

## BAB 2

### LANDASAN TEORI

#### 2.1 Pengertian Investasi

Menurut Jones (2004), investasi adalah komitmen atas penempatan dana dalam satu atau sejumlah aset sampai dengan jangka waktu tertentu, karena itu jika kita berbicara mengenai investasi pasti melibatkan pengetahuan tentang proses investasi. Investasi menitik beratkan pada pengelolaan kekayaan investor yang merupakan jumlah keseluruhan pendapatan saat ini ditambah dari *present value* dari semua penerimaan di masa yang akan datang. Hal inilah yang menyebabkan konsep *present value* dan *compound interest* menjadi konsep yang penting di dalam proses investasi.

Pada umumnya pengertian investasi berhubungan dengan aset finansial dan secara khusus pada efek yang dapat diperdagangkan. Aset finansial adalah hak tagih kepada emiten baik emiten perusahaan atau emiten pemerintah. Sedangkan aset riil adalah aset yang berwujud seperti emas, perak, properti, berlian, benda-benda seni dan lain sebagainya. Adapun pengertian efek yang dapat diperdagangkan adalah aset finansial yang dapat diperdagangkan dengan biaya yang rendah serta mudah pada pasar yang terstruktur dan terorganisir. Secara teknis dapat dikatakan investasi meliputi baik finansial aset maupun riil aset serta juga meliputi efek yang dapat diperdagangkan maupun tidak dapat diperdagangkan.

Tujuan dari investasi adalah untuk meningkatkan kesejahteraan yang diwujudkan dalam kekayaan yang dapat dinilai dengan uang baik pada saat ini maupun yang akan datang. Dana yang investasikan dapat terdiri dari aset yang dimiliki saat ini, tabungan, atau konsumsi yang ditunda, dengan bertambahnya kekayaan, investor berharap dapat meningkatkan konsumsi mereka di masa yang akan datang. Investasi juga bertujuan untuk mengelola kekayaan secara optimal serta perlindungan terhadap inflasi dan pajak.

Menurut Reilly (2006), investasi juga dapat didefinisikan sebagai hal yang dilakukan investor atas tabungannya sehingga seiring dengan berjalannya waktu nilai tabungan tersebut dapat bertambah. Investasi secara khusus dapat disebutkan sebagai dana yang disisihkan investor pada saat ini selama jangka waktu tertentu yang diharapkan dapat memberikan penghasilan di masa depan sehingga investor mendapatkan kompensasi atas (1) waktu dana tersebut diinvestasikan (2) Perkiraan atas tingkat inflasi serta (3) ketidak pastian akan penghasilan di masa depan

Selain itu investasi dapat juga diartikan sebagai komitmen penempatan sejumlah uang dengan harapan akan memperoleh keuntungan di masa yang akan datang, kata kunci dari investasi adalah pengorbanan pada saat ini dengan bentuk pengorbanan dapat berupa uang, waktu atau hal yang berharga lainnya. Suatu proses investasi akan melibatkan pemilihan dari jenis aset yang akan dimiliki untuk jangka waktu tertentu. Dapat dikatakan ada tiga hal yang mendasari seseorang melakukan investasi, yaitu pertama adanya kebutuhan untuk masa depan atau kebutuhan saat ini yang belum dapat dipenuhi saat ini, kedua untuk menambah dan melindungi nilai aset serta ketiga karena adanya inflasi.

### **2.1.1 Hambatan Investasi**

Dalam melakukan investasi, tujuan, risiko dan *return* ditetapkan dengan memperhatikan sejumlah hambatan investasi. Hambatan-hambatan tersebut meliputi likuiditas, rentang waktu, hukum dan perundang-undangan, dan faktor-faktor internal tertentu. Meskipun semua faktor tersebut mempengaruhi portofolio, dua hambatan pertama berpengaruh secara langsung pada kemampuan untuk mengambil risiko, sehingga dapat menghambat tujuan risiko maupun tujuan *return* (Samsul, 2006)

#### **a. Likuiditas**

Likuiditas terkait dengan kebutuhan akan uang tunai pada waktu tertentu. Total biaya yang dibutuhkan untuk mengkonversi suatu aset menjadi uang tunai merupakan ukuran likuiditas aset tersebut: biaya rendah berarti likuiditas tinggi,

dan biaya tinggi berarti likuiditas rendah. Biaya-biaya transaksi tertentu merupakan kerugian ekonomi bagi portofolio. Risiko kerugian karena adanya kebutuhan menjual aset yang relatif kurang *marketable* untuk memenuhi kebutuhan likuiditas disebut risiko likuiditas.

**b. Rentang Waktu**

Rentang waktu (*time horizon*) merupakan periode waktu tertentu yang sering dilekatkan pada tujuan investasi. Rentang waktu investasi terdiri dari jangka pendek, jangka panjang, atau kombinasi keduanya. *Multi-stage horizon* merupakan kombinasi antara jangka pendek dan jangka panjang, seperti pendanaan pendidikan anak

**c. Masalah Pajak**

Masalah perpajakan terjadi apabila investor dihadapkan pada struktur pajak yang mengurangi jumlah *total return* yang sebenarnya dapat digunakan untuk membiayai kebutuhan saat ini atau untuk diinvestasikan kembali pada masa yang akan datang. Kebijakan perpajakan di suatu negara dapat mempengaruhi pengambilan keputusan investasi.

**d. Faktor Hukum dan Perundang-undangan**

Faktor hukum dan perundang-undangan merupakan faktor eksternal (berasal dari pemerintah, otoritas regulator atau pengawas di suatu negara) yang dapat mempengaruhi pengambilan keputusan investasi. Misalnya peraturan reksa dana di pasar modal Indonesia yang mengatur batas kepemilikan unit reksa dana untuk masing-masing investor hingga maksimum 2% dari total unit yang diterbitkan.

**e. Faktor Internal Tertentu**

Hal ini mencakup faktor-faktor internal (selain yang disebutkan di atas) yang dapat mempengaruhi pengambilan keputusan investasi. Sebagai contoh, pilihan portofolio investor perorangan dapat dipengaruhi oleh kondisi-kondisi tertentu seperti kesehatan, keluarga yang harus ditanggung, dan sebagainya. Pilihan portofolio juga dapat dipengaruhi oleh kapabilitas investor dalam sumber daya

manusia maupun keuangan, termasuk waktu, minat, latar belakang, dan kemampuan teknis yang dimiliki.

### 2.1.2 Tingkat Pengembalian yang Diminta (*Required Rate of Return*)

Dalam mengambil putusan untuk melakukan investasi seorang investor mendasari proses investasinya dari pertukaran antara harapan akan tingkat pengembalian dengan risiko. Investor berinvestasi atas harapan tingkat pengembalian di masa yang akan datang tersebut, namun tingkat pengembalian tidak dapat diramalkan dengan persis karena umumnya terdapat penyimpangan antara tingkat pengembalian yang diharapkan dengan aktual tingkat pengembalian yang diterima. Penyimpangan ini merupakan salah satu risiko yang dihadapi oleh seorang investor. Adanya pertukaran antara risiko dan tingkat pengembalian mengakibatkan investor yang mengarpakan tingkat pengembalian yang tinggi akan terpapar pada risiko investasi yang besar pula. (Reilly, 2006)

Faktor-faktor yang harus diperhitungkan investor ketika akan memilih aset untuk dimasukkan dalam portofolionya adalah :

- a) Nilai selama waktu berjalan (*Time Value of Money*) pada periode investasi
- b) Perkiraan tingkat inflasi selama periode investasi
- c) Risiko

Ketiga komponen di atas disebut sebagai angka tingkat pengembalian yang diminta (*required rate of return*), angka ini ditentukan oleh :

- *Real Risk Free Rate* yang merupakan tingkat bunga yang diterima atas suatu investasi dengan asumsi tidak ada inflasi dan ketidakpastian atas penerimaan investasi di masa yang akan datang.
- Premi risiko yang merupakan tingkat angka yang lebih tinggi yang diharapkan diterima oleh investor atas investasinya karena adanya persepsi ketidakpastian atas penerimaan investasi di masa yang akan datang.

