

TENTANG PENULIS



RIKA DESIYANTI lahir di Padang pada tanggal 8 Desember 1974. Menamatkan Sekolah Dasar (1987) pada SDN No 11 Padang. Tamat dari SMP 1 Padang (1990), Tamat dari SMA 1 Padang (1993), memperoleh gelar Sarjana Ekonomi di Universitas Bung Hatta (1997) dan memperoleh gelar M.Si pada Program Studi Manajemen Magister Sains Universitas Gadjah Mada (2004).

Buku Teori Investasi dan Portofolio menjelaskan konsep-konsep dan teori tentang berbagai alternatif investasi yang tersedia dengan memperhatikan tingkat return dan risiko. Bagaimana cara membentuk dan mengelola aset dalam portofolio dan menginvestasikan dana kedalam berbagai bentuk investasi (seperti saham, reksa dana, obligasi, dan surat berharga derivatif). Topik-topik relevan lainnya dalam investasi dan portofolio adalah model-model keseimbangan, efisiensi pasar, analisis sekuritas, penilaian dan evaluasi kinerja portofolio.

Saat ini aktif sebagai Staf Pengajar Tetap Fakultas Ekonomi Universitas Bung Hatta. Sebagai Staf Pengajar Program Pasca Sarjana Universitas Bung Hatta. Sebagai Instruktur pelatihan komputer. Telah menulis beberapa artikel dan penelitian serta mempunyai minat penelitian dibidang manajemen dan bidang Investasi, Portofolio, dan pasar modal. Juga telah menulis buku buku Manajemen Investasi & Portofolio Jilid 1 dan Manajemen Investasi & Portofolio Jilid 2.

ISBN 978-602-8899-93-2



9 786028 889993 2

RIKA DESIYANTI, SE., MSI

Teori Investasi Dan Portofolio

RIKA DESIYANTI, SE., MSI

Teori Investasi Dan Portofolio



BUNG HATTA UNIVERSITY PRESS

TEORI INVESTASI DAN PORTOFOLIO



BUNG HATTA UNIVERSITY PRESS

Sanksi pelanggaran pasal 44: Undang-undang No. 7 Tahun 1987 tentang Perubahan atas Undang-undang No. 6 Tahun 1982 tentang hak cipta.

1. Barang siapa dengan sengaja dan tanpa hak mengumumkan atau memperbanyak suatu ciptaan atau memberi izin untuk itu dipidana dengan pidana penjara paling lama 7 (tujuh) tahun dan/atau denda paling banyak Rp. 100.000.000,- (seratus juta rupiah)
2. Barang siapa dengan sengaja menyiarkan, memamerkan, mengedarkan, atau menjual kepada umum suatu ciptaan atau barang hasil pelanggaran hak cipta sebagaimana dimaksud dalam ayat 1 (satu), dipidana dengan pidana penjara paling lama 5 (lima) tahun dan/atau denda paling banyak Rp. 50.000.000,- (lima puluh juta rupiah)

TEORI INVESTASI DAN PORTOFOLIO

RIKA DESIYANTI, SE., MSi

**Penerbit
Bung Hatta University Press
2017**

Judul : **TEORI INVESTASI DAN PORTOFOLIO**
Penulis : **RIKA DESIYANTI, SE., MSi**

Sampul : RIKA DESIYANTI, SE., MSi

Perwajahan: Bung Hatta University Press

Diterbitkan oleh Bung Hatta University Press Juni 2012

Alamat Penerbit:

Badan Penerbit Universitas Bung Hatta
Bung Hatta University Press Gedung Rektorat Lt.III
(LPPM) Universitas Bung Hatta
Jl. Sumatra Ulak Karang Padang, Sumbar, Indonesia
Telp.(0751) 7051678 Ext.323, Fax. (0751) 7055475
e-mail: Lppm-bunghatta@yahoo.com

Hak Cipta dilindungi Undang-undang
Dilarang mengutip atau memperbanyak sebagian atau
seluruhnya isi buku ini tanpa izin tertulis penerbit

Isi diluar tanggung jawab percetakan
Cetakan Kedua : Januari 2017

Perpustakaan Nasional RI: Katalog Dalam Terbitan (KDT)

Rika Desiyanti

TEORI INVESTASI DAN PORTOFOLIO

oleh : **Rika Desiyanti, SE, MSi**

: Bung Hatta University Press, Juni 2012
276 Hlm + xiv; 14,8 cm

ISBN 978 - 602 - 8899 - 93 - 2

Sambutan Rektor Universitas Bung Hatta

Visi Universitas Bung Hatta adalah Menjadikan Universitas Bung Hatta Bermutu dan Berkemajuan dengan Misi utamanya meningkatkan mutu sumber daya manusia yang berada dalam jangkauan fungsinya. Mencermati betapa beratnya tantangan Universitas Bung Hatta terhadap dampak globalisasi, baik yang bersumber dari tuntutan internal maupun eksternal dalam meningkatkan daya saing lulusan perguruan tinggi, maka upaya peningkatan kualitas lulusan Universitas Bung Hatta adalah suatu hal yang harus dilakukan dengan terencana dan terukur. Untuk mewujudkan hal itu, Universitas Bung Hatta melalui Lembaga Penelitian dan Pengabdian Kepada Masyarakat merancang program kerja dan memberikan dana kepada dosen untuk menulis buku, karena kompetensi seorang dosen tidak cukup hanya menguasai bidang ilmunya dengan kualifikasi S2 dan S3. Kita dituntut untuk memahami elemen kompetensi yang bisa diaplikasikan dalam proses pembelajaran, melakukan riset dan menuangkan dalam bentuk buku.

Saya ingin menyampaikan penghargaan kepada saudara **RIKA DESIYANTI, SE., MSi** yang telah menulis buku “**TEORI INVESTASI DAN PORTOFOLIO**” Harapan saya buku ini akan tetap eksis sebagai wahana komunikasi bagi kelompok dosen dalam bidang “Ekonomi” sehingga dapat dijadikan sebagai sumber bahan ajar untuk mata kuliah yang diampu dan menambah khasanah ilmu pengetahuan mahasiswa.

Tantangan ke depan tentu lebih berat lagi, karena kendala yang sering dihadapi dalam penulisan buku adalah tidak dipunyai hasil-hasil riset yang bernas. Kesemuanya itu menjadi tantangan kita bersama terutama para dosen di Universitas Bung Hatta.

Demikian sambutan saya, sekali lagi saya ucapkan selamat atas penerbitan buku ini. Semoga Tuhan Yang Maha Kuasa meridhoi segala upaya yang kita perbuat bagi memajukan pendidikan di Universitas Bung Hatta.

Padang, Juni 2012
Rektor

Prof. Dr. Ir. Hafrizal Syandri, MS

KATA PENGANTAR

Puji syukur Alhamdulillah penulis panjatkan pada Allah SWT atas berkah dan rahmat-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan buku ini. Buku ini membahas tentang konsep-konsep investasi dan bagaimana mengelola investasi serta portofolio yang dilakukan oleh investor. Investasi dan Portofolio mencerminkan kemajemukan masyarakat modern yang difokuskan kepada aset finansial. Baik berupa tabungan, deposito, reksa dana, surat-surat berharga, Surat berharga derivatif dan sebagainya. Investor bisa membuat portofolio dalam mencapai tingkat *return* yang diinginkan dengan tingkat risiko tertentu.

Buku Teori Investasi dan Portofolio yang ditulis ini menjelaskan konsep-konsep dan teori tentang analisis berbagai alternatif investasi yang tersedia dengan memperhatikan tingkat *return* dan risiko, bagaimana cara membentuk dan mengelola aset portofolio, dan menginvestasikan dana yang dimiliki kedalam berbagai bentuk investasi (seperti, reksadana, obligasi, saham, surat berharga derivatif) yang umum diperdagangkan di pasar modal Indonesia.

Penulis juga memasukan topik yang relevan dengan perkembangan teori dalam investasi dan portofolio. Seperti model-model keseimbangan (*Capital Asset Pricing Model* dan *Arbitrage Pricing Theory*), efisiensi pasar, analisis sekuritas, penilaian dan evaluasi kinerja portofolio.

Buku ini ditulis berdasarkan lanjutan dari buku Manajemen Investasi & Portofolio Jilid 1 dan Manajemen Investasi & Portofolio Jilid 2. Ada kepuasan tersendiri yang penulis rasakan ketika menulis buku ini. Dengan menulis buku ini diharapkan bisa bermanfaat bagi

kepentingan dan perkembangan ilmu ekonomi umumnya dan ilmu Investasi & Portofolio khususnya. Diharapkan Berguna bagi pembaca dalam menghadapi perkembangan pasar modal Indonesia. Buku ini dapat digunakan oleh para dosen maupun mahasiswa sebagai referensi dalam mata kuliah yang berkaitan dengan Teori Investasi dan Portofolio.

Dalam penulisan buku ini tidak bisa dilepaskan dari adanya masukan dan berbagai bantuan dari pihak yang sangat berguna dalam proses pembuatan buku ini. Untuk itu penulis mengucapkan terima kasih pada Lembaga Penelitian dan Pengabdian Kepada Masyarakat (LPPM) Universitas Bung Hatta yang telah memberikan kesempatan kepada penulis untuk menulis buku ini dan menerbitkannya. Ucapan terima kasih secara khusus penulis ucapkan untuk keluarga, suami dan anak-anak tercinta yang selalu memberikan dorongan, dukungan, bantuan, kesabaran, kasih dan inspirasi dalam pembuatan buku ini.

Semoga Allah memberikan balasan yang setimpal atas kebaikan mereka. Akhirnya penulis menyadari adanya perbaikan-perbaikan yang harus terus dilakukan. Saran-saran dari pembaca akan sangat penulis hargai dan butuhkan. Terimakasih.

Padang, Juni 2012

Penulis

DAFTAR ISI

	<u>HALAMAN</u>
SAMBUTAN REKTOR.....	v
KATA PENGANTAR.....	vii
DAFTAR ISI.....	ix
BAB 1 PENDAHULUAN.....	1
1.1. PENGERTIAN INVESTASI DAN PORTOFOLIO	1
1.2. INVESTASI LANGSUNG DAN TIDAK LANGSUNG	6
1.3. RETURN DAN RISIKO	7
1.4. PROSES INVESTASI.....	9
1.5. LINGKUNGAN INVESTASI.....	11
1.5.1. SURAT –SURAT BERHARGA	11
1.5.2. PASAR SEKURITAS	14
BAB 2 PASAR MODAL	15
2.1. PASAR MODAL	15
2.1.1. PASAR PERDANA.....	16
2.1.2. PASAR SEKUNDER.....	24
2.2. INSTRUMEN PASAR MODAL	25
BAB 3 PASAR MODAL INDONESIA	33
3.1. PERAN SERTA MANFAAT DARI PASAR MODAL INDONESIA.....	35

3.2. SEJARAH PERKEMBANGAN PASAR MODAL DI INDONESIA.....	35
3.3. LEMBAGA-LEMBAGA DI PASAR MODAL.....	37
3.4. JAKARTA AUTOMATIC TRADING SYSTEM (JATS).....	44
3.5. PROSEDUR PENDAFTARAN SEKURITAS DI BEI.....	46
3.6. PERDAGANGAN DI BEI.....	47
3.6.1 PROSES TRANSAKSI	49
3.6.2. CARA BERINVESTASI DI BURSA EFEK INDONESIA.....	51
3.6.3. BESARNYA DANA MINIMAL UNTUK BERINVESTASI.....	51
3.6.4. CARA MENJADI NASABAH PERUSAHAAN EFEK	52
3.6.5. BIAYA JUAL BELI SAHAM	52
3.6.6. PROSES JUAL BELI SAHAM	54
3.6.7. PROSES PENYELESAIAN TRANSAKSI	55
3.6.8. KAPAN TRANSAKSI JUAL BELI DI BEI DILAKUKAN	56
BAB 4 RETURN DAN RISIKO PORTOFOLIO	57
4.1. RETURN YANG DIHARAPKAN DAN RISIKO PORTOFOLIO	57

4.2. ASET TUNGGAL	61
4.2.1. RETURN YANG DIHARAPKAN PADA ASET TUNGGAL	62
4.2.2. RISIKO ASET TUNGGAL.....	63
4.3. PORTOFOLIO	67
4.3.1. PENGERTIAN PORTOFOLIO	67
4.3.2. ESTIMASI RETURN PORTOFOLIO....	68
4.3.3..RISIKO PORTOFOLIO	70
4.4. DIVERSIFIKASI.....	78
BAB 5 PEMILIHAN PORTOFOLIO	81
5.1. MENENTUKAN PORTOFOLIO EFISIEN	82
5.2. MODEL PORTOFOLIO MARKOWITZ.....	82
5.3. PORTOFOLIO ATAS PREFERENSI INVESTOR.....	86
BAB 6 CAPITAL ASSET PRICING MODEL	89
6.1. ASUMSI-ASUMSI CAPM	91
6.2. CML DAN SML.....	94
6.3. PENGUJIAN CAPM.....	95
BAB 7 ARBITRAGE PRICING THEORY.....	97
7.1. ASUMSI-ASUMSI APT	97
7.2. PENERAPAN APT	100
BAB 8 EFISIENSI PASAR	103
8.1. <i>ABNORMAL RETURN</i>	103
8.2. EFISIENSI PASAR	106

8.3. ASIMETRI INFORMASI	111
BAB 9 BENTUK PENGUJIAN EFISIENSI PASAR.....	115
9.1. PENGUJIAN PREDIKTABILITAS	
RETURN	116
9.2. <i>EVENT STUDIES</i>	119
9.3. PENGUJIAN <i>PRIVATE INFORMATION</i>	124
BAB 10 REKSA DANA	127
10.1. PENGERTIAN REKSA DANA.....	128
10.2. BIAYA-BIAYA REKSA DANA	138
10.3. PELAKU-PELAKU REKSA DANA.....	140
10.4. REKSADANA SAHAM DAN 142	
TOLAK UKURNYA	
BAB 11 MENILAI KINERJA REKSA DANA	145
11.1. KINERJA REKSA DANA	145
11.2. PENGERTIAN KINERJA.....	146
11.3. MENILAI KINERJA REKSA DANA	147
BAB 12 OBLIGASI DAN PENILIAIAN	157
12.1. PENGERTIAN OBLIGASI	157
12. 2. KARAKTERISTIK UMUM OBLIGASI.....	158
12.3. JENIS-JENIS OBLIGASI.....	160
12.4. PIHAK – PIHAK YANG TERLIBAT	
DALAM PENERBITAN OBLIGASI	162
1.2.5. RISIKO INVESTASI OBLIGASI.....	164
12.6. PERINGKAT OBLIGASI DAN	

MANFAATNYA	167
12.7. <i>YIELD TO MATURITY</i>	170
12.8. PENILAIAN OBLIGASI	172
BAB 13 MANAJEMEN PORTOFOLIO OBLIGASI.....	177
13.1. EFISIENSI PASAR OBLIGASI	177
13.2. STRATEGI PENGELOLAAN OBLIGASI...	181
BAB 14 SAHAM DAN PENILAIAN.....	185
14.1. PENGERTIAN SAHAM.....	186
14.2. JENIS-JENIS SAHAM.....	187
14.3. PENILAIAN SAHAM.....	189
14.4. PENENTUAN NILAI	
INTRINSIK SAHAM	194
14.4.1. PENDEKATAN NILAI	
SEKARANG	194
14.4.2. PENDEKATAN PER.....	205
14.4.3. <i>ECONOMIC VALUE</i>	
<i>ADDED</i> (EVA)	207
BAB 15 MANAJEMEN PORTOFOLIO SAHAM.....	209
15.1. KEBIJAKAN HARGA SAHAM	209
15.2 STRATEGI MENCAPAI RETURN	210
15.3. <i>STRATEGI PORTOFOLIO SAHAM</i>	212
15.3.1. STRATEGI PASIF.....	212
15.3.2. STRATEGI AKTIF.....	214

BAB 16 ANALISIS FUNDAMENTAL	217
16.1. ANALISIS EKONOMI MAKRO	218
16.2. ANALISIS INDUSTRI.....	220
16.2.1. ESTIMASI RETURN INDUSTRI...223	
16.2.2. PERSAINGAN & RETURN	
INDUSTRI	223
16.2.3. ESTIMASI <i>EARNING</i>	
<i>MULTIPLIER</i> INDUSTRI	224
16.3. ANALISIS PERUSAHAAN	224
16.3.1. <i>EARNING PER SHARE</i> (EPS).....	226
16.3.2. <i>PRICE EARNING RATIO</i>	227
BAB 17 ANALISIS TEKNIKAL	229
17.1. KRITIK TERHADAP ANALISIS	
TEKNIKAL	231
17.2. SINERGI ANALISIS FUNDAMENTAL	
DAN TEKNIKAL.....	231
BAB 18 OPSI.....	237
18.1. PENGERTIAN OPSI.....	237
18.2. MEKANISME PERDAGANGAN OPSI.....	239
18.3. KEUNTUNGAN DAN KERUGIAN OPSI...240	
18.4. PENILAIAN OPSI UNTUK OPSI CALL	242
18.5. MODEL <i>BLACK-SCHOLES</i>	243
18.6. PENYESUAIAN UNTUK DIVIDEN.....	249

BAB 19 FUTURE	251
19.1. PENGERTIAN <i>FUTURE</i>	251
19.2. MOTIF MELAKUKAN FUTURE: HEDGING DAN SPEKULATIF	253
19.3. MEKANISME PERDAGANGAN <i>FUTURES</i>	255
19.3.1. LEMBAGA KLIRING.....	256
19.3.2. <i>INITIAL MARGIN</i>	257
19.3.3. <i>MARKING TO MARKET</i>	258
19.3.4. <i>MAINTENANCE MARGIN</i>	258
BAB 20 EVALUASI KINERJA PORTOFOLIO.....	265
20.1. FAKTOR YANG DIPERHATIKAN DALAM MENGEVALUASI KINERJA PORTOFOLIO.....	265
20.2. MENGUKUR RETURN PORTOFOLIO	267

DAFTAR PUSTAKA

BAB 1

PENDAHULUAN

Keputusan dalam investasi merupakan hal yang menyangkut masa yang akan datang. Seseorang yang melakukan investasi paling tidak harus mempertimbangkan dua hal yaitu tingkat hasil atau return dan risiko investasi tersebut. Sehingga untuk meminimalkan risiko dan untuk mendapatkan tingkat hasil tertentu maka investor akan melakukan portofolio.

1.1. PENGERTIAN INVESTASI DAN PORTOFOLIO

Investasi dalam arti luas adalah merupakan pengorbanan atas sejumlah sumber daya saat ini dengan harapan untuk memperoleh sejumlah kompensasi atau keuntungan dimasa datang. Contohnya menabung di bank merupakan investasi bagi seseorang. Seseorang yang memperoleh pendapatannya tidak semuanya dihabiskan untuk konsumsi. Sebagian ditabung di bank. Jumlah uang yang tidak dikonsumsi tapi yang ditabung atau disimpan merupakan pengorbanan untuk tidak membelanjakan uang tersebut dengan harapan mendatangkan return dimasa yang akan datang berupa bunga bank. Contoh lainnya adalah sebagai seorang mahasiswa tentu mengorbankan waktu untuk kuliah, belajar, uang untuk membayar uang kuliah, buku dan lain-lain juga merupakan

investasi dengan tujuan memperoleh return dimasa yang akan datang berupa menjadi seorang sarjana yang bekerja dan menghasilkan uang. Jika seseorang sekarang mempunyai keahlian dan memiliki pekerjaan adalah merupakan hasil dari investasi yang diterima.

Investasi dapat dilakukan antara lain; menabung, membuka deposito, membeli tanah dan bangunan, membeli emas, ikut serta dalam reksa dana, maupun surat berharga seperti saham, obligasi dan lain-lain. Istilah investasi berkaitan dengan banyak kegiatan dalam kehidupan sehari-hari. Salah satu alasan utama kita untuk berinvestasi adalah mempersiapkan masa depan sedini mungkin melalui perencanaan kebutuhan yang disesuaikan dengan kebutuhan uang atau dana yang mau diinvestasikan. Adanya perencanaan investasi adalah jauh lebih baik untuk masa depan daripada tidak merencanakan sama sekali.

Investasi riil secara umum melibatkan aset nyata seperti tanah, mesin-mesin, pabrik, gedung, emas. Investasi finansial melibatkan kontrak-kontrak tertulis, seperti surat-surat berharga (saham, obligasi dan saham derivatif). Pada perekonomian modern lebih banyak dilakukan investasi finansial dibandingkan investasi riil. Namun kedua bentuk investasi ini adalah saling komplementer.

Pembahasan pada buku ini berkaitan dengan pengelolaan aset finansial seperti deposito, reksa dana, saham, obligasi ataupun surat berharga lainnya. Ada banyak pilihan objek yang dapat

digunakan dalam berinvestasi dengan harapan mendapatkan keuntungan dimasa yang akan datang.

Orang atau pihak yang melakukan investasi dinamakan seorang investor. Pihak-pihak yang melakukan investasi adalah investo individual dan investor institusional. Investor individual adalah individu-individu yang melakukan investasi. Seperti individu yang menandatangani uangnya di bank, individu yang beli saham, obligasi dan seterusnya. Investor institusional terdiri dari perusahaan-perusahaan asuransi, lembaga penyimpanan dana, lembaga dana pensiun, perusahaan investasi dan seterusnya.

Secara rasional pada dasarnya tidak seorangpun investor yang menyukai risiko, tetapi untuk mendapatkan return investor harus menghadapi risiko. Investor perlu memperhatikan risiko suatu investasi sebagai dasar pengambilan keputusan investasi. Risiko merupakan penyimpangan, merupakan selisih dari return yang diharapkan dengan return sebenarnya yang terjadi. Terkait dengan risiko tersebut maka investor dikategorikan dalam jenis

1. Risk Seeker

Risk seeker atau yang lebih dikenal dengan pengambil risiko yaitu investor yang dalam melakukan investasi lebih menyukai risiko. Mereka memandang semakin besarnya tingkat risiko yang mereka ambil maka akan menghasilkan tingkat pengembalian atau return yang besar pula.

2. *Risk Averter*

Risk averter atau penghindar risiko adalah investor yang enggan atau tidak suka terhadap adanya risiko. Mereka beranggapan bahwa dalam melakukan investasi jika terdapat risiko, akan berakibat pengembalian menjadi berkurang dan bisa jadi investasi yang mereka tanamkan akan hilang.

3. *Risk Indiferen*

Investor ini sering pula disebut sebagai investor yang acuh terhadap risiko. Para investor ini tidak memandang seberapa besar risiko yang akan mereka hadapi, mereka hanya mempunyai keinginan uncut berinvestasi. Tinggi rendahnya risiko tidak berpengaruh terhadap investor dalam berinvestasi.

Tingkatan-tingkatan pada kelompok ini tergantung pada preferensi investor atau seberapa jauh seorang investor berani mengambil risiko dalam portofolio mereka. Seorang investor dikatakan *risk seeker* tinggi jika ia berani mengambil risiko yang besar dalam jumlah yang besar pula dengan harapan return yang tinggi. Dikatakan memiliki *risk seeker* rendah jika ia hanya berani mengambil risiko yang dalam jumlah yang kecil. Begitupula dengan *risk averter*. Seorang investor dikatakan penghindar risiko tinggi, jika ia tidak mau memilih saham-saham berisiko tinggi dalam portofolionya.

Investasi bertujuan untuk mendapatkan hasil/return atau untuk mendapatkan sejumlah uang. Tujuan yang lebih luas adalah

untuk meningkatkan kesejahteraan investor. Kesejahteraan berarti dalam arti finansial yang diukur dengan nilai sekarang dari jumlah pendapatan. Selain itu investor melakukan investasi dengan tujuan untuk mendapatkan kehidupan yang lebih layak di masa datang yaitu dengan meningkatkan taraf hidup, mengurangi tekanan inflasi yaitu penurunan nilai harta karena inflasi, dorongan untuk menghemat pajak.

Investor dapat melakukan investasi hanya pada satu aset saja. Namun umumnya investor melakukan investasi tidak hanya pada satu aset saja, mungkin beberapa aset dengan tujuan mendiversifikasikan tingkat risiko disebut dengan portofolio. Dengan portofolio maka investor akan membagi-bagi tingkat risiko yang ada. Ajaran dalam manajemen investasi yang terkenal adalah *don't put your all eggs into one basket*. Artinya janganlah hanya berinvestasi pada satu aset saja, karena kalau pada satu aset saja, jika usaha (seperti hanya berinvestasi pada satu jenis saham saja) gagal maka uangnya akan hilang semua. Dengan melakukan portofolio, jika satu jenis aset saja gagal maka uang investor tersebut tidak akan lenyap begitu saja karena di *cover* oleh usaha yang lain yang masih ada.

Investasi yang dilakukan tidak terlepas dari keuntungan dan risiko. Berangkat dari persoalan memilih antara risiko dan keuntungan ini, diperlukan portofolio untuk memperoleh hasil sebaik mungkin yang bisa diharapkan dengan risiko yang siap ditanggung. Dengan kata lain, teori portofolio digunakan untuk

meminimalkan risiko atas investasi yang menawarkan potensi keuntungan tertentu. Untuk mengetahui apa itu portofolio dan bagaimana melakukan portofolio yang baik, berapa kombinasi yang bagus dan sebagainya akan dibahas dalam bab selanjutnya.

1.2. INVESTASI LANGSUNG DAN TIDAK LANGSUNG

Investasi yang dilakukan oleh investor dapat dilakukan dengan cara langsung dan tidak langsung. Investasi langsung dapat dilakukan oleh investor secara langsung dari suatu perusahaan baik melalui perantara ataupun melalui orang lain. Sebaliknya investasi tidak langsung dilakukan dengan cara membeli saham dari perusahaan investasi yang mempunyai portofolio aktiva keuangan dari perusahaan lain.

Investasi langsung dibedakan atas investasi yang tidak dapat diperjual belikan dan investasi langsung yang dapat diperjual belikan. Investasi langsung yang tidak bisa diperjual belikan seperti tabungan dan deposito. Sedangkan investasi langsung yang dapat diperjual belikan adalah investasi langsung dipasar uang (deposito yang dinegoisiasikan) dan investasi langsung dipasar modal (surat berharga berpendapatan tetap, saham-saham dan saham derivatif) misalnya menabung dibank, deposito dan sebagainya.

Investasi tidak langsung dilakukan dengan membeli surat berharga dari perusahaan investasi. Perusahaan investasi adalah perusahaan yang menyediakan jasa keuangan dengan cara menjual

saham kepada publik dan menggunakan dana yang diperoleh untuk diinvestasikan kedalam portofolio. Contohnya adalah reksa dana. Manajer reksa dana akan mengumpulkan dana dari investor lalu mengelola dana tersebut dengan membentuk portofolio. Sebagai hasilnya investor akan memperoleh aktiva bersih.

Hal yang mendasari untuk berinvestasi adalah kebutuhan masa depan atau kebutuhan masa sekarang yang belum terpenuhi, keinginan untuk menambah nilai aset yang sudah dimiliki dan sebagai kompensasi dari adanya inflasi. Dalam berinvestasi memerlukan perencanaan kebutuhan untuk apa dana diinvestasikan, berapa lama waktu yang dibutuhkan, instrumen investasi apa yang akan dipilih, bagaimana mengalokasikan dana masing-masing pada instrument tersebut, bagaimana melaksanakan atau mengimplementasikannya, Bagaimana cara mengevaluasinya. Proses untuk berinvestasi lebih lanjut nanti akan dibahas pada bab tersendiri.

1.3. RETURN DAN RISIKO

Dalam melakukan investasi istilah yang penting dipahami adalah return, risiko dan hubungan return dan risiko. Tujuan investor dalam berinvestasi adalah memaksimalkan *return*, tanpa melupakan faktor risiko investasi yang harus dihadapi. Return juga merupakan imbalan atas keberanian investor menanggung risiko atas investasi yang dilakukannya. Return (tingkat hasil) adalah tingkat pengembalian atas investasi yang diharapkan oleh investor.

