat berharga agar dapat memberikan keuntungan yang optimal bagi investor.

2.5.2 Keuntungan dan Risiko Reksa Dana

Dibandingkan dengan investasi lainnya, reksa dana memiliki beberapa kelebihan yang menjadikannya sebagai salah satu alternatif investasi yang menarik. Menurut Iman (2008), kelebihan reksa dana tersebut antara lain:

1) Diversifikasi investasi

Dana yang terkumpul dalam reksa dana diinvestasikan dalam portofolio yang terdiri dari berbagai jenis efek seperti saham, obligasi, dan efek lainnya yang berbeda profil risikonya. Dengan demikian, risiko investasi secara keseluruhan dapat disebar dan diminimalkan, walaupun tidak dapat dihilangkan.

2) Pengelolaan secara profesional

Reksa dana dikelola oleh manajer investasi yang memiliki keahlian dan pengalaman dalam mengelola dana investasi, sedangkan urusan administrasi ditangani oleh bank kustodian yang terpercaya. Hal ini memberikan kemudahan bagi investor yang seringkali menghadapi kendala dalam mengelola portofolio investasinya sendiri.

3) Likuiditas yang tinggi

Dalam reksa dana terbuka terdapat kewajiban untuk membeli kembali unit penyertaan reksa dana, sehingga kapanpun investor membutuhkan uang kas dapat dengan mudah dan cepat diperoleh sesuai ketentuan yang dibuat oleh masing-masing reksa dana.

4) Biaya relatif rendah

Karena reksa dana merupakan dana yang dikumpulkan secara kolektif dari berbagai investor, maka biaya-biaya transaksi akan menjadi lebih efisien apabila dibandingkan dengan melakukan transaksi sendiri di bursa efek.

5) Transparan

Informasi dan perkembangan portofolio reksa dana dipublikasikan kepada masyarakat secara luas dan terbuka, dimana nilai aktiva bersih reksa dana diumumkan setiap hari di surat kabar atau internet, sehingga investor dapat dengan mudah memantau perkembangan investasinya setiap saat.

Namun seperti produk investasi lainnya, reksa dana tetap memiliki risiko yang harus dipertimbangkan oleh investor. Menurut Iman (2008), risiko reksa dana tersebut antara lain:

1) Risiko penurunan nilai aktiva bersih (NAB)

NAB unit penyertaan reksa dana sangat mungkin turun dibandingkan dengan harga pembeliannya. Hal ini disebabkan oleh menurunnya harga pasar dari instrumen investasi yang terdapat dalam portofolio reksa dana tersebut. Penurunan ini dapat dipengaruhi oleh memburuknya kinerja pasar modal, prestasi emiten yang kurang baik, situasi ekonomi politik yang tidak menentu, dan faktor-faktor fundamental lainnya.

2) Risiko likuiditas

Risiko ini dapat terjadi apabila manajer investasi mengalami lonjakan tingkat penjualan kembali atas unit penyertaan reksa dana yang sangat tinggi (*rush redemption*). Akibatnya manajer investasi tersebut akan kesulitan menjual portofolio investasinya dalam waktu singkat untuk memenuhi kebutuhan likuiditas investor.

3) Risiko pasar

Dalam pasar yang sangat dinamis, ada kemungkinan terjadinya kondisi *bearish*, dimana seluruh instrumen keuangan merosot harganya secara drastis. Tentu saja hal ini akan mengakibatkan penurunan nilai aktiva bersih unit penyertaan reksa dana.

4) Risiko *default*

Ketika manajer investasi melakukan pembelian saham atau obligasi, mereka berasumsi bahwa kinerja keuangan emiten tersebut baik. Namun dapat saja karena sesuatu hal emiten mengalami kesulitan keuangan, sehingga tidak mampu membayar kewajibannya. Akibatnya nilai aktiva bersih reksa dana tersebut akan merosot.

2.5.3 Bentuk Reksa Dana

Berdasarkan Undang-Undang Pasar Modal Nomor 8 Tahun 1995 pasal 18 ayat 1, bentuk hukum reksa dana di Indonesia yaitu:

1) Reksa dana berbentuk perseroan

Pada reksa dana berbentuk perseroan, perusahaan reksa dana (PT Reksadana) menghimpun dana dengan cara menjual saham melalui penawaran perdana (*initial public offering*) kepada masyarakat. Dana yang terkumpul dari penjualan tersebut kemudian diinvestasikan pada berbagai jenis surat berharga.

2) Reksa dana berbentuk kontrak investasi kolektif (KIK)

Reksa dana KIK merupakan perjanjian kontrak antara manajer investasi dan bank kustodian yang mengikat pemegang unit penyertaan reksa dana. Dalam kontrak tersebut, manajer investasi diberikan kontrak penuh untuk mengelola portofolio investasi kolektif dan bank kustodian diberi wewenang untuk melaksanakan penitipan dan administrasi secara kolektif.

Berbeda dengan reksa dana berbentuk perseroan, reksa dana KIK menerbitkan unit penyertaan sampai sejumlah yang ditetapkan dalam kontrak. Masyarakat yang tertarik berinvestasi dapat membeli unit penyertaan reksa dana dan akan mendapat tanda bukti berupa surat konfirmasi pembelian dari bank kustodian.

2.5.4 Jenis-Jenis Reksa Dana

Berdasarkan instrumen investasinya, saat ini terdapat berbagai jenis reksa dana yang dipasarkan ke masyarakat. Adapun Peraturan Bapepam Nomor IV.C.3 mengklasifikasikan jenis-jenis reksa dana sebagai berikut:

a. Reksa Dana Pasar Uang (*Money Market Fund*)

Merupakan reksa dana yang menginvestasikan dananya pada instrumen pasar uang, yaitu efek utang jangka pendek kurang dari 1 tahun seperti deposito dan sertifikat Bank Indonesia (SBI). Reksa dana ini memiliki risiko yang paling kecil dibandingkan dengan jenis reksa dana lainnya, dimana risikonya hampir setara dengan risiko menyimpan uang di bank.

Reksa dana pasar uang tidak menerapkan biaya pembelian dan penjualan kembali. Selain itu, nilai aktiva bersih per unit penyertaannya selalu Rp 1.000,- setiap hari. Hasil investasi dari reksa dana ini dibagikan setiap hari dalam bentuk tambahan unit penyertaan yang dilaporkan oleh bank kustodian setiap akhir bulan.