## 2.2 Risiko

Risiko adalah ketidakpastian atas tingkat pengembalian yang diharapkan atas suatu investasi. Adapun pembagian risiko berdasarkan sumbernya adalah sebagai berikut (Husnan, 1998) :

a) Risiko Usaha/Bisnis (*Business Risk*)

Adalah ketidakpastian atas penerimaan pendapatan di masa yang akan datang yang berasal dari sifat dari suatu usaha, makin tidak pasti suatu usaha tersebut menerima pendapatan, makin tidak pasti arus pendapatan yang diterima oleh investor.

b) Risiko Finansial

Adalah ketidakpastian atas penerimaan pendapatan investor yang timbul dari pemilihan suatu usaha dalam mendanai perusahaannya, misalnya dengan mendanai dengan pinjaman, pinjaman ini harus dibayar berikut dengan bunganya, sehingga berakibat berkurangnya hasil investasi yang diterima oleh investor

c) Risiko Likuiditas

Adalah ketidakpastian atas pendapatan yang diterima oleh investor yang bersumber dari sulitnya suatu aset dikonversi secara cepat menjadi uang (*cash*)

d) Risiko Nilai Tukar

Adalah ketidakpastian atas pendapatan yang akan diterima oleh investor karena investor tersebut menginvestasikan asetnya dalam denominasi mata uang yang berbeda dengannya

e) Risiko suatu Negara atau Risiko Politis

Adalah ketidakpastian atas pendapatan yang akan diterima oleh investor yang berasal dari perubahan drastis yang terjadi di suatu negara atau lingkup ekonomi negara tersebut.

### 2.2.1 Tipe Risiko

Teori investasi modern membagi risiko menjadi dua tipe dasar (Bodie, 2008) yaitu :

- Risiko Sistematis; yang merupakan risiko yang dapat mempengaruhi semua bidang yang mana risiko ini tidak dapat dihilangkan atau dikurangi dengan diversifikasi; dan
- Risiko Tidak Sistematis/Non Sistematis; yang merupakan lawan dari risiko sistematis yaitu risiko yang dapat dikurangi atau dihilangkan dengan melakukan diversifikasi.

Dengan demikian Total Risiko merupakan penjumlahan dari Risiko Sistematis dan Tidak Sistematis.

$$\text{Total Risiko} = \text{Risiko Sistematis} + \text{Risiko Tidak Sistematis}$$

### 2.2.2 Pengukuran Risiko

Salah satu alat ukur yang banyak dipakai untuk mengukur risiko adalah varian atau standar deviasi. Varian atau standar deviasi merupakan ukuran statistik terhadap simpangan dari angka yang diperkirakan, makin besar varian atau standar deviasi berarti makin besar pula simpangan dari angka yang diperkirakan, sehingga makin pula ketidakpastian atau risiko.

Varian atau Standar Deviasi dari tingkat pengembalian suatu aset dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut (Jones, 2004)

$$\text{Varian } (\sigma^2) = \sum_{i=1}^m [R_i - E(R)]^2 p_i \dots\dots\dots (2.1)$$

$$\text{Standar Deviasi } (\sigma) = \sqrt{\sigma^2} \dots\dots\dots (2.2)$$

Dimana :

$E(R)$  : tingkat pengembalian yang diharapkan/diperkirakan

$R_i$  : tingkat pengembalian yang mungkin terjadi pada kejadian  $i$

$p_i$  : probabilitas kejadian  $i$

### 2.3 Hubungan antara Risiko dan Tingkat Pengembalian

Investor menaikkan tingkat pengembalian investasi yang diminta seiring dengan naiknya persepsi atas ketidakpastian/risiko. Garis yang menggambarkan hubungan antara risiko dan tingkat pengembalian atas semua alternatif investasi yang tersedia disebut dengan *Security Market Line (SML)* (Reilly, 2006)

Hubungan antara risiko dan tingkat pengembalian dapat berubah dengan tiga cara, yaitu :

a. Pergerakan sepanjang *Security Market Line (SML)*

Menunjukkan perubahan pada karakteristik risiko suatu instrumen investasi yang spesifik contohnya adalah perubahan risiko usaha, finansial atau risiko sistematis (beta).

b. Perubahan kemiringan (*slope*) *Security Market Line*

Perubahan ini terjadi karena adanya perubahan sikap investor pada suatu risiko, perubahan ini meniratkan bahwa investor bersedia menerima tingkat pengembalian yang lebih tinggi atau rendah atas risiko yang sama

c. Perpindahan pada *Security Market Line*

Merefleksikan adanya perubahan pada tingkat pertumbuhan yang diperkirakan, atau perubahan pada kondisi market, atau inflasi.

### 2.4 Teori Portofolio

Asumsi dasar dari teori portofolio adalah investor berkeinginan untuk memaksimalkan tingkat pengembalian portofolio yang dimilikinya pada level risiko tertentu, untuk memahami asumsi ini kita terlebih dahulu harus mengetahui bahwa yang dimaksud dengan portofolio adalah keseluruhan jumlah aset dan kewajiban yang dimiliki oleh investor. Teori portofolio juga mengasumsikan bahwa investor

pada dasarnya merupakan penghindar risiko (*risk averse*), ini berarti bila investor diberi pilihan antara dua buah set yang mempunyai tingkat pengembalian sama, maka investor akan memilih aset yang memiliki risiko terendah (Bodie, 2008)

Untuk menganalisa tingkat pengembalian dan risiko sebuah investasi kita harus mempertimbangkan keseluruhan portofolio yang dimiliki oleh investor, karena peluang investasi dapat ditingkatkan ketika aset-aset investor dikumpulkan dalam satu bentuk portofolio.

Perkiraan tingkat pengembalian dari sebuah portofolio dapat dihitung sebagai rata-rata tertimbang perkiraan tingkat pengembalian dari masing-masing aset yang terdapat dalam portofolio, yang dapat dihitung dengan rumus (Jones, 2004)

$$E(R_p) = \sum_i^n w_i E(R_i) \dots\dots\dots (2.3)$$

Dimana :

$E(R_p)$  : Perkiraan tingkat pengembalian portofolio

$w_i$  : Bobot aset/efek ke  $i$  pada portofolio

$\sum w_i$  : 1.0

$E(R_i)$  : tingkat pengembalian yang diharapkan/diperkirakan

$n$  : jumlah aset/efek dalam portofolio

## 2.5 Teori Portofolio Modern

Sebelum tahun 1960 dapat dikatakan belum ada ukuran spesifik untuk menghitung risiko, hingga Harry Markowitz memperkenalkan konsep/model untuk mendiversifikasi risiko pada portofolio. Markowitz merupakan orang pertama yang membuat ukuran tertentu atas risiko portofolio yang dihitung dari ekspektasi tingkat pengembalian dan risiko portofolio berdasarkan hubungan kovarian. Model

portofolio Markowitz ini dibuat berdasarkan beberapa asumsi atas perilaku investor (Reilly, 2006) yaitu :

- a. Investor mempertimbangkan tiap alternatif investasi yang ada dipresentasikan dengan probabilitas distribusi ekspektasi tingkat pengembalian selama periode waktu tertentu.
- b. Investor memaksimalkan satu periode utilitas.
- c. Investor memprediksi risiko dari sebuah portofolio berdasarkan variasi dari ekspektasi
- d. Investor mengambil keputusan investasi semata-mata berdasarkan tingkat pengembalian dan risiko, sehingga kurva utilitas investor hanya terdiri dari fungsi tingkat pengembalian dan simpangan dari tingkat pengembalian tersebut.
- e. Untuk tingkat risiko yang sama, investor akan memilih tingkat pengembalian yang lebih tinggi, dan untuk tingkat pengembalian yang sama, investor memilih risiko yang lebih rendah

Seperti telah disinggung sebelumnya risiko portofolio bukan semata-mata merupakan bobot tertimbang rata-rata dari masing-masing aset/efek dalam portofolio. Dalam model portofolio Markowitz, risiko portofolio harus memperhitungkan hubungan antar tingkat pengembalian masing-masing aset/efek yang terdapat dalam portofolio, sehingga dalam satu waktu bila ada aset/efek yang memberi tingkat pengembalian rendah dapat dikompensasi oleh aset/efek lain dalam portofolio yang memberikan tingkat pengembalian tinggi. Sehingga dapat disimpulkan risiko atau standar deviasi atau varian dari portofolio dalam model Markowitz dihitung dengan mempertimbangkan dua faktor berikut :

1. Bobot risiko masing-masing aset/efek
2. Bobot tertimbang pergerakan bersama antar tingkat pengembalian aset/efek dalam portofolio

### 2.5.1 Koefisien Korelasi

Koefisien korelasi ( $\rho$ ; rho) merupakan ukuran statistik atas pergerakan bersama antar tingkat pengembalian tiap-tiap aset/efek dalam portofolio, koefisien korelasi ini mengukur relasi antar dua sekuritas yang dinyatakan dalam angka +1, dan -1, dengan pengertian sebagai berikut :

$\rho_{ij}$  : +1; korelasi positif sempurna

Dengan korelasi positif sempurna, tingkat pengembalian antar dua aset/efek akan mempunyai hubungan linear yang sempurna, jika satu aset naik maka aset yang lain akan naik dengan besaran yang sama, demikian pula jika terjadi penurunan. Penghitungan risiko portofolio yang aset/efeknya berkorelasi sempurna adalah dengan menghitung bobot tertimbang rata-rata masing-masing aset/efek dalam portofolio (Jones, 2004).