Sedangkan risiko adalah selisih dari return yang diharapkan dengan return yang sesungguhnya terjadi. Risiko adalah kemungkinan terjadinya kegagalan atau penyimpangan realisasi dari hasil yang diharapkan. Selain return, risiko merupakan faktor kunci yang perlu dipertimbangkan oleh investor untuk mengambil keputusan investasi. Risiko adalah kemungkinan bahwa hasil nyata dari suatu investasi dapat berbeda dari yang diharapkan. Jika seorang investor mengharapkan return yang bakal dia terima dari suatu investasi sebesar Rp 5.000 perlembar saham, namun return yang dia dapatkan adalah Rp 4.000, maka yang selisihnya Rp 1.000 adalah risiko.

Investasi dalam pasar modal akan memberikan hasil investasi yang tinggi, maka sepatutnya investor mempertimbangkannya dalam pasar modal dalam berbagai alternatif berinvestasi. Selain berinvestasi investor selain mengharapkan pengembalian (*return*) investasi, akan selalu bertemu dengan risiko. Sudah menjadi hukum alam semakin tinggi harapan pengembalian akan return akan semakin besar pula kemungkinan risiko yang dihadapi (*high return high risk*). Tingkat return dan risiko adalah berbanding lurus. Jika tingkat returnnya meningkat maka risikonya juga akan meningkat. Sebaliknya jika tingkat returnnya menurun maka risikonya juga akan menurun.

Jika investor memperoleh risiko yang tinggi maka sebagai kompensasinya maka investor akan mensyaratkan tingkat return yang tinggi pula. Prinsip yang berlaku adalah semakin besar

potensi hasil suatu investasi maka akan mempunyai risiko yang besar pula. Risiko yang terbesar dihadapi dalam berinvestasi adalah hilangnya seluruh nilai investasi yang ditanamkan. Misalnya jika perusahaan mengalami kebangkrutan maka saham yang dibeli tidak akan mempunyai nilai lagi. Contoh lainnya, bisa juga kalau penerbit obligasi yang tidak mampu membayar bunga dan pinjaman dari investor mengakibatkan uang atau dana investor tidak akan kembali. Jadi perlu kehatian-hatian dalam memilih perusahaan yang mau investor investasikan dananya, atau kehati-hatian dalam mengalokasikan dananya dalam berinvestasi.

1.4. PROSES INVESTASI

Proses investasi menunjukkan bagaimana pemodal seharusnya melakukan investasi dalam sekuritas; yaitu sekuritas apa yang akan dipilih, seberapa banyak investasi tersebut dan kapan investasi tersebut akan dilakukan. Untuk mengambil keputusan tersebut diperlukan langkah-langkah sebagai berikut:

1. Menentukan kebijaksanaan investasi

Dalam melakukan investasi pemodal perlu menentukan tujuan investasi dan banyaknya investasi yang akan dilakukan. Karena ada hubungan yang positif antara risiko dan keuntungan, maka pemodal tidak bisa mengatakan bahwa tujuan investasi adalah untuk mendapatkan keuntungan sebesar-besarnya. Harus disadari bahwa ada kemungkinan untuk menderita rugi. Jadi tujuan investasi harus dinyatakan

dengan baik dengan memperhatikan tingkat keuntungan dan risikonya.

Tujuan investasi masing-masing investor berbeda-beda sesuai dengan kebutuhan investor, misalnya bertujuan untuk pensiun memilih portofolio reksa dana. Jika tujuan mendapatkan return yang tinggi maka investor akan melakukan investasi pada saham ataupun pada saham derivatif (turunan).

2. Analisis sekuritas

Tahap ini berarti melakukan analisis terhadap individual (atau sekelompok) sekuritas. Ada dua filosofi dalam melakukan analisis sekuritas yaitu:

(1) Pendapat bahwa ada sekuritas yang *misprice* (harganya salah, mungkin terlalu tinggi, mungkin terlalu rendah).

Analisis *misprice* dilakukan dengan dua cara:

a. Analisis teknikal

Analisa ini menggunakan data (perubahan) harga dimasa yang lalu sebagai upaya untuk memperkirakan harga sekuritas dimasa yang akan datang.

b. Analisa fundamental

Analisa ini berangkat dari upaya mengidentifikasi prospek perusahaan untuk bisa memperkirakan harga saham dimasa yang akan datang berdasarkan data-data perusahaan.

(2) Pendapat bahwa harga sekuritas adalah wajar.

3. Pembentukan portofolio

Pada tahap ini menyangkut identifikasi sekuritas-sekuritas mana yang akan dipilih, dan berapa proporsi dana yang akan ditanamkan pada masing-masing sekuritas tersebut.

4. Melakukan revisi portofolio

Tahap ini merupakan pengulangan tiga tahap sebelumnya dengan melakukan perubahan terhadap portofolio yang telah dimiliki.

5. Evaluasi kinerja portofolio

Dalam tahap ini pemodal melakukan penilaian terhadap kinerja (*performance*) portofolio, baik dalam aspek tingkat keuntungan yang diperoleh maupun risiko yang ditanggung.

1.5. LINGKUNGAN INVESTASI

1.5.1. Surat –Surat Berharga

Sekuritas yang umumnya diperdagangkan di pasar modal adalah:

1. Saham

Saham merupakan hak kepemilikan atas aset-aset perusahaan yang menerbitkan saham. Suatu perusahaan dapat menjual hak kepemilikannya dalam bentuk saham (*stock*). Dengan memiliki saham suatu perusahaan berarti investor akan mendapatkan hak terhadap pendapatan dan kekayaan perusahaan yang bersangkutan. Saham dapat dibedakan atas saham biasa dan

saham preferen. Saham preferen dikeluarkan untuk menarik investor potensial. Saham preferen mempunyai kombinasi gabungan karakteristik saham biasa dengan obligasi, karena saham preferen mempunyai pendapatan tetap layaknya sebuah obligasi dan mendapatkan hak kepemilikan sebagai pemegang saham biasa. Saham preferen mempunyai prioritas atas hak dan dividen yang tetap dan hak terhadap aktiva jika dilikuidasi. Akan tetapi saham preferen tidak mempunyai hak suara/hak veto yang dimiliki oleh pemegang saham biasa.

Investor yang membeli saham biasa belum tentu akan mendapatkan pendapatan tetap dari perusahaan. Hal ini sangat berbeda dari pendapatan tetap yang diberikan oleh obligasi yang memberikan pendapatan tetap, sehingga saham mempunyai risiko yang lebih tinggi apabila dibandingkan obligasi. Untuk investor yang membeli saham peluang dan keuntungan yang mungkin timbul akan lebih besar apabila dibanding obligasi

2. Obligasi

Seiring dengan penggabungan Bursa Efek Surabaya dengan Bursa Efek Jakarta dan kemudian berubah nama menjadi Bursa Efek Indonesia (BEI), maka instrumen investasi yang dikelola oleh BEI tidak saja saham melainkan bertambah, salah satunya obligasi. Obligasi merupakan surat berharga yang menunjukkan bahwa penerbit obligasi meminjam sejumlah dana kepada masyarakat dan memiliki kewajiban untuk membayar

bunga secara berkala, dan kewajiban melunasi pokok hutang pada waktu yang telah ditentukan kepada pihak pembeli obligasi tersebut.

3. Obligasi konversi

Obligasi konversi juga memberikan kupon atau yang tetap, memiliki jatuh tempo dan memiliki nilai par. Obligasi konversi memiliki keunikan bila dibandingkan dengan obligasi biasa yaitu bisa ditukarkan dengan saham biasa.

4. Reksa dana

Reksa dana merupakan salah satu alternatif investasi bagi investor kecil atau investor yang tidak banyak memiliki waktu dan kemampuan untuk menghitung risiko atas investasi yang dilakukan. Kegiatan investasi pada reksa dana adalah penghimpunan dana dari investor dan dikelola oleh manajer investasi dengan membentuk portofolio.

5. *Warrant*

Adalah hak untuk membeli saham pada harga yang sudah ditentukan. Penerbit *warrant* harus memiliki saham yang nantinya dikonversi oleh pemegang *warrant*.

6. *Right issue*

Merupakan hak bagi investor untuk mendapatkan saham baru yang dikeluarkan emiten. Gunanya adalah untuk tetap

menjaga komposisi dari dari kepemilikan saham. Pemilik saham lama akan mempunyai proporsi kepemilikan yang tetap jika dikeluarkannya *right issue*.

1.5.2. Pasar Sekuritas

Pasar sekuritas adalah tempat mempertemukan pihak pembeli dan penjual dana, antara pihak yang memerlukan dana dengan pihak yang kelebihan dana. Pasar sekuritas merupakan mekanisme yang diciptakan untuk memberi fasilitas perdagangan aset finansial. Pasar sekuritas terdiri dari pasar primer dan pasar sekunder. Pasar primer adalah tempat pertama kalinya perusahaan atau emiten menjual sahamnya kepada investor. Transaksi yang terjadi adalah antara emiten dengan investor yang dibantu oleh badan perantara. Sedangkan pasar sekunder merupakan tempat terjadinya transaksi antar investor dengan investor. Untuk pasar perdana dan sekunder akan dibahas pada bab berikutnya.

Pasar sekuritas juga dapat dibedakan menurut jangka waktu finansialnya. Pasar uang (*money market*) adalah aset finansial yang meliputi waktu jangka pendek, biasanya satu tahun atau kurang. Pasar modal (*capital market*) meliputi aset finansial yang mempunyai waktu jangka panjang, satu tahun atau lebih.

BAB 2

PASAR MODAL DAN INSTRUMENNYA

Investasi dimaksudkan sebagai setiap bentuk aktivitas yang dilakukan dengan menggunakan dana untuk tujuan memperoleh return. Dengan berkembangnya pasar modal menjadikan investor mempunyai alternatif pilihan investasi sesuai dengan preferensi risiko masing-masing investasi atas surat berharga. Bagi investor kehadiran pasar modal membuat keputusan investasi semakin bervariasi sehingga kesempatan untuk mengoptimalkan return bagi investor akan semakin besar. Pasar modal bertujuan untuk menjembatani aliran dana dari pihak yang memiliki dana (investor) dengan pihak yang membutuhkan dana (emiten). Pasar modal merupakan tempat perdagangan instrumen keuangan (sekuritas) baik yang dikeluarkan oleh swasta maupun oleh pemerintah.

2.1. PASAR MODAL

Pasar modal merupakan tempat pertemuan antara pihak yang memiliki kelebihan dana dengan pihak yang membutuhkan dana dengan cara memperjualbelikan sekuritas. Perusahaan yang membutuhkan dana dapat menjual surat berharganya di pasar

modal, dan investor dapat menginvestasikan dananya dengan membeli surat berharga tersebut.

Pasar modal memungkinkan para investor mempunyai berbagai pilihan investasi yang sesuai dengan preferensi masing-masing. Dengan adanya pasar modal memungkinkan para investor untuk berinvestasi melakukan diversifikasi investasi. Pasar modal secara fisik adalah berwujud bursa efek. Bursa efek adalah bentuk konkrit dari pasar modal. Bursa efek merupakan pasar yang sangat terorganisasi. Disebut demikian karena terdapat serangkaian peraturan yang mengikat pihak-pihak yang terkait didalamnya antara para pelaku pasar modal. Bursa efek merupakan tempat yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem atau sarana untuk mempertemukan para pelaku pasar modal (emiten, investor dan lembaga penunjang pasar modal) dengan memperdagangkan efek atau surat berharga. Pasar modal menurut kegiatannya dapat dibedakan atas pasar perdana dan pasar sekunder.

2.1.1. Pasar Perdana

Perusahaan yang tadinya hanya dimiliki oleh kalangan tertentu saja, saat berkembang tentu membutuhkan dana. Perusahaan harus menentukan untuk menambah dana apakah dengan cara berhutang atau menambah jumlah kepemilikan dengan menerbitkan saham baru. Surat berharga yang pertama kali dijual ke publik dijual di pasar perdana atau disebut juga dengan *initial*

public offering = *IPO* atau penawaran umum atau go publik. Penawaran perdana saham merupakan kegiatan yang dilakukan emiten untuk menjual saham baru pada masyarakat umum atau investor. Pada pasar perdana inilah perusahaan yang menjual sahamnya akan menerima dana atas penjualan tersebut.

Emiten berharap bahwa saham yang dijual kepublik dapat terserap dengan sepenuhnya sehingga target pendapatan yang diharapkan untuk memenuhi kebutuhan dana perusahaannya dapat dipenuhi. Dipihak lain investor mengharapkan mendapatkan keuntungan dengan membeli saham tersebut baik berupa dividen, *capital gain* maupun hak-hak lain sebagai pemegang saham. Pasar perdana terjadi pada saat perusahaan emiten (pemilik perusahaan) menjual sekuritasnya kepada investor umum untuk pertama kalinya. Keuntungan bagi emiten dalam melakukan go publik diantaranya adalah:

1. Kemudahan meningkatkan modal dimasa yang akan datang.
Dengan go publik maka perusahaan harus melaporkan laporan keuangannya secara kontinyu, sehingga dengan demikian memudahkan untuk mendapatkan tambahan modal dimasa yang akan datang.
2. Manfaat diversifikasi
Perusahaan emiten akan membagi kepemilikan perusahaan pada masyarakat yang berminat/ calon investor. Dengan

membagi kepemilikan maka otomatis perusahaan juga berbagi risiko dengan investor.

3. Meningkatkan likuiditas bagi pemegang saham

Perusahaan yang sudah go publik akan mudah untuk melakukan jual beli sahamnya di pasar modal. Transaksi yang terjadi antara pelaku pasar modal terhadap suatu saham akan meningkatkan likuiditas saham tersebut.

4. Nilai pasar perusahaan diketahui

Untuk alasan-alasan tertentu, nilai pasar perusahaan perlu diketahui misalnya untuk pemberian insentif berupa opsi saham.

Sebelum menawarkan saham di pasar perdana, perusahaan emiten sebelumnya akan mengeluarkan informasi mengenai perusahaan secara detail (disebut juga prospektus). Perusahaan emiten dalam hal ini harus bersikap transparansi (*disclosure*). Prospektus merupakan informasi atau dokumen penting dalam proses penawaran umum baik saham maupun obligasi. Dalam prospektus terdapat banyak informasi yang berhubungan dengan keadaan perusahaan yang melakukan penawaran umum.

Melalui prospektus investor mendapatkan seluruh informasi penting sehubungan dengan kegiatan penawaran tersebut

sehingga investor dapat mengambil keputusan untuk melakukan investasi secara tepat. Menurut peraturan Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM) setiap informasi tertulis sehubungan dengan penawaran umum dengan tujuan agar pihak lain membeli efek/suat berharga. Penyusunan prospektus harus mengacu pada hal-hal berikut:

1. Prospektus harus memuat semua rincian dan fakta material mengenai penawaran umum dan emiten.
2. Prospektus haruslah dibuat sedemikian rupa sehingga jelas dan komunikatif.
3. Fakta-fakta dan pertimbangan-pertimbangan yang paling penting harus dibuat ringkasannya dan diungkapkan pada bagian awal prospektus
4. Emiten, penjamin pelaksana emisi, lembaga penunjang serta profesi penunjang pasar modal bertanggung jawab untu menentukan dan mengungkapkan fakta secara jelas dan mudah dibaca.

Disamping itu calon investor yang akan menginvestasikan dananya harus memperhatikan beberapa hal yang penting sebagai berikut:

1. Jumlah saham yang ditawarkan

Bila perusahaan menawarkan saham, maka informasi mengenai sejumlah saham yang akan ditawarkan perlu pula diketahui oleh calon investor. Jumlah saham yang ditawarkan pada

masyarakat menunjukkan berapa bagian besar dari modal disetor yang akan dimiliki publik. Semakin banyak jumlah saham yang ditawarkan, maka perdagangan saham akan *liquid* di bursa. Informasi mengenai jumlah saham yang ditawarkan tercantum pada bagian tengah dari halaman muka prospektus.

2. Nilai nominal dan harga penawaran

Nilai nominal adalah nilai yang tertera pada surat saham yang akan dicantumkan pada setiap saham yang diterbitkan oleh perusahaan. Harga saham yang akan ditawarkan pada masyarakat bisa berbeda dengan nilai nominal saham. Harga setiap saham yang ditawarkan kepada masyarakat disebut harga penawaran. Informasi tentang nilai nominal dan harga penawaran untuk setiap saham terdapat pada bagian tengah dari halaman muka prospektus bersama-sama dengan jumlah saham yang ditawarkan.

3. Bidang usaha

Jenis bidang usahanya apa harus dicantumkan perusahaan emiten dengan jelas. Informasi tentang bidang usaha biasanya tercantum pada bagian tengah dari halaman muka prospektus.

4. Riwayat singkat perusahaan

Riwayat singkat tentang perusahaan terdapat pada bagian dalam prospektus, yaitu pada bagian keterangan tentang perseroan dan anak perusahaan. Bagian ini perlu diketahui oleh calon investor karena pada bagian ini memberikan keterangan tentang riwayat

singkat pendirian, sehingga calon investor dapat mengetahui sudah berapa lama perusahaan tersebut didirikan dan beroperasi.

Semakin lama umur perusahaan biasanya perusahaan itu adalah *establish*. Hal ini terkait dengan prospek perusahaan tersebut dalam memberikan dividen dan hak-hak lain kepada investor.

5. Tujuan go publik

Tujuan go publik pada umumnya adalah untuk mendapatkan dana. Rencana penggunaan dana yang diperoleh dari hasil penawaran umum disajikan dalam suatu bagian tersendiri. Bagian ini penting diketahui oleh calon investor. Rencana penggunaan dana yang diperoleh dari penawaran umum diberikan secara presentasi dari kegiatan-kegiatan yang dilakukan.

6. Kegiatan dan prospek usaha

Pada dasarnya investor yang membeli saham, adalah membeli prospek usaha perusahaan tersebut. Karena itu kegiatan dan prospek usaha dari perusahaan termasuk anak perusahaannya perlu diketahui calon investor. Kegiatan dan prospek usaha dari perusahaan disajikan dalam suatu bab tersendiri, yang biasanya meliputi aspek-aspek produksi, penjualan, pemasaran dan distribusi barang/jasa yang dihasilkan, prospek usaha, kompetisi dan strategi usaha serta penelitian dan pengembangan.

7. Risiko usaha

Setiap investasi tidak terlepas dari risiko. Untuk itu calon investor haruslah mengetahui kemungkinan risiko yang dihadapi oleh perusahaan, termasuk risiko bisnis dan risiko usaha.

8. Kebijakan dividen

Pada bagian ini memberikan informasi tentang kebijakan dividen yang direncanakan perusahaan, yang diberikan dalam bentuk rentang jumlah persentase dividen tunai yang direncanakan yang dikaitkan dengan laba bersih.

9. Kinerja keuangan perusahaan

Perkembangan keuangan perusahaan paling tidak untuk lima tahun terakhir sangat perlu diketahui calon investor sebelum mengambil keputusan. Dengan mengetahui keuangan data masa lalu dapat diberikan perkiraan untuk tahun-tahun yang akan berikutnya. Kinerja keuangan ini terdapat pada bagian tersendiri yaitu ikhtisar data keuangan penting.

10. Agen-agen penjualan

Agen penjualan merupakan perusahaan efek yang ditunjuk oleh penjamin emisi untuk bertindak selaku agen penjual dalam rangka memasarkan saham-saham yang ditawarkan pada penawaran umum. Investor yang akan melakukan pemesanan saham harus menghubungi agen-agen penjual tersebut yang daftarnya tercantum pada bagian akhir dari prospektus.

Disamping itu prospektus juga terdapat beberapa jadwal yang berhubungan dengan penawaran umum, yaitu:

1. Tanggal efektif, adalah suatu tanggal yang menunjukkan tanggal dikeluarkannya Surat Pernyataan Efektif oleh BAPEPAM. Berdasarkan surat tersebut maka perusahaan dapat melakukan penawaran umum kepada masyarakat.
2. Masa penawaran, adalah suatu periode dilakukannya penawaran umum akan efek yang akan ditawarkan kepada masyarakat. Masa penawaran ini sekurang-kurangnya tiga hari kerja.
3. Tanggal akhir penjatahan, adalah suatu tanggal hasil akhir dari proses penjatahan atas pesanan efek akan diumumkan pada masyarakat. Penjatahan akan muncul apabila jumlah atas pesanan efek melebihi dari jumlah efek yang ditawarkan.
4. Tanggal pengembalian uang pesanan, adalah suatu tanggal dimulainya pengembalian uang kepada pemesan yang terkena penjatahan atau pesannya tidak terpenuhi seluruhnya.
5. Tanggal Pencatatan, adalah suatu tanggal efek mulai dicatatkan atau didaftarkan pada suatu Bursa efek, yang berarti mulai tanggal itu pula efek tersebut diperdagangkan di pasar sekunder.

2.1.2. Pasar Sekunder

Selanjutnya surat berharga yang sudah beredar diperdagangkan di pasar sekunder, yaitu transaksi yang terjadi antara investor dengan investor. Pasar sekunder adalah pasar yang terjadi setelah pasar perdana. Proses transaksi yang terjadi tidak lagi antar emiten dengan investor, tetapi sudah antar investor. Transaksi di pasar sekunder dapat dilakukan pada dua jenis:

1. Pasar Lelang (*auction market*)

adalah jenis pasar sekunder dimana transaksi antara pembeli dan penjual dilakukan dalam suatu proses pelelangan pada sebuah lokasi fisik di bursa, melalui perantaraan broker.

2. Pasar Negosiasi (*negotiated market*) atau *over-the-counter market (OTC)*

terdiri dari jaringan berbagai dealer yang menciptakan pasar tersendiri di luar lantai bursa bagi sekuritas, dengan cara membeli dari dan menjual ke investor. OTC market terdiri dari jaringan dealer yang siap membeli dan menjual sekuritas. Perbedaan dealer dengan broker adalah, broker menerima komisi karena broker hanya sebagai perantara tidak membeli sekuritas sedangkan dealer mendapatkan laba dari perbedaan harga jual dan harga beli. Dealer mendapatkan keuntungan karena membeli sekuritas bersangkutan untuk dijual kembali.

2.2. INSTRUMEN PASAR MODAL

Sekuritas yang umumnya diperdagangkan di pasar modal adalah:

7. Saham

Saham merupakan hak kepemilikan atas aset-aset perusahaan yang menerbitkan saham. Suatu perusahaan dapat menjual hak kepemilikannya dalam bentuk saham (stock). Dengan memiliki saham suatu perusahaan berarti investor akan mendapatkan hak terhadap pendapatan dan kekayaan perusahaan yang bersangkutan. Saham dapat dibedakan atas saham biasa dan saham preferen. Saham preferen dikeluarkan untuk menarik investor potensial. Saham preferen mempunyai kombinasi gabungan karakteristik saham biasa dengan obligasi, karena saham preferen mempunyai pendapatan tetap layaknya sebuah obligasi dan mendapatkan hak kepemilikan sebagai pemegang saham biasa. Saham preferen mempunyai prioritas atas hak dan dividen yang tetap dan hak terhadap aktiva jika dilikuidasi. Akan tetapi saham perusahaan tidak mempunyai hak suara/hak veto yang dimiliki oleh pemegang saham biasa.

Investor yang membeli saham biasa belum tentu akan mendapatkan pendapatan tetap dari perusahaan. Hal ini sangat berbeda dari pendapatan tetap yang diberikan oleh obligasi yang memberikan pendapatan tetap, sehingga saham mempunyai risiko yang lebih tinggi dibandingkan obligasi. Untuk investor yang

membeli saham peluang dan keuntungan yang mungkin timbul antara lain:

A. Keuntungan

a. *Capital Gain*

Yaitu keuntungan dari hasil jual beli saham berupa kelebihan nilai jual dari nilai beli saham. Misalnya sewaktu membeli nilainya Rp 3.000 persaham dan menjualnya dengan harga RP 4.000. jadi selisih yang Rp 1.000 disebut *capital gain*.

Saham merupakan surat berharga yang paling populer diantara surat berharga yang ada pada pasar modal, karena apabila dibandingkan dengan investasi lainnya, saham memungkinkan pemodal untuk mendapatkan return (tingkat pengembalian) yang lebih besar dalam waktu yang relatif singkat. Selain saham memiliki return yang tinggi, juga memiliki risiko yang tinggi, yaitu harga saham dapat melorot dengan cepat atau sahamnya di *delist* atau dihapus dari pencatatan dari bursa sehingga untuk jual beli harus mencari pembeli/penjual sendiri dan saham tidak memiliki harga patokan pasar. Dengan karakteristik *high return high risk* ini maka investor perlu terus memantau pergerakan harga saham yang dipegangnya, agar keputusan yang tepat dapat dihasilkan dalam waktu yang tepat.

b. Dividen

Merupakan keuntungan perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham. Biasanya tidak seluruh keuntungan perusahaan dibagikan kepada pemegang saham, tetapi ada sebagian yang ditahan sebagai laba ditahan yang ditanam kembali pada perusahaan. Besarnya dividen yang diterima ditentukan dalam rapat umum pemegang saham (RUPS) perusahaan tersebut. Perlu diketahui bahwa perusahaan tidak selalu membagikan dividen kepada para pemegang saham tetapi tergantung pada kondisi perusahaan itu sendiri. Jika perusahaan mengalami kerugian maka dividen tidak akan dibagikan pada tahun berjalan tersebut.

B. Risiko

a. *Capital Loss*

Adalah kebalikan dari *capital gain*, yaitu dimana suatu kondisi menjual saham yang dimiliki dibawah harga belinya. Misalnya membeli saham dengan harga Rp 5.000 perlembar saham dan karena saham tersebut mengalami penurunan maka kemudian menjualnya dengan harga Rp 4.500. Karena kuatir harga saham tersebut terus turun maka saham tersebut dijual, sehingga mengalami kerugian sebesar Rp 500 yang disebut dengan *capital loss*.

b. Risiko likuidasi

Risiko likuidasi terjadi jika perusahaan yang sahamnya dimiliki dinyatakan pailit atau bangkrut oleh pengadilan atau perusahaan tersebut dibubarkan. Dalam hal ini hak klaim pemegang saham mendapat prioritas terakhir setelah seluruh kewajiban perusahaan dapat dilunasi (dari hasil penjualan kekayaan perusahaan). Jika masih terdapat sisa dari hasil penjualan kekayaan perusahaan tersebut, maka sisa tersebut dibagikan secara proporsional kepada seluruh pemegang saham. Namun jika tidak terdapat sisa kekayaan perusahaan maka pemegang saham tidak akan memperoleh apa-apa. Hal ini merupakan risiko terbesar dari seorang pemegang saham. Karenanya seorang pemegang saham harus secara terus menerus mengikuti perkembangan dari perusahaan yang sahamnya dimilikinya.

8. Obligasi

Obligasi merupakan surat berharga yang menunjukkan bahwa penerbit obligasi meminjam sejumlah dana kepada masyarakat dan memiliki kewajiban untuk membayar bunga secara berkala, dan kewajiban melunasi pokok hutang pada waktu yang telah ditentukan kepada pihak pembeli obligasi tersebut.

9. Reksa dana

Reksa dana merupakan salah satu alternatif investasi bagi investor kecil atau investor yang tidak banyak memiliki waktu dan kemampuan untuk menghitung risiko atas investasi yang dilakukan. Kegiatan investasi pada reksa dana adalah penghimpunan dana dari investor dan dikelola oleh manajer investasi dengan membentuk portofolio. Reksa dana walaupun tergolong baru di Indonesia, yaitu diperkenalkan pada tahun 1995 namun dapat berkembang dengan pesat. Pada bulan Maret 2003 sudah tercatat sekitar 145 Reksa dana dengan nilai aktiva bersih sebesar Rp 58,37 Trilyun.

Manfaat dari reksa dana antara lain: dengan jumlah modal yang relatif kecil, investor dapat memiliki portofolio yang sudah didiversifikasi; biaya dan waktu yang digunakan yang harus dikerahkan untuk mengevaluasi suatu investasi sudah dialihkan pada manajer investasi profesional yang memperoleh izin dari BAPEPAM (Badan Pengawas Pasar Modal) sehingga investor dapat memiliki investasi yang efisien; dan manfaat fleksibilitas yaitu investor dapat mencairkan dananya kapan saja sesuai dengan kebutuhannya. Kemudahan untuk dapat berinvestasi melalui reksa dana hanya membutuhkan dana awal sekitar Rp 200.000, serta masih luasnya pasar reksa dana di Indonesia. Dengan adanya kemudahan tersebut investor bisa menginvestasikan dananya melalui reksa dana, namun untuk memilih jenis reksa dana yang diinginkan investor merupakan hal yang menjadi dasar

pertimbangan untuk memilih reksa dana. Laporan *Investment Company Institute* yang melakukan penilaian atas investor di Amerika dalam memilih reksa dana menyebutkan bahwa 75% atau alasan terbesar adalah karena kinerja reksa dana tersebut, 69% karena pertimbangan risiko, disusul masing-masing oleh tujuan investasi (49%), portofolio surat berharga (46%), biaya (43%), investasi minimum (35%), biaya pembelian (27%), profil manajer investasi (25%), besarnya *Net Asset Value* (24%), dan yang terakhir jumlah asset yang dikelola sebesar 17%.