Reksa dana pasar uang sangat sesuai untuk investasi jangka pendek (kurang dari 3 tahun), sebagai pelengkap deposito atau tabungan yang sudah ada. Selain itu, reksa dana ini lebih likuid daripada deposito karena dapat dicairkan kapan saja dengan biaya yang relatif kecil atau bahkan tidak ada. Disamping untuk berjaga-jaga, reksa dana ini juga sesuai untuk mendiversifikasi investasi dengan mengurangi risiko tanpa banyak mengorbankan potensi *return*. Oleh karena itu, dapat dikatakan bahwa reksa dana pasar uang bertujuan untuk melindungi modal.

b. Reksa Dana Pendapatan Tetap (*Fixed Income Fund*)

Merupakan reksa dana yang menginvestasikan sekurang-kurangnya 80% dari portofolio yang dikelolanya ke dalam surat berharga berupa utang seperti sertifikat deposito, *commercial paper*, dan sertifikat obligasi yang dikeluarkan oleh perusahaan maupun pemerintah. Reksa dana ini memiliki risiko rendah hingga menengah, dimana nilai investasinya relatif tidak fluktuatif karena sebagian besar instrumen investasi dalam portofolionya berupa utang.

Hasil investasi dari reksa dana pendapatan tetap diperoleh dari pembayaran bunga atas utang atau obligasi yang diterbitkan. Selain itu, instrumen utang ini memberikan tingkat suku bunga yang lebih tinggi dibandingkan tabungan atau deposito. Potensi hasil yang diharapkan relatif lebih besar daripada tabungan, deposito, ataupun reksa dana pasar uang. Ada pula sebagian reksa dana yang memberikan pembagian keuntungan berupa uang tunai (*dividen*) yang dibayarkan secara berkala, misalnya setiap 6 bulan atau setiap tahun.

Reksa dana pendapatan tetap sesuai untuk investasi jangka menengah (3-5 tahun) serta sesuai untuk investor yang tidak ingin mengambil risiko kehilangan sebagian atau seluruh nilai investasinya. Dapat dikatakan bahwa

reksa dana ini bertujuan untuk memperoleh pendapatan dengan penekanan pada stabilitas modal. Namun, investor tidak dapat mengharapkan keuntungan yang cukup besar apabila tingkat inflasi per tahun juga dipertimbangkan.

c. Reksa Dana Saham (*Equity Fund*)

Merupakan reksa dana yang menginvestasikan sekurang-kurangnya 80% dari portofolio yang dikelolanya ke dalam surat berharga bersifat ekuitas atau saham. Reksa dana saham biasanya menginvestasikan dananya pada saham-saham yang tercatat di bursa efek.

Dibandingkan dengan jenis reksa dana lainnya, reksa dana saham memberikan potensi pertumbuhan nilai investasi yang cukup besar. Namun risikonya juga lebih besar karena harga saham yang terus berfluktuasi dalam jangka pendek.

Reksa dana saham sesuai untuk investasi jangka panjang (lebih dari 5 tahun) karena memberikan *return* yang lebih besar daripada reksa dana pasar uang dan reksa dana pendapatan tetap, khususnya jika memperhitungkan tingkat inflasi per tahun. Oleh karena itu, dapat dikatakan bahwa tujuan dari reksa dana ini adalah untuk pertumbuhan modal dalam jangka panjang. Selain itu, reksa dana saham sesuai untuk investor yang bersedia menerima risiko kehilangan sebagian atau seluruh nilai investasinya.

d. Reksa Dana Campuran (*Balanced Fund*)

Merupakan reksa dana yang menginvestasikan dananya pada kombinasi efek pasar uang, obligasi/utang, dan saham dengan perbandingan alokasi portofolio yang tidak dapat dikategorikan dalam ketiga jenis reksa dana di atas. Potensi hasil dan risiko reksa dana campuran secara teoritis berada di atas reksa dana pendapatan tetap dan berada di bawah reksa dana saham.

Manajer investasi yang mengelola reksa dana campuran dapat mengalihkan portofolionya ke dalam surat berharga lainnya apabila dipandang perlu untuk mempertahankan nilai investasi pemodal atau menghadapi situasi dan kondisi yang kurang menguntungkan.

Reksa dana campuran sesuai untuk tujuan investasi jangka menengah dan jangka panjang serta sesuai untuk investor yang kurang berani menerima risiko investasi yang terlalu besar, namun ingin memperoleh *return* yang lebih besar daripada reksa dana pendapatan tetap.

Selanjutnya perbandingan antara tingkat *return* dan risiko dari masing-masing jenis reksa dana tersebut dapat dilihat pada gambar 2.2 di bawah ini:



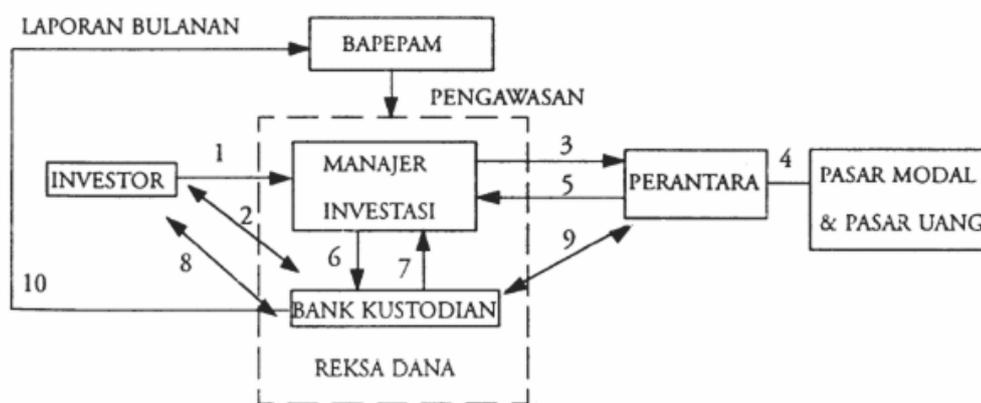
Gambar 2.2 Jenis Reksa Dana Berdasarkan Tingkat *Return* dan Risiko

Sumber: Manurung, Adler Haymans. *Reksa Dana Investasiku*. Jakarta: Buku Kompas, 2008. “telah diolah kembali”.