$\rho_{ij}$  : - 1; korelasi negatif sempurna

Dengan korelasi negatif sempurna, tingkat pengembalian antar dua aset/efek akan mempunyai hubungan yang sempurna berlawanan, jika satu aset naik maka set yang lain akan turun dengan besaran yang sama, demikian pula sebaliknya. Sehingga bila dua aset yang mempunyai korelasi negatif sempurna dikombinasikan dalam satu portofolio, risiko aset/efek ini satu sama lain akan saling menghilangkan, sehingga dapat dikatakan portofolio tidak mengandung risiko sama sekali.

$\rho_{ij}$  : 0 ; 0 korelasi/tidak ada korelasi

Bila antara dua aset koefisien korelasinya nol, mengandung pengertian secara statistik tidak ada hubungan linear antara dua aset ini. (Jones, 2004)

### 2.5.2 Kovarian

Kovarian merupakan ukuran mutlak atas derajat asosiasi antara tingkat pengembalian sepasang aset yang bergerak bersama dari waktu ke waktu. Sama seperti koefisien korelasi, kovarian mempunyai nilai positif, negatif dan nol.

Formula untuk menghitung Kovarian adalah sebagai berikut :

$$\sigma_{AB} = \sum_{i=1}^m [R_{A,i} - E(R_A)][R_{B,i} - E(R_B)]p_i \dots\dots\dots(2.4)$$

Dimana :

$\sigma_{AB}$  : kovarian antar aset/efek A dan B;

$R_A$  : kemungkinan tingkat pengembalian pada aset/efek A

$E(R_A)$  : nilai ekspektasi tingkat tingkat pengembalian pada aset/efek A

m : jumlah kemungkinan nilai untk ase/efek dalam suatu periode.

### 2.5.3 Hubungan antara koefisien korelasi dengan kovarian

Koefisien korelasi secara sederhana dapat dikatakan sebagai kovarian yang distandarisasi dengan cara membagi dengan standar deviasi tingkat pengembalian dua buah aset/efek. Dari persamaan di bawah ini dapat terlihat kovarian dan koefisien korelasi dapat dikaitkan dengan formula sebagai berikut

$$\rho_{AB} = \frac{\sigma_{AB}}{\sigma_A \sigma_B} \dots\dots\dots(2.5)$$

dari definisi di atas kovarian dapat juga ditulis dengan formula sebagai berikut :

$$\sigma_{AB} = \rho_{AB} \sigma_A \sigma_B \dots\dots\dots (2.6)$$

#### 2.5.4 Penghitungan Risiko Portofolio

Berlainan dengan ekspektasi tingkat pengembalian pada portofolio yang merupakan hasil perhitungan bobot tertimbang rata-rata dari tiap aset/efek yang terdapat dalam portofolio, risiko portofolio justru dapat berkurang dengan bertambahnya aset/efek pada portofolio tersebut. Dengan pengertian korelasi koefisien dan kovarian antar aset dalam portofolio seperti tersebut di atas, penghitungan risiko pada satu portofolio dapat dihitung dengan formula sebagai berikut (Jones, 2004)

Untuk portofolio dengan dua aset

$$\sigma_p = [w_1^2 \sigma_1^2 + w_2^2 \sigma_2^2 + 2(w_1)(w_2)(\rho_{1,2})\sigma_1\sigma_2]^{1/2} \dots\dots\dots(2.7)$$

Untuk portofolio dengan n-aset :

$$\sigma_p^2 = \sum_i^n w_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^n \sum_{j=i}^n w_i w_j \sigma_{ij} \dots\dots\dots(2.8)$$

Dimana :

$\sigma_p^2$  : varian tingkat penembalian portofolio

$\sigma_i^2$  : varian tingkat pengembalian sekuritas  $i$

$\sigma_{ij}$  : kovarian tingkat pengembalian sekuritas  $i$  dan  $j$

$w_i$  : bobot sekuritas  $i$  dalam portofolio

$\sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n$  : tanda penghitungan ganda yang mengindikasikan  $n^2$

dikalkulasikan bersama

## 2.6 Proses Manajemen Portofolio

CFA *institute* membagi proses manajemen portofolio menjadi tiga elemen dasar (Maginn, 2003) yang terdiri dari perencanaan, pelaksanaan dan tindakan monitor atau umpan balik. Proses manajemen portofolio adalah serangkaian langkah terintegrasi yang diambil dengan cara yang konsisten untuk mewujudkan portofolio (kumpulan atau kombinasi aset) yang sesuai untuk mencapai tujuan klien. Reksa dana sebagai salah satu produk investasi kolektif juga tidak terlepas dari proses manajemen portofolio ini. Tahap-tahap proses manajemen portofolio meliputi perencanaan, pelaksanaan, dan umpan balik (*feedback*).

Rincian dari tahap-tahap proses manajemen portofolio adalah sebagai berikut :

### a) Tahap Perencanaan

Dalam tahap perencanaan, terdapat perumusan tujuan dan kebijakan investasi, penentuan ekspektasi risiko dan *return*, dan penetapan alokasi aset strategis. Di dalam reksa dana, tahapan ini dilaksanakan dalam bentuk kebijakan investasi dan alokasi aset seperti yang tertuang dalam prospektus.

#### - Mengidentifikasi dan menspesifikasi tujuan dan hambatan investasi

Tujuan investasi merupakan hasil investasi yang diinginkan oleh investor, dikaitkan dengan *return* dan risiko. Sedangkan hambatan (*constraint*) investasi merupakan batasan-batasan yang dihadapi dalam mencapai keuntungan tertentu dari investasi yang bersangkutan. Hambatan investasi dapat berupa hambatan internal (berkaitan dengan situasi atau preferensi investor) seperti kebutuhan likuiditas, jangka waktu, dan kondisi spesifik investor; maupun hambatan eksternal seperti masalah pajak dan peraturan yang berlaku.

#### - Menyusun Pernyataan Kebijakan Investasi (*Investment Policy Statement*)

Pernyataan kebijakan investasi merupakan dokumen yang mengatur seluruh pengambilan keputusan investasi. Selain memuat tujuan dan hambatan investasi, pernyataan kebijakan ini juga mencakup hal-hal yang berkaitan dengan investor dan proses manajemen investor, seperti ketentuan

pelaporan, frekuensi dan format komunikasi, *fee* manajer investasi, strategi investasi, dan gaya investasi yang dilakukan.

Salah satu bagian dari proses perencanaan adalah strategi investasi, yang merupakan pendekatan atas analisis investasi dan pemilihan efek. Investor akan mendefinisikan strategi investasinya: pasif, aktif, atau semiaktif.

- Dalam pendekatan investasi pasif (*passive investment approach*), komposisi portofolio tidak bereaksi terhadap perubahan ekspektasi atas nilai investasi efek.
- Pendekatan investasi aktif (*active investment approach*) merupakan pendekatan yang berdasarkan perubahan ekspektasi atas nilai investasi efek.
- Pendekatan semiaktif (*risk-controlled active approach* atau *enhanced index approach*) merupakan pendekatan dengan perubahan terkendali seiring berubahnya ekspektasi.
- Membentuk ekspektasi pasar modal (*capital market expectations*)  
Ramalan jangka panjang atas karakteristik *risk and return* dari berbagai jenis aset menjadi dasar pemilihan portofolio yang dapat memaksimalkan *return* dengan tingkat risiko tertentu.
- Menyusun alokasi aset strategis  
Dalam tahap ini pernyataan kebijakan investasi dan ekspektasi pasar modal dikombinasikan untuk menentukan target alokasi aset strategis.

#### b) Tahap Pelaksanaan

Selanjutnya, manajer investasi menyusun portofolio dengan mengacu pada alokasi aset strategis dan pada reksa dana, alokasi strategis ini tercantum pada prospektus. Pada tahap ini, terdapat pengintegrasian strategi investasi dengan ekspektasi untuk menyusun portofolio yang sesuai, pengambilan keputusan investasi oleh manajer portofolio yang diimplementasikan oleh bagian

perdagangan, dan revisi portofolio seiring perubahan kondisi investor dan ekspektasi pasar modal. Dalam mengintegrasikan strategi dan ekspektasi, langkah penting yang memegang peranan kunci adalah *optimisasi portofolio* (*portfolio optimization*), yaitu alat kuantitatif untuk mengkombinasikan aset secara efisien untuk mencapai tujuan *risk and return*.

c) Tahap Umpan Balik

Dalam manajemen portofolio, langkah ini terdiri dari dua komponen, yaitu evaluasi kinerja serta *monitoring* dan *rebalancing*.