10. Instrumen derivatif : *Warrant*, *Bukti right (right issue)*, Opsi , *futures*

Instrumen derivatif merupakan sekuritas yang nilainya adalah turunan dari suatu sekuritas lain. Sehingga nilai instrumen derivatif sangat tergantung dari harga sekuritas lain yang ditetapkan sebagai patokan. Beberapa jenis instrumen derivatif adalah *warrant*, *right issue*, opsi dan *future*.

Warrant adalah opsi yang diterbitkan perusahaan untuk membeli saham dalam jumlah dan harga yang telah ditentukan dalam jangka waktu tertentu. *Warrant* dapat didistribusikan kepada pemegang saham sebagai pengganti saham atau dividen tunai atau dijual langsung sebagai penerbitan sekuritas baru. *Warrant* dapat dikeluarkan untuk menambah daya tarik sekuritas jenis lain. Contoh; obligasi mungkin dijual oleh perusahaan dengan *Warrant* melekat padanya. Dibeberapa kasus *Warrant* tidak dapat

dipisahkan, kecuali saat dijalankan. Artinya jika investor ingin menjual satu obligasi, waran harus dijalankan atau dijual beserta obligasi. Pada kasus lain *Warrant* dapat dipisahkan artinya setelah penjualan awal obligasi investor dapat menjual obligasi atau *Warrant* (atau keduanya) dapat dijual.

Right issue adalah instrumen yang berasal dari saham. *Right issue* memberikan hak kepada pemiliknya untuk membeli sejumlah saham baru yang dikeluarkan oleh perusahaan dengan harga tertentu. *Right issue* merupakan upaya emiten untuk meningkatkan jumlah saham yang beredar, guna menambah modal perusahaan. *Right issue* umumnya diberikan kepada pemegang saham lama. *Right issue* dikeluarkan dengan tujuan untuk tidak merubah proporsi kepemilikan pemegang saham dan menekan biaya emisi (karena biasanya tidak diperlukan *underwriter*). Karena *right issue* merupakan hak, maka investor tidak terikat untuk harus memilikinya. Jika pemegang saham lama tidak menggunakan haknya untuk membeli *right issue* maka dampaknya adalah:

1. Akan berkurangnya proporsi kepemilikan pemegang saham yang tidak menggunakan haknya.
2. Mengurangi *return on investment* atau laba atas investasi dengan bertambahnya jumlah saham yang beredar.
3. Mengecilkan pendapatan dividen perlembar saham karena harus dibagikan kepada pemegang saham yang banyak.

Opsi merupakan hak untuk menjual atau membeli sejumlah saham tertentu pada harga tertentu. Opsi dapat berupa *call option* dan *put option*. *Call option* memberikan hak kepada pemiliknya untuk membeli saham yang telah ditentukan dalam jumlah dan harga tertentu dalam jangka waktu yang telah ditetapkan. Sebaliknya *put option* memberikan hak untuk menjual saham yang ditunjuk pada harga dan jumlah tertentu pada jangka waktu yang telah ditetapkan.

Future pada dasarnya mempunyai karakteristik yang sama dengan opsi. Opsi adalah hak sedangkan *future* adalah semacam kewajiban yang harus dilaksanakan. Kontrak *future* adalah perjanjian untuk melakukan pertukaran aset tertentu dimasa yang akan datang antara pembeli dan penjual. *Future* berfungsi sebagai lindung nilai/*hedging* dan juga sebagai instrumen spekulasi.

BAB 3

PASAR MODAL INDONESIA

Pasar Modal merupakan kegiatan yang berhubungan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek. Pasar Modal Indonesia adalah Bursa Efek Indonesia (BEI) yang merupakan gabungan Bursa Efek Jakarta dengan Bursa Efek Surabaya. Bursa Efek Indonesia menyediakan berbagai alternatif investasi bagi para investor selain alternatif investasi lainnya yaitu perdagangan instrumen keuangan obligasi, obligasi konversi (Obligasi yang dapat ditukarkan dengan saham biasa), saham biasa, saham preferen, *right issue*, *warrant*, reksa dana, dan efek derivatif.

3.1. PERAN SERTA MANFAAT DARI PASAR MODAL INDONESIA

- a. Pasar Modal merupakan wahana pengalokasian dana secara efisien.

Investor dapat melakukan investasi pada beberapa perusahaan melalui pembelian efek-efek yang baru ditawarkan ataupun yang diperdagangkan di Pasar Modal Indonesia. Harapannya adalah agar investor memperoleh return sebagai imbalan balas jasanya. Sebaliknya, perusahaan dapat memperoleh

dana yang dibutuhkan dengan menawarkan saham dan instrumen keuangan jangka panjang melalui pasar modal tersebut.

b. Pasar Modal sebagai alternatif investasi

Pasar Modal memudahkan alternatif berinvestasi dengan memberikan keuntungan dengan sejumlah risiko tertentu. Berbagai macam jenis surat berharga yang diperdagangkan di bursa Efek dapat menjadi pilihan alternatif bagi investor untuk berinvestasi.

c. Memungkinkan para investor untuk memiliki perusahaan yang sehat dan berprospek baik.

Perusahaan yang sehat dan mempunyai prospek yang baik, sebaiknya tidak hanya dimiliki oleh sejumlah orang-orang tertentu saja, karena penyebaran kepemilikan secara luas akan mendorong perkembangan perusahaan menjadi lebih transparan. Selain itu dengan go public maka perusahaan dengan mudah mendapatkan dan untuk kepentingan perusahaan itu sendiri.

d. Pelaksanaan manajemen perusahaan secara profesional dan transparan.

Keikutsertaan masyarakat dalam kepemilikan perusahaan mendorong perusahaan untuk menerapkan manajemen secara lebih profesional, efisien dan berorientasi pada keuntungan, sehingga tercipta suatu kondisi keuntungan yang lebih baik bagi para investor. Perusahaan dituntut transparan dengan cara menerbitkan

prospektus perusahaan yang terkait dengan kondisi kesehatan dan kinerja perusahaan yang menyangkut semua aspek seperti aspek keuangan, aspek manajemen, aspek SDM, aspek operasi dan lain sebagainya.

e. Peningkatan aktivitas ekonomi nasional

Dengan keberadaan pasar modal, perusahaan-perusahaan akan lebih mudah memperoleh dana, sehingga pada gilirannya akan mendorong perekonomian nasional menjadi lebih maju, yang selanjutnya akan menciptakan kesempatan kerja yang luas, serta meningkatkan pendapatan pajak bagi pemerintah.

3.2. SEJARAH PERKEMBANGAN PASAR MODAL DI INDONESIA

Pasar modal Indonesia telah ada jauh sebelum Indonesia mereka. Pasar modal telah hadir sejak jaman kolonial Belanda yaitu pada tahun 1912 di Batavia atau Jakarta. Saat itu pasar modal didirikan oleh pemerintah Hindia Belanda untuk kepentingan pemerintah kolonial Belanda dan VOC. Meskipun pasar modal telah lama berdiri, perkembangan dan pertumbuhan pasar modal tidak berjalan seperti yang diharapkan. Beberapa periode kegiatan pasar modal Indonesia mengalami kevakuman. Hal tersebut disebabkan oleh beberapa faktor seperti perang dunia I dan II, perpindahan kekuasaan dari pemerintah kolonial kepada pemerintah republik Indonesia dan berbagai kondisi yang

menyebabkan operasi bursa efek tidak berjalan sebagaimana mestinya.

Pemerintah Indonesia mengaktifkan kembali pasar modal pada tahun 1977, dan beberapa tahun kemudian pasar modal mengalami pertumbuhan seiring dengan berbagai regulasi yang dikeluarkan oleh pemerintah. Perkembangan Pasar Modal di Indonesia adalah sebagai berikut:

Pada 1912 pembentukkan Bursa Efek pertama di Indonesia yaitu Bursa Batavia oleh pemerintah Hindia Belanda. Tahun 1914 - 1918 bursa efek di Batavia ditutup selama Perang Dunia I. Tahun 1925-1942 Bursa Efek di Jakarta dibuka kembali bersama dengan Bursa Efek di Surabaya. Tahun 1942-1952 bursa efek di Jakarta ditutup kembali selama perang dunia II. Pada tahun 1952 bursa efek di Jakarta diaktifkan kembali dengan Undang-Undang darurat pasar modal 1952, instrumen yang diperdagangkan adalah obligasi pemerintah RI (1950). Tahun 1956 program nasionalisasi perusahaan Belanda membuat bursa semakin tidak aktif. Tahun 1956-1977 perdagangan di bursa efek vakum. Pada 10 Agustus 1977 Bursa efek diresmikan kembali. Pengaktifan kembali pasar modal ini ditandainya dengan go publik PT Semen Cibinong sebagai emiten Pertama. Tahun 1977-1987 perdagangan bursa efek lesu. Jumlah emiten hingga tahun 1987 hanya mencapai 24 perusahaan. Masyarakat lebih memilih instrumen perbankan dibandingkan instrumen pasar modal.

Tahun 1987 ditandai dengan hadirnya paket Desember 1987 (PAKDES 87) yang memberikan kemudahan bagi perusahaan untuk melakukan penawaran umum dan kemudahan bagi investor asing untuk menanam modalnya di Indonesia. Tahun 1988-1990 Paket deregulasi dibidang perbankan dan pasar modal diluncurkan, Bursa efek terbuka untuk asing. Aktivitas bursa kelihatan meningkat. Tahun 1995 sistem otomasi perdagangan di BEI dilaksanakan dengan sistem komputer (*Jakarta Automated Trading systems*) Penerbitan UU no. 8 tentang pasar. Tahun 2000 sistem perdagangan tanpa warkat (*scripless trading*) mulai diaplikasikan di pasar modal Indonesia. Tahun 2002 pasar modal Indonesia waktu itu masih BEJ mulai mengaplikasikan sistem perdagangan jarak jauh. Tahun 2007 penggabungan Bursa Efek Surabaya ke Bursa Efek Jakarta dan berubah nama menjadi Bursa Efek Indonesia.

3.3. LEMBAGA-LEMBAGA DI PASAR MODAL

Kedudukan tertinggi di pasar modal Indonesia adalah Menteri Keuangan, sedangkan pembinaan, pengaturan, pengawasan sehari-hari dilakukan oleh Bapepam sebagai salah satu unit di lingkungan Departemen Keuangan RI.

Kemudian setelah Bapepam, lembaga-lembaga lain yang termasuk kedalam pelaku pasar modal seperti: Bursa Efek, Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian (LPP), Lembaga Kliring dan Penjamin (LKP). Ketiga lembaga ini merupakan *Self*

Regulatory Organization (SRO) yang berhak mengeluarkan peraturan tersendiri bagi anggota dan pengguna jasanya. **Self Regulatory Organizations (SRO)**, adalah organisasi yang memiliki kewenangan untuk membuat peraturan yang berhubungan dengan aktivitas usahanya. SRO terdiri dari:

- a. **Bursa Efek**, merupakan lembaga yang menyelenggarakan kegiatan perdagangan sekuritas serta penyedia fasilitas pasar secara fisik. Sedangkan menurut UU RI No. 8 tahun 1995 tentang pasar modal adalah pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan atau sarana untuk mempertemukan penawaran jual dan beli efek pihak-pihak lain dengan tujuan memperdagangkan efek diantara mereka. Bursa efek mempunyai beberapa fungsi:
 1. Penyedia sarana perdagangan
 2. Pembuat aturan
 3. Menyediakan informasi pasar
 4. Pemberi layanan kepada anggota bursa, emiten dan publik

- b. **Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian (LPP)**, adalah pihak yang menyelenggarakan kegiatan kustodian sentral bagi Bank Kustodian, Perusahaan Efek, dan pihak lain. Lembaga yang telah memperoleh izin usaha sebagai LPP oleh BAPEPAM adalah PT. KSEI (PT. Kustodian Sentral EfekIndonesia).

- c. **Lembaga Kliring dan Penjaminan (LKP)**, adalah pihak yang menyelenggarakan jasa kliring dan penyelesaian transaksi yang terjadi di bursa efek, serta penyimpanan efek dan penitipan harta untuk pihak lain serta menjamin transaksi bursa agar terlaksana secara teratur, wajar, dan efisien. Lembaga yang telah memperoleh izin usaha sebagai LKP oleh BAPEPAM adalah PT. KPEI (PT. Kliring Penjaminan Efek Indonesia).

Selain itu terdapat juga Profesi dan Lembaga Penunjang, perusahaan efek yang terdiri dari Perantara Perdagangan Efek, Penjamin Emisi Efek, Manajer Investasi, dan Reksa Dana. Dalam menjalankan kegiatan sehari-hari pasar modal didukung oleh beberapa lembaga yang memiliki tugas serta fungsinya masing-masing. Lembaga-lembaga tersebut antara lain adalah:

a. **Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam)**

Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM) memiliki kewenangan untuk melakukan pembinaan, pengaturan dan pengawasan Pasar Modal di Indonesia. Bapepam berada di bawah dan bertanggung jawab kepada Menteri Keuangan. Bapepam mempunyai tugas:

1. Mengikuti perkembangan dan mengatur pasar modal sehingga surat berharga (efek) dapat ditawarkan dan diperdagangkan secara teratur, wajar dan efisien serta melindungi kepentingan pemodal dan masyarakat umum.

2. Melakukan pembinaan dan pengawasan terhadap lembaga-lembaga dan profesi-profesi penunjang yang terkait dalam pasar modal.
 3. Memberi pendapat kepada menteri keuangan mengenai pasar modal beserta kebijaksanaan operasionalnya.
- b. **Reksa Dana**, menurut UU RI No. 8 tahun 1995 tentang pasar modal, reksa dana adalah wadah yang digunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio efek oleh manajer investasi. Jadi, perusahaan reksa dana adalah pihak yang kegiatan utamanya melakukan investasi, dan diinvestasikan kembali pada perdagangan efek dalam bentuk portofolio.
- c. **Lembaga Penunjang Pasar Modal**, Lembaga penunjang pasar modal meliputi tempat penitipan harta, biro administrasi efek, wali amanat, atau penanggung yang menyediakan jasanya. Lembaga penunjang pasar modal terdiri dari:
1. **Biro Administrasi Efek**, adalah pihak yang berdasarkan kontrak dengan emiten melaksanakan pencatatan pemilikan efek dan pembagian hak yang berkaitan dengan efek.
 2. **Kustodian** adalah pihak yang memberikan jasa penitipan efek dan harta lain berkaitan dengan efek serta jasa lain, termasuk menerima dividen, bunga, dan hak lain,

menyelesaikan transaksi efek, dan mewakili pemegang rekening yang menjadi nasabahnya.

3. **Wali Amanat**, adalah pihak yang mewakili kepentingan pemegang efek bersifat utang.
 4. **Penasihat Investasi**, adalah pihak yang member nasihat kepada pihak lain mengenai penjualan atau pembelian efek.
 5. **Pemeringkat efek**, berperan untuk melakukan pemeringkatan sekuritas terutama obligasi dan sekuritas lainnya yang bersifat hutang
- d. **Emiten**, adalah perusahaan atau pihak yang melakukan emisi atau yang telah melakukan penawaran umum surat berharga. Pihak ini membutuhkan dana guna membelanjai operasi maupun rencana investasi.
- e. **Perusahaan Efek**, adalah perusahaan yang mempunyai aktifitas sebagai Perantara Pedagang Efek, Penjamin Emisi Efek, Manajer Investasi, atau gabungan dari ketiga kegiatan tersebut.
- Perusahaan efek adalah perusahaan yang telah memperoleh izin usaha untuk beberapa kegiatan sebagai penjamin emisi efek, perantara perdagangan efek, manajer investasi atau penasihat investasi.

1. **Perantara Pedagang Efek**, adalah salah satu aktifitas pada perusahaan efek yang melakukan kegiatan usaha jual beli efek untuk kepentingan sendiri atau pihak lain.
2. **Manajer Investasi**, adalah pihak yang kegiatan usahanya mengelola portofolio efek untuk para nasabah atau mengelola Portofolio Investasi Kolektif untuk sekelompok nasabah, kecuali perusahaan asuransi, dana pensiun, dan bank yang melakukan sendiri kegiatan usahanya berdasarkan perundangundangan yang berlaku.
3. **Underwriter** atau **Penjamin Emisi Efek**, adalah salah satu aktifitas pada perusahaan efek yang melakukan kontrak dengan emiten untuk melaksanakan penawaran umum dengan atau tanpa kewajiban untuk membeli sisa efek yang tidak terjual. Suatu lembaga yang akan menjamin emisi sekuritas di pasar perdana akan terjual semuanya. Jaminan yang diberikan oleh *underwriter* terbagi dua yaitu:
 1. *Full Commitment*, yaitu jaminan penuh bahwa semua sekuritas akan terjual. Kalau tidak terjual maka *underwriter* itulah yang akan membelinya.
 2. *Best Effort*, yaitu *underwriter* hanya berusaha sebaik mungkin untuk menjualkan sekuritas yang diterbitkan oleh emiten. Kalau pada akhir masa

penawaran tidak terjual semua, maka sisanya dikembalikan ke emiten.

f. Profesi Penunjang Pasar Modal, terdiri dari:

1. Akuntan

Dalam hal ini akuntan publik berperan memeriksa laporan keuangan dan memberikan pendapat terhadap laporan keuangan yang diperiksanya. Akuntan publik dituntut memberikan pendapat wajar tanpa syarat terhadap laporan keuangan yang telah disusun berdasarkan prinsip akuntansi Indonesia.

2. Konsultan Hukum

Bertugas untuk melakukan, membuat, dan bertanggung jawab terhadap dokumen dan legal opinion yang mencerminkan segala sesuatu yang berkenaan dengan hukum dari suatu perusahaan terbuka dan untuk kemudian dilaporkan menurut cara-cara yang telah digariskan oleh ketentuan yang berlaku.

3. Notaris

Bertugas membuat berita acara RUPS dan menyusun pertanyaan-pertanyaan keputusan RUPS.

4. Penilai

Melaksanakan penilain aktiva tetap perusahaan. Standar kerja profesi penilai adalah penting guna memastikan kualitas jasa yang dihasilkan.

3.4. *JAKARTA AUTOMATIC TRADING SYSTEM (JATS)*

JATS adalah sebuah terobosan baru bagi BEI yang diresmikan pada 3 Oktober 1995 yang dirancang untuk mengotomatisasikan perdagangan efek yang sebelumnya dilakukan secara manual. Pada saat perdagangan masih manual ruang lantai bursa penuh dengan papan tulis tempat pialang menuliskan transaksi. Di setiap papan terdapat seorang petugas yang menulis *order* jual atau *order* beli dari para pialang. Dengan cara seperti itu, jumlah transaksi yang dapat dilakukan sangat terbatas, tergantung kecepatan dan ketepatan alokasi *order* yang dilakukan petugas bursa, disamping kecepatan pialang menulis *order* jual beli di papan bursa. Akibatnya timbul kesempatan yang tidak sama bagi para pialang. Juga menyebabkan kelambatan dalam alokasi, sehingga mengakibatkan volume perdagangan yang terbatas dan likuiditas pasar yang rendah. Bukan cuma itu, perdagangan dengan cara manual menyebabkan biaya per unit transaksi menjadi tinggi, dan memungkinkan timbulnya kolusi antara pialang dalam memainkan harga suatu efek. Selain itu informasi tidak dapat disebarluaskan kepada investor secara tepat waktu dengan tingkat akurasi tinggi.

Guna mengatasi kondisi itu, diperlukan sebuah sistem perdagangan yang cepat, efisien, dan memberikan kesempatan yang sama bagi para pemakainya. Pilihan untuk itu adalah JATS.

JATS merupakan sistem perdagangan yang dirancang terintegrasi dengan sistem kliring dan penyelesaian serta depository saham yang dimiliki oleh PT. Kustodian Depositori Efek Indonesia (KDEI). Sistem ini meliputi sistem perdagangan, kliring, penyelesaian (*settlement*) depository dan sistem manajemen klien.

Dengan JATS, lantai bursa BEI memiliki papan elektronik yang memberikan informasi yang terakhir mengenai harga saham, volume perdagangan, dan informasi mengenai nilai indeks harga saham gabungan (IHSG). Disamping itu para pedagang dan pemodal bisa memonitor informasi secara langsung di kantor masing-masing melalui sistem penyebaran informasi yang dipancarkan oleh perusahaan-perusahaan pelayanan informasi.

Dengan metode elektronik JATS mampu memproses hingga 50.000 transaksi per hari dan pada saat ini dapat ditingkatkan menjadi 75.000 transaksi. Angka ini jauh lebih tinggi dibandingkan dengan cara manual yang hanya dapat mengelola sekitar 5.000 transaksi. Otomatisasi perdagangan efek memiliki empat manfaat, yaitu:

1. Meningkatkan kemampuan menyampaikan *order*, baik dalam jumlah, keakuratan, maupun kecepatan.
2. Mengurangi biaya transaksi.
3. Mengurangi kemungkinan malapraktek dan *human error*.

4. Memberikan kesempatan yang sama baik dalam memperoleh informasi maupun kesempatan memasukkan *order*.

Adapun tujuan dari JATS adalah untuk meningkatkan nilai perdagangan yang dapat memperbesar likuiditas saham, disamping meningkatkan kepercayaan pemodal sekaligus integritas bursa.

3.5. PROSEDUR PENDAFTARAN SEKURITAS DI BEI

Perusahaan yang telah menerbitkan sekuritas di pasar modal adalah perusahaan yang berbentuk Perseroan Terbatas (PT). Adapun prosedur yang harus dilakukan untuk menerbitkan sekuritas tersebut adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan yang berniat *go publik* menghubungi Bapepam dengan menyertakan pernyataan pendaftaran.
2. Pada waktu yang sama perusahaan melakukan kontrak pendahuluan dengan BEI dengan melampirkan satu lembar pernyataan ke Bapepam.
3. Bapepam akan melakukan *review* terhadap persyaratan *disclosure* (transparansi perusahaan yang akan go publik).
4. Apabila disetujui maka pendaftaran tersebut menjadi efektif dan sekuritas yang ditawarkan efektif berada pada pasar perdana.
5. Perusahaan kemudian melakukan pendaftaran untuk *listing* di BEI.
6. BEI melakukan review untuk persyaratan *listing* yang terdiri dari:

- a. *Disclosure* yaitu mengungkapkan/keterbukaan tentang kondisi perusahaan yang sebenarnya.
 - b. Kinerja perusahaan
 - c. Likuiditas sekuritas
7. Apabila persyaratan tersebut disetujui maka perusahaan membayar *fee* ke BEI dan sekuritas tersebut terdaftar di pasar perdana.
 8. Setelah itu perusahaan perlu menghubungi berbagai penunjang pasar modal.
 9. Setelah perusahaan memperoleh izin dari Bapepam maka perusahaan harus mengumumkan prospektusnya.

3.6. PERDAGANGAN DI BEI

Perdagangan saham di BEI hanya dapat dilakukan oleh anggota bursa. Dalam hal ini perdagangan dilakukan oleh Wali Perantara Perdagangan Efek (WPPA) atau pialang yang ditunjuk oleh anggota bursa tersebut.

Di Bursa Efek Indonesia perdagangan sekuritas dilakukan pada 3 segmen pasar yang utama:

1. Perdagangan di pasar reguler
Pada perdagangan ini harga terbentuk sesuai dengan mekanisme pasar. Apabila harga yang terbentuk tersebut dianggap baik bagi para investor maka ia dapat membeli atau menjual sekuritasnya, tetapi jika harga tersebut dipandang

belum terbaik bagi dirinya maka investor tersebut dapat menunggu sampai adanya harga yang terbaik bagi dirinya.

2. Pasar non reguler

Pada pasar ini dipilih para investor yang ingin membeli atau menjual sekuritas dalam jumlah dan harga yang sesuai dengan kesepakatan mereka sendiri. Pasar non reguler ini dibedakan atas empat tipe

a. *Block trading*

Diperdagangkan jumlah saham yang besar yaitu minimal 200.000 lembar saham.

b. *Crossing* (Transaksi tutup sendiri)

Dilakukan oleh anggota bursa yang memperoleh order jual dan beli atas suatu saham dalam jumlah dan harga yang sama.

c. *Foreign board*

Dilakukan oleh para pemodal asing untuk saham-saham yang jatah pemodal asing telah habis.

d. *Add lot*

Transaksi dapat dilakukan dalam jumlah kecil yaitu kecil dari 500 lembar saham.

3. Pasar tunai

Pada pasar ini perdagangan ditujukan pada para pialang yang tak mampu menyerahkan sekuritas yang diperdagangkan pada hari kelima setelah transaksi ($t + 4$).

3.6.1 Proses Transaksi

Apabila pemodal atau investor ingin membeli atau menjual saham yang terdaftar di BEI maka pemodal tersebut harus menggunakan jasa pialang. Untuk jasa tersebut, pialang akan memperoleh imbalan dari pemodal dalam bentuk komisi, yang berkisar 0,5 – 1,0 % dari nilai perdagangan. Sedangkan BEI memperoleh *fee* sebesar 0,088 % (termasuk PPN 10 %) dari para pialang atas transaksi mereka.

Setelah pemodal menghubungi pialang kemudian pemodal memberikan *order* kepada pialang tersebut. Dalam memberikan *order* ini pemodal harus menjelaskan spesifik dari *order* tersebut, berupa:

1. Nama perusahaan
2. Apakah *order* tersebut untuk menjual atau membeli
3. Besarnya *order*
4. Berapa lama *order* tersebut akan berlaku

Order tersebut dapat dibagi:

a. *Order* harian

Pialang harus dapat memenuhi permintaan para pemodal pada hari itu juga, jika tidak dipenuhi pada hari itu juga maka *order* dinyatakan batal.

b. *Open order*

Bentuk *order* yang akan tetap berlaku sampai pialang dapat memenuhi permintaan pemodal atau sampai pemodal membatalkannya.

5. Tipe *order* yaitu:

a. *Market order*

Dalam *order* ini pialang diminta membeli atau menjual saham pada harga pasar, dan tidak ada kepastian harga yang diinginkan oleh investor.

b. *Limit order*

Dalam *order* ini pemodal menentukan pada harga berapa saham tersebut dibeli atau dijual. Dalam membeli pemodal memberikan batasan harga yang sanggup ia bayar dan pada order jual ia akan melepas sahamnya pada harga melebihi atau sama dengan harga yang ia tetapkan.

c. *Stop order* atau *stop loss order*

Pada tipe order ini investor harus menentukan *stop price*. Tujuannya adalah untuk melindungi terhadap kerugian yang mungkin terjadi. Untuk *order* jual *stop price*-nya harus berada di bawah harga pasar sewaktu order diberikan dan untuk *order* beli *stop price*-nya harus berada di atas harga pasar sewaktu *order* diberikan. Misalnya harga saham A Rp 10.000/lembar. Pemodal yang menentukan *stop price*-nya sebesar Rp 8000/ lembar. Apabila harga saham tersebut turun menjadi Rp 8000 atau kurang pialang akan menjualnya dan dalam hal ini dengan adanya *stop price* dapat mengurangi kerugian seandainya harga terus turun dibawah Rp 8000.

3.6.2. Cara berinvestasi di Bursa Efek Indonesia

Bursa efek merupakan sebuah pasar yang terorganisasi dimana para pialang melakukan transaksi jual beli surat berharga dengan berbagai perangkat aturan yang ditetapkan di bursa efek tersebut. Jika ingin melakukan pembelian maupun penjualan saham maka harus berhubungan dengan perusahaan efek atau biasa disebut dengan broker atau perusahaan pialang yang menjadi anggota bursa.