Gambar 2.2 di atas menjelaskan bahwa hubungan antara tingkat *return* dan risiko dari reksa dana berbanding lurus. Reksa dana pasar uang memiliki risiko investasi yang paling kecil dan sekaligus tingkat *return* yang paling kecil pula. Sebaliknya, reksa dana saham memiliki risiko investasi yang paling besar dengan tingkat *return* yang juga paling besar.

2.5.5 Mekanisme Kerja Reksa Dana

Hubungan kerja antar pihak yang terlibat dalam reksa dana secara ringkas dapat diuraikan dalam gambar 2.3 berikut:



Gambar 2.3 Mekanisme Kerja Reksa Dana

Sumber: Pratomo, Eko P. *Berwisata ke Dunia Reksa Dana*. Jakarta: PT. Gramedia Pustaka Utama, 2008.

Keterangan gambar:

1. Permohonan pembelian, penjualan kembali atau pengalihan unit penyertaan reksa dana
2. Penyetoran dana pembelian unit penyertaan atau pembayaran atas penjualan kembali unit penyertaan reksa dana
3. Perintah transaksi investasi kepada perantara (bank, pialang)
4. Eksekusi transaksi investasi oleh perantara ke pasar uang/pasar modal
5. Konfirmasi transaksi kepada manajer investasi
6. Perintah penyelesaian (*settlement*) transaksi kepada bank kustodian
7. Eksekusi penyelesaian transaksi dan penyimpanan surat berharga
8. Perhitungan dan informasi NAB/unit dan kepemilikan unit secara harian melalui media massa
9. Laporan valuasi harian dan bulanan
10. Laporan bulanan kepada BAPEPAM

2.5.6 Perhitungan Nilai Aktiva Bersih (NAB) Reksa Dana

Nilai aktiva bersih (NAB) atau disebut juga *net asset value* (NAV) merupakan harga beli per unit penyertaan yang harus dibayar oleh investor, dan

sekaligus menjadi harga jual per unit penyertaan jika investor tersebut ingin mencairkan investasinya. Nilai ini juga menjadi indikator hasil investasi, baik keuntungan maupun kerugian investor dalam investasi reksa dana.

Perhitungan NAB diperoleh dari nilai pasar wajar masing-masing instrumen investasi reksa dana (efek) dikurangi biaya-biaya manajer investasi, bank kustodian, transaksi, pajak, dan biaya lainnya. Adapun NAB dapat dirumuskan sebagai berikut (Iman, 2008):

$$NAB/\text{unit} = \frac{(\text{nilai pasar wajar aset} - \text{total kewajiban})}{\text{jumlah unit penyertaan}} \quad (2.4)$$

NAB/unit dihitung oleh bank kustodian dan diumumkan kepada publik setiap hari kerja melalui surat kabar dan internet. Naik turunnya NAB/unit, yang mencerminkan naik turunnya nilai investasi yang dimiliki investor, sangat bergantung dari hasil investasi reksa dana, serta perubahan harga-harga instrumen yang membentuk portofolio reksa dana. Oleh karena itu, perubahan NAB/unit selain ditentukan oleh kinerja manajer investasi, juga ditentukan oleh kondisi pasar investasi secara umum.

2.5.7 Perhitungan *Return* Reksa Dana

Perhitungan tingkat *return* reksa dana diperlukan untuk menilai kinerja dari suatu reksa dana, yaitu untuk mengetahui apakah *return* reksa dana tersebut melebihi *return* pasar ataupun portofolio lainnya yang dijadikan patokan (*benchmark*) serta apakah *return* reksa dana tersebut sudah sesuai dengan tingkat risiko yang dihadapi oleh investor.

Adapun *return* reksa dana setiap periode dapat dirumuskan sebagai berikut (Pratomo, 2008):

$$R_p = \frac{NAB/\text{unit}_1 - NAB/\text{unit}_0 + \text{Dividen}}{NAB/\text{unit}_0} \quad (2.5)$$

Dimana: R_p = *return* reksa dana

$NAB/unit_0$ = nilai aktiva bersih per unit penyertaan pada awal periode

$NAB/unit_1$ = nilai aktiva bersih per unit penyertaan pada akhir periode

2.6 Analisis *Return* Reksa Dana

Untuk menganalisis *return* reksa dana, maka akan digunakan 2 model yang cukup banyak digunakan, yaitu *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dan *Arbitrage Pricing Theory* (APT). Selanjutnya kedua model tersebut akan dijelaskan secara lebih lanjut di bawah ini.

2.6.1 *Capital Asset Pricing Model* (CAPM)

Konsep CAPM pertama kali dikembangkan oleh William Sharpe (1964), John Lintner (1965), dan Jan Mossin (1966) untuk menentukan harga dari suatu aset atau sekuritas yang berisiko. Model ini didasarkan pada kondisi keseimbangan pasar (*equilibrium*), dimana tingkat *return* yang diharapkan oleh investor terhadap suatu sekuritas akan dipengaruhi oleh risiko dari sekuritas tersebut. Secara umum, CAPM merupakan suatu teori yang menjelaskan hubungan antara ekspektasi *return* dari suatu sekuritas dengan tingkat risiko dari sekuritas tersebut yang diukur dengan beta

2.6.1.1 Asumsi-Asumsi yang Mendasari CAPM

CAPM dibentuk dengan sejumlah asumsi sebagai berikut (Jones, 2007):

- 1) Seluruh investor dapat meminjam dana ataupun meminjamkan dananya dengan jumlah yang tidak terbatas pada tingkat bunga bebas risiko.
- 2) Seluruh investor memiliki harapan yang homogen (*homogeneous expectations*) terkait dengan input-input dalam model portofolio, yaitu ekspektasi *return*, varians *return*, dan kovarians *return* sekuritas. Hal ini menjelaskan bahwa pada harga-harga sekuritas dan tingkat bunga bebas risiko tertentu, seluruh investor akan menggunakan informasi yang sama untuk membentuk *efficient frontier*.