- Evaluasi Kinerja

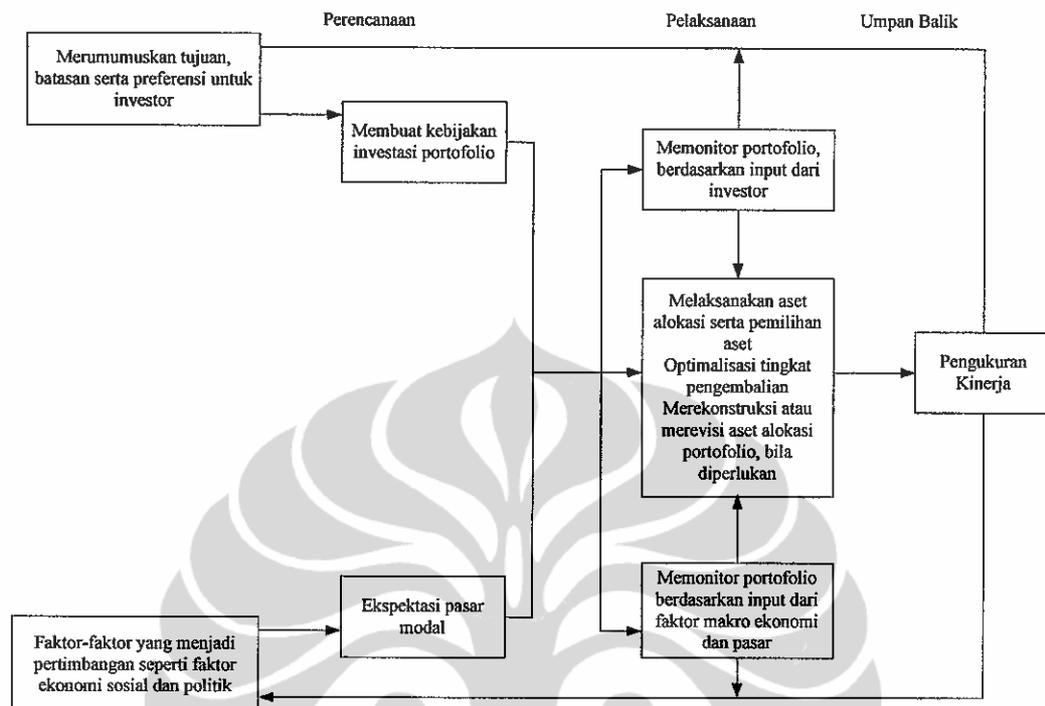
Kinerja investasi harus dievaluasi secara berkala untuk menilai kemajuan yang diperoleh dalam mencapai tujuan investasi serta untuk menilai keterampilan pengelolaan portofolio. Pengukuran kinerja adalah kalkulasi tingkat *return* untuk portofolio yang dikelola. Atribusi kinerja adalah analisis kinerja portofolio yang mencakup penentuan faktor-faktor atribusi tingkat *return*. Sedangkan penilaian kinerja adalah evaluasi apakah manajer investasi telah melaksanakan pekerjaan dengan baik berdasarkan tingkat kinerja portofolio secara relatif terhadap *benchmark*.

- *Monitoring* dan *Rebalancing*

*Monitoring* dan *rebalancing* merupakan tindakan menggunakan umpan balik untuk mengelola peluang investasi yang ada sehingga tujuan investasi nasabah dapat tercapai. Salah satu hal yang mendorong revisi atau perubahan portofolio adalah perubahan tujuan dan hambatan investasi, yang dilatarbelakangi oleh perubahan. Karena tahapan awal akan mempengaruhi proses secara keseluruhan, identifikasi dan spesifikasi tujuan investasi merupakan hal krusial bagi keberhasilan investasi. Investor di pasar modal, dan khususnya investor reksa dana, sebelum mereka berinvestasi harus terlebih dahulu menetapkan risiko dan return yang ingin dicapai sebagai tujuan investasi.

Proses Manajemen portofolio dapat digambarkan sebagai berikut :

*Proses Portofolio Manajemen, CFA Institute*



**Gambar 2.1 Proses Portofolio Manajemen**

Sumber : Bodie, et.al, 2008

## 2.7 Strategi Investasi

Strategi pengelolaan portofolio saham secara umum dibagi menjadi dua yaitu :

- 2.7.1 Strategi pengelolaan pasif dan;
- 2.7.2 Strategi pengelolaan aktif

### 2.7.1 Strategi Pengelolaan Portofolio Pasif

Strategi pengelolaan portofolio pasif adalah strategi beli dan menahan saham yang dibeli (*buy and hold*) untuk jangka waktu yang relatif panjang, strategi ini dilakukan karena saham merupakan investasi jangka panjang dan umumnya

dapat memberikan keuntungan yang lebih tinggi bila dibandingkan dengan instrumen investasi lain. Pada strategi pengelolaan pasif ini biasanya biaya transaksi kecil dikarenakan kecilnya turnover perdagangan dan aktivitas trading yang kecil, selain itu risiko juga rendah.

Strategi pasif mengasumsikan bahwa pasar berada pada level yang wajar dan semua informasi yang tersedia sudah terefleksi pada harga pasar. Manajer investasi yang memakai strategi ini berusaha agar portofolionya terdiversifikasi dengan baik tetapi bukan untuk mencari saham-saham yang *undervalued* atau *overvalued*. Pada strategi ini pembelian saham bertujuan agar portofolio menghasilkan tingkat pengembalian yang mengikuti tingkat pengembalian suatu indeks yang telah ditetapkan sebelumnya dari waktu ke waktu, dengan pengertian ini kadangkala strategi pasif sering juga disebut sebagai *indexing*. Dalam strategi pasif ini diperlukan perubahan komposisi dari waktu sehingga komposisi portofolio akan tetap sama dengan komposisi indeks yang menjadi tolak ukur (*benchmark*). Tujuan dari strategi pasif bukanlah untuk mengalahkan indeks yang menjadi tolak ukur tetapi menghasilkan tingkat pengembalian serta risiko yang sama dengan indeks.

Pada dasarnya terdapat tiga cara untuk mengkonstruksikan portofolio berdasarkan strategi manajemen pasif, yaitu dengan cara sebagai berikut (Bodie, 2008) :

- Replikasi Sempurna (*Full Replication*), adalah salah satu cara penerapan strategi manajemen pasif dengan membeli aset/efek/saham tertentu dengan bobot yang sama aset/efek/saham tersebut dalam suatu indeks. Teknik ini memastikan didapat komposisi dan porsi yang sama dengan indeks, namun demikian teknik ini akan meningkatkan biaya transaksi karena banyaknya saham yang dibeli, dan;
- *Sampling*, adalah teknik penerapan strategi manajemen pasif dengan membeli hanya saham-saham tertentu yang merepresentasikan indeks.

Adapun alasan investor lebih memilih strategi pengelolaan portofolio pasif dibanding aktif adalah sebagai berikut (Bodie, 2008) :

- a. Biaya investasi yang lebih murah daripada strategi portofolio aktif, hal ini disebabkan oleh *management fee* dari manajer investasi yang relatif kecil karena struktur biaya operasional manajer investasi juga kecil, yang terjadi karena manajer investasi tidak mengeluarkan biaya riset yang besar serta turnover perdagangan dan aktivitas *trading* yang kecil dan;
- b. *Free rider benefit*; dikarenakan pada strategi portofolio pasif aset dalam portofolio telah terdiversifikasi dengan baik mengikuti suatu tolak ukur tertentu, dan dengan asumsi bahwa harga pasar merupakan harga yang wajar, maka strategi ini pasti menghasilkan tingkat pengembalian sebesar tolak ukurnya.

### 2.7.2 Strategi Pengelolaan Portofolio Aktif

Berbeda dengan strategi pengelolaan portofolio pasif, strategi pengelolaan portofolio aktif berusaha untuk mendapatkan *reward to variability ratio* yang lebih baik daripada portofolio indeks pasar dengan mencari efek/saham yang masih *undervalued*. Strategi aktif mengasumsikan pasar berada dalam kondisi yang tidak efisien sehingga harga saham tidak mencerminkan harga yang sebenarnya. Manajer investasi yang menerapkan strategi ini berusaha mengeksploitasi kondisi pasar yang tidak efisien ini dengan mencari saham-saham yang dianggap tidak berada di harga wajar atau dengan kata lain saham-saham tersebut *underpriced* atau *overpriced*. Pencarian atas saham-saham yang tidak berada di harga wajarnya dilakukan dengan memperhatikan market timing, prediksi serta antisipasi terhadap kinerja emiten serta kondisi perekonomian sehingga manajer investasi dapat melakukan penggantian saham/efek dalam portofolionya pada saat yang tepat.