Perusahaan efek ini memiliki wakilnya di bursa efek yang biasa disebut dengan pialang. Pialang tersebutlah yang akan melakukan transaksi atas dasar order/amanat baik dalam menjual ataupun membeli efek. Pialang tersebut juga dapat memberikan saran atau berbagai nasihat lainnya sehubungan dengan rencana investasi. Atas jasanya itu maka ada biaya komisi yang diberika pada pialang.

3.6.3. Besarnya dana minimal untuk berinvestasi

Pada dasarnya tidak ada batasan minimal dana dan jumlahnya untuk membeli saham. Jumlah yang diperjual belikan dilakukan dalam satuan perdagangan yang disebut lot. Di Bursa Efek Indonesia 1 lot berarti 500 saham, yaitu batas minimal pembelian saham. Lalu dana yang dibutuhkan menjadi bervariasi karena beragamnya harga-harga saham yang tercatat dibursa. Misalnya harga saham ABC Rp 2.000 maka dana yang dibutuhkan untuk membeli satu lot saham tersebut menjadi Rp 1.000.000

3.6.4. Cara menjadi nasabah perusahaan Efek

Sebelum melakukan jual beli saham, investor diharuskan membuka rekening disatu atau beberapa perusahaan efek. Dengan pembukaan rekening tersebut maka secara resmi investor telah tercatat sebagai nasabah dan data idetintas tercatat dalam pembukuan perusahaan efek, seperti nama, alamat, nomor rekening bank dan data-data lain. Bersamaan dengan pembukaan rekening ini investor menanda tangani perjanjian dengan perusahaan efek yang menyangkut hak dan kewajiban kedua belah pihak

3.6.5. Biaya jual beli saham

Komponen dari biaya jual beli saham adalah sebagai berikut:

Nilai pembelian saham + komisi pialang + PPN 10%

Nilai Penjualan saham + komisi pialang + PPN 10% + pajak penghasilan 0.1%

Untuk pembelian dan penjual saham investor harus membayar biaya komisi kepada pialang/broker yang melaksanakan pesanan. Artinya besar biaya komisi dapat dinegoisiasikan dengan broker dimana investor melakukan jual beli saham. Umumnya untuk transaksi beli investor dikenakan biaya broker sebesar 0.3% dari nilai transaksi. Sedangkan untuk transaksi jual dikenakan 0.4% (untuk transaksi jual investor masih dikenakan pajak penghasilan atas penjualan saham sebesar 0.1% dari nilai transaksi)

Contoh transaksi pembelian

Misalnya investor Adit melakukan transaksi pembelian saham PQR sebanyak 6 lot dimana harga saham tersebut terjadi pada posisi Rp 2.000 per saham. Berapa total biaya yang harus dikeluarkan Adit?

Penyelesaian

Keterangan	Perhitungan	Nilai Uang
Transaksi Beli	$6 \times 500 \text{ saham} \times \text{Rp } 2.000$	Rp 6.000.000
Komisi untuk broker (0.3% dari nilai transaksi)	$0.3\% \times \text{Rp } 6.000.000$	Rp 18.000
PPN 10% dari komisi	$10\% \times \text{Rp } 18.000$	Rp 1.800
Biaya pembelian saham		Rp 19.800
Total biaya yang dikeluarkan		Rp 6.019.800

Jadi total biaya yang harus dikeluarkan Adit adalah sebesar Rp 6.019.800

Contoh transaksi penjualan

Misalnya investor Aletha melakukan transaksi penjualan saham ABC sebanyak 6 lot dimana harga saham tersebut terjadi pada posisi Rp 2.000 per saham. Berapa penjualan bersih yang didapat Aletha?

Penyelesaian

Keterangan	Perhitungan	Nilai Uang
Transaksi Jual	$6 \times 500 \text{ saham} \times \text{Rp } 2.000$	Rp 6.000.000
Komisi untuk broker (0.3% dari nilai transaksi)	$0.3\% \times \text{Rp } 6.000.000$	Rp 18.000
PPN 10% dari komisi	$10\% \times \text{Rp } 18.000$	Rp 1.800
PPh atas transaksi jual (0.1% dari nilai transaksi)	$0.1\% \times \text{Rp } 6.000.000$	Rp 6.000
Biaya penjualan saham		Rp 25.800
Hasil penjualan bersih		Rp 5.974.200

Jadi penjualan bersih yang didapat Aletha adalah Rp 5.974.200

3.6.6. Proses jual beli saham

Saat investor melakukan pembelian saham, dimana berposisi sebagai investor beli. Investor beli harus menghubungi pialang beli yang kemudian meneruskan instruksi investor beli kepada pialang yang lain. Instruksi beli tersebut dimasukan / *di-entry* kesistem komputer JATS (*Jakarta Automatic Trading System*). Sistem komputer tersebut menggunakan sistem tawar menawar sehingga untuk aktivitas beli akan diambil dari harga tertinggi dan sebaliknya untuk aktivitas jual diambil dari harga terendah. Jika investor ingin melakukan penjualan saham, maka posisinya adalah sebagai investor jual. Pada dasarnya proses yang

dilakukan adalah sama yaitu harus menghubungi pialang jual dan seterusnya.

3.6.7. Proses penyelesaian transaksi

Setelah pemodal melakukan transaksi, lewat pialang, membeli saham, maka ia tidak akan menerima saham yang akan dibelinya saat itu juga. Di BEI ia akan menerima saham tersebut empat hari setelah tanggal transaksi (di istilahkan sebagai $t + 4$). Sekuritas yang ditransaksikan haruslah sekuritas yang valid. Bursa menyediakan berbagai fasilitas, tempat, dan informasi untuk menyelesaikan transaksi tersebut. Bursa efek merupakan lembaga yang memfasilitasi kegiatan perdagangan. Penyelesaian transaksi difasilitasi oleh 2 lembaga lain yaitu: lembaga kliring dan penjaminan (LKP) dan Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian (LPP).

Sebagai gambaran, di Bursa Efek Indonesia BEI) setiap hari terjadi puluhan bahkan ratusan ribu transaksi yang terjadi yang selanjutnyadilakukan proses penyelesaian oleh LKP dan LPP. Penyelesaian transaksi saham membutuhkan selama tiga hari bursa. Istilah penyelesaian tersebut dikenal dengan singkatan $T +$. T artinya transaksi dan ditambah 3 hari penyelesaian. Berarti seorang investor akan mendapatkan haknya pada hari keempat setelah transaksi terjadi.

Pada hari transaksi ($t+0$), BEI memberikan kepada para anggota bursa lembar transaksi anggota bursa LTAB), berisi data tentang transaksi yang dilakukan. LTAB merupakan keterangan tentang penyerahan sekuritas dan pembayaran. Akhirnya pada $t+5$ anggota bursa mengembalikan LTAB sebagai pernyataan bahwa *settlement* telah selesai.

Anggota bursa yang tidak mampu menyelesaikan kewajiban mereka, dilarang untuk melakukan kegiatan perdagangan di pasar reguler maupun non reguler, dan harus menyelesaikan kewajiban tersebut diperdagangan kas (*cash trading*). Penundaan *settlement* sampai dengan $t+5$ dan $t+6$ dikenakan denda 0,25 % perhari dari nilai transaksi yang belum diselesaikan. Keterlambatan sampai dengan $t+7$ dan sesudahnya dikenakan denda 0,5 % per hari.

3.6.8. Kapan transaksi jual Beli DI BEI dilakukan

Transaksi jual beli surat berharga di Bursa dilakukan pada hari kerja yang disebut hari bursa yaitu: 1. Sesi 1 Senin s/d Kamis jam 9.30-12.00, Jumat jam 9.30. Sesi 2 Senin s/d Kamis jam 13.30-16.00 Jumat jam 14.00-16.00

BAB 4

RETURN YANG DIHARAPKAN DAN RISIKO PORTOFOLIO

Dalam berinvestasi seorang investor akan mengharapkan tingkat return tertentu sebagai kompensasi dari dana yang diinvestasikannya. Selain tingkat return yang diharapkan tentu investor tersebut dihadapkan dengan tingkat risiko. Tingkat return dan risiko adalah dua hal yang selalu berdampingan. Maka seharusnya investor dalam melakukan investasi selain menghitung tingkat return yang ia harapkan, harus juga menghitung tingkat risiko yang ia hadapi.

4.1. RETURN YANG DIHARAPKAN DAN RISIKO PORTOFOLIO

Return adalah imbalan atas keberanian investor menanggung risiko, serta komitmen waktu dan dana yang telah dikeluarkan oleh investor. Untuk mendapatkan return yang diinginkan maka investor harus bersiap menghadapi risiko. Return yang diharapkan adalah tingkat keuntungan yang harus diperoleh seorang investor sebagai kompensasi dari risiko-risiko yang akan timbul dari kegiatan investasi. Risiko merupakan selisih return yang diharapkan dengan return yang sebenarnya terjadi.

Istilah return dan risiko selalu dua hal yang berjalan beriringan. Investor tentu bertujuan untuk mendapatkan return yang maksimal. Return merupakan tingkat pengembalian yang diharapkan oleh seorang investor dalam menanam dananya. Tidak ada investasi yang dilakukan kecuali return yang diharapkan cukup tinggi untuk mengkompensasi investor atas risiko investasi yang diharapkan. Risiko adalah kemungkinan perbedaan antara return aktual yang diterima dengan return yang diharapkan.

Risiko bisa dibedakan menjadi dua jenis:

1. Risiko dalam konteks aset tunggal/risiko berdiri Sendiri (*Stand Alone risk*).

Risiko dalam konteks aset tunggal adalah yang harus ditanggung jika berinvestasi hanya pada satu aset saja. Kebanyakan aset yang dipegang oleh investor adalah dalam bentuk portofolio, tetapi kita perlu memahami risiko yang berdiri sendiri atau aset tunggal agar bisa memahami risiko dalam konteks portofolio.

2. Risiko dalam konteks portofolio aset.

Risiko dalam konteks portofolio aset terdiri atas:

- a. Risiko sistematis (risiko pasar/risiko umum).

Risiko sistematis berkenaan dengan kondisi makro perekonomian suatu negara. Jika perekonomian suatu negara berjalan lesu akan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan

di negara tersebut. Pada gilirannya hal ini akan membuat potensi hasil investasi yang akan diterima investor kurang bagus. Risiko sistematis ini disebut juga risiko pasar. Faktor-faktor yang tergolong pada risiko sistematis antara lain: faktor ekonomi, faktor politik dimana ada perubahan hasil investasi akibat perubahan kebijaksanaan pemerintah dan stabilitas bangsa, seperti pertumbuhan pajak, batasan untuk transfer uang, kontrol devisa, dan kebijaksanaan soal suku bunga. Faktor mata uang dimana hasil investasi juga dipengaruhi oleh nilai mata uang suatu negara dibandingkan dengan mata uang negara lain. Risiko seperti ini dihadapi oleh para investor global dan menjadi hambatan utama dalam investasi global. Adanya saling keterkaitan antar pasar uang, pasar modal, dan pasar komoditas, maka perubahan kurs mata uang tertentu akan mendorong pemerintah yang bersangkutan mengubah suku bunga atau kebijaksanaan lain.

Faktor-faktor tersebut menyebabkan adanya kecenderungan semua saham untuk bergerak bersama dan karenanya ada pada setiap perusahaan. Investor, termasuk manajer portofolio sehebat apapun, tidak bisa berbuat banyak dalam mengatasi risiko sistematis/ *systematic risk* ini. Risiko yang besarnya relatif tetap, tidak berkurang akibat diversifikasi. Tapi investor bisa meminimalkan risiko

tidak sistematis dengan strategi diversifikasi, strategi pemilihan asset, dan pengukuran risiko.

b. Risiko tidak sistematis (risiko spesifik).

Terkait dengan perubahan kondisi mikro perusahaan, dan bisa diminimalkan dengan melakukan diversifikasi dengan memperbanyak jumlah saham dalam portofolio. Risiko tidak sistematis ini bisa dibedakan menjadi dua yaitu:

i. Risiko Perusahaan (*company risk*)

Menyangkut besar kecilnya utang (*financial risk*) dan sifat bisnisnya (*business risk*) seperti perusahaan listrik yang margin labanya rendah. Manajemen perusahaan yang buruk bisa membuat perusahaan rugi atau bahkan bangkrut. Sehingga perusahaan harus mampu untuk mengatasi risiko tersebut.

ii. Risiko Industri (*Industry Risk*)

Risiko ini muncul karena sektor yang menjadi garapan perusahaan. BEI misalnya, membedakan emiten kedalam sektor industri. Masing-masing sektor industri ini mempunyai sifat yang berbeda. Ketika terjadi depresiasi mata uang rupiah, perusahaan jasa keuangan dan properti terpukul berat, sedangkan sektor pertanian dan pertambangan malah diuntungkan. Ada sektor industri yang stabil dan ada yang siklikal bersifat musiman.

Untuk dapat mengurangi risiko, seorang calon investor dapat melakukan diversifikasi usahanya dengan membentuk portofolio. Pembentukan portofolio bisa dilakukan dalam bentuk saham, obligasi, valuta asing dan berbagai instrumen sekuritas lainnya. Substansi dari pembentukan portofolio ini adalah preferensi terhadap return yang diharapkan dan tingkat risiko.

Keuntungan yang diharapkan dapat saja berbeda dengan keuntungan yang benar-benar diterima dimasa yang akan datang. Penyimpangan keuntungan yang terjadi ini disebut dengan risiko (*risk*). Risiko akan semakin besar ditanggung oleh investor apabila semua dananya ditanamkan pada suatu perusahaan yang ternyata dikemudian hari mengalami kerugian.

4.2. ASET TUNGGAL

Probabilita dapat juga ditentukan untuk return yang diharapkan dari investasi. Jika investor membeli obligasi maka return yang diharapkan adalah mendapatkan bunga dari obligasi, dan pembayaran bunga akan memberikan investor return akan investasi. Hasil yang mungkin diperoleh investor untuk investasi adalah penerbit akan membayarkan risiko bunga atau penerbit tidak melakukan pembayaran bunga. Semakin berisiko obligasi tersebut semakin tinggi pula tingkat return yang disyaratkan oleh investor. Jika investor menginvestasikan dananya dalam saham tentu mengharapkan return juga. Return saham akan berasal dari dividen ditambah dengan keuntungan modal (*capital gain*). Semakin

berisiko suatu saham berarti semakin tinggi probabilita bahwa perusahaan akan gagal untuk membayar dividen yang diharapkan atau harga saham akan menurun bukannya meningkat seperti yang diharapkan oleh investor, sehingga sebagai kompensasinya investor akan mensyaratkan tingkat return yang besar pula.

4.2.1. RETURN YANG DIHARAPKAN PADA ASET TUNGGAL

Untuk menghitung return yang diharapkan dari suatu aset tunggal kita perlu mengetahui distribusi probabilitas return aset bersangkutan, yang terdiri dari:

1. Tingkat return yang mungkin terjadi
2. Probabilitas terjadinya tingkat return tersebut

Dengan demikian, return yang diharapkan dari suatu aset tunggal bisa dihitung dengan menggunakan formula:

$$E(R) = \sum_{i=1}^n R_i pr_i$$

Keterangan:

$E(R)$ = Return yang diharapkan dari suatu sekuritas

R_i = Return ke- i yang mungkin terjadi

pr_i = Probabilitas kejadian return ke- i

n = Banyaknya return yang mungkin terjadi

4.2.2. RISIKO ASET TUNGGAL

Risiko aset tunggal dilihat dari besarnya penyebaran distribusi probabilitas return. Probabilitas adalah peluang bahwa suatu kejadian akan terjadi. Ada dua ukuran risiko aset tunggal, yaitu: varians dan standar deviasi. Semakin kecil standar deviasi semakin rendah risiko saham.

Di samping ukuran penyebaran tersebut, kita juga perlu menghitung risiko relatif aset tunggal, yang bisa diukur dengan koefisien variasi. Untuk menghitung varian dan standar deviasi digunakan formula sebagai berikut:

$$\text{Varians return} = \sigma^2 = [R_i - E(R)]^2 pr_i$$

$$\text{Standar deviasi} = \sigma = (\sigma^2)^{1/2}$$

Keterangan:

- σ^2 = Varians return
- σ = Standar deviasi
- $E(R_i)$ = Return ke-*i* yang mungkin terjadi
- pr_i = Probabilitas kejadian return ke-*i*
- (R) = Return yang diharapkan dari suatu sekuritas

Selanjutnya pengukuran risiko sekuritas dilakukan juga dengan menghitung koefisien variasi. Koefisien korelasi menunjukkan risiko perunit dari return yang diharapkan. Formula yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$\text{Koefisien variasi} = \frac{\text{standar deviasi return}}{\text{return yang diharapkan}} = \frac{\sigma^{1/2}}{E(Ri)}$$

$$\text{Koefisien variasi} = \frac{\sigma^{1/2}}{E(Ri)}$$

Contoh Soal

Mr. Brock ingin melakukan investasi tunggal dengan periode kepemilikan satu tahun. Terdapat 2 alternatif yaitu investasi pada saham X atau saham Y. Mr. Brock sudah mengestimasi tingkat *return* dan probabilita perolehannya untuk masing-masing saham, sebagai berikut :

Kondisi Ekonomi	Ri-X	Ri-Y	Pi
Makmur	35%	39%	0,6
Tidak Makmur	15%	11%	0,4

Pertanyaan :

- A. Hitunglah *expected return* dari investasi, risiko yang dihadapi dan koefisien variasi dari setiap jenis saham !
- B. Investasi manakah yang akan dipilih Mr. Brock bila berpedoman kepada nilai koefisien variasi?

Penyelesaian

A. Menghitung *expected return* dari investasi, risiko yang dihadapi dan koefisien variasi dari setiap jenis saham

SAHAM X**a. Expected return**

$$E(R) = \bar{R} = \sum_{i=1}^n R_i \text{pr}_i$$

$$\begin{aligned} E(R) &= [(0,35) (0,60)] + [(0,15) (0,40)] \\ &= 0,27 \text{ atau } 27\% \end{aligned}$$

b. Standar deviasi

$$\text{Varians return} = \sigma^2 = [R_i - E(R)]^2 \text{pr}_i$$

$$\text{Standar deviasi} = \sigma = (\sigma^2)^{1/2}$$

$$\sigma_X = \sqrt{(0,35 - 0,27)^2 \cdot 0,60 + (0,15 - 0,27)^2 \cdot 0,4}$$

$$\sigma_X = \sqrt{(0,0064 \cdot 0,60) + (0,0144 \cdot 0,4)}$$

$$\sigma_X = \sqrt{0,0096}$$

$$\sigma_X = 0,098$$

c. Koefisien variasi

$$CV_x = \frac{0,098}{0,27}$$

$$CV_x = 0,36$$

SAHAM Y**a. Expected return**

$$E(R) = \bar{R} = \sum_{i=1}^n R_i \text{ pr}_i$$

$$\begin{aligned} E(R) &= [(0,39)(0,60)] + [(0,11)(0,40)] \\ &= 0,278 \text{ atau } 27,8\% \end{aligned}$$

b. Standar deviasi

$$\text{Varians return} = \sigma^2 = [R_i - E(R)]^2 \text{ pr}_i$$

$$\text{Standar deviasi} = \sigma = (\sigma^2)^{1/2}$$

$$\sigma_y = \sqrt{(0,39 - 0,278)^2 \cdot 0,60 + (0,11 - 0,278)^2 \cdot 0,4}$$

$$\sigma_y = \sqrt{(0,0125 \cdot 0,60) + (0,0282 \cdot 0,4)}$$

$$\sigma_y = \sqrt{1,01879}$$

$$\sigma_y = 0,137$$

c. Koefisien variasi

$$CV_y = \frac{0,137}{0,278}$$

$$CV_y = 0,493$$

B. Investasi yang dipilih adalah Saham X karena memiliki risiko perunit yang lebih rendah apabila dibandingkan dengan Saham Y.

4.3. PORTOFOLIO

4.3.1. Pengertian Portofolio

Portofolio diartikan sebagai serangkaian kombinasi beberapa aktiva yang diinvestasikan dan dipegang oleh investor, baik perorangan maupun lembaga. Kombinasi aktiva tersebut bisa berupa aktiva riil, aktiva *finansial*, ataupun keduanya. Seorang investor yang menginvestasikan dananya di pasar modal biasanya tidak hanya memilih satu saham saja. Alasannya, dengan melakukan kombinasi saham, investor bisa meraih return yang optimal sekaligus dan memperkecil risiko melalui diversifikasi. Semakin banyak jenis efek yang dikumpulkan dalam portofolio, maka risiko kerugian saham yang satu dapat dinetralisir oleh keuntungan yang diperoleh dari saham lain. Portofolio merupakan satu set atau kumpulan dari beberapa investasi baik itu *financial asset* maupun *real asset*.

Salah satu karakteristik investasi pada sekuritas adalah kemudahan untuk membentuk portofolio investasi. Artinya pemodal dapat dengan mudah menyebar (melalui diversifikasi) investasinya pada berbagai kesempatan investasi. Karena itulah perlu dipahami proses investasi, yaitu dimulai dari perumusan kebijaksanaan investasinya sampai dengan evaluasi kinerja investasi tersebut. Pemodal yang rasional selalu menghindari risiko dan apabila risiko yang bersedia ditanggung semakin besar, pemodal akan memperoleh pendapatan yang semakin besar pula. Untuk mengurangi besarnya risiko yang dihadapi, pemodal melakukan diversifikasi dengan membentuk suatu portofolio.

4.3.2. Estimasi Return Portofolio

Return yang diharapkan dari suatu portofolio bisa diestimasi dengan menghitung rata-rata tertimbang dari return yang diharapkan dari masing-masing aset individual yang ada dalam portofolio. Formulanya adalah sebagai berikut:

$$E(R_p) = \sum_{i=1}^n W_i E(R_i)$$

Keterangan:

$E(R_p)$: Return yang diharapkan dari portofolio

W_i : Bobot portofolio sekuritas ke i

$E(R_i)$: Return yang diharapkan dari sekuritas ke i

n : Jumlah sekuritas-sekuritas yang ada dalam portofolio

Dalam menghitung risiko portofolio, ada tiga hal yang perlu ditentukan, yaitu:

1. Varians setiap sekuritas
2. Kovarians antara satu sekuritas dengan sekuritas lainnya
3. Bobot portofolio untuk masing-masing sekuritas

Memilih aset yang dimasukkan dalam portofolio berdasar berbagai informasi dan karakteristik aset. Kontribusi penting dari ajaran Markowitz (1952) adalah bahwa risiko portofolio tidak boleh dihitung dari penjumlahan semua risiko aset-aset yang ada dalam portofolio, tetapi harus dihitung dari kontribusi risiko aset tersebut terhadap risiko portofolio, atau diistilahkan dengan *kovarians*.

Di samping ukuran kovarians, dalam perhitungan risiko portofolio kita juga harus memperhatikan besarnya korelasi antar aset. Koefisien korelasi adalah suatu ukuran statistik yang menunjukkan pergerakan bersamaan relatif (*relative comovements*) antara dua variabel. Dalam konteks diversifikasi, ukuran ini akan menjelaskan sejauhmana return dari suatu sekuritas terkait satu dengan lainnya.

Ukuran korelasi antara $+1,0$ sampai $-1,0$. Jika nilai $+1,0$ berarti berkorelasi positif sempurna. Jika nilai korelasi $-1,0$ berarti korelasi negatif sempurna. Jika nilai korelasi nol berarti tidak ada korelasinya. Penggabungan dua sekuritas yang berkorelasi positif

sempurna (+1,0) tidak akan memberikan manfaat pengurangan risiko. Penggabungan dua sekuritas yang berkorelasi nol, akan mengurangi risiko portofolio secara signifikan. Penggabungan dua buah sekuritas yang berkorelasi negatif sempurna (-1,0) akan menghilangkan risiko kedua sekuritas tersebut.

Dalam dunia nyata, ketiga jenis korelasi ekstrem tersebut (+1,0; 0,0; dan -1,0) sangat jarang terjadi. Oleh karena itu, investor tidak akan bisa menghilangkan sama sekali risiko portofolio. Hal yang bisa dilakukan adalah mengurangi risiko portofolio.

4.3.3. Risiko Portofolio

A. Estimasi Risiko Portofolio Untuk Kasus 2 Sekuritas

Formula yang dipakai adalah :

$$\sigma_p = [W_A^2 \sigma_A^2 + W_B^2 \sigma_B^2 + 2(W_A)(W_B)(\rho_{AB}) \sigma_A \sigma_B]^{1/2}$$

Keterangan

σ_p = Standar deviasi portofolio

w_A = Bobot portofolio pada aset A

$\rho_{A,B}$ = Koefisien korelasi aset A dan B

Contoh return yang diharapkan dan risiko Portofolio

Lanjutan soal sebelumnya

- A. Apabila Mr. Brock memutuskan untuk melakukan portofolio pada kedua jenis saham dengan proporsi dana masing-masing

60% dan 40%, berapakah *expected return* dari investasi portofolio ini

- B. Seberapa besar risiko yang harus dihadapi Mr. Brock dari investasi portofolio ini bila korelasi yang terjadi antara *return* saham X dengan *return* saham Y adalah 0,70 ($r_{xy} = 0,70$)

Penyelesaian

$$E(R_p) = \sum_{i=1}^n W_i E(R_i)$$

Return portofolio yang diharapkan

$$R_p = W_x \cdot R_x + W_y \cdot R_y$$

$$R_p = (0,60 \times 0,27) + (0,40 \times 0,278)$$

$$R_p = 0,2732 \text{ atau } 27,32\%$$

Risiko portofolio

$$\sigma_p = [W_A^2 \sigma_A^2 + W_B^2 \sigma_B^2 + 2(W_A)(W_B)(\rho_{AB}) \sigma_A \sigma_B]^{1/2}$$

$$= \sqrt{(0,60^2 \times 0,09^2) + (0,40^2 \times 0,137^2) + 2(0,60)(0,40)(0,70)(0,09)(0,137)}$$

$$\sigma_p = 0,1097$$

$$\sigma_p = 10,97\%$$

Estimasi Risiko Portofolio: Kasus n Sekuritas

Bagaimana jika jumlah aset yang dimasukkan dalam portofolio lebih dari 2 sekuritas (n sekuritas)? Formula untuk menghitungnya akan menjadi lebih rumit

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^n W_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n W_i W_j \sigma_{ij}$$

Contoh soal

Seorang Manajer investasi sebuah perusahaan terkemuka di Kota Padang sedang mempertimbangkan 3 pilihan investasi portofolio yaitu investasi portofolio pada saham biasa X dan Y, saham biasa X dan Z, saham biasa Y dan Z. Saham biasa X, Y, Z memiliki informasi sbb:

<u>keterangan</u>	<u>saham biasa X</u>	<u>saham biasa Y</u>	<u>saham biasa Z</u>
expected return	12%	15%	14%
deviasi standar	3%	5%	4%

korelasi antara saham biasa X dan Y = - 0,6

korelasi antara saham biasa X dan Z = - 0,5

korelasi antara saham biasa Y dan Z = - 0,7

proporsi dana untuk portofolio saham biasa X dan Y masing-masing 45% dan 55%

proporsi dana untuk portofolio saham biasa X dan Z masing-masing 53% dan 47%

proporsi dana untuk portofolio saham biasa Y dan Z masing-masing 48% dan 52%

Pertanyaan :

- A. Hitunglah *Expected Return* portofolio
- B. Deviasi standar portofolio untuk masing-masing alternatif portofolio diatas.

