

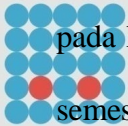


Hak cipta dilindungi Undang-Undang

1.1. Latar Belakang

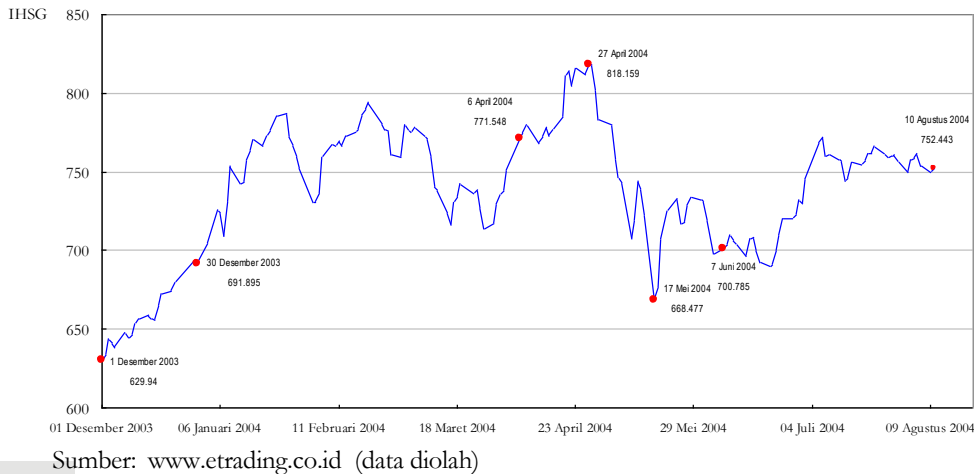
Ekonomi Indonesia selama tahun 2003 ternyata mampu bertahan dan mengalami pertumbuhan walaupun menghadapi situasi yang kurang menguntungkan bagi pemulihan perekonomian pasca krisis seperti isu terorisme dan separatisme serta kekhawatiran berjangkitnya wabah SARS dan flu burung yang telah melanda sejumlah negara Asia. Berbagai analisis lembaga keuangan seperti Dana Moneter Internasional (IMF) dan Bank Pembangunan Asia (ADB) menyimpulkan bahwa tingginya tingkat konsumsi dan membaiknya sistem keuangan beberapa tahun terakhir telah mampu menahan perekonomian Indonesia pada jalur pertumbuhan sekitar 3-5 persen yang tidak jauh dari perkiraan pemerintah. Membaiknya iklim investasi di Indonesia tercermin dari nilai tukar rupiah terhadap dolar AS yang cenderung stabil dan tingkat suku bunga yang cenderung turun serta tren penguatan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di Bursa Efek Jakarta (BEJ) dalam tiga tahun terakhir.

Sejak akhir tahun 2002 IHSG terus mengalami penguatan dari level 337 terendah dalam lima tahun terakhir menjadi 691 pada akhir tahun 2003 kemudian berfluktuasi hingga mencapai level 818,195 pada tanggal 27 April 2004. Level ini merupakan rekor tertinggi yang pernah dicapai BEJ dan selanjutnya IHSG jatuh pada kisaran 700. Gambar 1 menunjukkan fluktuasi harga saham terutama selama semester pertama 2004 dapat dikategorikan cukup tajam sebagaimana yang disimpulkan oleh Manurung (2004).



I. PENDAHULUAN

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengumumkannya dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



Gambar 1. Perkembangan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di Bursa Efek Jakarta Periode 1 Desember 2003 – 10 Agustus 2004

Fluktuasi IHSG pada semester pertama 2004 tidak terlepas dari berbagai faktor internal seperti kekhawatiran akan legitimasi hasil pemilihan umum legislatif dan pemilihan presiden langsung yang diwarnai berbagai pelanggaran serta isu keamanan dalam negeri. Demikian juga dengan faktor eksternal yang berkorelasi dengan fluktuasi indeks saham. Faktor eksternal yang berpengaruh antara lain menguatnya dollar AS terhadap mata uang dunia termasuk Rupiah menyusul kebijakan The Fed (Bank Sentral AS) menaikkan tingkat suku bunga yang kini 1,5 persen, kebijakan Pemerintah China memperlambat pertumbuhan ekonomi yang *overheating* dan harga minyak dunia yang melonjak.