Pada strategi pengelolaan portofolio aktif manajer investasi melakukan strategi *trading* yaitu membeli saham/sekuritas pada harganya rendah dan menjualnya kembali pada saat harganya tinggi, manajer investasi juga dapat melakukan *cut loss* jika menurutnya ada saham/sekuritas lain yang menjanjikan tingkat pengembalian yang lebih tinggi daripada saham/sekuritas yang dimilikinya.

Karena menerapkan strategi pengelolaan aktif ini maka *turnover* perdagangan menjadi tinggi, risiko relatif tinggi dan biaya pengelolaan menjadi tinggi karena dibutuhkan riset untuk mencari saham/sekuritas yang *mispriced*.

Menurut Morisson (1976) ada dua persepsi penting yang harus dipunyai oleh manajer investasi agar dapat mengelola portofolio dengan strategi aktif yaitu *pertama*, manajer investasi harus mempunyai ide yang bagus tentang alternatif investasi. *Kedua*, manajer investasi harus mempunyai persepsi yang berbeda dengan konsensus pasar dan pergerakan harga, oleh sebab itu manajer investasi harus memiliki kemampuan pemilihan saham yang tepat (*stock selection*) dan melakukan pembelian atau penjualan pada saat yang tepat (*market timing*). Di bawah ini akan dijelaskan mengenai dua buah strategi tersebut :

#### 2.7.2.1 Strategi Aktif Pemilihan Waktu (*Market Timing Ability*)

Kemampuan *market timing* adalah kemampuan manajer investasi untuk memprediksi kondisi pasar akan naik atau turun (Henriksson, 1981), dan kapan tingkat pengembalian pasar lebih tinggi dari tingkat suku bunga bebas risiko ( $r_m > r_f$ ) atau ketika tingkat pengembalian pasar lebih rendah dari tingkat suku bunga bebas risiko ( $r_m < r_f$ ). Kemampuan *market timing* juga dapat diartikan sebagai kemampuan manajer investasi dalam mengelola portofolionya dengan membeli saham-saham yang mempunyai beta di atas satu ( $\beta > 1$ ) pada waktu kondisi pasar sedang naik (*bullish*), dan membeli saham yang mempunyai beta lebih kecil dari satu ( $\beta < 1$ ) pada saat kondisi pasar sedang turun (*bearish*).

#### 2.7.2.2 Strategi Pemilihan Sekuritas (*Stock Selection Ability*)

Kemampuan pemilihan sekuritas adalah kemampuan manajer investasi dalam memilih saham yang tepat untuk dimasukkan ke dalam portofolionya atau dikeluarkan dari portofolio sehingga dapat memberikan tingkat pengembalian yang

lebih tinggi daripada tingkat pengembalian yang diberikan pasar. Manajer investasi yang mempunyai kemampuan memilih sekuritas akan dapat mengidentifikasi saham-saham yang harga pasarnya lebih rendah dari nilai intrinsiknya (*undervalued*) untuk dibeli dan menjual saham yang harga pasarnya lebih tinggi dari nilai intrinsiknya (*overvalued*)

### 2.7.3 Model Market Timing Ability dan Pemilihan Sekuritas (*Stock Selection Ability*)

Kemampuan manajer investasi menerapkan strategi aktif dengan kemampuan *market timing* dan pemilihan sekuritas dapat dilihat dengan menggunakan model seperti tersebut di bawah ini

#### 2.7.3.1 Model Trenor Mazuy

$$r_p - r_f = a + b(r_m - r_f) + c(r_m - r_f)^2 + \varepsilon_p \dots\dots\dots(2.9)$$

Dimana :

$r_p$  : tingkat pengembalian portofolio reksa dana pada periode tertentu

$r_f$  : tingkat pengembalian sekuritas bebas risiko (*risk free*) pada periode tertentu

$r_m$  : tingkat pengembalian pasar pada periode tertentu

a, b, c : diprediksi dengan hasil regresi

$\varepsilon_p$  : bentuk acak kesalahan peramalan (residual)

Kemampuan pemilihan sekuritas ditunjukkan dengan konstanta  $a$  dalam persamaan di atas, jika konstanta  $a$  bernilai positif maka dapat dikatakan bahwa manajer investasi mempunyai kemampuan pemilihan sekuritas yang tepat, demikian pula sebaliknya. Sedangkan kemampuan market timing ditunjukkan dengan konstanta  $c$ , jika nilai  $c$  positif, maka manajer investasi dapat dikatakan mempunyai

kemampuan *market timing* yang baik dan dapat melakukan penggantian atau perubahan aset pada portofolionya di saat yang tepat, demikian pula sebaliknya. jika konstanta  $c$  negatif dapat dikatakan manajer investasi tersebut tidak mempunyai kemampuan merubah aset dalam portofolionya pada saat yang tepat

### 2.7.3.2 Model Henriksson Merton

Model yang hampir sama dikembangkan oleh Henriksson dan Merton namun model ini lebih sederhana dari model Treynor dan Mazuy. Henriksson dan Merton menyatakan bahwa beta portofolio mempunyai nilai yang besar ketika pasar dalam keadaan naik (*bullish*) dan mempunyai nilai kecil ketika pasar dalam keadaan yang menurun (*bearish*)

$$r_p - r_f = a + b(r_m - r_f) + c\{D(r_m - r_f)\} + \varepsilon_p \dots\dots\dots(2.10)$$

Dimana :

- $r_p$  : tingkat pengembalian portofolio reksa dana pada periode tertentu
- $r_f$  : tingkat pengembalian sekuritas bebas risiko (*risk free*) pada periode tertentu
- $r_m$  : tingkat pengembalian pasar pada periode tertentu
- $a, b, c$  : diprediksi dengan hasil regresi
- $D$  : Variabel *dummy* dengan nilai 1 untuk  $r_m < r_f$ , dan 0 untuk lainnya
- $\varepsilon_p$  : bentuk acak kesalahan peramalan (residual)

Kemampuan pemilihan sekuritas (*stock selection ability*) juga dapat diramalkan dengan model Henriksson dan Merton, seperti halnya dengan model Treynor dan Mazuy kemampuan pemilihan sekuritas ditunjukkan dengan konstanta

$a$  dalam persamaan di atas, jika konstanta  $a$  bernilai positif maka dapat dikatakan bahwa manajer investasi mempunyai kemampuan pemilihan sekuritas yang tepat, demikian pula sebaliknya. Sedangkan kemampuan *market timing* ditunjukkan dengan konstanta  $c$ , jika nilai  $c$  positif, maka manajer investasi dapat dikatakan mempunyai kemampuan *market timing* yang baik dan dapat melakukan penggantian atau perubahan aset pada portofolionya di saat yang tepat, demikian pula sebaliknya. Jika konstanta  $c$  negatif dapat dikatakan manajer investasi tersebut tidak mempunyai kemampuan merubah aset dalam portofolionya pada saat yang tepat

## 2.8 Pengukuran Kinerja Portofolio

### 2.8.1 Pengukuran kinerja Konvensional

Evaluasi atas kinerja reksadana dimulai pada sekitar tahun 1960-an, Treynor (1965), Sharpe (1966) dan Jensen (1968) merupakan orang yang perama-tama mengembangkan teknik untuk mengukur kinerja portofolio. William Sharpe, Jack Treynor dan Michael Jensen mengembangkan pengukuran kinerja yang sering disebut sebagai kinerja portofolio berdasarkan *risk-adjusted*. Penghitungan kinerja di dapat dengan memasukkan tingkat pengembalian yang telah terealisasi dan risiko.

#### 2.8.1.1 Metode Sharpe

William Sharpe memperkenalkan pengukuran kinerja yang disebut *Reward to Variability Ratio* (RVAR). Pengukuran kinerja menurut metode ini dihitung dengan formula :

$$RVAR = \frac{\overline{TR} - \overline{RF}}{SD_p} \dots\dots\dots(2.11)$$

$$= \text{Excess Return} / \text{Risk}$$

Dimana :

$\overline{TR}$  : Rata-rata total pengembalian portofolio p pada suatu periode tertentu

$\overline{RF}$  : Rata-rata tingkat pengembalian *risk-free* pada suatu periode tertentu

$SD_p$  : Standar Deviasi portofolio p pada suatu periode tertentu

*Reward to Variability Ratio (RVAR)* :

- Mengukur tingkat pengembalian lebih (*excess return*) per unit terhadap risiko total (standar deviasi)
- Makin besar RVAR, makin bagus kinerja portofolio
- Pemeringkatan portofolio dapat dilakukan dengan RVAR

### 2.8.1.2 Metode Treynor

Jack Treynor memperkenalkan metode yang di sebut *Reward to Volatility Ratio (RVOL)*, Dalam metodenya treynor membedakan antara risiko total dengan risiko sistematis, secara implisit metode ini mengasumsikan portofolio telah terdiversifikasi dengan baik.