- 3) Seluruh investor memiliki rentang waktu satu periode yang sama.
- 4) Tidak ada biaya transaksi.
- 5) Tidak ada pajak pendapatan pribadi, sehingga investor mempunyai pilihan yang sama untuk mendapatkan *capital gain* atau dividen.
- 6) Tidak terjadi inflasi.
- 7) Terdapat banyak investor, dan tidak ada satupun investor yang dapat mempengaruhi harga dari suatu sekuritas (saham) melalui keputusan pembelian atau penjualan sekuritasnya. Investor merupakan *price taker*, dimana harga-harga sekuritas tidak dipengaruhi oleh perdagangan sekuritasnya sendiri.
- 8) Pasar modal dalam kondisi keseimbangan (*equilibrium*).

2.6.1.2 Pengukuran Risiko dalam CAPM

Seperti yang telah diketahui sebelumnya, risiko dalam CAPM tidak lagi diukur dengan varians atau standar deviasi dari suatu sekuritas, melainkan diukur dengan menggunakan koefisien beta (β). Hal ini dikarenakan *return* suatu sekuritas sangat dipengaruhi oleh portofolio pasar. Beta merupakan ukuran risiko sistematis dari suatu sekuritas yang tidak dapat dihilangkan dengan melakukan diversifikasi. Ukuran risiko ini menunjukkan sensitivitas dari *return* suatu sekuritas terhadap *return* portofolio pasar.

Adapun koefisien beta dapat dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut (Bodie, Kane, and Marcus, 2009):

$$\beta_i = \frac{COV(R_i, R_M)}{\sigma_M^2} \quad (2.6)$$

Dimana: β_i = beta sekuritas i

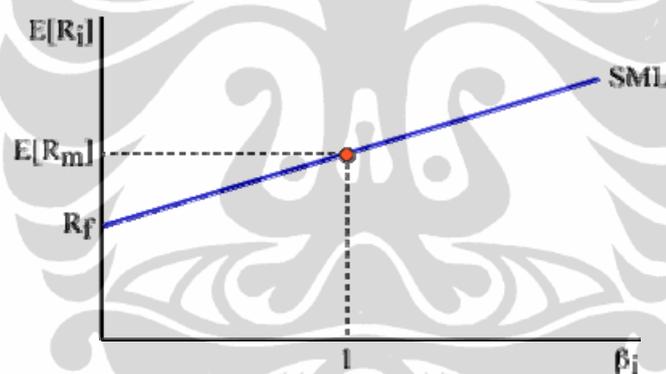
$COV(R_i, R_M)$ = kovarians *return* antara sekuritas i dengan portofolio pasar, dimana $COV(R_i, R_M) = \rho_{im} \sigma_i \sigma_m$

σ_M^2 = varians *return* portofolio pasar

Rumus 2.6 di atas menjelaskan bahwa jika pergerakan *return* suatu sekuritas lebih besar dari pergerakan *return* pasar, maka dapat dikatakan bahwa *return* sekuritas tersebut lebih fluktuatif daripada *return* pasar dan demikian pula sebaliknya. Dengan kata lain, sekuritas yang memiliki beta lebih besar daripada beta portofolio pasar ($\beta > 1$) akan memiliki risiko sistematis yang lebih besar pula. Sebaliknya, sekuritas yang memiliki beta lebih kecil daripada beta portofolio pasar ($\beta < 1$) akan memiliki risiko sistematis yang lebih kecil pula.

2.6.1.3 Hubungan antara Ekspektasi *Return* dan Beta

Konsep *Security Market Line* (SML) digunakan untuk menjelaskan hubungan antara ekspektasi *return* dan beta untuk sekuritas individual dalam CAPM. Adapun grafik SML ini dapat digambarkan sebagai berikut:



Gambar 2.4 Security Market Line

Sumber: Fabozzi, Frank J. *Investment Management* (2nd Ed.). New Jersey: Prentice-Hall, Inc., 1999.

Gambar 2.4 di atas menjelaskan bahwa terdapat hubungan yang linier antara ekspektasi *return* dan beta. Karena $\beta_M = 1.0$, maka slope SML adalah selisih antara ekspektasi *return* untuk portofolio pasar dengan tingkat bunga bebas risiko (*risk premium of the market portfolio*). Titik pada sumbu horisontal dimana $\beta = 1.0$, menunjukkan bahwa sumbu vertikalnya merupakan ekspektasi *return* untuk portofolio pasar.

Hubungan antara ekspektasi *return* dan beta untuk sekuritas individual dalam CAPM dapat dirumuskan sebagai berikut (Jones, 2007):

$$E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_{M}) - R_f] \quad (2.7)$$

Dimana : $E(R_i)$ = ekspektasi return untuk sekuritas ke-i

R_f = tingkat bunga bebas risiko

β_i = koefisien beta untuk sekuritas ke-i

$E(R_M)$ = ekspektasi return untuk portofolio pasar

Dengan asumsi-asumsi yang mendasari CAPM, maka ekspektasi *return* untuk sekuritas individual merupakan fungsi linier positif dari risiko sistematis (beta). Semakin besar nilai koefisien beta, semakin besar pula ekspektasi *return* untuk sekuritas individual tersebut.

2.6.2 Arbitrage Pricing Theory (APT)

CAPM bukanlah satu-satunya model yang dapat digunakan dalam menentukan harga dari suatu sekuritas. Model lainnya adalah APT yang dikembangkan oleh Stephen Ross (1976) berdasarkan prinsip *arbitrage*. APT merupakan model alternatif dari CAPM yang memiliki beberapa kelemahan dengan asumsi-asumsinya yang kurang realistis, dimana Roll (1977) mengkritik bahwa *true market portfolio* harus memasukkan seluruh aset di dunia, yang pada kenyataannya tidak mungkin untuk dilakukan (*unobservable*). Model APT mengasumsikan bahwa *return* sekuritas dapat dijelaskan oleh model faktor, terdapat cukup banyak sekuritas untuk mendiversifikasi risiko tidak sistematis, serta tidak membolehkan adanya kesempatan melakukan *arbitrage* dalam pasar sekuritas yang efisien.

APT didasarkan pada hukum satu harga (*the law of one price*), yang menyatakan bahwa dua aset yang identik tidak dapat dijual dengan harga yang berbeda. Apabila aset yang identik tersebut dijual dengan harga yang berbeda, maka terdapat kesempatan untuk melakukan *arbitrage* dengan tujuan memperoleh

keuntungan yang risikonya lebih kecil. Selanjutnya APT menjelaskan bahwa dalam kondisi equilibrium, harga pasar akan disesuaikan untuk menghilangkan kesempatan melakukan *arbitrage*.