Dalam jangka pendek, berinvestasi ketika pasar mencapai level tertinggi saat ini berpotensi memperoleh kerugian akibat risiko penurunan indeks. Namun bagi investor berpengalaman justru sangat menyukai fluktuasi harga saham karena mereka dapat memperoleh keuntungan dengan memanfaatkan momentum masuk dan keluar pasar secara cermat. Investor akan menjual saham pada saat ada berita buruk dan membeli kembali pada saat harga saham sudah rendah dan menjual

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.

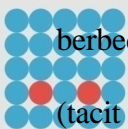


Hak cipta dilindungi Undang-Undang

kembali saat harga saham naik. Berdasarkan uraian tersebut di atas tergambar adanya risiko yang dihadapi investor. Oleh karena itu pemahaman yang baik tentang pengelolaan risiko investasi sangat penting bagi investor pasar modal dan pasar keuangan secara keseluruhan.

Salah satu bentuk strategi pengelolaan risiko investasi adalah strategi diversifikasi yaitu melakukan perluasan investasi dalam berbagai macam aset yang kemudian disebut sebagai portofolio dengan harapan terjadi penyebaran risiko sehingga menekan risiko investasi secara keseluruhan. Menurut Manurung dan Berlian (2004), dalam teori portofolio terdapat dua bentuk strategi yang dikenal yaitu strategi pasif dan strategi aktif. Strategi pasif adalah strategi yang tidak memerlukan analisis fundamental secara mendetail dan tidak perlu memperhatikan persaingan industri. Adapun strategi aktif adalah strategi portofolio yang pengelolaan asetnya secara dinamis mengikuti fluktuasi pasar yaitu dengan cara mencari saham yang *under value* untuk dibeli dan saham yang *over value* untuk dijual termasuk memperhatikan persaingan industri, *market timing*, dan peramalan atas ketidakpastian di masa depan.

Investor jangka pendek umumnya menggunakan strategi aktif sementara investor jangka panjang akan menggunakan strategi pasif. Strategi aktif sangat didominasi oleh keahlian dan pengalaman investor dalam pengambilan keputusan investasi. Setiap investor golongan strategi aktif biasanya memiliki metode yang berbeda-beda serta unik yang dihasilkan dari pengalaman yang panjang di bursa (tacit knowledge) dan dibuktikan dengan *performance* hasil investasinya. Hal ini menyebabkan rekomendasi keputusan investasi umumnya lebih ditekankan pada wacana *over-under value* sementara wacana risiko jarang menjadi pertimbangan



Program Pascasarjana Manajemen dan Bisnis
Institut Pertanian Bogor

MB-IPB

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



rekomendasi para analis bursa. Bagi pihak awam, rekomendasi membeli suatu sekuritas yang dinilai *under value* sebetulnya dapat menyesatkan jika tidak mempertimbangkan aspek *risk and return* sekuritas tersebut. Disinilah pentingnya melakukan diversifikasi investasi untuk mengurangi risiko investasi (risk) secara keseluruhan pada suatu tahapan harapan pengembalian tertentu (expected return).

Keputusan investasi seharusnya tidak hanya ditekankan pada masalah kapan saat masuk atau keluar pasar (market timing) tetapi harus pula mempertimbangkan aset apa saja yang layak dikoleksi dan berapa proporsinya dalam portofolio sehingga memberikan pengembalian yang optimum dan efisien. Menurut teori portofolio yang digagas oleh Markowitz (1952), portofolio yang memberikan pengembalian yang optimum untuk suatu tahapan risiko tertentu atau memberikan risiko yang minimum untuk suatu tahapan pengembalian tertentu disebut portofolio efisien (Rodoni dan Young, 2002).