Pengukuran kinerja ini dihitung dengan formula :

$$RVOL = [\overline{TP} - \overline{RF}] \beta_p \dots\dots\dots(2.12)$$

Dimana :

$\overline{TP} - \overline{RF}$  = Rata-rata tingkat pengembalian lebih (*excess return*) portofolio p

$\beta_p$  = Beta portofolio p

### 2.8.1.3 Metode Jensen

Metode Jensen merupakan pengukuran yang terkait dengan RVOL Treynor, metode Jensen ini disebut pengukuran tingkat pengembalian diferensial (*differential return measure; alpha*). Seperti halnya metode Treynor, metode ini juga berdasarkan CAPM (*Capital Aset Pricing Model*) Pada teori CAPM ekspektasi dari tingkat pengembalian portofolio p adalah sebagai berikut :

$$R_{pt} = RF_t + \beta[R_{Mt} - RF_t] + E_{pt} \dots\dots\dots(2.13)$$

Dimana :

$R_{pt}$  = tingkat pengembalian portofolio  $p$

$RF_t$  = *risk free rate* pada periode  $t$

$R_{Mt}$  = tingkat pengembalian dalam periode  $t$

$E_{pt}$  = *random error* portofolio  $p$  pada periode  $t$

$[R_{Mt} - RF_t]$  = premi risiko pasar pada periode  $t$

Persamaan (2.13) mengindikasikan premi risiko portofolio  $p$  sama dengan beta portofolio dikali premi risiko pasar ditambah *error*, dengan kata lain premi portofolio  $p$  harus proporsional dengan premi risiko pasar. Persamaan (2.13) secara empiris dapat dites dengan melakukan regresi, tingkat pengembalian lebih portofolio  $p$  diregresikan terhadap premi risiko pasar.

### 2.8.2 Pengukuran dengan Menggunakan empat faktor Carhart

Pengukuran menggunakan metode empat faktor Carhart merupakan pengembangan dari penelitian pengukuran kinerja reksa dana sebelumnya. Pada metode empat faktor Carhart ini model Jensen *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dipakai sebagai dasar dengan tambahan tiga faktor lain yang dipakai untuk lebih menjelaskan tingkat pengembalian reksa dana di atas tingkat pengembalian aset bebas risiko (*excess return*) sehingga membentuk model yang disebut juga sebagai model multi faktor. Faktor yang ditambahkan adalah faktor kapitalisasi, faktor rasio nilai buku dan faktor momentum (Carhart, 1997)

Persamaan metode empat faktor Carhart dapat ditulis sebagai berikut :

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_{0i}(R_{Mt} - R_{ft}) + \beta_{1i}SMB_t + \beta_{2i}HML_t + \beta_{3i}WML_t + \varepsilon_{it} \quad (2.14)$$

Dimana :

- $R_{it} - R_{ft}$  : tingkat pengembalian reksa dana di atas tingkat pengembalian aset bebas risiko (*excess return*)
- $R_{m,t} - R_{ft}$  : Selisih antara tingkat pengembalian pasar dengan suku bunga bebas risiko (*risk free*)
- SMB* : Selisih tingkat pengembalian saham kapitalisasi kecil dikurangi saham kapitalisasi besar
- HML* : Selisih tingkat pengembalian saham rasio nilai buku terhadap pasar tinggi dikurangi saham rasio nilai buku terhadap pasar rendah
- WML* : Selisih antara saham-saham dengan kinerja unggul dengan saham-saham dengan kinerja buruk

### 2.8.3 Pengukuran dengan Tolak Ukur (*Benchmark*) Karakteristik

Dikarenakan banyaknya kritik atas pengukuran kinerja tradisional, maka beberapa ahli mencoba mengukur kinerja tanpa tolak ukur yang umumnya dipakai, contohnya adalah penelitian yang dilakukan Grinblatt dan Titman (1993), mereka mengukur kinerja dengan mengalikan perubahan bobot portofolio dalam dua belas bulan dengan tingkat pengembalian bulan berikutnya dari saham dalam portofolio, pengukuran dengan metode tanpa tolak ukur umum ini disebut pengukuran dengan *benchmark* karakteristik didasarkan pada bukti-bukti atas adanya anomali pada pembentukan harga aset, hal ini menunjukkan bahwa pola tingkat pengembalian saham dapat dijelaskan dengan karakteristik tertentu seperti besaran, tingkat pengembalian masa lalu, dan *book to market ratio*. Pada penelitiannya Daniel dan Titman (1993) menerangkan bahwa karakteristik tertentu seperti tersebut sebelumnya lebih dapat menjelaskan tingkat pengembalian *cross-sectional* saham dibandingkan dengan kovarian.

Lebih lanjut, Daniel dan Titman (1993) mengukur kinerja berdasarkan tiga kategori :

- *Average Style (AS)*; Pengukuran *Average Style* menunjukkan tingkat pengembalian yang dihasilkan oleh portofolio atau reksadana didapat dari kecendrungan untuk memegang saham yang mempunyai karakteristik tertentu
- *Characteristic Selectivity (CS)*; Pengukuran *Characteristic Selectivity* menunjukkan kinerja rata-rata tingkat pengembalian reksadana dapat direplikasi dengan membeli saham-saham yang mempunyai besaran yang sama, *book to market* dan karakteristik momentum yang sama.
- *Characteristic Timing*; bila karakteristik ini positif maka manajer portofolio mempunyai kemampuan pemilihan waktu (*timing*) atas gaya investasi yang berbeda-beda

## 2.9 Profil Reksa Dana

### 2.9.1 Pengertian Reksa Dana

Menurut Reilly (2006), reksa dana (*mutual funds*) adalah lembaga yang menghimpun uang dari para pemegang unit dan kemudian menginvestasikannya dalam berbagai surat berharga, seperti saham, obligasi, dan instrumen pasar uang.

Sedangkan Rose (2003) mendefinisikan reksa dana sebagai berikut: suatu bentuk dari perusahaan investasi yang menjual saham atas kepemilikan kumpulan aset yang diinginkan masyarakat dan menggunakan hasil dari penjualan tersebut untuk berinvestasi di berbagai jenis aset terutama aset financial seperti saham dan obligasi. Berdasarkan Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, reksa dana adalah wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio efek oleh Manajer Investasi. Manajer Investasi, sebagaimana didefinisikan oleh undang-undang Pasar Modal adalah Pihak yang kegiatan usahanya mengelola portofolio efek untuk para nasabah atau mengelola portofolio investasi kolektif untuk sekelompok nasabah, termasuk dalam hal ini adalah mengelola reksa dana.

Reksa dana merupakan wahana untuk mempermudah pemodal berinvestasi di pasar modal. Wahana ini menghimpun dana secara kolektif dengan cara menerbitkan saham atau unit penyertaan kepada individu maupun lembaga. Kemudian dana tersebut diinvestasikan ke dalam bentuk portofolio yang terdiri dari efek pasar modal dan atau efek pasar uang yang dipilih dan dikelola oleh Manajer Investasi. Adanya diversifikasi dalam portofolio reksa dana akan memperkecil risiko yang dihadapi pemodal, bahkan pemodal dapat memperoleh keuntungan secara optimal.

### 2.9.2 Pilihan Investasi Reksa Dana

Reksa dana memiliki beberapa alternatif penempatan pada instrumen investasi, pembagian reksa dana berdasarkan penempatan investasinya adalah sebagai berikut :

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

Reksa dana ini melakukan penempatan untuk investasinya pada instrumen investasi pasar uang yang mempunyai masa jatuh tempo kurang dari setahun. Bentuk instrumen investasinya antara lain deposit berjangka (*Time Deposit*), sertifikat deposito (*certificate of deposit*), Sertifikat Bank Indonesia (SBI) dan Surat Berharga Pasar Uang (SBPU). Daya tarik reksa dana jenis ini adalah sifatnya yang sangat likuid dan mempunyai risiko yang terendah bila dibanding reksa dana jenis lain sehingga cocok bagi investor yang dananya dialokasikan sebagai tabungan jangka pendek.

b) Reksa Dana Pendapatan Tetap

Reksa dana jenis ini mempunyai portofolio investasi dalam efek pendapatan tetap, berbentuk surat utang seperti obligasi baik yang dikeluarkan oleh pemerintah maupun perusahaan swasta. Komposisi penempatan investasi reksa dana dalam instrumen pendapatan tetap ini minimal 80% dari total asetnya. Jenis reksa dana ini mengandalkan penghasilannya dari kupon.