Penyelesaian

Diketahui

$$\begin{aligned} \bar{R}_x &= 12\% \\ \bar{R}_y &= 15\% \\ \bar{R}_z &= 14\% \\ r_{xy} &= -0,6 \\ r_{xz} &= -0,5 \\ r_{yz} &= +0,4 \\ W_x &= 40\% \\ W_y &= 25\% \\ W_z &= 35\% \\ \sigma_x &= 3\% \\ \sigma_y &= 5\% \\ \sigma_z &= 4\% \end{aligned}$$

Ditanya : $\bar{R}_p ?$
 $\sigma_p ?$

Jawaban

$$\bar{R}_p = \sum_{i=1}^n W_i E(R_i)$$

$$\bar{R}_p = \sum_{i=1}^n W_x \cdot \bar{R}_x + W_y \cdot \bar{R}_y + W_z \cdot \bar{R}_z$$

$$\bar{R}_p = (0,40 \times 0,12) + (0,25 \times 0,15) + (0,35 \times 0,14)$$

$$\bar{R}_p = 0,1345 \text{ atau } 13,45\%$$

$$\sigma_p = \left[\sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n W_i W_j \sigma_{ij} \right]^{1/2}$$

Dimana $\sigma_{ij} = r_{ij} \cdot \sigma_i \cdot \sigma_j$

Matriks varian portofolio 3 aset

	Sx	Sy	Sz
Sx	$W_x \cdot W_x \cdot \sigma_x^2$	$W_y \cdot W_x \cdot \sigma_{yx}$	$W_z \cdot W_x \cdot \sigma_{zx}$
Sy	$W_x \cdot W_y \cdot \sigma_{xy}$	$W_y \cdot W_y \cdot \sigma_y^2$	$W_z \cdot W_y \cdot \sigma_{zy}$
Sz	$W_x \cdot W_z \cdot \sigma_{xz}$	$W_y \cdot W_z \cdot \sigma_{yz}$	$W_z \cdot W_z \cdot \sigma_z^2$

Dari matriks varian portofolio diatas dapat diformulassikan rumus untuk deviasi standar

$$\begin{aligned} \sigma_p = \{ & (W_x^2 \cdot \sigma_x^2) + (W_y^2 \cdot \sigma_y^2) + (W_z^2 \cdot \sigma_z^2) + (W_x \cdot W_y \cdot r_{xy} \cdot \sigma_x \cdot \sigma_y) \\ & + (W_y \cdot W_x \cdot r_{yx} \cdot \sigma_y \cdot \sigma_x) + (W_x \cdot W_z \cdot r_{xz} \cdot \sigma_x \cdot \sigma_z) \\ & + (W_z \cdot W_x \cdot r_{zx} \cdot \sigma_z \cdot \sigma_x) + (W_y \cdot W_z \cdot r_{yz} \cdot \sigma_y \cdot \sigma_z) \\ & + (W_z \cdot W_y \cdot r_{zy} \cdot \sigma_z \cdot \sigma_y) \}^{\frac{1}{2}} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \sigma_p = \{ & (W_x^2 \cdot \sigma_x^2) + (W_y^2 \cdot \sigma_y^2) + (W_z^2 \cdot \sigma_z^2) + 2(W_x \cdot W_y \cdot r_{xy} \cdot \sigma_x \cdot \sigma_y) \\ & + 2(W_x \cdot W_z \cdot r_{xz} \cdot \sigma_x \cdot \sigma_z) + 2(W_y \cdot W_z \cdot r_{yz} \cdot \sigma_y \cdot \sigma_z) \}^{\frac{1}{2}} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \sigma_p = \{ & (0,40^2) \cdot (0,03^2) + (0,25^2) \cdot (0,05^2) + (0,35^2) \cdot (0,04^2) \\ & + 2(0,40)(0,25)(-0,6)(0,03)(0,05) \\ & + 2(0,40)(0,35)(-0,5)(0,03)(0,04) \\ & + 2(0,25)(0,35)(0,4)(0,05)(0,04) \}^{\frac{1}{2}} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \sigma_p &= \sqrt{(0,000144) + (0,000156) + (0,000196) - (0,00018) - (0,000168) + (0,00014)} \end{aligned}$$

$$\sigma_p = \sqrt{0,000288}$$

$$\sigma_p = 0,0169 \text{ atau } 1.69\%$$

Jadi risiko portofolio lebih rendah apabila dibandingkan dengan risiko masing-masing aset apabila aset berdiri sendiri.

B. Model Indeks Tunggal

Perhitungan risiko portofolio seperti di atas, tampaknya saja rumit, terutama jika jumlah aset (n) sangat banyak. Untuk itu, W. Sharpe menemukan model indeks tunggal, yang mengkaitkan perhitungan return setiap aset pada return indeks pasar. Model Indeks Tunggal ini mempermudah kita dalam melakukan perhitungan tingkat keuntungan dan tingkat risiko dari sebuah portofolio. Dengan indeks tunggal maka tidak perlu dicari korelasi masing-masing saham. Dengan mengkaitkan perhitungan return setiap aset pada return indeks pasar kalau perubahan pasar bisa dinyatakan sebagai tingkat keuntungan indeks pasar, maka tingkat keuntungan suatu saham bisa dinyatakan dengan formula sebagai berikut:

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_m$$

Keterangan:

α_i adalah : Bagian dari tingkat keuntungan saham i yang tidak dipengaruhi oleh perubahan pasar.

β_i adalah : Beta, yaitu parameter yang mengukur perubahan yang diharapkan pada R_i kalau terjadi perubahan pada R_m .

R_m adalah : Tingkat keuntungan indeks pasar

R_i adalah: Sebagai variabel dependen dan R_m sebagai variabel independen. β_i menunjukkan kepekaan tingkat keuntungan suatu saham terhadap tingkat keuntungan indeks pasar.

Sedangkan *variance* dan standar deviasi keuntungan dapat dinyatakan dengan persamaan sebagai berikut:

$$\sigma_i^2 = \beta_i^2 \sigma_m^2 + \sigma_{ci}^2$$

$$\text{Standar deviasi} = \sigma_i = (\sigma_i^2)^{1/2}$$

Keterangan:

σ_i^2 = Varians pendapatan individual saham

β_i^2 = Beta individual saham

σ_m^2 = Varians pendapatan saham

σ_{ci}^2 = Risiko unsistemetik individual saham

Persamaan di atas menunjukkan bahwa varians tingkat keuntungan terdiri dari dua bagian, yaitu risiko yang berhubungan dengan pasar ($\beta_i^2 \sigma_m^2$) dan risiko yang unik (σ_{ci}^2).

Untuk varians portofolio (σ_p^2), rumusnya bisa dinyatakan sebagai berikut:

$$\sigma_p^2 = \beta_p^2 \sigma_m^2 + \sum X_i^2 \sigma_{ci}^2$$

Apabila pemodal menginvestasikan dananya dengan proporsi yang sama pada n saham, maka *variance* portofolio bisa dinyatakan sebagai berikut:

$$\sigma_p^2 = \beta_p^2 \sigma_m^2 + 1/N [\sum (1/N) (\sigma_{ci}^2)]$$

Apabila n menjadi semakin besar (artinya makin banyak saham yang dipergunakan untuk membentuk portofolio), makin kecillah *term* kedua dari persamaan tersebut. Karena *term* tersebut menunjukkan risiko sisa (*residual risk* atau *unsystematic risk*) maka ini berarti sumbangan risiko sisa terhadap risiko portofolio menjadi semakin kecil apabila kita memperbesar jumlah saham yang ada dalam portofolio. Sedangkan *term* yang pertama disebut dengan *systematic risk*. Penjumlahan kedua *term* tersebut disebut sebagai risiko total dari portofolio (σ_p^2).

Pengaruh σ_{ci}^2 pada risiko portofolio bisa dikurangi kalau portofolio terdiri dari banyak saham, maka σ_{ci}^2 sering juga disebut sebagai *diversifiable risk*. Tetapi pengaruh $\beta_i^2 \sigma_m^2$ pada risiko portofolio tidak bisa dikurangi dengan menambah sekuritas dalam portofolio. Karena itu β_i merupakan *non diversifiable risk*.

Untuk menurunkan risiko portofolio, investor perlu melakukan diversifikasi, dengan membentuk portofolio sedemikian rupa hingga risiko dapat diminimalkan tanpa mengurangi return yang diharapkan. Dengan diversifikasi artinya investor mengurangi risiko.

4.4. DIVERSIFIKASI

Diversifikasi bisa dilakukan dengan:

1. Diversifikasi random. Memilih aset yang akan dimasukkan dalam portofolio secara acak. Diversifikasi secara acak yaitu diversifikasi yang dilakukan oleh investor secara acak pada berbagai jenis sekuritas yang berbeda atau jenis aset yang berbeda dengan harapan mendapatkan return yang tinggi dengan tingkat risiko tertentu. Investasi yang dilakukan oleh investor tanpa memperhatikan karakteristik dari surat berharga atau aset yang bersangkutan. Investor yang melakukan diversifikasi secara random bahwa beranggapan semakin banyak diversifikasi yang dilakukan pada berbagai aset maka semakin besar risiko yang diminimalkan. Contoh diversifikasi random, misalnya seseorang mempunyai dana yang cukup besar dalam berinvestasi dalam aset. Dia ingin berinvestasi dengan cara membuka usaha foto *copy*, rental komputer, rental *play station* dan buka usaha warung internet. Dalam pikirannya, ia telah melakukan diversifikasi dengan baik, sudah membagi-bagi atau mendiversifikasikan risikonya. Tapi dia lupa kalau usahanya adalah berkorelasi positif sempurna. Jika satu usahanya turun maka yang lainnya juga ikut turun dan sebaliknya. Artinya walau ia sudah melakukan portofolio, semua usahanya terkait dengan pemakaian listrik. Jika listrik yang utama digunakan dalam usahanya sering padam maka

dananya yang ia tanamkan untuk berbagai investasi tadi akan lenyap. Jadi diversifikasi harus diperhatikan adalah karakteristik atau sifat atau informasi yang relevan dengan portofolio yang dilakukan

2. Diversifikasi model Markowitz. Diversifikasi model ini adalah melakukan diversifikasi dengan memperhatikan karakteristik dari aset atau surat berharga yang bersangkutan. Informasi-informasi yang penting dan relevan dengan surat berharga atau aset yang didiversifikasikan harus diperhatikan oleh investor. Investor harus selektif dalam memilih aset yang mampu memberikan manfaat diversifikasi atau pengurangan risiko yang optimal sehingga investor dapat mendapatkan return yang diharapkannya dalam jumlah yang besar.

BAB 5

PEMILIHAN PORTOFOLIO

Didalam membentuk suatu portofolio pertanyaan yang timbul adalah bagaimana membentuk portofolio yang baik yang mendatangkan return yang besar dengan tingkat risiko tertentu. Banyak sekali kemungkinan portofolio yang dapat dibentuk. Dari banyak kumpulan dan jenis portofolio, portofolio mana yang akan dipilih oleh investor. Berapa proporsi dana yang akan diinvestasikan pada suatu portofolio.

Investor adalah rasional maka akan memilih portofolio yang efisien dan optimal. Portofolio efisien bisa diartikan sebagai portofolio yang bisa memberikan return maksimal pada tingkat risiko tertentu; dan atau portofolio yang bisa memberikan risiko minimal pada tingkat return tertentu. Portofolio optimal merupakan portofolio yang dipilih seorang investor dari sekian banyak pilihan yang ada pada kumpulan portofolio efisien, sesuai dengan preferensinya terhadap tingkat return maupun risiko.

Seorang calon investor harus dapat menilai aset yang membentuk portofolio dengan melihat *performance* dari alternatif portofolio yang tersedia. Sehingga dapat menentukan portofolio yang efisien yang dapat memaksimalkan tingkat keuntungan yang diperoleh.

5.1. MENENTUKAN PORTOFOLIO EFISIEN

Portofolio yang efisien adalah suatu portofolio yang memaksimalkan pengembalian atau return pada suatu tingkat return tertentu atau meminimilisir risiko pada tingkat return tertentu. Portofolio yang efisien dapat ditentukan dengan memilih tingkat return yang diharapkan dan memaksimumkan return dengan tingkat risiko tertentu. Atau meminimalkan risiko untuk memperoleh tingkat return yang tertentu.

Investor yang rasional akan memilih portofolio yang efisien ini karena merupakan portofolio yang dibentuk dengan mengoptimalkan dua hal yaitu maksimal return yang diharapkan atau minimal risiko. Investor dapat memilih aset-asetnya untuk membentuk portofolio. Kumpulan yang memberikan kemungkinan portofolio yang dapat dibentuk dari sekumpulan aset. Kumpulan dari portofolio yang efisien disebut kumpulan portofolio yang efisien. Tentunya portofolio yang dipilih investor adalah portofolio yang sesuai dengan preferensi investor yang bersangkutan terhadap *return* maupun risiko yang ditanggungnya.

5.2. MODEL PORTOFOLIO MARKOWITZ

Dengan melekatnya risiko pada setiap alternatif investasi, maka seorang investor tidak dapat menghindari risiko investasi. Untuk itu cara yang terbaik dilakukan adalah dengan meminimalkan tingkat risiko untuk mendapatkan return yang diharapkan pada tingkat tertentu yang harus ditanggungnya dengan

dipilihnya suatu bentuk investasi. Dan dengan ini, seorang investor harus berusaha menemukan suatu bentuk investasi yang efisien.

Dalam melakukan investasi, seorang investor harus bersifat rasional, hal ini merupakan hal penting. Pada dasarnya tidak seorang investorpun yang menyukai risiko (*risk averter*). Terlihat dari sikap investor yang selalu meminta kelebihan tingkat keuntungan dari setiap kelebihan risiko yang harus ditanggungnya.

Berdasarkan nasehat Markowitz tentang investasi Janganlah menginvestasikan semua dana yang dimiliki hanya pada satu aset saja, karena jika aset tersebut gagal maka semua dana yang kita investasikan akan 'lenyap'. Maka setiap investor tidak dapat menghindarkan risiko. Sehingga investor harus melakukan portofolio. Dengan melekatnya risiko pada setiap alternatif investasi, maka seorang investor tidak dapat menghindarkan risiko. Untuk itu cara yang terbaik dilakukan adalah dengan meminimalkan tingkat risiko yang harus ditanggungnya dengan dipilihnya suatu bentuk investasi. Dan dengan ini, seorang investor harus berusaha menemukan suatu bentuk investasi yang efisien. Setiap investor harus berhati-hati terhadap aset yang diinvestasikannya dan memilih portofolio yang efisien.

Pendekatan portofolio dengan model Markowitz lebih baik dibanding dengan portofolio dengan pendekatan naif (acak). Pendekatan portofolio secara acak terjadi ketika seorang investor menginvestasikan dananya pada berbagai jenis aset yang berbeda dan berharap bahwa tingkat risiko portofolio tersebut bisa

diturunkan. Investor memilih aset-aset yang dimasukkan dalam portofolio tanpa memperhatikan karakteristik aset tersebut. Menurut pendekatan acak ini, semakin banyak aset yang dimasukkan dalam portofolionya maka semakin besar manfaat pengurangan risiko yang diperolehnya. Jadi bagi investor disini yang penting adalah menyebarkan dananya dalam membentuk portofolio tanpa memperhatikan karakteristik. Padahal kalau investor mendiversifikasikan dananya seperti itu maka bisa jadi akan terjadi korelasi positif sempurna. Artinya bahwa aset-aset yang diinvestasikannya itu tidak akan memberikan manfaat pengurangan risiko. Karena jika satu aset dalam kumpulan portofolio itu berisiko turun maka aset yang lain juga akan ikut turun juga. Sehingga tidak ada gunanya melakukan portofolio dalam hal ini.

Berbeda dengan portofolio secara acak, dengan menggunakan model Markowitz investor bisa memanfaatkan semua informasi yang tersedia sebagai dasar pembentukan portofolio yang optimal. Teori portofolio dengan model Markowitz didasari oleh asumsi- asumsi, yaitu:

1. Periode investasi hanya satu periode.
2. Tidak ada biaya transaksi.
3. Preferensi investor hanya berdasar pada return yang diharapkan dan risiko.

4. Tidak ada pinjaman dan meminjam bebas risiko.

Dalam pendekatan Markowitz, pemilihan portofolio optimal didasarkan pada preferensi investor terhadap return yang diharapkan dan risiko masing-masing pilihan portofolio. Keputusan dalam pemilihan kelas aset yang optimal dalam manajemen portofolio akan meliputi tiga keputusan, yaitu:

1. pembuatan keputusan alokasi aset,
2. penentuan porsi dana yang akan diinvestasikan pada masing-masing kelas aset, dan
3. pemilihan aset-aset dari setiap kelas aset yang telah dipilih.

Pemilihan portofolio optimal dengan model Markowitz di atas, ternyata mengandung asumsi bahwa pilihan investor hanya akan melibatkan aset berisiko. Aset yang berisiko adalah aset yang tingkat return sesungguhnya pada masa depan mengandung ketidakpastian. Apa yang akan terjadi jika investor mengkombinasikan pilihan portofolio pada kumpulan portofolio efisien dan investasi pada aset bebas risiko? Aset bebas risiko adalah aset yang tingkat return sesungguhnya dimasa depan sudah dapat dipastikan pada saat sekarang.

Dengan adanya investasi pada aset bebas risiko maka investor akan mempunyai pilihan untuk memasukkan aset bebas risiko dalam portofolio. Aset bebas risiko merupakan aset yang

mempunyai tingkat return tertentu dengan tingkat risiko nol. Contoh aset bebas risiko adalah dengan melakukan investasi pada deposito. Deposito diketahui dengan pasti berapa return yang akan diterima dan berapa total simpanannya diakhir periode. Tingkat suku bunganya dimasa yang akan datang, misalnya 1 bulan, 2 bulan, atau 3 bulan sudah diketahui dengan pasti. Sehingga investor tahu pasti berapa return yang bakal dia terima dimasa yang akan datang tersebut.

Dengan mencari tambahan dana yang berasal dari pinjaman bebas risiko, investor bisa menambah dana yang dimilikinya untuk diinvestasikan. Jika dana pinjaman tersebut digabungkan dengan dana yang dimiliki saat ini dan digunakan untuk investasi, investor akan mempunyai kemungkinan untuk mendapatkan return diharapkan dari investasi yang lebih tinggi.

5.3. PORTOFOLIO ATAS PREFERENSI INVESTOR

Memilih portofolio berdasarkan preferensi, maka investor akan melakukan pemilihan aset-aset yang ada pada portofolio berdasarkan pada return dan risiko yang bersedia ditanggungnya. Pada dasarnya seorang investor adalah rasional. Tidak ada seorang investorpun yang menginginkan risiko. Namun sesuai dengan adanya suatu hukum yang mengatakan *high return high risk*, jika investor melakukan investasi untuk mengharapkan suatu tingkat return tertentu tentu ia harus bersiap-siap untuk menanggung suatu tingkat risiko tertentu pula. Oleh karenanya untuk mendapatkan

return yang tinggi dengan tingkat risiko tertentu maka investasi tersebut dilakukan dengan cara portofolio. Tujuan dari portofolio tersebut adalah tidak lain selain untuk mendapatkan return yang maksimal dengan tingkat risiko tertentu.

Seorang investor yang konservatif yang enggan akan risiko maka ia akan memilih portofolio yang cenderung mendekati aset bebas risiko. Walaupun return yang dia dapatkan tidak sebesar return jika dia melakukan investasi pada saham, namun risiko yang ditanggung oleh investor konservatif akan rendah. Investor tersebut cenderung berinvestasi dengan mencari 'amannya saja'. Misalnya investasi yang dilakukan oleh investor konservatif tadi adalah menabung uangnya dibank atau menyimpan dengan deposito. Dengan tingkat suku bunga yang pasti maka return masa depan yang dia dapatkan juga bisa diketahui dengan pasti.

Sebaliknya semakin agresif seorang investor maka semakin berani dia menanggung risiko maka pilihan portofolionya akan semakin mendekati aset bebas risiko. Misalnya selain saham maka investor tersebut akan melakukan portofolio dengan membeli saham derivatif seperti opsi atau future. Saham derivatif atau saham turunan akan memberikan tingkat risiko yang tinggi namun sebagai kompensasinya maka investor yang agresif tadi akan mendapatkan tingkat return yang tinggi pula.

BAB 6

CAPITAL ASSET PRICING MODEL (CAPM)

Untuk berinvestasi seorang investor haruslah mampu untuk mengestimasi tingkat return yang diharapkan. Disamping itu investor tersebut juga harus mengetahui tingkat risiko yang ditanggung. Gunanya adalah untuk mengetahui portofolio optimal, yaitu bagaimana mendapatkan return maksimal dengan tingkat risiko tertentu. Maka diperlukanlah model keseimbangan yaitu CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) dan APT (*Arbitrage Pricing Theory*). Model keseimbangan ini membantu investor memahami tingkat return dan risiko yang akan ditanggung. Model keseimbangan juga dapat membantu kita untuk memahami bagaimana menentukan risiko yang relevan terhadap suatu aset, serta hubungan risiko dan return yang diharapkan untuk suatu aset ketika pasar dalam kondisi seimbang.

Disamping itu juga untuk memahami bagaimana perilaku investor secara keseluruhan, serta bagaimana mekanisme pembentukan harga dan return pasar dalam bentuk yang lebih sederhana. Membantu kita untuk memahami bagaimana menentukan risiko yang relevan terhadap suatu aset, serta hubungan risiko dan return yang diharapkan untuk suatu aset ketika pasar dalam kondisi seimbang.

CAPM merupakan suatu model yang bisa menunjukkan hubungan tingkat return yang diharapkan dari suatu aset berisiko dengan risiko dari aset tersebut pada kondisi pasar yang seimbang. CAPM bisa diformulasikankan sebagai berikut:

$$R_i = R_f + (R_m - R_f) \beta_i$$

Keterangan:

R_i : Tingkat return yang disyaratkan oleh investor pada sekuritas i

R_f : Tingkat return bebas risiko

R_m : Return portofolio pasar

β_i : Koefisien beta sekuritas i

Contoh soal

Berapakan tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh seorang investor pada saham pada PT ABC jika diketahui tingkat return bebas risiko adalah 1,3%, Diketahui beta saham tersebut adalah 0,4, tingkat return pasar diasumsikan adalah sebesar 3%.

Penyelesaian

Diketahui : $R_f = 1,3\%$

$\beta_i = 0,4$

$R_m = 3\%$

Ditanya: R_i

Jawaban

$$R_i = R_f + (R_m - R_f) \beta_i$$

$$R_i = 1,3\% + (3\% - 1,3\%) 0,4$$

$$R_i = 1,98\%$$

6.1. ASUMSI-ASUMSI CAPM

Beberapa asumsi yang mendasari CAPM:

1. Investor akan memilih portofolio yang mempunyai return yang lebih tinggi, dan akan memilih portofolio dengan risiko (standar deviasi) yang rendah jika diberi dua pilihan portofolio yang identik.
2. Semua investor mengevaluasi portofolio dengan melihat ekspektasi return dan risiko pada satu periode waktu yang sama.
3. Semua investor dapat meminjam atau meminjamkan uang pada tingkat return yang bebas risiko.
4. Tingkat bunga bebas risiko adalah sama untuk investor.
5. Tidak ada biaya transaksi.
6. Tidak ada inflasi.

7. Tidak ada pajak pendapatan pribadi.
8. Terdapat banyak sekali investor, dan tidak ada satu pun investor yang dapat mempengaruhi harga suatu sekuritas.
9. Pasar dalam keadaan seimbang. Informasi bebas tersedia secara cepat untuk semua investor.

Beberapa asumsi di atas memang terlihat kurang realistis yang asumsinya sulit kita temui dalam dunia senyatanya. Setiap orang mempunyai memiliki informasi yang sama, artinya semua investor dapat mengakses informasi, padahal dalam kenyataan ada informasi yang bersifat privat. Tidak ada inflasi dan tidak ada biaya transaksi merupakan hal yang tidak realistis. Jika demikian, mengapa kita perlu membahas CAPM? Jawabannya adalah karena CAPM adalah model yang bisa menggambarkan realitas di pasar yang bersifat kompleks, meskipun bukan kepada realitas asumsi-asumsi yang digunakan. CAPM bisa membantu kita menyederhanakan gambaran realitas hubungan return dan risiko dalam dunia nyata yang terkadang sangat kompleks. Jika semua asumsi di atas terpenuhi maka akan terbentuk suatu pasar keseimbangan (*equilibrium*).

Dalam kondisi pasar yang seimbang, investor tidak akan bisa memperoleh *abnormal return* (return yang berlebih) dari tingkat harga yang terbentuk. Termasuk bagi investor yang melakukan perdagangan spekulatif, karena semua investor dapat mengakses

informasi secara sempurna dan informasi yang didapat sudah tercermin didalam harga sekuritas.

Kondisi tersebut akan mendorong semua investor untuk memilih portofolio pasar, yang terdiri dari semua aset berisiko yang ada. Pada CAPM, portofolio pasar adalah portofolio aset berisiko yang optimal. Karena portofolio pasar terdiri dari semua aset berisiko, maka portofolio tersebut merupakan portofolio yang sudah terdiversifikasi dengan baik jika melakukan portofolio tersebut. Sehingga tingkat risiko yang relevan hanyalah tinggal risiko sistematis. Dengan demikian, risiko portofolio pasar hanya akan terdiri dari risiko sistematis saja, yaitu risiko yang tidak dapat dihilangkan atau diminimalkan oleh diversifikasi. Risiko sistematis ini terkait dengan faktor-faktor ekonomi makro yang bisa mempengaruhi semua sekuritas yang ada seperti, tingkat suku bunga, kurs, inflasi dan lain-lain.

Adapun proksi portofolio pasar yang mungkin dijadikan proksi adalah indeks pasar (misal: IHSG ataupun Indeks LQ 45). IHSG atau indeks harga saham gabungan memperlihatkan adanya kenaikan atau penurunan harga saham. IHSG adalah indikator pengukur kesehatan dari kegiatan di pasar modal. Pergerakan IHSG dipengaruhi oleh tingkat bunga, kurs valuta asing, reaksi terhadap kebijaksanaan pemerintah, tingkat inflasi dan suhu politik. IHSG menggunakan semua saham tercatat sebagai komponen perhitungan indeks. Sedangkan indeks LQ 45 menggunakan 45 saham yang terpilih setelah melalui beberapa macam seleksi.

Hubungan antara risiko dan return suatu investasi dalam kondisi pasar yang seimbang bisa juga dijelaskan dengan konsep *capital market line/CML* atau garis pasar modal dan *security market line/SML* atau garis pasar sekuritas.

6.2. CML dan SML

Capital market line (CML) atau garis pasar modal adalah menggambarkan hubungan antara return yang diharapkan dengan risiko total dari portofolio efisien pada pasar yang seimbang. Garis pasar modal terdiri dari portofolio efisien yang merupakan kombinasi dari aset yang berisiko dan aset yang bebas risiko. Sehingga risiko diukur dengan menggunakan standar deviasi (mengukur total risiko; risiko sistematis ditambah dengan risiko tidak sistematis).

Slope CML akan cenderung positif karena adanya asumsi bahwa investor bersifat *risk averse*. Tidak ada investor yang menginginkan risiko, namun sesuai dengan *rule of thumb* bahwa berlakunya *higher return, higher risk*). Maka untuk itu investor melakukan portofolio. Adanya risiko karena akibat perbedaan return aktual dan return yang diharapkan, akan bisa menyebabkan slope CML yang negatif. Garis pasar modal dapat digunakan untuk menentukan tingkat return yang diharapkan untuk setiap risiko portofolio yang berbeda.

Sedangkan *SML* (*security market line*) memperhatikan tingkat return dengan tingkat risiko sekuritas secara individu. Risiko yang relevan adalah risiko sistematis, diukur dengan beta. Kenapa risiko yang relevan adalah risiko sistematis? Karena risiko tidak sistematis sudah dapat terdiversifikasi dengan baik sehingga yang relevan adalah tinggal hanya risiko sistematis saja. *Security market line* atau garis pasar sekuritas menggambarkan model dari CAPM.

6.3. PENGUJIAN CAPM

Pada CAPM risiko dan return berhubungan positif, artinya semakin besar risiko maka semakin besar pula returnnya. Ukuran risiko sekuritas yang relevan adalah ukuran kontribusi risiko sekuritas terhadap risiko portofolio.

Pengujian CAPM bisa dilakukan dengan menguji validitas CAPM. Jika CAPM valid, maka hasil penelitian empiris yang dilakukan akan menunjukkan bahwa return yang terjadi (*realized return*) akan sama dengan estimasi return dengan menggunakan CAPM. Elton dan Gruber (1995), mendokumentasikan kesimpulan dari hasil-hasil penelitian empiris pengujian CAPM, yaitu:

1. SML yang terbentuk cenderung linier.
2. Sebagian besar hasil penelitian menunjukkan bahwa intersep SML lebih besar dari return bebas risiko (R_F)

3. Slope CAPM yang dihasilkan cenderung lebih kecil dari slope hasil perhitungan dari teori CAPM.
4. Meskipun hasilnya beragam, tetapi dapat disimpulkan bahwa investor hanya akan mendapatkan return berdasarkan risiko sistematis yang diasumsikan.