Seperti halnya CAPM dan model penentuan harga aset lainnya, APT merupakan suatu teori yang menjelaskan hubungan antara ekspektasi *return* dan risiko, akan tetapi dengan menggunakan asumsi-asumsi dan prosedur yang berbeda. Tidak seperti CAPM yang menyatakan bahwa ekspektasi *return* hanya dipengaruhi oleh risiko pasar (*market portfolio*), maka ekspektasi *return* pada model APT tidak secara signifikan dipengaruhi oleh portofolio pasar. Hal ini dikarenakan adanya asumsi bahwa ekspektasi *return* dari suatu sekuritas dapat dipengaruhi oleh beberapa jenis risiko lainnya.

APT memiliki beberapa keunggulan dibandingkan dengan CAPM, yaitu antara lain menggunakan asumsi-asumsi yang tidak terlalu membatasi preferensi investor terhadap *return* dan risiko suatu sekuritas dan tidak membuat asumsi apapun mengenai distribusi dari *return* sekuritas. Selain itu model ini dapat diuji karena tidak bergantung pada identifikasi *true market portfolio*.

2.6.2.1 Multifaktor APT

Seperti yang telah dikemukakan sebelumnya, APT menjelaskan bahwa terdapat beberapa faktor risiko yang dapat mempengaruhi ekspektasi *return* dari suatu sekuritas. Faktor-faktor risiko ini terkait dengan kondisi makroekonomi yang tidak dapat diantisipasi atau faktor *surprise* (selisih antara nilai aktual dari faktor risiko tersebut dengan nilai ekspektasinya). Model ini tidak menjelaskan secara spesifik mengenai faktor-faktor risiko apa saja yang mempengaruhi ekspektasi *return* sekuritas, tetapi mengasumsikan bahwa ekspektasi *return* dan faktor-faktor risiko tersebut memiliki hubungan linier. Adapun model multifaktor APT dapat dirumuskan sebagai berikut (Jones, 2007):

$$E(R_i) = \alpha_i + \beta_{i1}F_1 + \beta_{i2}F_2 + \dots + \beta_{in}F_n \quad (2.8)$$

Dimana: $E(R_i)$ = ekspektasi *return* untuk sekuritas ke-i

α_i = ekspektasi *return* untuk sekuritas dengan risiko sistematis nol

$\beta_{i,n}$ = sensitivitas sekuritas ke-i terhadap faktor n
 F_n = faktor *surprise* n

CAPM mengasumsikan bahwa risiko diukur dari sensitivitas terhadap pasar, sehingga ekspektasi *return* dipengaruhi oleh sensitivitas dan *market risk premium*. Berbeda dengan CAPM, ekspektasi *return* dalam model APT dipengaruhi oleh beberapa faktor, sehingga ekspektasi *return* ini dipengaruhi oleh sensitivitas dan premi risiko faktor. Hubungan antara ekspektasi *return* dan risiko dalam APT dapat dirumuskan sebagai berikut (Fabozzi, 1999):

$$E(R_i) = R_f + \beta_{i,1}[E(R_1) - R_f] + \beta_{i,2}[E(R_2) - R_f] + \dots + \beta_{i,n}[E(R_n) - R_f] \quad (29)$$

Dimana: $E(R_i)$ = ekspektasi *return* untuk sekuritas ke-i

R_f = tingkat bunga bebas risiko

$\beta_{i,n}$ = sensitivitas sekuritas ke-i terhadap faktor n

$[E(R_n) - R_f]$ = premi risiko faktor n

2.6.2.2 Identifikasi Faktor-Faktor Makroekonomi

Faktor-faktor risiko yang mempengaruhi penentuan harga aset dalam model multifaktor APT umumnya terkait dengan faktor-faktor makroekonomi, yang merupakan faktor sistematis. Karena APT tidak menjelaskan faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi ekspektasi *return* suatu sekuritas, maka diperlukan identifikasi terhadap faktor-faktor yang secara signifikan mempengaruhi ekspektasi *return*.

Chen, Roll, dan Ross (1986) mengidentifikasi faktor-faktor ekonomi yang dapat mempengaruhi ekspektasi *return* sekuritas sebagai berikut:

- 1) Perubahan produksi industri yang tidak diantisipasi
- 2) Perubahan yang tidak diantisipasi dari selisih hasil (*yield spread*) antara obligasi berperingkat rendah dengan obligasi berperingkat tinggi
- 3) Perubahan yang tidak diantisipasi dari tingkat bunga dan bentuk *yield curve*
- 4) Perubahan inflasi yang tidak diantisipasi

Sedangkan Sorensen, Mezrich, dan Thum (1989) menjelaskan bahwa terdapat 7 faktor makroekonomi yang dapat mempengaruhi ekspektasi *return* sekuritas, yaitu pertumbuhan ekonomi jangka panjang, risiko siklus bisnis jangka pendek, perubahan *yield* obligasi jangka panjang, perubahan *treasury bill* jangka pendek, perubahan tingkat inflasi, perubahan nilai tukar dollar terhadap mata uang negara lainnya, dan *residual market beta*.

Secara umum, faktor-faktor makroekonomi yang seringkali digunakan untuk menentukan ekspektasi *return* sekuritas antara lain yaitu:

a. Pertumbuhan Ekonomi

Pertumbuhan ekonomi mengukur tingkat pertumbuhan output dalam perekonomian suatu negara serta menggambarkan tingkat kesejahteraan masyarakat. Indikator pertumbuhan ekonomi yang lazim digunakan adalah produk domestik bruto (PDB), yang diartikan sebagai nilai keseluruhan semua barang dan jasa yang diproduksi di dalam wilayah suatu negara dalam jangka waktu tertentu (biasanya per tahun). PDB Nominal (PDB Atas Dasar Harga Berlaku) merujuk kepada nilai PDB tanpa memperhatikan pengaruh harga, sedangkan PDB Riil (PDB Atas Dasar Harga Konstan) mengoreksi angka PDB nominal dengan memasukkan pengaruh dari harga. PDB Riil lebih banyak digunakan untuk mengukur pertumbuhan ekonomi suatu negara.