Umumnya instrumen pendapatan tetap yang banyak diminati oleh Manajer Investasi adalah Surat Utang Negara, obligasi yang dikeluarkan oleh pemerintah (*Government Bond*), selain itu Manajer Investasi juga membeli obligasi korporasi yang mempunyai rating bagus. Reksa dana pendapatan tetap cocok untuk pemodal yang menginginkan tingkat pengembalian tertentu yang dibutuhkan dalam jangka waktu pendek, dan investor yang menghindari risiko tinggi.

c) Reksa Dana Saham

Reksa dana saham adalah reksa dana yang portofolio investasinya pada instrumen berbentuk saham (*equity*) dengan jumlah sekurang-kurangnya 80% dari total aset investasinya. Investor yang membeli reksa dana saham akan mendapatkan hasil keuntungan yang berbentuk dividen dan *capital gain*. Risiko investasi pada reksa dana jenis ini sangat tinggi dikarenakan fluktuasi harga saham yang menjadi portofolionya, namun demikian reksa dana jenis ini memberikan tingkat pengembalian lebih tinggi dibanding jenis reksa dana lainnya

d) Reksa Dana Campuran

Reksa dana campuran adalah reksa dana yang melakukan investasi pada efek utang dan efek ekuitas yang alokasinya tidak termasuk dalam reksa dana pendapatan tetap atau reksa dana saham. Optimalisasi keuntungan didapat dari penempatan/alokasi pada instrumen saham, sedangkan untuk penyangganya sebagian dana dialokasikan pada instrumen investasi pendapatan tetap. Investasi pada reksa dana jenis ini cocok bagi investor yang belum berani mengambil risiko terlalu tinggi namun menginginkan tingkat pengembalian lebih tinggi dari reksa dana pendapatan tetap.

### 2.9.3 Struktur Reksa Dana berdasarkan Bentuk Hukumnya

#### a) Reksa Dana berbentuk Perseroan

Berdasarkan definisi yang tercantum dalam pasal penjelasan 18 ayat 1 huruf a Undang-undang Pasar Modal (UU No.8/1995) menyebutkan bahwa yang dimaksud dengan reksa dana berbentuk perseroan adalah emiten yang kegiatan usahanya menghimpun dana dengan menjual saham reksa dana berbentuk perseroan, untuk selanjutnya dana dan penjualan saham tersebut diinvestasikan pada berbagai jenis efek yang diperdagangkan di pasar modal dan pasar uang. Dalam reksa dana perseroan, terdapat kontrak pengelolaan yang dibuat antara Direksi reksa dana dengan manajer investasi serta kontrak penyimpanan antara Direksi reksa dana dengan Bank Kustodian.

Reksa dana perseroan dibedakan lagi menurut sifatnya menjadi reksa dana terbuka (*Open-end Mutual Fund*) dan reksa dana tertutup (*Close-end Mutual Fund*).

##### - Reksa Dana Terbuka

Adalah reksa dana yang dapat menjual dan membeli unit penyertaan investor sampai dengan sejumlah modal yang telah dikeluarkan. Manajer Investasi sebagai pengelola reksa dana dapat menjual dan membeli kembali unit penyertaan secara terus menerus sampai dengan jumlah unit penyertaan yang ditetapkan dalam kontrak. Unit penyertaan adalah satuan ukuran yang menunjukkan bagian kepentingan setiap pihak dalam portofolio investasi kolektif. Pada reksa dana terbuka, jika investor melakukan penjualan kembali maka manajer investasi wajib membeli kembali unit penyertaan itu dengan biaya pembelian kembali yang ditentukan oleh Manajer Investasi. Reksa dana terbuka akan mengumumkan Nilai Aktiva Bersih (NAB) portofolio secara periodik. Secara historis harga pasar dari reksa dana terbuka berbeda dari NAB nya. Bila reksa dana terbuka dijual di bawah harga NAB nya maka dikatakan reksa dana terbuka tersebut dijual pada harga diskon, sebaliknya

jika reksa dana dijual pada harga premium jika harga reksa dana berada di atas NAB. Keuntungan investasi yang diharapkan dari reksa dana terbuka adalah perubahan nilai aktiva bersihnya.

- Reksa Dana Tertutup (*closed-end mutual Fund*)

Adalah reksa dana yang hanya dapat menerbitkan atau menjual unit penyertaan secara terbatas dan tidak dapat menarik kembali unit penyertaan yang telah diterbitkan. penyertaan atau saham reksa dana tertutup ini harus dicatatkan di bursa efek. Transaksi jual beli unit penyertaan ini dilakukan di bursa efek seperti layaknya saham biasa berdasarkan harga yang terbentuk di bursa, sehingga harga saham atau unit penyertaan reksa dana tertutup ini dapat berada di atas maupun di bawah NAB nya. Pada umumnya portofolio aset yang dimiliki reksa dana tertutup lebih stabil bila dibandingkan dengan NAB dari reksa dana terbuka. Keuntungan dari investasi (*return on investment*) yang dapat diharapkan oleh pemegang saham reksa dana tertutup meliputi deviden, saham bonus, dan *capital gain*.

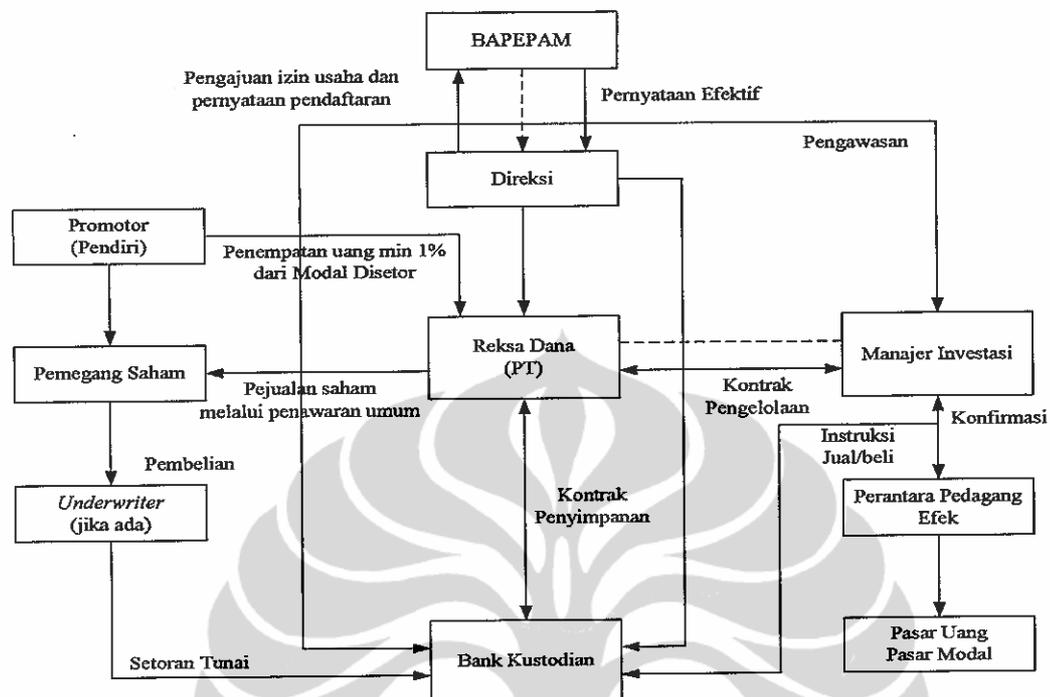
Perbedaan antara reksa dana terbuka dan reksa dana tertutup antara lain adalah sebagai berikut :

**Tabel 2.1 Perbedaan Reksa Dana Terbuka dan Reksa Dana Tertutup**

No.	Reksa Dana Terbuka	Reksa Dana Tertutup
1	Menjual Unit Penyertaan/sahamnya secara terus menerus sepanjang ada investor yang membeli	Menjual Unit Penyertaan/sahamnya pada penawaran umum perdana sampai batas modal dasar tetapi dapat menerbitkan Unit Penyertaan baru/saham baru melalui right issue
2	Unit Penyertaan tidak perlu dicatat di bursa efek	Unit Penyertaan harus dicatat di bursa efek
3	Reksa Dana dapat menerima penjualan kembali Unit Penyertaan	Reksa Dana tidak dapat menerima penjualan kembali Unit Penyertaan, harus kepada investor lain melalui bursa
4	Unit Penyertaan dijual/beli berdasarkan NAB	Unit Penyertaan dijual/beli berdasarkan mekanisme permintaan dan penawaran di bursa