Alternatif model keseimbangan selain CAPM adalah *Arbitrage Pricing Theory (APT)*. Pada CAPM return sekuritas sangat dipengaruhi oleh portofolio pasar dan risiko sistematis (beta). Sedangkan APT return sekuritas dipengaruhi berbagai macam faktor yang bisa menjadi sumber risiko (tidak hanya beta saja). Masing-masing faktor risiko harus mempunyai pengaruh luas terhadap return saham-saham di pasar. Faktor-faktor risiko tersebut harus secara empiris mempengaruhi return yang diharapkan.

Pada awal periode, faktor risiko tersebut tidak dapat diprediksikan oleh pasar karena faktor-faktor risiko tersebut mengandung informasi yang tidak diharapkan atau bersifat mengejutkan pasar (ada perbedaan antara nilai yang diharapkan dengan nilai yang sebenarnya). Risiko yang dimaksud pada APT adalah Perubahan tingkat inflasi, Perubahan produksi industri yang tidak terantisipasi, Perubahan premi *risk-default* yang tidak terantisipasi, Perubahan struktur tingkat suku bunga yang tidak diantisipasi, Struktur tingkat bunga, pertumbuhan ekonomi dalam jangka panjang. Selanjutnya untuk APT akan dibahas pada bab berikut.

BAB 7

ARBITRAGE PRICING THEORY (APT)

Model CAPM merupakan keseimbangan yang menjelaskan tingkat return yang diperoleh dengan tingkat risiko. Pengukur risiko yang digunakan pada CAPM adalah (risiko sistematis yang diukur oleh beta sebagai pengukur risiko. Alternatif model keseimbangan selain CAPM adalah *Arbitrage Pricing Theory* (APT). APT menggambarkan hubungan antara return dengan risiko dimana risiko yang relevan tidak hanya beta saja tetapi dipengaruhi oleh beberapa risiko. Pada APT return yang diharapkan untuk suatu sekuritas dipengaruhi oleh beberapa faktor risiko. Faktor-faktor risiko akan menunjukkan kondisi secara umum

7.1. ASUMSI-ASUMSI APT

APT tidak menggunakan asumsi-asumsi yang dipakai dalam CAPM seperti:

1. Adanya suatu periode waktu tertentu
2. Tidak ada pajak
3. Meminjam dan menginvestasikan dananya pada tingkat bunga bebas risiko
4. Investor memilih portofolio berdasarkan pada return yang diharapkan dan variannya

Sedangkan asumsi CAPM yang masih digunakan adalah sebagai berikut:

1. Investor mempunyai kepercayaan yang homogen
2. Investor adalah penolak risiko yang berusaha memaksimalkan *utility*
3. Pasar dalam keadaan sempurna
4. Return diperoleh dengan menggunakan model faktorial

Penerapan APT menggunakan asumsi:

1. Setiap sumber risiko sistematis memiliki kelabilan dan hasil tertentu. Faktor kelabilan dan hasil mungkin berubah dari waktu ke waktu.
2. Sekuritas dan portofolio memiliki sensitifitas yang berbeda-beda tiap faktor. Sensitivitas ini juga berbeda seiring dengan perubahan periode.
3. Portofolio yang terdiversifikasi terhadap pengaruh faktor akan menentukan ekspektasi return dan risiko totalnya.
4. Portofolio seharusnya disusun sehingga memiliki rasio total return-risiko yang paling menarik

APT didasari pada pandangan bahwa return yang diharapkan untuk suatu sekuritas dipengaruhi oleh beberapa faktor risiko. Faktor-faktor tersebut akan menunjukkan kondisi ekonomi secara umum. Karakteristik dari faktor-faktor risiko tersebut adalah sebagai berikut:

1. Setiap faktor risiko harus mempunyai pengaruh yang luas pada return saham. Kejadian yang spesifik pada perusahaan tidak termasuk pada risiko APT.
2. Faktor-faktor risiko ini mempengaruhi *expected return*. Untuk itu perlu diadakan pengujian secara empiris. Dengan cara menggunakan statistik adalah menganalisis return saham, untuk mengetahui bagaimana faktor-faktor tersebut berpengaruh terhadap return saham.
3. Pada permulaan setiap periode, faktor risiko tersebut tidak dapat diprediksi oleh pasar
4. Hal yang penting diamati adalah besarnya penyimpangan dari nilai yang diharapkan. Penyimpangan akan mempengaruhi return sesungguhnya untuk beberapa periode.

APT dimulai dengan membuat asumsi bahwa return sekuritas berhubungan dengan sejumlah faktor risiko yang belum diketahui. *Arbitrage* adalah memperoleh laba tanpa risiko dengan memanfaatkan peluang perbedaan harga aset atau sekuritas yang sama. *Arbitrage* meliputi penjualan sekuritas pada harga yang relatif tinggi dan kemudian membeli sekuritas yang sama (atau yang berfungsi sama) pada harga yang relatif rendah. Aktivitas *arbitrage* adalah elemen penting pasar sekuritas yang modern dan efisien.

7.2. PENERAPAN APT

Dibanding CAPM, APT lebih mempunyai sedikit asumsi. APT menekankan pada risiko sistematis dari berbagai sumber. APT dapat dengan lebih baik menjelaskan hasil investasi dan mengontrol risiko portofolio dengan efektif. APT belumlah digunakan secara luas dalam lingkungan investasi. Pada CAPM jelas-jelas menunjukkan risiko sistematis yang mempengaruhi pasar, sebaliknya APT tidak menyinggung faktor sistematis tertentu yang mempengaruhi risiko dan return. Sehingga investor harus waspada dalam menentukan faktor-faktor risiko tersebut yang tidak diketahui. Lima faktor yang mempengaruhi saham biasa antara lain:

1. Siklus bisnis.
Siklus bisnis diproksikan oleh perubahan indeks produksi riil (d disesuaikan dengan inflasi).
2. Tingkat bunga.
3. Kepercayaan investor.
4. Inflasi jangka pendek.
Inflasi jangka pendek diukur dengan persentase perubahan indeks harga konsumen.
5. Ramalan investasi jangka panjang.

Penerapan APT adalah menetapkan portofolio yang lebih efisien melebihi ekspektasi return yang menjadi acuan pada jumlah yang telah ditetapkan namun tetap mempertahankan standar deviasi yang sama, yang dilakukan dengan teknik optimisasi portofolio

yang mengkombinasikan sekuritas dengan cara tertentu. Sehingga standar deviasi portofolio hampir sama dengan standar deviasi portofolio yang menjadi acuan.

Salah satu kritik dari APT adalah kesulitan dalam menentukan faktor-faktor risiko yang relevan karena bersifat *ex ante*. Perlu menemukan faktor-faktor yang relevan bagi tingkat return sekuritas yang dalam kenyataannya kesepakatan mengenai faktor-faktor risiko apa yang relevan. Dalam penerapan APT berbagai faktor risiko bisa saja dimasukkan sebagai faktor risiko.

BAB 8

EFISIENSI PASAR

Efisiensi dalam konteks investasi adalah jika harga pasar yang terbentuk di pasar sudah mencerminkan semua informasi yang tersedia. Jika informasi yang tersedia tercerminkan dalam harga keseimbangan maka pasar dalam keadaan efisien. Pada pasar yang efisien informasi yang ada diproses menuju harga keseimbangan. Efisiensi pasar seperti ini disebut dengan efisiensi pasar berdasarkan informasi.

Semua informasi bisa diakses dengan mudah dan dengan biaya yang relatif murah. Artinya tidak seorangpun bisa memperoleh keuntungan abnormal (*abnormal return*) dengan memanfaatkan informasi tertentu. *Abnormal return* adalah return ekstra atau return yang melebihi return pasar.

8.1. ABNORMAL RETURN

Efisiensi diuji dengan melihat return tidak normal (*abnormal return*) yang terjadi. Pasar dikatakan tidak efisien jika satu atau beberapa pelaku pasar dapat menikmati return yang tidak normal dalam jangka waktu yang lama. Suatu *event study* akan menganalisis *abnormal return* dari sekuritas yang mungkin terjadi di sekitar pengumuman dari suatu peristiwa. *Abnormal return* atau *access return* merupakan kelebihan *return*.

Periode estimasi (*estimation period*) umumnya merupakan periode sebelum periode peristiwa. Periode peristiwa (*event period*) disebut juga dengan periode pengamatan atau jendela peristiwa (*event window*). Panjang dari jendela juga berbeda-beda. Lama dari jendela yang umum digunakan berkisar 3 hari sampai 11 hari untuk data harian, dan 3 bulan sampai dengan 121 bulan untuk data bulanan.

Umumnya periode jendela juga melibatkan hari sebelum tanggal peristiwa untuk mengetahui apakah terjadi kebocoran informasi, yaitu apakah pasar sudah mendengar informasinya sebelum informasi itu sendiri diumumkan. Periode jendela sebagai periode pengamatan merupakan periode yang akan dihitung nilainya. *Event study* juga melihat bagaimana reaksi pasar yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* pada saat *event* dan beberapa hari setelah adanya event.

Untuk contoh, *abnormal return* akan dihitung pada hari -3,-2,dan-1 (untuk mengetahui ada tidaknya kebocoran informasi) dan hari 0 (reaksi pasar pada tanggal pengumuman) dan hari +1,+2,+3 (untuk mengetahui kecepatan reaksi pasar).

Lainnya jendela tergantung dari jenis peristiwanya. Jika peristiwanya merupakan peristiwa yang nilainya ekonomisnya dapat ditentukan dengan mudah oleh investor (misalnya pengumuman *bond rating* (pengumuman peringkat obligasi), pengumuman *stock split*, pengumuman laba dan pengumuman *dividen*), periode jendela dapat pendek, disebabkan oleh investor

yang dapat bereaksi dengan cepat. Sebaliknya untuk peristiwa yang nilai ekonomisnya sulit ditentukan oleh investor (misalnya, *merger*), investor membutuhkan waktu yang lama untuk bereaksi.

Efisiensi pasar dapat diuji dengan melihat *abnormal return* yang terjadi. Pasar dikatakan tidak efisien jika satu atau beberapa pelaku pasar dapat menikmati *abnormal return* dalam jangka waktu yang cukup lama. *Abnormal return* atau *excess return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. *Return* normal merupakan *return* ekspektasi (*return* yang diharapkan oleh investor). Para investor tentunya mengharapkan *return* yang akan diterima proporsional dengan pengorbanan yang dikeluarkan. Akan tetapi dalam prakteknya, tidaklah selalu demikian.

Seringkali investor dihadapkan pada kenyataan dimana *return* yang diharapkan tidak sesuai dengan *return* yang diterimanya. Fenomena inilah yang dikenal dengan istilah *abnormal return*, yang dihitung dari selisih antara *return* yang sesungguhnya terjadi dengan *return* yang diharapkan oleh investor (*expected return*). Kalau terdapat *abnormal return* pada suatu *event* berarti ada mengandung informasi (*information content*) berarti pasar bereaksi, maka informasi tersebut menimbulkan reaksi pasar setelah pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar yang diukur dengan adanya *abnormal return* inilah yang diterima oleh para pelaku pasar. Pasar saham memberikan reaksi pada

pengumuman *stock split*, bahkan juga ditemukan *abnormal return* pada saat sebelum dan sesudah pengumuman *stock split*

8.2. EFISIENSI PASAR

Pasar efisien didasarkan pada asumsi bahwa pasar surat berharga merupakan pasar yang bersaing. Artinya harga surat berharga bebas bergerak sedemikian rupa sehingga mencapai keseimbangan (*equilibrium*) bila penawaran sama dengan permintaan untuk setiap surat berharga. Kapan saja tersedia informasi baru mengenai surat berharga maka akan merubah pengharapan investor sedemikian rupa sehingga harga relatif surat berharga tersebut akan berubah terus mencapai titik keseimbangan baru. Suatu pasar surat berharga mencerminkan sepenuhnya informasi yang tersedia. Ada beberapa kondisi yang harus dipenuhi untuk tercapainya pasar yang efisien, antara lain :

1. Ada banyak investor yang rasional dan berusaha untuk memaksimalkan profit, yang secara aktif berpartisipasi di pasar dengan menganalisis, menilai dan melakukan perdagangan saham.
2. Disamping itu mereka juga merupakan *price taker*, sehingga tindakan dari satu investor saja tidak akan mampu mempengaruhi harga dari sekuritas. Harga dari suatu sekuritas dipengaruhi oleh banyak investor.
3. Semua pelaku pasar dapat memperoleh informasi pada saat yang sama dengan cara yang murah dan mudah. Informasi

tersedia secara luas kepada semua pelaku pasar pada saat yang bersamaan. Misalnya informasi yang diterima lewat surat kabar seperti pengumuman laporan keuangan, radio, dan media lainnya. Sehingga informasi tersebut dapat diterima secara bersamaan oleh pelaku pasar modal.

4. Informasi yang terjadi bersifat random. Artinya investor tidak dapat memprediksi kapan emiten atau perusahaan penerbit emisi akan mengumumkan informasi yang baru.
5. Investor bereaksi secara cepat terhadap informasi baru, sehingga harga sekuritas akan berubah sesuai dengan perubahan nilai sebenarnya akibat informasi tersebut. Kondisi ini dapat terjadi jika pelaku pasar dapat menginterpretasikan informasi tersebut dengan baik.

Sebaliknya jika kondisi diatas tidak terjadi maka pasar dikatakan tidak efisien. Pasar bisa tidak menjadi efisien karena:

1. Terdapat sejumlah pelaku pasar yang dapat mempengaruhi harga dari suatu sekuritas.
2. Harga dari informasi adalah mahal dan terdapat akses yang tidak sama antara satu pelaku pasar modal dengan yang lain terhadap suatu informasi yang sama.
3. Informasi yang tersebar dapat diprediksi dengan baik oleh sebagian pelaku pasar modal.
4. Investor adalah individu yang tidak canggih (tidak *sophisticated*), karena kemampuan yang terbatas didalam

mengartikan dan menginterpretasikan informasi yang diterima Sehingga melakukan keputusan yang salah akibat penilaian yang tidak tepat terhadap suatu sekuritas.

Didalam kenyataan sulit sekali ditemui bahwa pasar benar-benar efisien ataupun benar-benar tidak efisien. Pada umumnya pasar akan efisien tetapi pada tingkat tertentu saja. Untuk memudahkan untuk mempelajari pasar efisien. Fama (1970), mengklasifikasikan bentuk pasar yang efisien ke dalam tiga bentuk yaitu:

1. Efisien dalam bentuk lemah (*weak form*).

Ini berarti semua informasi di masa lalu (historis) akan tercermin dalam harga yang terbentuk sekarang (seperti harga dan volume perdagangan di masa lalu). Data masa lalu tersebut tidak bisa lagi digunakan untuk memprediksi perubahan harga di masa yang datang, karena sudah tercermin pada harga saat ini. Jika pasar efisien dalam bentuk lemah maka data-data informasi masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga sekarang dan dimasa mendatang. Berarti pada pasar efisien dalam bentuk lemah maka investor tidak dapat menggunakan informasi historis untuk memperoleh *abnormal return*. Bagi investor yang melakukan analisis teknikal (analisis dengan menggunakan data-data historis) percaya dapat memperoleh *abnormal return* dengan melihat pola pergerakan harga saham masa lalu. Namun jika pasar efisien dalam bentuk lemah benar, maka tindakan investor untuk meramalkan

harga saham di masa depan dengan menggunakan data harga saham historis tidak akan bermanfaat lagi. Tidak akan ada keuntungan lebih atau *abnormal return* dengan mengetahui harga-harga surat berharga masa lalu.

2. Efisien dalam bentuk setengah kuat (*semi strong*).

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk setengah kuat berarti bahwa harga saham disamping dipengaruhi oleh data pasar (harga saham dan volume perdagangan masa lalu), juga dipengaruhi oleh semua informasi yang dipublikasikan (seperti *earning*, dividen, pengumuman *stock split*, pengumuman pendanaan, penerbitan saham baru, ataupun kesulitan keuangan yang dialami perusahaan, pengumuman yang berhubungan dengan pemerintah, pengumuman-pengumuman investasi, pengumuman yang berhubungan dengan hukum, pengumuman –pengumuman manajer direksi, pengumuman merger dan akuisisi).

Jika pasar efisien dalam bentuk setengah kuat benar maka tidak seorang investor pun yang dapat menggunakan informasi yang dipublikasikan untuk memperoleh *abnormal return*. Jika pasar efisien dalam bentuk setengah kuat terbukti dan terjadi, maka analisis fundamental (analisis dengan menggunakan data-data perusahaan yang dipublikasikan seperti laporan keuangan; neraca, laporan laba rugi perubahan modal, pengumuman dividen, dan lain-lain) yang dilakukan investor tidak akan banyak berarti.

3. Efisien dalam bentuk kuat (*strong form*).

Ini berarti bahwa semua informasi baik yang terpublikasi atau tidak dipublikasikan, sudah tercermin dalam harga sekuritas saat ini, sehingga tidak akan ada seorang investor pun yang bisa memperoleh *abnormal return*.

Selanjutnya informasi yang tersedia haruslah dicerna dengan baik oleh investor dalam kegiatan melakukan investasi. Misalnya pengumuman laba perusahaan yang meningkat merupakan sinyal positif atau kabar baik bagi investor. Informasi tentang merger dan akuisisi dapat merupakan sinyal positif atau negatif, sehingga investor yang *sophisticated* membutuhkan analisis yang mendalam untuk memperkirakan besarnya dampak dari informasi tersebut terhadap surat berharga. Contoh lain adalah pengumuman pembagian dividen yang meningkat merupakan sinyal positif. Sebaliknya pemotongan dividen merupakan sinyal negatif, dalam hal ini informasi tersebut akan terefleksikan pada harga saham. Investor yang mempunyai informasi yang lebih, ketepatan dan ketajaman analisis terhadap surat berhargalah yang akan mendapatkan *abnormal return*.

Penyelenggara pasar modal dan regulator akan membuat pasar diatur sedemikian rupa sehingga pasar dalam keadaan efisien. Regulasi akan mengurangi perbedaan informasi antara pelaku pasar modal. Diharapkan semua pelaku pasar modal mendapatkan informasi yang sama sehingga tidak ada investor

yang ‘dapat menangguk di air keruh’ atau tidak ada investor yang dapat menikmati keuntungan diatas kerugian investor yang lainnya.

8.3. ASIMETRI INFORMASI

Supaya pasar efisien maka semua informasi yang tersedia terserap secara sempurna oleh pelaku pasar modal. Jika semua orang sudah mendapatkan informasi yang sama maka pasar akan efisien. Namun informasi yang tidak sama atau asimetri informasi antara pelaku pasar modal merupakan informasi privat yang hanya dimiliki oleh pelaku pasar modal yang mendapat informasi saja. Asimetri informasi adalah suatu kondisi yang menunjukkan sebagian investor mempunyai informasi dan yang lainnya tidak memiliki informasi. Biasanya informasi tersebut adalah informasi *insider trading* atau informasi yang hanya dimiliki oleh ‘orang dalam saja’. *Insider trading* merupakan perdagangan sekuritas yang menggunakan informasi privat. Pelaku pasar modal yang mempunyai akses privat terhadap informasi dan menggunakannya untuk melakukan transaksi disebut *insider trader*. *Insider trader* yang mendapatkan informasi privat kesistem informasi seperti manajer-manajer di dalam perusahaan emiten yang mengetahui secara persis tentang informasi perusahaannya dibandingkan orang lain diluar perusahaan.

Perdagangan yang menggunakan informasi privat tersebut merupakan kegiatan yang melanggar hukum karena merugikan pelaku pasar lainnya yang tidak mendapatkan informasi yang

bersangkutan. Asimetri informasi dapat merugikan pasar modal yang menawarkan sekuritas yang berkualitas. Sehingga emiten secara sukarela mengungkapkan informasi yang mereka miliki untuk mengurangi asimetri informasi.

Pasar dikatakan efisien jika penyebaran informasi dilakukan secara cepat sehingga informasi menjadi simetri yaitu informasi tersebut secara seimbang dimiliki oleh semua pelaku pasar modal. Jika informasi diasumsikan sebagai berita baik sehingga harga dari suatu sekuritas akan naik. Sebaliknya jika informasi merupakan berita buruk, maka informasi tersebut akan terefleksikan pada harga sekuritas yang turun. Beberapa penjelasan yang mendasari asimetri informasi menjadi simetri informasi adalah sebagai berikut:

1. Informasi privat diumumkan secara luas pada publik secara resmi melalui pengumuman oleh emiten.
2. Investor yang memiliki informasi privat akan menggunakannya dan setelah itu mereka akan bersedia menjualnya. Nilai informasi tersebut akan semakin rendah dengan semakin banyaknya investor lain menggunakan informasi tersebut.
3. Investor yang mempunyai informasi privat akan melakukan tindakan spekulatif. Asimetri informasi terjadi karena pemilik informasi privat sudah menggunakan informasi tersebut secara penuh.

4. Teori ekspektasi rasional yang menjelaskan bahwa investor yang tidak mempunyai informasi privat akan mendapatkan informasi tersebut dengan mengamati lewat perubahan harga yang terjadi.

Untuk mengurangi risiko asimetri informasi antara pelaku pasar modal diperlukan regulasi yang ditentukan oleh badan pembuat Undang-Undang. Hipotesis regulasi dapat menjelaskan fenomena terjadinya *abnormal return*. Peraturan memainkan peranan penting dalam *setting* harga penawaran dan distribusi saham. Untuk mengurangi asimetri informasi antara pihak manajemen dengan pihak luar termasuk calon investor diperlukan peraturan pemerintah. Monitoring lembaga regulator diharapkan memperkecil adanya asimetri informasi antara pelaku pasar modal. Diperlukan pengawasan yang efektif oleh lembaga pengawas.

BAB 9

BENTUK PENGUJIAN EFISIENSI

Untuk menguji pasar yang efisien diperlukan suatu *benchmark* atau patokan. *Benchmark* yang digunakan adalah return normal yang seharusnya diperoleh oleh pelaku pasar. Return dari hasil informasi kemudian dibandingkan dengan return normal. Jika hasilnya tidak menyimpang maka pasar dikatakan sudah efisien. Sebaliknya jika pasar menyimpang maka pasar dikatakan tidak efisien maka akan diperoleh *abnormal return*. Untuk menghitung return normal maka diperlukan indeks tunggal. Return normal berdasarkan *benchmark* tersebut kemudian dibandingkan dengan return sesungguhnya. Hasil dari distribusi informasi yang diterima investor. Selisih dari return normal dengan return sesungguhnya ini merupakan return yang tidak normal atau *abnormal return* atau disebut juga dengan return yang berlebihan atau return ekstra. Pengklasifikasian hipotesis pasar yang efisien ke dalam tiga bentuk pengujian:

1. Pengujian dalam bentuk lemah dengan pengujian prediktabilitas return atau pengujian terhadap pendugaan return.
2. Pengujian dalam bentuk setengah kuat dengan *event studies* atau studi-studi peristiwa.
3. Pengujian dalam bentuk kuat dengan pengujian privat

9.1. PENGUJIAN PREDIKTABILITAS RETURN

Jika hipotesis pasar efisien adalah benar maka perubahan harga masa lampau tidak berhubungan dengan harga sekuritas saat ini, sehingga informasi tersebut tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga atau return dari suatu sekuritas. Oleh karena itu pengujian efisiensi pasar dalam bentuk lemah mempertanyakan apakah informasi yang terkandung pada harga sekuritas masa lampau bisa mencerminkan harga saat ini. Bentuk pengujian dalam bentuk lemah ini adalah sebagai berikut:

1. Mempelajari pola return seasonal

Adanya pola dalam suatu return sekuritas. Pola tersebut menunjukkan adanya tingkat return yang lebih tinggi atau lebih rendah baik dalam periode harian, mingguan ataupun bulanan. Contohnya adalah yang dikenal dengan istilah *weekend effect* dan *January effect*.

Weekend effect adalah dimana tingkat return Hari Jumat lebih tinggi dibanding hari lain sedangkan return pada Hari Senin lebih rendah dibandingkan hari-hari lain. Harris (1986) melakukan penelitian mengenai pola return dalam satu hari dalam seminggu. Penelitian ini hanya mengamati data dalam jangka waktu yang singkat dan pasar mungkin sudah menyesuaikan pola tersebut, sehingga strategi dengan menggunakan pola tersebut tidak akan mendatangkan *abnormal return* bagi investor. Dia menemukan bahwa pada Hari Senin terdapat return yang negatif tetapi empat hari lainnya adalah return positif. Hasil penemuan ini menyarankan

investor untuk menjual sekuritasnya pada Hari Jumat dan melakukan pembelian setelah 45 menit pertama perdagangan pada Hari Senin.

January effect memperlihatkan bahwa return pada Bulan Januari lebih tinggi dibandingkan bulan-bulan lainnya dan terjadi pada saham yang nilainya kecil. Fama (1998) menemukan bahwa return dibulan Januari lebih tinggi dibanding bulan-bulan lainnya dan perbedaannya terjadi pada saham yang nilai kapitalisasi pasarnya kecil. Penjelasan lainnya adalah bahwa pada akhir tahun banyak investor menjual sekuritas yang merugi pada akhir tahun dan membelinya pada awal tahun. Tindakan ini menyebabkan penurunan harga pada akhir bulan Desember dan kenaikan harga dibulan Januari yang menyebabkan return Bulan Januari lebih tinggi apabila dibandingkan dengan bulan-bulan lain.

2. Menggunakan data return di masa yang lalu untuk menguji prediktabilitas return jangka pendek maupun jangka panjang.

Pengujian dilakukan secara statistik dengan menggunakan korelasi dan *run test*. Pengujian dengan korelasi adalah menguji ada atau tidaknya harga atau return dimasa lampau dengan masa sekarang. Semakin tinggi korelasi antara return masa lampau dengan return sekarang berarti semakin tinggi kemampuan return masa lampau tersebut untuk memprediksi return dimasa depan.

Run test adalah pengujian dengan memberikan tanda dengan adanya perubahan perubahan harga yang ekstrim. Pada analisis *run* perubahan harga ditandai positif bila terjadi kenaikan

harga. Tanda negatif apabila terjadi penurunan dan nol apabila tidak terjadi perubahan. Jika perubahan harga sekuritas berkorelasi secara positif dari waktu ke waktu (perubahan tanda akan sama dari waktu ke waktu) maka diharapkan akan terjadi sedikit perubahan tanda atau akan terjadi runtun yang sedikit. Sebaliknya jika perubahan harga sekuritas berkorelasi secara negatif dari waktu ke waktu maka akan banyak terjadi perubahan tanda dari negatif ke positif atau dari negatif ke positif atau akan terjadi banyak runtun. Penelitian yang dilakukan oleh Fama dan Blume (1969) menunjukkan bahwa strategi *filter rule* menghasilkan rata-rata return yang lebih baik dibandingkan strategi *buy* dan *hold*. Akan tetapi selisih return yang dihasilkan tidaklah besar.

3. Mempelajari hubungan return dengan karakteristik perusahaan

Karakteristik perusahaan dapat ditentukan dari kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Salah satu karakteristik perusahaan adalah ukuran (*size*). Ukuran perusahaan adalah sesuatu yang dapat mengukur atau menentukan nilai dari besar atau kecilnya perusahaan. Ukuran perusahaan merupakan indikator yang dapat menunjukkan kondisi atau karakteristik suatu organisasi perusahaan dimana terdapat beberapa parameter yang dapat digunakan untuk menentukan ukuran (besar atau kecilnya) suatu perusahaan.

Ukuran (*size*) perusahaan dapat diukur dengan menggunakan total aktiva, penjualan atau modal dari perusahaan tersebut. Salah satu ukuran yang menunjukkan besar kecilnya

perusahaan adalah aktiva dari perusahaan tersebut. Perusahaan yang memiliki total aktiva yang besar menunjukkan bahwa perusahaan tersebut telah mencapai tingkat kedewasaan, dimana dalam tahap ini arus kas perusahaan telah menjadi positif dan dianggap telah memiliki prospek yang baik untuk jangka waktu yang relatif lama, selain itu perusahaan dengan *total assets* yang besar menunjukkan pertumbuhan laba yang besar dibandingkan perusahaan yang memiliki total aktiva yang kecil. Banz (1981) menemukan adanya kecenderungan untuk memperoleh *abnormal return* jika memiliki saham dari perusahaan kecil. Saham-saham yang dipunyai oleh perusahaan kecil cenderung mempunyai return yang lebih tinggi apabila dibandingkan dengan perusahaan besar.