b. Tingkat Inflasi

Inflasi merupakan salah satu indikator yang digunakan untuk menggambarkan kondisi perekonomian nasional, dimana inflasi adalah suatu proses meningkatnya harga-harga secara umum dan terus-menerus (kontinu). Dengan kata lain, inflasi juga merupakan proses menurunnya nilai mata uang secara kontinu. Inflasi dianggap terjadi jika proses kenaikan harga berlangsung secara terus-menerus dan saling mempengaruhi. Inflasi diukur dengan menghitung perubahan tingkat persentase perubahan sebuah indeks harga. Indeks harga yang umum digunakan adalah Indeks Harga Konsumen (IHK) atau *consumer price index* (CPI), dimana indeks ini mengukur harga rata-rata dari barang tertentu yang dibeli oleh konsumen.

c. Tingkat Suku Bunga

Tingkat suku bunga merupakan ukuran keuntungan investasi yang dapat diperoleh oleh investor dan juga merupakan ukuran biaya modal yang harus dikeluarkan oleh perusahaan untuk menggunakan dana dari investor. Pengendalian tingkat suku bunga merupakan upaya bank sentral dalam menerapkan kebijakan moneter. Suku bunga yang umum digunakan adalah BI Rate, yang ditetapkan oleh Bank Indonesia dan merupakan suku bunga bebas risiko. BI Rate mencerminkan kondisi perekonomian di Indonesia, dimana ketika terjadi perubahan kondisi perekonomian di Indonesia, Bank Indonesia akan meresponnya dengan menaikkan atau menurunkan BI Rate.

d. Nilai Tukar

Nilai tukar (*exchange rate*) merupakan nilai mata uang suatu negara yang dinyatakan dalam mata uang negara lainnya. Kebijakan nilai tukar ini dilakukan untuk mengendalikan transaksi neraca pembayaran. Selama ini upaya untuk menstabilkan nilai Rupiah tersebut tercermin dari perkembangan nilai tukar Rupiah yang diterapkan oleh Bank Indonesia dari waktu ke waktu. Transaksi luar negeri umumnya dilakukan dalam mata uang US Dollar, yang menunjukkan pentingnya menjaga kestabilan nilai tukar Rupiah terhadap USD.

Menurut model APT, sekuritas yang berbeda akan memiliki sensitivitas yang berbeda pula terhadap faktor sistematis, dimana hal ini akan dapat membedakan preferensi investor terhadap risiko. Selanjutnya investor dapat membentuk suatu portofolio berdasarkan *risk exposure* yang diinginkannya untuk setiap faktor sistematis yang mempengaruhi ekspektasi *return* suatu sekuritas.

2.6.3 Merton's Multifactor CAPM

Selain CAPM dan APT, model penentuan harga aset berisiko lainnya yang dapat digunakan adalah model *Multifactor CAPM* dari Robert Merton (1973). Model ini merupakan pengembangan dari CAPM, yang menjelaskan bahwa selain risiko pasar, investor juga menghadapi *extra-market sources of risk* atau yang disebut *factors*. Faktor-faktor yang dapat mempengaruhi *return*

sekuritas, antara lain ketidakpastian *labor income*, harga barang-barang konsumsi tertentu (*energy prices*), dan perubahan kesempatan investasi di masa yang akan datang. Adapun model ini dapat dirumuskan sebagai berikut (Fabozzi, 1999):

$$E(R_i) = R_f + \beta_{iM}[E(R_M) - R_f] + \beta_{iF_1}[E(R_{F_1}) - R_f] + \beta_{iF_2}[E(R_{F_2}) - R_f] + \dots + \beta_{iF_K}[E(R_{F_K}) - R_f] \quad (2.10)$$

Dimana: $E(R_i)$ = ekspektasi *return* untuk sekuritas ke-i

R_f = tingkat bunga bebas risiko

β_{iM} = sensitivitas sekuritas ke-i terhadap portofolio pasar

$[E(R_M) - R_f]$ = premi risiko pasar

β_{iF_k} = sensitivitas sekuritas ke-i terhadap faktor k

$[E(R_{F_k}) - R_f]$ = premi risiko faktor k

Rumus di atas menjelaskan bahwa investor mengharapkan kompensasi untuk setiap risiko yang terkait dengan risiko pasar maupun *extra-market sources of risk*. Model *Multifactor CAPM* menjelaskan bahwa selain berinvestasi pada portofolio pasar, investor juga mengalokasikan dananya pada portofolio tertentu seperti reksa dana, untuk meminimalkan risiko *extra-market* tersebut.

2.7 Evaluasi Kinerja Reksa Dana

Evaluasi terhadap kinerja reksa dana yang dikelola oleh manajer investasi merupakan salah satu aspek penting dalam menentukan pilihan pada instrumen investasi reksa dana. Evaluasi ini perlu dilakukan secara periodik karena terkait dengan 2 topik utama, yaitu apakah *return* portofolio reksa dana tersebut sudah sebanding dengan tingkat risiko yang dihadapi oleh investor dan apakah *return* portofolio reksa dana tersebut melebihi *return* pasar atau *return* portofolio lainnya yang dijadikan pembandingan (*benchmark*).

Kinerja suatu portofolio tidak dapat diukur hanya berdasarkan tingkat *return* yang dihasilkan oleh portofolio itu saja, tetapi juga harus memperhitungkan tingkat risiko dari portofolio tersebut. Beberapa metode pengukuran kinerja

portofolio yang sudah memperhitungkan faktor risiko (*Risk Adjusted Performance*) diantaranya adalah Indeks Sharpe, Treynor, Jensen, dan *Information Ratio* yang merupakan pengembangan dari model CAPM. Selanjutnya masing-masing metode pengukuran kinerja portofolio tersebut akan dijelaskan lebih lanjut di bawah ini.

2.7.1 Indeks Sharpe

Pengukuran dengan metode ini didasarkan pada konsep *Capital Market Line* (CML), yaitu dengan cara membagi *excess return* portofolio dengan standar deviasi yang merupakan risiko total portofolio. Jadi, Indeks Sharpe digunakan untuk mengukur *excess return* untuk setiap unit risiko total dari suatu portofolio.