Sumber : Pratomo, 2007

Mekanisme reksa dana berbentuk perseroan adalah sebagai berikut :



**Gambar 2.2 Mekanisme Reksa Dana Perseroan**

Sumber : Widjaja, 2006

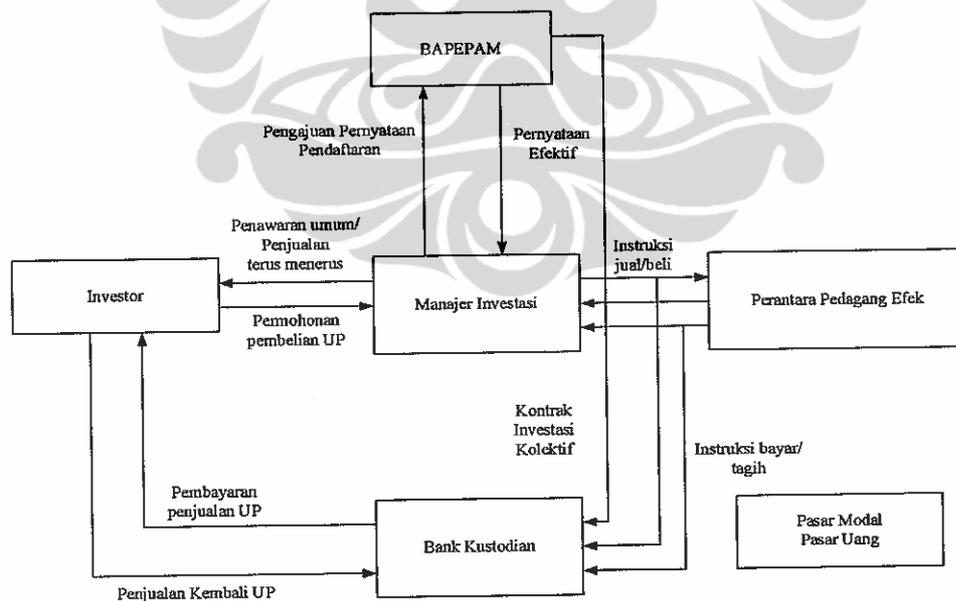
Penjelasan singkat dari skema di atas adalah sebagai berikut :

- Promotor atau pendiri menempatkan dana sebesar minimal 1% dari modal disetor
- Direksi reksa dana perseroan melakukan pengajuan izin usaha dan pernyataan pendaftaran agar mendapat pernyataan efektif dari BAPEPAM
- Direksi reksa dana berbentuk perseroan melakukan kontrak pengelolaan dana dengan manajer investasi dan kontrak penyimpanan harta dengan bank kustodian
- Setelah melakukan kontrak, reksa dana akan melakukan penawaran umum kepada publik untuk menjual saham reksa dana perseroan
- Hasil penjualan saham akan dikelola oleh manajer investasi

b) Reksa Dana berbentuk Kontrak Investasi Kolektif (KIK)

Berdasarkan definisi yang tercantum dalam penjelasan pasal 18 ayat (1) huruf b Undang-undang Pasar Modal (UU No.8/1995) menyebutkan bahwa yang dimaksud dengan Kontrak Investasi Kolektif (KIK) adalah kontrak antara manajer investasi dan Bank Kustodian yang mengikat pemegang unit penyertaan di mana manajer investasi diberi wewenang untuk mengelola portofolio investasi kolektif dan Bank Kustodian diberi wewenang untuk melaksanakan penitipan kolektif. Reksa Dana KIK menghimpun dana dengan menerbitkan Unit Penyertaan kepada masyarakat pemodal dan selanjutnya dana tersebut diinvestasikan pada berbagai efek yang diperdagangkan di pasar modal dan pasar uang. Reksa Dana KIK bukan berbentuk badan hukum, pengikatan hukumnya cukup berbentuk kontrak di antara pihak yang terkait, reksa dana berbentuk KIK hanya dapat bersifat terbuka

Reksa dana KIK merupakan satu-satunya bentuk reksa dana yang ada di Indonesia, sedang bentuk Perseroan saat ini tidak terdapat lagi karena satu-satunya Reksa Dana Perseroan, yaitu Reksa Dana BDNI, telah membubarkan diri. Adapun mekanisme kerja reksa dana KIK dapat digambarkan sebagai berikut :



**Gambar 2.3 Mekanisme Reksa Dana berbentuk KIK**

Sumber : Widjaja, 2006

Penjelasan singkat dari skema di atas adalah sebagai berikut :

- Reksa Dana berbentuk KIK didirikan berdasarkan KIK antara manajer investasi dengan bank kustodian
- Untuk melakukan pengelolaan dana dalam bentuk Reksa Dana KIK manajer investasi harus terlebih dahulu mengajukan pernyataan pendaftaran dan memperoleh pernyataan efektif dari BAPEPAM
- Setelah mendapatkan penawaran efektif, Manajer Investasi akan melakukan penawaran unit penyertaan sampai batas unit penyertaan yang disebutkan dalam KIK
- Investor yang berminat atas unit penyertaan reksa dana mengajukan pembelian unit penyertaan kepada manajer investasi dan melakukan pembayaran atas unit penyertaan ke bank kustodian.

#### 2.9.4 Tujuan Investasi Reksa Dana

Tiap-tiap Reksa Dana mempunyai tujuan dan kebijakan investasi yang berbeda-beda, secara umum tujuan dari investasi reksa dana adalah sebagai berikut (Jones, 2004) :

- *Income Fund*; bertujuan untuk memberikan distribusi pendapatan pada tiap periode
- *Growth Fund*; bertujuan untuk meningkatkan nilai investasi dalam jangka panjang baik secara agresif maupun konservatif
- *Balance Fund*; bertujuan untuk meningkatkan nilai investasi namun tetap dapat mendistribusikan pendapatan yang memadai dalam jangka pendek
- *Sector/speciality fund*; memanfaatkan karakteristik pada suatu sektor usaha tertentu dengan fokus investasi pada emiten atau sektor usaha tertentu.
- *Index/passive fund*; pemilihan dan alokasi aset ditujukan untuk mengikuti tingkat pengembalian tolak ukur (*benchmark*) tertentu
- *Small/large capitalization fund*; fokus pada efek dari emiten yang mempunyai kapitalisasi dengan ukuran tertentu; dapat berupa kapitalisasi kecil/besar

- *Islamic/syariah fund*; fokus pada investasi pada efek dari emiten yang memenuhi ketentuan dan prinsip berdasarkan syariah Islam

### 2.9.5 Perkembangan Reksa Dana di Indonesia

Perkembangan industri reksa dana di Indonesia mengalami perkembangan yang menggembirakan pada pertengahan dasawarsa tahun dua ribuan, menurut data dari Badan Pengawas Pasar Modal pada Januari 1988 jumlah reksa dana hanya mencapai 77 reksa dana dengan Nilai Aktiva Bersih (NAB) mencapai Rp 4.4 trilyun, namun pada akhir 2009 jumlah reksa dana telah mencapai 610 reksa dana dengan Nilai Aktiva Bersih dana kelolaan reksa dana mencatat angka tertinggi sepanjang sejarah yaitu senilai Rp 113.72 triliun, jumlah tersebut belum ditambah dengan Nilai Aktiva Bersih yang berasal dari Reksa Dana Penyertaan Terbatas (RDPT) yang merupakan reksa dana tujuan khusus kelolaan manajer investasi. Nilai Aktiva Bersih yang dicatatkan pada akhir 2009 tersebut tumbuh 51.03% dari posisi sebesar Rp 74.93 trilyun pada akhir tahun 2008 lalu. Adapun berdasarkan data terakhir yang tercatat pada Pusat Informasi Reksa Dana Badan Pengawas Pasar Modal, jumlah Manajer Investasi di Indonesia mencapai 90 perusahaan.

Investor Industri reksa dana di Indonesia mempunyai kecenderungan pada reksa dana saham, hal ini terlihat dari Nilai Aktiva Bersih reksa dana saham yang mencapai 34.5% dari keseluruhan jenis reksa dana yang ada. Dari 610 produk reksa dana, 77 buah merupakan reksa dana saham, 115 buah reksa dana campuran, 180 reksa dana tetap, 66 reksa dana penyertaan terbatas, sisanya merupakan reksa dana terproteksi dan Exchange Trade Fund (ETF). (Pusat Informasi Reksa Dana, Bapepam )