9.2. EVENT STUDIES

Event studies adalah penelitian yang ditujukan untuk membuktikan adanya dampak pengumuman informasi (*event*) tertentu terhadap harga suatu sekuritas. Di samping itu, *event studies* juga ditujukan untuk melihat seberapa cepatkah suatu informasi yang masuk ke pasar dapat tercermin pada harga pasar sekuritas. Penelitian *event study* adalah teknik penelitian empiris yang bertujuan untuk mengukur dampak suatu peristiwa terhadap perubahan harga saham perusahaan. Studi peristiwa (*event study*) merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman.

Event study adalah pengamatan mengenai harga saham di pasar modal untuk mengetahui apakah ada *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham akibat adanya suatu peristiwa tertentu. *Event study* dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi (*information content*) dari suatu pengumuman. Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika pengumuman mengandung informasi diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar.

Jika pengumuman mengandung informasi maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas yang bersangkutan. Reaksi ini diukur dengan adanya *abnormal return*. Suatu pengumuman yang mempunyai kandungan informasi akan memberikan *abnormal return* pada pelaku pasar. Pasar dikatakan efisien bentuk setengah kuat jika tidak ada seorang investorpun yang bisa memperoleh *abnormal return* dari informasi yang diumumkan, atau memang jika ada *abnormal return* pasar harus bereaksi secara cepat untuk menyerap *abnormal return* untuk menuju keseimbangan harga yang baru. Contoh tentang *event study* adalah:

1. Pemecahan saham atau *stock split*.

Stock split adalah tindakan perusahaan untuk memecah jumlah saham yang telah beredar dari satu saham menjadi n saham. *Stock split* sebenarnya tidak mempengaruhi nilai perusahaan atau

tidak mempunyai nilai ekonomis. Jika pengumuman tidak mempunyai nilai ekonomis untuk pasar yang efisien, tentu pasar tidak bereaksi terhadap pengumuman tersebut. Lalu alasan perusahaan melakukan *stock split* adalah berhubungan dengan harga sekuritas yaitu supaya harga saham tidak terlalu tinggi, harga terjangkau oleh masyarakat umum/investor sehingga akan meningkatkan kualitas perdagangannya dan berhubungan dengan sinyal yang disampaikan oleh perusahaan kepada publik.

Keputusan melakukan *stock split* pada umumnya dilakukan pada saat harga saham dinilai terlalu tinggi sehingga akan mengurangi minat investor untuk membelinya. *Stock split* timbul atau terjadi di pasar modal karena adanya keinginan dari para emiten untuk mempertahankan agar saham yang dimilikinya tetap berada dalam rentang perdagangan yang optimal.

Meskipun secara teoritis pemecahan saham tidak memiliki nilai ekonomis atau tidak secara langsung mempengaruhi *cash flow* perusahaan, tetapi banyak terjadi peristiwa pemecahan saham di pasar modal. Hal ini mengindikasikan bahwa pemecahan saham telah menjadi suatu alat yang sangat penting dalam praktek pasar modal. Beberapa alasan dibalik pelaksanaan *stock split* adalah supaya harga saham tidak terlalu mahal sehingga dapat meningkatkan jumlah pemegang saham dan meningkatkan likuiditas perdagangan saham, untuk mengembalikan harga dan ukuran perdagangan rata-rata saham kepada kisaran yang telah ditargetkan, untuk membawa informasi mengenai kesempatan

investasi yang berupa peningkatan laba dan dividen kas.

Stock split yang umumnya dilakukan oleh para emiten didasari oleh tingginya harga saham suatu perusahaan, sehingga investor kurang mampu untuk melakukan pembelian dan berakibat menurunnya likuiditas dari suatu saham, dengan adanya kebijakan *stock split* akan menimbulkan dampak penurunan harga saham (yang disertai perubahan jumlah saham yang beredar secara proporsional). Penurunan harga ini diharapkan akan diikuti dengan meningkatnya return saham, return yang meningkat akan menarik minat investor untuk melakukan investasi. Banyaknya investor yang ikut berpartisipasi dalam aksi jual atau beli saham akan menjadikan likuiditas suatu saham meningkat sehingga berakibat pada adanya perubahan aktivitas perdagangan pada level tertentu.

Asquist *et al.* (1989) menemukan bahwa pada penelitian tersebut menunjukkan bahwa, pengumuman *stock split* memiliki kandungan informasi yang direaksi secara positif oleh para pelaku di pasar modal. Berarti pasar modal bereaksi terhadap pengumuman *stock split* yang ditunjukkan adanya *abnormal return*.

2. Contoh lain *event study* adalah penawaran perdana. Emisi saham perdana merupakan penawaran saham yang pertama kali (*IPO/Initial Public Offering*) dilakukan oleh perusahaan yang memerlukan modal. Karena belum tercatat di bursa efek maka harga sekuritasnya belum diketahui. *Underwriter* atau penjamin

emisi yang menjamin sekuritas tersebut akan menjual dengan harga murah atau *underpricing* untuk mengurangi risiko tidak laku terjualnya sekuritas tadi. *Underpricing* merupakan indikasi penetapan harga yang terlalu rendah pada emisi saham perdana pada saat pertama kali diperdagangkan. Investor yang membeli sekuritas yang *underpricing* tadi akan dapat menikmati *abnormal return*. Beberapa penjelasan ditawarkan mengenai sebab-sebab *underpricing* tersebut. Knopf dan Teall (1999) menemukan bukti adanya dukungan asimetri informasi terhadap fenomena *underpricing IPO*.

Menurut Rock (1986) *underpricing* adalah bentuk kompensasi dari risiko yang diasumsikan dengan terdapatnya perbedaan informasi antara investor. Investor yang tidak mendapatkan informasi membutuhkan *underpricing* sebagai kompensasi. Dengan pemilihan penjamin emisi yang tepat maka akan mengurangi ketidak pastian dan akan mengurangi risiko. Desiyanti (2008) menemukan terjadi *underpricing* pada pasar modal Indonesia dengan memakai proksi *abnormal return*, artinya pada penawaran perdana investor yang memperoleh bisa memperoleh *abnormal return*. Ditemukannya rata-rata *abnormal return* dihari pertama perdagangan saham perdana yang menunjukkan adanya *underpricing* pada pasar perdana IPO.

Jika pasar dalam keadaan efisien maka *abnormal return* yang ada hanya ada dalam waktu cepat dan tidak lama. Ini berarti

bahwa investor yang membeli beberapa saat setelah pengumuman IPO sudah tidak akan memperoleh *abnormal return* lagi.

3. Contoh *event study* selanjutnya adalah pengumuman dividen.

Informasi yang dipublikasikan ini merupakan indikator kemungkinan pembayaran dividen tepat waktu. Informasi yang berupa pengumuman dividen tersebut akan menimbulkan reaksi dari para pelaku pasar modal. Untuk mengetahui adanya reaksi dari investor karena adanya pengumuman dividen ditunjukkan oleh adanya *abnormal return*.

Pembagian *dividend per share* merupakan pembagian kekayaan perusahaan kepada pemegang saham yang jumlahnya proporsional dengan jumlah saham yang dimiliki. Dalam kenyataannya sering terjadi bahwa pembayaran dividen selalu diikuti dengan kenaikan harga saham sedangkan penurunan dividen akan diikuti dengan penurunan harga saham. Jika ada pengumuman peningkatan pembayaran dividen yang tinggi berarti informasi tersebut adalah sinyal positif. Dividen mempunyai pengaruh yang positif terhadap harga saham, karena jika dividen yang dibayarkan tinggi berarti perusahaan memperoleh laba yang besar dan mempunyai cukup dana untuk membayarkan dividen kepada investor sehingga juga akan meningkatkan harga saham.

9.3. PENGUJIAN *PRIVATE INFORMATION*

Pengujian *private information* untuk membuktikan apakah pihak *insider* perusahaan dan kelompok investor tertentu yang

dianggap mempunyai akses informasi lebih baik, dapat memperoleh *abnormal return* dibandingkan dengan return pasar umumnya. Pengujian informasi privat adalah dengan menggunakan proksi yaitu return yang diperoleh dari *corporate insider* dan return yang diperoleh oleh portofolio reksa dana. *Corporate insider* dan reksa dana dianggap mempunyai informasi privat dalam perdagangan efek.

Corporate insider merupakan pejabat perusahaan, manajemen, direksi atau pemegang saham mayoritas yang mempunyai informasi privat yang tidak dimiliki oleh orang lain. Sehingga dengan menggunakan informasi privat tersebut maka mereka dapat memperoleh *abnormal return*. Pendekatan yang umum dilakukan untuk kegiatan *insider trading* adalah dengan membuat portofolio bulanan berdasarkan sekuritas-sekuritas yang diperdagangkan tersebut. Jensen (1968) menemukan bahwa reksa dana tidak mendapatkan *abnormal return* yang berlebihan.

Selanjutnya reksa dana (*mutual fund*) adalah sertifikat yang menjelaskan bahwa pemiliknya menitipkan sejumlah dana pada perusahaan reksa dana, untuk digunakan sebagai modal yang digunakan untuk berinvestasi baik di pasar modal atau pasar uang. Semua dana yang dihimpun akan dikelola oleh manajer investasi profesional dengan membentuk portofolio. Desiyanti (2008) menemukan terdapat *abnormal return* pada reksa dana pada Pasar Modal Indonesia. Hal ini karena manajer reksa dana mampu memprediksi kinerja reksa dana dengan baik. Hal ini

berkemungkinan manajer reksa dana mendapatkan informasi privat yang tidak dipublikasikan kepada umum.

BAB 10

REKSA DANA

Reksa dana merupakan salah satu alternatif investasi bagi investor kecil atau investor yang tidak banyak memiliki waktu dan kemampuan untuk menghitung risiko atas investasi yang dilakukan. Kegiatan investasi pada reksa dana adalah penghimpunan dana dari investor dan dikelola oleh manajer investasi dengan membentuk portofolio. Reksa dana walaupun tergolong baru di Indonesia, yaitu diperkenalkan pada tahun 1995 namun dapat berkembang dengan pesat.

Manfaat dari reksa dana antara lain: dengan jumlah modal yang relatif kecil, investor dapat memiliki portofolio yang sudah didiversifikasi; biaya dan waktu yang digunakan yang harus dikerahkan untuk mengevaluasi suatu investasi sudah dialihkan pada manajer investasi profesional yang memperoleh izin dari BAPEPAM (Badan Pengawas Pasar Modal) sehingga investor dapat memiliki investasi yang efisien; dan manfaat fleksibilitas yaitu investor dapat mencairkan dananya kapan saja sesuai dengan kebutuhannya. Kemudahan untuk dapat berinvestasi melalui reksa dana hanya membutuhkan dana awal sekitar Rp 200.000, serta masih luasnya pasar reksa dana di Indonesia. Dengan adanya kemudahan tersebut investor bisa menginvestasikan dananya melalui reksa dana, namun untuk memilih jenis reksa dana yang

diinginkan investor merupakan hal yang menjadi dasar pertimbangan untuk memilih reksa dana.

10.1. PENGERTIAN REKSA DANA

Reksa dana (*mutual fund*) adalah sertifikat yang menjelaskan bahwa pemiliknya menitipkan sejumlah dana pada perusahaan reksa dana, untuk digunakan sebagai modal yang digunakan untuk berinvestasi baik di pasar modal atau pasar uang. Semua dana yang dihimpun akan dikelola oleh manajer investasi profesional dengan membentuk portofolio. Reksa dana merupakan suatu wadah yang digunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal atau investor untuk selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio surat berharga oleh manajer investasi. Portofolio investasi dari reksa dana dapat terdiri dari berbagai macam instrumen surat berharga seperti saham, obligasi, instrumen pasar uang, atau gabungan dari instrumen-instrumen tadi.

Reksa dana adalah wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal, dan selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio efek oleh manajer investasi. Pengertian tersebut, memiliki tiga unsur penting yaitu, pertama, adanya dana dari investor; kedua, dana tersebut diinvestasikan dalam portofolio efek; dan ketiga, dana tersebut dikelola oleh manajer investasi. Reksa dana merupakan kumpulan dana dari masyarakat, pihak pemodal atau pihak investor untuk kemudian

dikelola oleh manajer investasi dan diinvestasikan pada berbagai jenis portofolio investasi efek atau produk keuangan lainnya.

Reksa dana bertujuan untuk membantu dan memobilisasi pemodal kecil dan pemodal badan usaha untuk melakukan investasi di pasar modal. Dengan membeli reksa dana, maka para pemodal telah melakukan investasi langsung pada surat berharga. Secara prinsip, investasi pada reksa dana dilakukan dengan menyebar sejumlah investasi pada beberapa efek yang diperdagangkan di pasar modal (seperti saham, obligasi, dan efek lainnya) dan pasar uang. Hal ini untuk memperkecil risiko yang dihadapi oleh investor. Reksa dana dapat dibedakan menjadi dua yaitu:

1. Reksa dana tertutup (*closed ended*)

Pada reksa dana tertutup setelah dana yang dihimpun mencapai jumlah tertentu maka reksa dana tersebut akan ditutup. Dengan demikian investor tidak dapat menarik kembali dana yang telah diinvestasikan.

2. Reksa dana terbuka

Pada reksa dana terbuka investor dapat menginvestasikan dana atau menarik dananya dari reksa dana tersebut selama reksa dana tersebut masih aktif. Dengan demikian investor dapat menjual kembali reksa dana yang telah dibeli atau perusahaan reksa dana dapat membeli kembali reksa dana yang telah dijual.

Reksa dana yang umum ada di Indonesia ini adalah reksa dana terbuka. Setiap melakukan investasi tentu ada risikonya demikian juga halnya dengan reksa dana. Terdapat beberapa risiko dalam melakukan investasi dalam melakukan reksa dana yaitu:

1. Risiko berkurangnya nilai penyertaan

Nilai unit penyertaan reksa dana bisa naik atau turun sejalan dengan kenaikan atau penurunan harga surat berharga ekuitas dan surat berharga hutang yang menjadi investasi reksa dana tersebut.

2. Risiko perubahan kondisi ekonomi dan politik.

Sebagaimana terjadi saat krisis moneter, kepercayaan investor asing akan investasi di Indonesia menjadi berkurang, sehingga mereka menjual portofolio surat berharganya dan membawa uang hasil penjualan tersebut ke luar negeri. Akibatnya harga surat berharga di Indonesia turun dengan tajam sehingga nilai aktiva bersih reksa dana yang paling terdiversifikasi pun akan turun harganya.

3. Risiko likuiditas reksa dana terbuka.

Perusahaan manajemen investasi (PMI) wajib membeli kembali unit penyertaan dari investor. Untuk memenuhi kewajiban ini PMI bisa menjual sebagian portofolio investasinya. Kalau pada suatu saat PMI tidak mempunyai jumlah uang tunai yang cukup besar untuk membeli kembali

unit penyertaan kembali investor dan pada saat yang sama PMI tersebut kesulitan untuk menjual portofolio investasinya, PMI tersebut diijinkan untuk memperoleh pinjaman guna melunasinya. Namun, pinjaman tersebut dibatasi dan disesuaikan dengan kondisi PMI yang bersangkutan. Artinya kalau setelah meminjam sejumlah dana yang dikelolanya dan penjualan kembali oleh investor terus berlangsung, maka bisa jadi penjualan kembali tersebut tertunda sampai kondisi memungkinkan. Potensi risiko likuiditas juga bisa saja terjadi apabila pemegang unit penyertaan reksa dana pada salah satu manajer investasi tertentu ternyata melakukan penarikan dana dalam jumlah yang besar pada hari dan waktu yang sama. Hal ini dapat terjadi apabila ada faktor negatif yang luar biasa sehingga mempengaruhi investor reksa dana untuk melakukan penjualan kembali unit penyertaan reksa dana tersebut.

4. Risiko wanprestasi

Risiko ini muncul jika ada pihak terkait seperti emiten, bank kustodian, pialang atau agen penjual yang gagal memenuhi kewajibannya. Kegagalan pihak terkait dalam melunasinya dapat mempengaruhi nilai aktiva bersih reksa dana.

5. Risiko yang berkaitan dengan peraturan

Terdapat beberapa batasan dalam berinvestasi reksa dana dalam melindungi investor tetapi disisi lain dapat menjadi bumerang, misalnya tidak bolehnya membeli surat berharga

di luar negeri, sehingga pasar modal Indonesia merosot tajam saat krisis berlangsung, Pengelola reksa dana tidak bisa memindahkan dananya ke pasar modal luar negeri yang lebih baik.

6. Risiko menurunnya NAB (Nilai Aktiva Bersih) unit penyertaan

Penurunan ini disebabkan oleh harga pasar dari instrumen investasi yang dimasukkan dalam portofolio reksa dana tersebut. Penyebab penurunan harga pasar portofolio investasi reksa dana bisa disebabkan oleh banyak hal, di antaranya akibat kinerja bursa saham yang memburuk, terjadinya kinerja emiten yang memburuk, situasi politik dan ekonomi yang tidak menentu, dan masih banyak penyebab fundamental lainnya.

7. Risiko Pasar

Adalah situasi ketika harga instrumen investasi mengalami penurunan yang disebabkan oleh menurunnya kinerja pasar saham atau pasar obligasi secara drastis.

8. Risiko *Default*

Terjadi jika pihak manajer investasi membeli obligasi milik emiten yang mengalami kesulitan keuangan padahal sebelumnya kinerja keuangan perusahaan tersebut masih baik-

baik saja sehingga pihak emiten tersebut terpaksa tidak membayar kewajibannya.

Dengan adanya risiko tersebut investor harus berhati-hati dalam memilih perusahaan reksa dana, karena investor akan menanggung kerugian bahkan kehilangan modalnya jika perusahaan reksa dana yang dipilih melakukan kesalahan dalam mengelola modal. Berdasarkan peraturan Bapepam, reksa dana Indonesia dibagi dalam 4 kategori:

1. Reksa dana Pasar Uang (RDPU)

Reksa dana pasar uang didefinisikan sebagai reksa dana yang melakukan investasi seratus persen surat berharga pada pasar uang. Surat berharga pasar uang sendiri didefinisikan sebagai surat berharga-surat berharga hutang yang berjangka waktu kurang dari 1 tahun. Secara umum, instrumen yang termasuk dalam kategori ini adalah deposito, SBI, Obligasi, serta surat berharga hutang lainnya dengan jatuh tempo kurang dari 1 tahun. RDPU merupakan reksa dana dengan tingkat risiko paling rendah. Dilain pihak potensi keuntungan reksa dana ini juga terbatas. Hasil investasi reksa dana pasar uang umumnya mirip dengan tingkat suku bunga deposito, karena hampir sebagian besar portofolio investasi reksa dana pasar uang terdiri dari deposito.

2. Reksa dana Pendapatan Tetap (RDPT)

Reksa dana pendapatan tetap (RDPT) adalah reksa dana yang melakukan investasi sekurang-kurangnya 80% dari portofolio yang dikelolanya dalam surat berharga yang bersifat hutang. Surat berharga bersifat hutang umumnya memberikan penghasilan dalam bentuk bunga, seperti deposito, SBI, obligasi dan instrumen lainnya. Umumnya RDPT di Indonesia memanfaatkan instrumen obligasi sebagai bagian terbesar investasinya. Reksa dana pendapatan tetap memiliki karakteristik hasil investasi yang lebih besar daripada RDPU, Sementara risiko RDPT lebih besar daripada RDPU.

Reksa dana pendapatan tetap cocok untuk tujuan investasi jangka menengah dan panjang (3 tahun) dengan risiko menengah. Umumnya RDPT memberikan keuntungan berupa uang tunai (dividen) yang dibayarkan secara teratur, misalnya 3 bulanan, 6 bulanan, atau tahunan

3. Reksa dana Saham (RDS)

Reksa dana saham (RDS) adalah reksa dana yang melakukan investasi sekurang-kurangnya 80% dari portofolio yang dikelolanya kedalam efek yang bersifat ekuitas (saham). Surat berharga saham umumnya memberikan potensi hasil yang lebih tinggi berupa *capital gain* melalui pertumbuhan harga-harga saham dan juga hasil lain berupa dividen

Pasar saham yang sangat berfluktuatif membuat investor harus berfikir untuk berinvestasi pada saham. Tidak sedikit masyarakat memiliki persepsi bahwa investasi pada saham lebih cenderung spekulatif. Terlepas dari persepsi tersebut, secara teori dan berdasarkan pengalaman yang sudah dibuktikan diseluruh pasar modal di dunia, investasi pada saham adalah jenis investasi jangka panjang yang sangat menjanjikan. Dibandingkan dengan RDPU dan RDPT, reksa dana saham memberikan potensi pertumbuhan nilai investasi yang lebih besar, demikian juga risikonya. Reksa dana saham menjadi alternatif menarik bagi investor yang mengerti potensi investasi pada saham untuk jangka panjang, sehingga dana yang digunakan untuk berinvestasi merupakan dana untuk kebutuhan jangka panjangnya.

4. Reksa dana Campuran

Tidak seperti RDPU, RDPT dan RDS yang mempunyai batasan alokasi investasi yang boleh dilakukan, reksa dana campuran dapat melakukan investasinya baik pada surat berharga hutang maupun ekuitas dan porsi alokasi yang lebih fleksibel. Reksa dana campuran adalah reksa dana yang melakukan investasi pada ekuitas dan surat berharga hutang. Reksa dana campuran yang bersifat fleksibilitas baik dari jenis pemilihan investasinya serta komposisi alokasinya reksa dana campuran dapat berorientasi pada saham, obligasi atau bahkan ke pasar uang. Reksa dana campuran dapat menjadi alternatif

bagi investor yang mengkehendaki komposisi yang terdiri dari sekaligus surat berharga ekuitas (saham) dan surat berharga hutang (deposito dan obligasi) dengan komposisi tertentu. Secara teoritis, potensi hasil dan risiko reksa dana campuran dapat berada ditengah-tengah reksa dana pendapatan tetap dan reksa dana saham.

Reksa dana tidak hanya memberikan manfaat secara langsung kepada emiten yang memiliki kesempatan investasi dan membutuhkan dana disatu pihak dan investor yang memiliki dana dipihak lain. Secara tidak langsung reksa dana memberikan manfaat bagi industri pasar modal serta pertumbuhan ekonomi. Selain itu reksa dana memberikan banyak manfaat dan kemudahan kepada investor antara lain:

- a. Akses kepada instrumen investasi yang sulit untuk dilakukan sendiri: seperti saham, obligasi, dan instrumen lainnya.
- b. Pengelolaan investasi yang profesional oleh manajer investasi yang sudah berpengalaman serta administrasi investasi yang dilakukan oleh bank kustodian. Melalui reksa dana investor memberikan kepercayaan kepada manajer investasi dan bank kustodian untuk mengelola dananya, sehingga investor akan terbebas dari pekerjaan menganalisis, memonitor, serta melakukan administrasi yang rumit.
- c. Diversifikasi investasi yang sulit dilakukan sendiri karena keterbatasan dana, namun dapat dilakukan oleh reksa dana

- melalui dukungan dana dari sekian banyak investor yang berkumpul dalam suatu wadah.
- d. Hasil investasi dari reksa dana bukan merupakan objek pajak, karena kewajiban pajak sudah dipenuhi oleh reksa dana selain itu pendapatan instrumen investasi tertentu, saat ini *coupon* dari obligasi, bukan merupakan objek pajak bagi reksa dana, sehingga investor reksa dana pun dapat turut memanfaatkannya.
 - e. Likuiditasnya tinggi, karena unit penyertaan (satuan investasi) reksa dana dapat dipilih dan dicairkan setiap hari bursa melalui manajer investasi.
 - f. Dana investasi yang dibutuhkan relatif kecil.

Reksa dana selain memberikan manfaat bagi investor, juga memberikan manfaat kepada bursa efek dan pemerintah. Bagi pemerintah, manfaat yang dapat diberikan oleh reksa dana antara lain :

1. Mobilisasi dana masyarakat di mana reksa dana merupakan lahan yang tepat bagi investasi para pemodal, baik besar maupun kecil.
2. Meningkatkan peranan swasta nasional dalam menghimpun dana masyarakat karena selama ini produk-produk reksa dana banyak dikelola oleh manajer investasi asing.

3. Mendorong perdagangan surat-surat berharga di Pasar Modal Indonesia sehingga dapat meningkatkan likuiditas bursa dan kapitalisasi pasar.
4. Dapat mengoreksi tingkat bunga.

Bagi bursa efek dan otoritas pasar modal, reksa dana memberikan manfaat dalam hal:

1. Terciptanya pasar modal yang lebih efisien
2. Mendorong partisipasi yang lebih besar bagi para pemodal lokal
3. Meningkatkan aktivitas dan likuiditas di bursa

10.2. BIAYA-BIAYA REKSA DANA

Dalam melakukan kegiatan operasi reksa dana, terdapat biaya-biaya yang akan dibebankan kepada beberapa pihak, yaitu :

1. Biaya yang menjadi beban manajer investasi:
 - a. Biaya persiapan pembentukan reksa dana, seperti biaya pembuatan kontrak investasi kolektif dan dokumen-dokumen pada saat reksadana didaftarkan kepada BAPEPAM.
 - b. Biaya terbesar yang dikeluarkan oleh manajer investasi umumnya untuk biaya notaris, konsultan hukum dan biaya akuntan publik.
 - c. Biaya lainnya umumnya untuk pemasaran seperti penerbitan prospektus dan formulir-formulir yang diperlukan sebelum reksadana melakukan penawaran umum, serta biaya promosi lainnya.

- d. Biaya pengelolaan investasi seperti telepon, fax, dan transportasi.
2. Biaya yang menjadi beban portofolio reksa dana:
 - a. Biaya pengelolaan manajer investasi, besarnya imbalan jasa manajer investasi umumnya berupa persentase tertentu, saat ini antara 1% hingga 2,5% pertahun dari NAB reksa dana (tergantung dari jenis reksa dana).
 - b. Biaya bank kustodian, besarnya saat ini antara 0,15% hingga 0,25% pertahun dari NAB reksa dana (tergantung dari jenis reksa dana).
 - c. Biaya transaksi efek, seperti komisi pialang, biaya transfer, bea materai, biaya registrasi efek, dan biaya lainnya yang berkaitan dengan transaksi investasi.
 - d. Biaya akuntan publik, konsultan hukum dan notaris setelah reksa dana beroperasi.
 - e. Biaya pengiriman laporan bulanan, pembuatan dan pengiriman pembaharuan prospektus.
 3. Biaya yang menjadi beban pemodal (investor)
 - a. Biaya pembelian (*selling fee*), biaya ini dikenakan setiap kali saat investor membeli unit penyertaan.
 - b. Biaya penjualan kembali (*redemption fee*), biaya ini dibebankan pada saat investor mencairkan investasinya dengan menjual kembali unit penyertaan yang dimilikinya.
 - c. Biaya pengalihan (*switching fee*), dengan berjalannya waktu, investor perlu melakukan relokasi aset, dengan cara

berpindah dari satu jenis reksa dana ke reksa dana lainnya. Jika hal ini terjadi, investor akan dikenakan biaya penjualan kembali pada saat keluar dari suatu reksa dana dan kemudian dikenakan biaya pembelian kembali pada saat masuk ke reksa dana lainnya (sehingga dibebankan dua kali biaya). Hal ini tidak terjadi jika pengalihan tersebut dilakukan dari satu reksa dana ke reksa dana lainnya yang masih dikelola oleh manajer investasi yang sama.

4. Biaya yang menjadi beban manajer investasi atau reksa dana antara lain : Biaya konsultan hukum, biaya notaris dan biaya akuntan.

10.3. PELAKU-PELAKU REKSA DANA

Pelaku-pelaku yang terlibat sehubungan dengan operasi reksa dana, antara lain ; BAPEPAM, Manajer Investasi (MI), Bank Kustodian, Broker, Emiten, Pemodal, Perusahaan Efek, Portofolio Manajer, Tim Pengelola Investasi, Notaris dan Konsultan Hukum.