Perhitungan Indeks Sharpe dapat dirumuskan sebagai berikut (Bodie, Kane, and Marcus, 2009):

$$S = \frac{\overline{R_P} - \overline{R_f}}{\sigma_P} \quad (2.11)$$

Dimana: S = Indeks Sharpe

$\overline{R_P} - \overline{R_f}$ = Rata-rata *excess return* portofolio

σ_P = Standar deviasi portofolio

Dengan memperhitungkan risiko total, maka dapat dikatakan bahwa semakin besar nilai Indeks Sharpe berarti semakin baik pula kinerja reksa dana tersebut. Hal ini menunjukkan bahwa *excess return* untuk setiap unit risiko total dari suatu portofolio semakin besar pula.

2.7.2 Indeks Treynor

Pengukuran dengan metode ini didasarkan pada konsep *Security Market Line* (SML), yaitu dengan cara membagi *excess return* portofolio dengan beta yang merupakan risiko sistematis portofolio. Jadi, Indeks Treynor digunakan untuk mengukur *excess return* untuk setiap unit risiko sistematis dari suatu portofolio.

Perhitungan Indeks Treynor dapat dirumuskan sebagai berikut (Bodie, Kane, and Marcus, 2009):

$$T = \frac{\overline{R}_P - \overline{R}_f}{\beta_P} \quad (2.12)$$

Dimana: T = Indeks Treynor

$\overline{R}_P - \overline{R}_f$ = Rata-rata *excess return* portofolio

β_P = Beta portofolio

Dengan memperhitungkan risiko sistematis, maka dapat dikatakan bahwa semakin besar nilai Indeks Treynor berarti semakin baik pula kinerja reksa dana tersebut. Hal ini menunjukkan bahwa *excess return* untuk setiap unit risiko sistematis dari suatu portofolio semakin besar pula.

2.7.3 Indeks Jensen

Pengukuran dengan metode ini pada dasarnya untuk menilai sejauh mana manajer investasi mampu memberikan *return* portofolio yang melebihi *return market* sesuai dengan tingkat risiko dari portofolio tersebut. Kelebihan inilah yang digambarkan oleh Jensen sebagai perpotongan garis regresi linier atau *Jensen Intercept* yang dinyatakan dengan nilai alpha.

Perhitungan Indeks Jensen dapat dirumuskan sebagai berikut (Bodie, Kane, and Marcus, 2009):

$$\alpha_P = \overline{R}_P - [\overline{R}_f + \beta_P(\overline{R}_{M} - \overline{R}_f)] \quad (2.13)$$

Dimana: α_P = Indeks Jensen

\overline{R}_P = Rata-rata *return* portofolio

\overline{R}_f = Rata-rata *risk free rate*

β_P = Beta portofolio

$\overline{R}_{M} - \overline{R}_f$ = Rata-rata premi risiko pasar

Dengan memperhitungkan risiko sistematis, maka dapat dikatakan bahwa semakin besar dan positif nilai Indeks Jensen (alpha) berarti semakin baik pula kinerja reksa dana tersebut. Hal ini menunjukkan bahwa manajer investasi memiliki kemampuan yang baik dalam menghasilkan *above average returns adjusted for risk*.

2.7.4 Information Ratio

Pengukuran dengan metode ini dilakukan untuk menilai sejauh mana manajer investasi dapat menghasilkan *abnormal return* portofolio untuk setiap unit risiko tidak sistematis. Hal ini dapat dilakukan dengan membagi alpha portofolio dengan risiko tidak sistematis (*standard error of regression*).

Perhitungan *Information Ratio* dapat dirumuskan sebagai berikut (Bodie, Kane, and Marcus, 2009):

$$IR = \frac{\alpha_p}{\sigma_{\epsilon p}} \quad (2.14)$$

Dimana: IR = *Information Ratio*

α_p = Alpha portofolio

$\sigma_{\epsilon p}$ = *Standard error of regression*

Dengan memperhitungkan risiko tidak sistematis, maka dapat dikatakan bahwa semakin besar nilai *information ratio* berarti semakin baik pula kinerja reksa dana tersebut. Hal ini menunjukkan bahwa *abnormal return* yang dihasilkan untuk setiap unit risiko tidak sistematis dari suatu portofolio semakin besar pula.

Selanjutnya evaluasi kinerja terhadap portofolio reksa dana memerlukan suatu tolak ukur atau *benchmark*. Hal ini dilakukan untuk membandingkan *return* portofolio reksa dana yang dihasilkan oleh manajer investasi dengan *return* pasar atau *return* portofolio lainnya. Sebagai contoh *benchmark* yang umum digunakan dalam mengukur kinerja portofolio adalah IHSI, indeks obligasi, tingkat suku bunga deposito, dan alternatif investasi lainnya. Jika *return* portofolio reksa dana

tersebut melebihi *return* pasar atau *return* portofolio lainnya, maka dapat dikatakan bahwa kinerja reksa dana tersebut *outperformed*.

2.8 Growth Value Map

Salah satu proses investasi yang dilakukan oleh manajer investasi dalam pembentukan portofolio investasi adalah menentukan alokasi sektor/industri dan menentukan pilihan perusahaan/emiten tempat berinvestasi. Proses ini memerlukan analisis fundamental yang akan menghasilkan suatu keranjang emiten untuk masing-masing instrumen (*investment universe*), yang kemudian akan membentuk suatu model portofolio. Analisis terhadap perusahaan/emiten yang membentuk portofolio ini diperlukan untuk mengetahui sejauh mana perusahaan/emiten yang dipilih tersebut memiliki kinerja saat ini dan prospek pertumbuhan yang baik di masa mendatang. Hal ini pada akhirnya akan mempengaruhi kinerja portofolio yang dikelola oleh manajer investasi.

Selanjutnya untuk menganalisis perusahaan/emiten yang membentuk suatu portofolio, maka dapat digunakan matriks *Growth Value Map* yang menggambarkan kinerja perusahaan/emiten dalam jangka pendek dan sekaligus menggambarkan prospek pertumbuhan perusahaan/emiten dalam jangka panjang (Ludwid, Ringbeck, dan Schulte-Bockum, 2000). Analisis *Growth Value Map* ini dapat dilakukan dengan memanfaatkan informasi yang tersedia di pasar modal maupun dari laporan keuangan publik yang dikeluarkan oleh perusahaan.