Disamping komponen *risk and return*, besar-kecilnya risiko portofolio dipengaruhi juga oleh koefisien korelasi sekuritas-sekuritas yang membentuk suatu portofolio. Kenyataannya kombinasi sekuritas yang efisien sulit dilakukan mengingat begitu banyaknya pilihan kombinasi. Sebagai gambaran, seorang investor harus menghitung 1000 keuntungan yang diharapkan, 1000 ragam dan 499.500 koefisien korelasi untuk setiap 1000 sekuritas yang akan dikombinasikan dalam portofolio. Hal tersebut dapat mempersulit pemilihan komponen portofolio

bahkan jika pemilihan secara random pun tidak menjamin terbentuk komposisi yang optimum. Jadi, permasalahan bagaimana cara investor melakukan diversifikasi untuk meningkatkan pengembalian portofolionya merupakan isu pokok dalam wacana teori portofolio.



1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



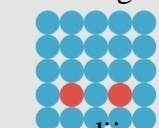
1.2. Perumusan Masalah

Didasari oleh banyaknya kemungkinan membentuk portofolio dari sekumpulan data *time series* saham maka setiap investor memiliki metode tersendiri dalam membentuk portofolio efisien. Sebuah portofolio yang efisien seharusnya terdiri dari sekumpulan aset yang berkorelasi negatif. Dari kemungkinan kombinasi yang banyak tersebut harus dibandingkan satu persatu antar kombinasi yang tentunya sangat memakan waktu.

Elton *et al* (2003) menawarkan solusi pemilihan portofolio optimal menggunakan model indeks tunggal yaitu dengan memilih saham yang akan dimasukkan dalam keranjang portofolio berdasarkan peringkat kinerja pengembalian (return) individu saham terhadap setiap unit risiko pasar yang dicerminkan oleh nilai *excess return to beta* (ERB). Namun kinerja ERB yang baik pada saham individu belum tentu akan meningkatkan jumlah saham yang berkorelasi negatif. Kinerja portofolio dipengaruhi oleh seberapa besar kontribusi dari masing-masing unit saham terhadap akumulasi risiko dan pengembalian portofolio. Kontribusi masing-masing unit saham tersebut dipengaruhi oleh koefisien korelasi antar unit saham. Dengan meningkatnya jumlah kombinasi saham yang berkorelasi negatif maka risiko pasar portofolio akan semakin berkurang. Tujuan akhirnya adalah mengurangi risiko investasi dengan membentuk portofolio yang berkorelasi paling negatif.

Berdasarkan uraian di atas maka dapat dirumuskan masalah yang akan dijawab dalam penelitian ini sebagai berikut:

Bagaimana model pemilihan portofolio saham yang dapat meningkatkan jumlah kombinasi saham-saham yang berkorelasi negatif?





Hak cipta dilindungi Undang-Undang

2. Model apa yang dapat digunakan untuk meningkatkan jumlah kombinasi saham-saham yang berkorelasi rendah atau negatif?
3. Seberapa baik kinerja portofolio yang dihasilkan oleh model strategi portofolio di atas pada tingkat risiko yang dipersyaratkan?

1.3. Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan mengkaji model yang dapat mengurangi kerumitan pemilihan portofolio efisien berdasarkan Teori Portofolio Markowitz.

1.4. Manfaat Penelitian

Model strategi portofolio yang dihasilkan dapat melengkapi penelitian-penelitian sebelumnya tentang strategi portofolio di pasar modal yang baru berkembang. Model ini juga bermanfaat untuk mempertajam konsep teori pemilihan portofolio efisien yang digagas oleh Markowitz (1952). Harapan peneliti dapat menjadi acuan secara luas bagi pelaku pasar modal khususnya manajer investasi reksa dana dalam membentuk strategi investasi reksadana dan mengurangi kerumitan pemilihan portofolio efisien.

1.5. Batasan Penelitian

Penelitian ini menggunakan strategi pembentukan portofolio pasif dengan tidak mengubah komposisi portofolio selama periode investasi. Adapun komponen biaya transaksi dan inflasi tidak diperhitungkan dalam pengukuran kinerja portofolio.



1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.