Growth Value Map digambarkan dalam bentuk matriks yang menggambarkan kinerja jangka pendek dan matriks yang menggambarkan prospek pertumbuhan jangka panjang dari setiap perusahaan/emiten. Selanjutnya matriks ini dapat dijelaskan sebagai berikut (Ludwid, Ringbeck, dan Schulte-Bockum, 2000):

- *Horizontal Axis* (Matriks untuk kinerja jangka pendek)

Matriks ini dapat dihitung dengan menggunakan rumus berikut:

$$\text{Performance Value} = \frac{\text{Earning per Share}}{\text{Discount Rate}} \quad (2.15)$$

$$\text{Score at Horizontal Axis} = \frac{\text{Performance Value}}{\text{Book Value per Share}} \quad (2.16)$$

- *Vertical Axis* (Matriks untuk prospek pertumbuhan jangka panjang)

Matriks ini dapat dihitung dengan menggunakan rumus berikut:

$$\text{Score at Vertical Axis} = \frac{\text{Share Price} - \text{Performance Value}}{\text{Book Value per Share}} \quad (2.17)$$

Untuk menentukan posisi relatif suatu perusahaan/emiten dalam matriks tersebut, maka diperlukan *benchmark* dari sekumpulan perusahaan/emiten untuk memperoleh nilai rata-rata *horizontal axis* dan *vertical axis*. Selanjutnya berdasarkan skor *horizontal axis* dan *vertical axis* yang menjadi *benchmark* tersebut, maka suatu perusahaan/emiten dapat dikategorikan ke dalam 4 kategori sebagai berikut (Ludwid, Ringbeck, dan Schulte-Bockum, 2000):

1) *Excellent Value Managers*

Pasar modal mengharapkan *excellent value managers* untuk mencapai tingkat kinerja/profitabilitas dan pertumbuhan yang lebih baik dibandingkan dengan *benchmark* atau pesaingnya.

2) *Expectation Builders*

Pasar modal mengharapkan tingkat kinerja/profitabilitas yang relatif rendah dari *expectation builders* dalam jangka pendek, tetapi memiliki ekspektasi pertumbuhan yang tinggi.

3) *Traditionalist*

Pasar modal memiliki ekspektasi yang rendah terhadap potensi pertumbuhan *traditionalist*, meskipun dalam jangka pendek menghasilkan kinerja/tingkat profitabilitas yang superior.

4) *Asset-Loaded Value Managers*

Perusahaan yang termasuk dalam kategori ini gagal dalam memenuhi harapan pasar modal, yang terkait dengan kinerja/tingkat profitabilitas jangka pendek maupun prospek pertumbuhan jangka panjang.

Adapun kategori setiap perusahaan/emiten dalam matriks *Growth Value Map* dapat dilihat pada gambar 2.5 di bawah ini:

<i>Future Growth Opportunity</i>	<i>Expectation builder</i>	<i>Excellent value managers</i>
	<i>Asset-loaded value managers</i>	<i>Traditionalist</i>
	<i>Current Performance</i>	

Gambar 2.5 Matriks *Growth Value Map*

Sumber: Ludwig, H., Ringbeck, J., and Schulte-Bockum, J. *Managing Expectations for Value*. The McKinsey Quarterly 2000 Number 4.

Dari penjelasan di atas, dapat dikatakan bahwa analisis *Growth Value Map* dapat digunakan dalam *value management* karena dapat menggambarkan profitabilitas jangka pendek dan sekaligus prospek pertumbuhan jangka panjang dari suatu perusahaan/emiten.

2.9 Penelitian Terdahulu

Penelitian mengenai CAPM sebelumnya telah dilakukan oleh Agus Indroyono (2006) untuk menganalisis tingkat risiko yang mempengaruhi *return* saham. Penelitian ini dilakukan terhadap saham-saham industri barang konsumsi sektor rokok untuk periode 2003-2005. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa secara umum terdapat pengaruh yang positif antara risiko dan *return* secara linier pada saham-saham sektor rokok tersebut, dimana jika *return* meningkat maka risiko akan meningkat pula.

Adapun penelitian mengenai APT sebelumnya juga telah dilakukan oleh Dewiyanti Krisdjoko (2000) untuk mengukur pengaruh faktor-faktor

makroekonomi terhadap *return* saham. Penelitian ini dilakukan terhadap saham-saham pada sektor industri yang berbasis sumber daya alam untuk periode 1995-1999. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa faktor-faktor makroekonomi seperti GDP, inflasi, JIBOR *rate*, dan kurs rupiah terhadap dollar kurang mampu menjelaskan *return* saham dengan baik. *Excess* faktor makroekonomi bukanlah faktor yang secara signifikan mempengaruhi *return* saham perusahaan, terutama pada sektor industri yang berbasis sumber daya alam.

Penelitian mengenai kinerja reksa dana telah dilakukan sebelumnya oleh Stephanus Setyaadmaja (2003). Penelitian ini dilakukan terhadap produk reksa dana yang dikelola oleh PT. Schroder Investment Management Indonesia untuk periode 2000-2003. Analisis terhadap kinerja reksa dana dilakukan dengan metode Sharpe, Treynor, dan Jensen. Hasil penelitian untuk seluruh produk reksa dana dengan metode pengukuran kinerja tersebut menunjukkan nilai yang positif, yang menunjukkan bahwa *return* reksa dana melebihi *return* portofolio lainnya yang dijadikan *benchmark*. Hal ini dapat diartikan bahwa kinerja reksa dana yang dikelola oleh PT. Schroder Investment Management Indonesia lebih baik dibandingkan dengan kinerja pasar.

Adapun penelitian mengenai matriks *Growth Value Map* juga telah dilakukan sebelumnya oleh Efendi Arianto (2007). Penelitian ini dilakukan terhadap perusahaan-perusahaan yang bergerak dalam industri perkebunan kelapa sawit, yaitu PT. SMART Tbk, Astra Agro Lestari, PP London Sumatera, Bakrie Sumatera Plantation, dan Tunas Baru Lampung. Berdasarkan hasil perhitungan skor horizontal axis dan vertikal axis dari masing-masing emiten yang dibandingkan dengan skor *benchmark*, maka selanjutnya dapat dipetakan posisi setiap perusahaan dalam bagan *Growth Value Map*. Bagan tersebut menunjukkan bahwa SMAR dan LSIP termasuk dalam kategori *traditionalist*, UNSP dan AALI termasuk dalam kategori *excellent value managers*, sedangkan TBLA termasuk dalam kategori *assets-loaded value managers*.