- a. BAPEPAM adalah pihak yang mengeluarkan peraturan-peraturan, seperti Pernyataan Efektif dan juga melakukan pengawasan terhadap kegiatan operasional reksa dana.
- b. Manajer Investasi adalah pihak yang bertanggung jawab mengelola portofolio investasi untuk sekelompok nasabah yang membeli Unit Penyertaan dengan berpedoman pada kebijakan Investasi sesuai penjelasan dalam Prospektus.

- c. Bank Kustodian adalah pihak yang independen (tidak terafiliasi dengan Manajer Investasi) dan bertanggung jawab dalam administrasi investasi dan penyimpanan Efek dan dana investasi dari reksa dana.
- d. Broker adalah pihak yang bertindak sebagai perantara dalam mempertemukan pembeli dan penjual barang atau jasa, menerima komisi secara tetap atau berkala, atau bayaran menurut sifat dan ukuran tugas yang dilakukan. *Stockbroker* bertindak atas nama klien yang akan membeli atau menjual surat berharga di pasar modal.
- e. Emiten adalah pihak yang melakukan penawaran umum. Dengan kata lain, perusahaan yang mengeluarkan saham atau obligasinya untuk dijual kepada masyarakat.
- f. Pasar Modal (*capital market*) merupakan tempat yang menyediakan fasilitas untuk menanam dana atau mendapatkan modal untuk investasi jangka panjang.
- g. Pemodal Reksa dana adalah pihak yang membeli unit penyertaan reksa dana. Perusahaan Efek adalah pihak yang melakukan kegiatan usaha sebagai penjamin emisi efek, perantara pedagang efek dan/atau manajer investasi.
- h. Perusahaan Publik adalah perseroan yang sahamnya telah dimiliki sekurang-kurangnya oleh 300 pemegang saham dan memiliki modal disetor sekurang-kurangnya Rp. 3.000.000,- atau suatu jumlah pemegang saham dan modal disetor yang ditetapkan dengan peraturan pemerintah.

- i. Portofolio manajer adalah anggota dari tim pengelola investasi reksa dana yang bertanggung jawab melakukan pengelolaan portofolio investasi reksa dana.
- j. Tim Pengelola Investasi adalah suatu tim dalam manajer investasi yang terdiri dari beberapa manajer portofolio dan diketuai oleh seorang ketua tim. Tim ini bertanggung jawab melakukan pengelolaan investasi secara profesional atas reksa dana yang terkumpul dari pemodal.

10.4. REKSADANA SAHAM DAN TOLAK UKURNYA

Reksa dana saham adalah reksa dana yang melakukan investasi sekurang-kurangnya 80% dari portofolio yang dikelolanya kedalam efek yang bersifat ekuitas (saham). Efek saham umumnya memberikan potensi hasil yang lebih tinggi berupa *capital gain* melalui pertumbuhan harga-harga saham. Selain hasil dari *capital gain*, efek saham juga memberikan hasil lain berupa dividen.

Investasi pada saham adalah investasi jangka panjang yang menjanjikan. Dalam jangka panjang akan memberikan hasil investasi yang lebih besar daripada deposito maupun obligasi, namun dalam jangka pendek terdapat risiko karena harga-harga saham yang selalu berfluktuasi. Dibandingkan dengan reksa dana pasar uang dan reksa dana pendapatan tetap, reksa dana saham memberikan potensi pertumbuhan nilai investasi yang lebih besar, demikian juga risikonya. Reksa dana saham menjadi alternatif bagi

investor yang mengerti potensi investasi pada saham untuk jangka panjang, sehingga dana yang digunakan untuk berinvestasi merupakan dana untuk kebutuhan jangka panjangnya. Dengan demikian risiko fluktuasi nilai investasinya yang mungkin saja suatu saat akan menjadi negatif dalam jangka pendek. Jadi selain harus mengerti bahwa investasi saham merupakan merupakan investasi jangka panjang, investor juga harus mengerti dan bersedia menerima risiko investasi yang menyertainya.

Dengan melakukan investasi melalui reksa dana saham akan dapat diperoleh manfaat, salah satunya investor terbebas dari kerumitan berinvestasi saham, karena manajer investasi akan melakukan apa yang seharusnya dilakukan oleh investor profesional dalam melakukan aktivitas investasinya. Menganalisis dan memilih saham apa yang akan dibeli, kapan dan berapa banyak harus membeli dan menjual, melakukan penyelesaian transaksi dengan pialang, serta menyimpan dan melakukan administrasi, merupakan pekerjaan rutin yang harus dilakukan.

BAB 11

MENILAI KINERJA REKSA DANA

Standarisasi pengukuran kinerja perlu agar kinerja suatu reksa dana dapat dibandingkan dengan yang lainnya. Publikasi mengenai kinerja reksa dana akan menjadi masukan yang berharga bagi investor untuk mengambil keputusan. Pengukuran kinerja reksa dana hanya didasarkan atas perubahan nilai aktiva bersih perunit dan ada tidaknya pembagian keuntungan.

11.1. KINERJA REKSA DANA

Kinerja reksa dana dapat diukur dengan hanya menghitung berdasarkan laba total saja (return) atau yang lebih baik lagi adalah dengan melibatkan juga pengukuran risiko. Pengukuran kinerja dengan melibatkan faktor risiko memberikan informasi yang lebih mendalam bagi investor tentang sejauh mana suatu hasil atau kinerja yang diberikan oleh manajer investasi dikaitkan dengan risiko yang diambil untuk mencapai kinerja tersebut.

Penggunaan indeks kinerja dimaksudkan untuk kebutuhan presentasi kinerja dalam bentuk grafik dan perbandingan dengan suatu tolak ukur. Di Indonesia, khususnya untuk pasar saham indeks pasar saham yang sudah dikenal adalah Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), LQ 45. Indeks saham tersebut sering

digunakan sebagai tolak ukur atau pembanding dari suatu kinerja portofolio saham atau reksa dana saham dan reksa dana campuran yang berorientasi pada saham.

Kinerja reksa dana dapat diukur dengan menghitung total return dengan melibatkan faktor risiko dalam mencapai kinerja tersebut. Selain melihat return, reksa dana juga harus melihat tingkat risiko dalam melakukan portofolionya. Selain itu melihat kinerja suatu reksa dana dapat dilihat dari Nilai Aktiva Bersih (NAB).

11.2. PENGERTIAN KINERJA

Kinerja (*performance*) diartikan sebagai prestasi yang diperlihatkan, kemampuan kerja dan sesuatu yang dapat dicapai. Evaluasi kinerja portofolio (reksa dana) adalah merupakan alat ukur bagi pemodal untuk menilai hasil kerja atau prestasi yang dapat dicapai oleh portofolio (reksa dana) dalam memperoleh tingkat keuntungan maupun risiko yang ditanggungnya.

Dalam mengevaluasi kinerja suatu portofolio ada beberapa faktor yang perlu kita perhatikan, yaitu:

a. Tingkat Risiko

Dalam mengevaluasi kinerja portofolio kita harus memperhatikan apakah tingkat return portofolio yang di peroleh sudah cukup memadai untuk menutup risiko yang harus ditanggung. Dengan kata lain, evaluasi kinerja

portofolio harus didasarkan pada ukuran yang bersifat *risk-adjusted*.

b. Periode waktu

Faktor waktu juga mempengaruhi tingkat return portofolio oleh karena itu, pada saat mengevaluasi kinerja suatu portofolio perlu memperhatikan faktor periode waktu yang digunakan.

c. Penggunaan patok duga (*bechmark*) yang sesuai

Dalam melakukan evaluasi kinerja suatu portofolio, kita perlu membandingkan return portofolio tersebut dengan return yang bisa dihasilkan oleh alternatif portofolio lainnya yang sebanding. Dengan demikian, proses evaluasi kinerja investasi juga harus melibatkan perbandingan kinerja portofolio dengan suatu alternatif portofolio lain yang relevan.

d. Tujuan investasi

Tujuan investasi yang berbeda akan mempengaruhi kinerja portofolio yang dikelolanya. Misalnya, jika tujuan investasi seorang investor adalah pertumbuhan jangka panjang, maka kinerja portofolio yang dibentuknya akan relatif lebih kecil dari kinerja portofolio yang dibentuk dengan tujuan mendapatkan keuntungan jangka pendek.

11.3. MENILAI KINERJA REKSA DANA

Pengukuran kinerja reksa dana dilakukan dengan menggunakan konsep NAB yaitu Nilai Aktiva Bersih atau total

nilai portofolio reksa dana yang dihitung berdasarkan harga pasar kemudian dibagi dengan jumlah Unit Penyertaan (UP) reksadana tersebut. Hasil pembagian tersebut akan memunculkan kisaran NAB/Unit Penyertaan yang akan menjadi patokan nilai pasar setiap penyertaan. Hasil hitungan NAB/UP ini juga dijadikan referensi untuk melakukan penjualan kembali setiap unit penyertaan oleh investor reksa dana kepada pihak manajer investasi tersebut.

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

$$\text{NAB} = \text{Total Aktiva} - \text{Total Kewajiban}$$

$$\text{NAB per unit Penyertaan} = \text{NAB} / \text{Jumlah unit penyertaan beredar}$$

Ada beberapa langkah pengukuran kinerja reksa dana

1. Menentukan Sub-periode pengukuran.

Periode pengukuran dapat dilakukan secara harian, mingguan atau bulanan. Penggunaan sub-periode harian merupakan yang paling akurat karena pengaruh dividen dapat diperhitungkan secara tepat. Penggunaan sub-periode mingguan, atau bulanan lebih meringankan pekerjaan namun memerlukan metode pendekatan dalam menghitung pengaruh pembayaran dividen.

2. Menghitung Kinerja Sub-periode dengan Memasukan Unsur Pembagian Keuntungan

Kinerja setiap Sub-periode dihitung berdasarkan formula berikut:

$$\text{Kinerja}_{\text{sub periode}} = \frac{\text{NAK} - \text{NAW}}{\text{NAW}}$$

Di mana :

NAK = NAB/Unit akhir minggu ini

NAW = NAB/Unit akhir minggu sebelumnya.

3. Menghitung kinerja periode tertentu dengan metode *time-weighted rate of return*

Setelah kinerja per sub-periode mingguan dapat dihitung, selanjutnya dapat dihitung kinerja untuk periode tertentu.

Untuk menghitung kinerja periode ini digunakan metode *time-weighted rate of return*, dengan formula :

$$\text{Kinerja periode} = (\text{HPR}_1 \times \text{HPR}_2 \times \text{HPR}_3 \times \dots \times \text{HPR}_n) - 1$$

Dimana :

$$\text{HPR}_n = \text{Kinerja}_{\text{sub periode ke } n} + 1$$

Dilanjutkan dengan perhitungan rata-rata kinerja, yang dihitung dengan rumus :

$$R = [(1+R_1)(1+R_2)(1+R_3)\dots(1+R_n)]^{1/n} - 1$$

Dimana :

$R_1 \dots R_n =$ Kinerja sub periode reksa dana dari 1 sampai dengan periode ke n

4. Menghitung Indeks Kinerja Reksa dana Berdasarkan Kinerja yang Diperoleh

Penggunaan indeks kinerja dimaksudkan untuk kebutuhan presentasi kinerja yang diperoleh dalam bentuk grafik dan perbandingan dengan suatu tolak ukur. Indeks umumnya dimulai dengan 100. formula untuk menghitung indeks ini adalah:

Indeks Kinerja n = Indeks Kinerja $n-1 \times (1 + \text{Kinerja sub periode ke n})$

Dimana : $n-1$ adalah periode sebelumnya.

5. Menentukan dan Menghitung Kinerja Tolak Ukur (*Benchmark*) Untuk Periode yang sama.

Penggunaan tolak ukur dalam pengukuran kinerja reksa dana dimaksudkan untuk membandingkan apakah kinerja reksa dana yang dikelola oleh manajer investasi dapat mengalahkan pasar atau justru kalah dari pasar. Untuk indeks pasar saham yang digunakan adalah Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Beberapa indeks saham lain adalah LQ 45 dan Bisnis 45.

6. Menghitung Indeks Kinerja Tolak Ukur

Setelah kinerja tolak ukur untuk masing-masing sub-periode diketahui, dapat juga dihitung indeks kinerja tolak ukur. Indeks kinerja ini dibutuhkan untuk representasi dalam bentuk grafik yang akan dibuat dalam satu grafik yang sama dengan kinerja masing-masing reksa dana. Sama halnya dengan indeks kinerja reksa dana, indeks kinerja tolak ukur juga akan dimulai dengan 100.

7. Menghitung Risiko Fluktuasi (standar Deviasi) dan Risiko Fluktuasi Relatif terhadap Pasar (Beta).

Setelah seluruh kinerja sub periode mingguan dibuat, dapat dihitung standar deviasi dari perubahan kinerja dari periode keperiode. Penjumlahan antara risiko sistematis dan risiko tidak sistematis disebut dengan risiko total. Risiko total ini diukur dengan menggunakan standar deviasi. Sedangkan untuk mengukur risiko sistematis saja digunakan beta. Pengukuran risiko juga bisa dilakukan dengan melakukan regresi linear antara kinerja reksa dana dengan kinerja pasar. Pengukuran diterapkan dengan menggunakan konsep *capital asset pricing model* (CAPM) yang menggunakan faktor beta sebagai pengukuran risiko pasar. *Slope* dari hasil regresi linear tersebut merupakan nilai beta dari reksa dana tersebut

8. Perhitungan kinerja berdasarkan metode Sharpe, Treynor, dan Jensen

a. Metode Sharpe

Pengukuran dengan metode Sharpe didasarkan atas apa yang disebut premium atas risiko atau *risk premium* (selisih) antara rata-rata kinerja yang dihasilkan oleh Reksa dana dengan Rata-rata kinerja investasi yang bebas risiko (*risk free asset*). Dalam pembahasan ini, investasi tanpa risiko diasumsikan merupakan tingkat bunga rata-rata dari Sertifikat Bank Indonesia (SBI). Pengukuran Sharpe diformulasikan sebagai *ratio risk premium* terhadap standar deviasinya:

$$S_{RD} = \frac{\text{Kinerja}_{RD} - \text{Kinerja}_{RF}}{\sigma}$$

Keterangan:

S_{RD} = Indeks Sharpe portofolio

Kinerja_{RD} = Rata-rata kinerja reksa dana

Kinerja_{RF} = Rata-rata kinerja investasi bebas risiko

σ = Standar deviasi reksa dana

Indeks Sharpe dapat digunakan untuk membuat peringkat dari beberapa reksa dana berdasarkan kinerja. Semakin tinggi *indeks sharpe* suatu reksa dana dibanding reksa dana lainnya, maka semakin baik kinerja reksa dana tersebut.

b. Metode Treynor

Pengukuran dengan metode Treynor juga didasarkan atas *risk premi*, namun dalam metode Treynor digunakan pembagi beta (β) yang merupakan risiko fluktuasi relatif terhadap risiko pasar. Beta dalam konsep CAPM merupakan risiko sistematis (juga merupakan risiko pasar atau *market risk*). Pengukuran dengan metode Treynor diformulasikan sebagai berikut:

$$T_{RD} = \frac{\text{Kinerja}_{RD} - \text{Kinerja}_{RF}}{\beta}$$

Keterangan:

T_{RD} = Indeks Treynor

Kinerja_{RD} = Rata-rata kinerja reksadana

Kinerja_{RF} = Rata-rata kinerja investasi bebas risiko

β = Slope persamaan hasil regresi linier

Pengukuran kinerja dengan model Sharpe dan Treynor bersifat komplementer, karena memberikan informasi yang berbeda. Seperti halnya metode Sharpe, semakin tinggi nilai indeks Treynor maka semakin baik kinerja reksa dana.

c. Metode Jensen

Pengukuran dengan metode Jensen menilai kinerja manajer investasi berdasarkan atas seberapa besar manajer investasi tersebut mampu memberikan kinerja di atas kinerja pasar sesuai dengan risiko yang dimilikinya. Kelebihan inilah yang digambarkan oleh Jensen sebagai perpotongan garis regresi linier pada sumbu y (pada grafik $[Kinerja_{RD} - Kinerja_{RF}]$ vs $[Kinerja_p - Kinerja_{RF}]$) dan disebut dengan perpotongan Jensen (*Jensen intercept*) dengan notasi Alfa (α). Semakin tinggi nilai Alfa positif, semakin baik kinerjanya. Formulasi yang dikemukakan Jensen adalah sebagai berikut :

$$(Kinerja_{RD} - Kinerja_{RF}) = \text{Alfa} + \beta \times (Kinerja_p - Kinerja_{RF})$$

Keterangan:

Alfa = nilai perpotongan jensen

$Kinerja_{RD}$ = kinerja reksa dana

$Kinerja_{RF}$ = kinerja investasi bebas risiko

$Kinerja_p$ = kinerja pasar

β = slope persamaan garis hasil regresi linier

9. Menghitung risiko fluktuasi (standar deviasi dan risiko fluktuasi relatif terhadap pasar beta).

Standar deviasi diukur dengan rumus sebagai berikut:

$$SD = \sqrt{\frac{\sum [X_i - E(X)]^2}{n - 1}}$$

Keterangan

SD	=	Standar Deviasi
X_i	=	Nilai Ke-I
$E(X_i)$	=	Nilai Ekspektasi
n	=	Jumlah Observasi

Koefisien beta diukur dengan slope garis karakteristik reksa dana yang diperoleh dengan meregresikan *return*/kinerja reksa dana dengan *return* pasar yaitu IHSG dengan menggunakan indeks tunggal sebagai berikut: $R_i = \alpha + \beta_i R_m + e_i$

10. Presentasi hasil pengukuran.

BAB 12

OBLIGASI DAN PENILAIAN

Obligasi merupakan salah satu instrumen pasar modal yang cukup diminati investor pada saat ini, dimana investasi dalam bentuk obligasi dapat memberikan keuntungan berupa bunga (kupon) dan *yield to maturity*. Bunga (kupon) merupakan komponen return yang mencerminkan aliran kas atas pendapatan yang diperoleh secara periodik dari suatu investasi berupa bunga obligasi yang dibayarkan. Sedangkan *yield to maturity (Loss)* merupakan keuntungan atau kerugian yang diperoleh akibat kenaikan/ penurunan harga obligasi / sekuritas tertentu. Obligasi merupakan surat hutang yang diterbitkan oleh suatu perusahaan ataupun oleh pemerintah dengan pembayaran *yield* dan bunga obligasi yang dibayar secara bertahap.

12.1. PENGERTIAN OBLIGASI

Obligasi merupakan surat tanda bukti bahwa investor pemegang obligasi memberikan pinjaman utang bagi emiten penerbit obligasi. Oleh karena itu, emiten obligasi akan memberikan kompensasi bagi investor pemegang obligasi berupa kupon yang dibayarkan setiap periodik dan jumlah pelunasan saat jatuh tempo. Pada umumnya investor yang memilih berinvestasi

pada obligasi mengharapkan nilai *yield* yang mereka terima bernilai positif.

Obligasi merupakan sekuritas yang berbeda dengan saham, Perbedaan obligasi dibandingkan dengan saham dapat dilihat dari jumlah porsi kepemilikan obligasi yang terbatas yang disebut dengan kupon dan memiliki hak klaim sedangkan saham kepemilikannya tidak dibatasi dalam jumlah, keuntungannya berupa dividen dan dihitung dari persentase laba bersih yang dihasilkan perusahaan. Selain itu kepemilikan obligasi tidak dikenai pajak sedangkan saham penerima dividen berhak membayarkan pajak RUPS dan memiliki hak terhadap klaim atas aset perusahaan.

12. 2. KARAKTERISTIK UMUM OBLIGASI

Dua karakteristik pendapatan suatu obligasi, yaitu *yield* obligasi (*bond yield*) dan bunga obligasi (*bond interest rate*). Bunga obligasi atau juga disebut kupon obligasi (*coupon interest rate*) biasanya sudah ditentukan besarnya pada saat obligasi diterbitkan oleh emiten, dan tingkat bunga / kupon obligasi ini biasanya juga akan tetap hingga obligasi tersebut jatuh tempo. Sedangkan, *yield* obligasi merupakan ukuran pendapatan obligasi yang diterima investor yang cenderung bersifat tidak tetap (berfluktuasi). *Yield* obligasi tidak bersifat tetap sebagaimana layaknya bunga (kupon) obligasi, karena *yield* obligasi akan sangat

terkait dengan tingkat return yang disyaratkan investor. Selain itu karakteristik umum yang tercantum pada sebuah obligasi meliputi:

a. Nilai penerbitan obligasi (jumlah pinjaman dana)

Dalam penerbitan obligasi maka pihak emiten akan dengan jelas menyatakan berapa jumlah dana yang dibutuhkan melalui penjualan obligasi. Istilah yang ada yaitu dikenal dengan jumlah emisi obligasi.

b. Jangka waktu obligasi

Masa jatuh tempo obligasi kebanyakan berjangka waktu lima tahun. Untuk obligasi pemerintah bisa berjangka waktu lebih dari jangka waktu 5 tahun sampai 10 tahun. Makin pendek jangka waktu obligasi maka akan semakin diminati oleh investor karena dianggap risiko akan semakin kecil.

c. Tingkat suku bunga

Penentuan tingkat suku bunga biasanya ditentukan dengan membandingkan tingkat suku bunga perbankan pada umumnya. Istilah tingkat suku bunga obligasi biasanya dikenal dengan nama kupon obligasi.

d. Jadwal pembayaran suku bunga

Kewajiban pembayaran kupon (tingkat suku bunga obligasi) dilakukan secara periodik sesuai kesepakatan sebelumnya, bisa dilakukan triwulanan atau semesteran.

e. Jaminan

Obligasi yang memberikan jaminan berbentuk aset perusahaan akan lebih mempunyai daya tarik bagi calon pembeli obligasi

tersebut. Didalam penerbitan obligasi kewajiban penyediaan jaminan tidak harus mutlak. Apabila memberikan jaminan berbentuk aset setiap perusahaan dapat menjadi alternatif yang menarik bagi investor.

12.3. JENIS-JENIS OBLIGASI

Jenis-jenis obligasi yang biasa diperdagangkan meliputi:

a. Obligasi dengan jaminan (*mortgage bond*)

Obligasi dengan jaminan adalah obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan dengan menggunakan jaminan suatu aset atau aktiva tertentu.

b. Obligasi tanpa jaminan (*debenture*)

Obligasi tanpa jaminan adalah obligasi yang diterbitkan tanpa menggunakan suatu jaminan aset riil tertentu. Obligasi semacam ini tidak memiliki hak gadai terhadap *property* tertentu sebagai jaminan atau kewajiban. Biasanya yang menerbitkan obligasi tanpa jaminan adalah perusahaan yang *establish*.

c. Obligasi konversi

Obligasi konversi, merupakan obligasi yang memberikan hak kepada pemegangnya untuk mengkonversikan obligasi tersebut dengan jumlah saham perusahaan pada harga yang telah ditetapkan sehingga pemegang obligasi mempunyai kesempatan untuk memperoleh.

d. Obligasi yang disertai *warrant*

Warrant merupakan opsi *jangka panjang* untuk membeli sejumlah saham biasa pada harga tertentu. Dengan adanya *warrant* maka pemegang obligasi mempunyai hak untuk membeli saham pada perusahaan pada harga yang telah ditentukan.

e. Obligasi tanpa kupon (*zero coupon bond*)

Merupakan obligasi yang tidak memberikan pembayaran bunga. Umumnya obligasi ditawarkan kepada investor dibawah nilai par-nya.

f. Obligasi dengan tingkat bunga mengambang (*floating rate bond*)

Obligasi dengan tingkat bunga mengambang adalah obligasi yang memberikan tingkat bunga yang besarnya disesuaikan dengan fluktuasi tingkat bunga pasar yang berlaku.

g. *Putable bond*

Merupakan obligasi yang memberikan hak kepada pemegang obligasi untuk menerima pelunasan obligasi sesuai dengan nilai par sebelum jatuh tempo.

i. *Junk bond*

Yaitu obligasi yang berisiko tinggi tetapi memberikan return yang tinggi yang diterbitkan untuk membiayai hutang perusahaan yang sangat besar, merger ataupun perusahaan yang bermasalah.

12.4. PIHAK – PIHAK YANG TERLIBAT DALAM PENERBITAN OBLIGASI

Menurut divisi perdagangan Surat Utang Bursa Efek Indonesia, pihak-pihak yang terlibat dalam penerbitan obligasi yaitu :

1. Penjamin emisi (*lead underwriter*)

Mengkoordinasikan seluruh proses penerbitan obligasi termasuk menyiapkan dokumen, prospektus, mengusulkan struktur tingkat bunga obligasi. Selain itu juga membuat sindikasi, melakukan penawaran di pasar perdana. Dalam rangka penjamin efek, *lead underwriter* dapat memilih komitmen sebagai berikut:

- a. Kesanggupan penuh (*full commitment*) yaitu menjamin sepenuhnya atas penjualan obligasi.
- b. Kesanggupan terbaik (*best effort commitment*) yaitu akan berusaha sebaik mungkin untuk menjual obligasi tetapi tidak menanggung risiko atas obligasi yang tidak terjual.
- c. Kesanggupan siaga (*standby commitment*) yaitu kesanggupan untuk membeli obligasi yang tidak terjual dengan kondisi tertentu.

2. Akuntan publik

Emiten wajib menyampaikan laporan keuangan yang telah diaudit oleh akuntan publik yang telah terdaftar di Bapepam dengan wajar tanpa pengecualian (*unqualified opinion*). Selain memeriksa laporan keuangan dan memberikan opini atas hasil

pemeriksaan, akuntan publik juga bertugas untuk menyusun *comfort letter* yaitu pernyataan tentang keuangan emiten dalam periode laporan keuangan ditutup (tutup buku) sampai dengan 2 minggu sebelum go publik.

3. Konsultan hukum

Jasa konsultan hukum yang terdaftar di Bapepam diperlukan untuk memberikan pendapat dari aspek hukum (*legal opini*) terhadap keadaan emiten.

4. Notaris

Emiten dapat menunjuk notaris yang terdaftar di Bapepam untuk melakukan tugas notaris seperti pembuatan dan mengesahkan perjanjian dalam proses emisi, mengeluarkan akta, penjaminan emisi, agen penjual, wali amanat, meneliti perubahan anggaran dasar emiten.

5. Lembaga pemeringkat

Melakukan riset dan analisis terhadap obligasi emiten dan menetapkan peringkat obligasi.

6. Wali amanat (*trustee*)

Adalah pihak yang mewakili kepentingan dan menjalankan hak pemegang obligasi. Tugas dan tanggung jawab wali amanat antara lain:

- a. Menganalisis kemampuan emiten untuk membayar kupon bunga dan pokok obligasi sesuai dengan yang ditetapkan dalam penerbitan obligasi.

- b. Mengawasi dan membantu pelaksanaan kewajiban emiten yang telah ditetapkan dalam perjanjian perwalianamanatan.
- c. Menyampaikan laporan ke Bapepam dan pihak lain atas kelalaian emiten ataupun kejadian material lainnya yang akan mempengaruhi kepentingan pemegang obligasi.
- d. Memanggil dan menyelenggarakan Rapat Umum Pemegang Obligasi (RUPO).

7. Agen pembayaran

Melakukan pembayaran kupon bunga dan pokok obligasi pada tanggal jatuh tempo.

1.2.5. RISIKO INVESTASI OBLIGASI

Risiko investasi dapat berbentuk bermacam-macam baik disebabkan oleh faktor internal maupun faktor eksternal dari produk investasi tersebut. Setiap tindakan investasi pasti memiliki risiko dan tingkat keuntungan yang berbeda-beda tergantung pada karakter investor apakah menyukai risiko, netral terhadap risiko dan takut menghadapi risiko. Untuk melakukan investasi obligasi, akan timbul beberapa jenis risiko investasi yang berbeda hasilnya dan dapat berpengaruh terhadap satu hal dengan hal yang lainnya. Risiko investasi obligasi adalah sebagai berikut:

1. Risiko perubahan tingkat suku bunga / *interest rate risk*

Seperti yang kita ketahui bahwa nilai harga sebuah obligasi sangat ditentukan oleh tingkat suku bunga di pasar uang yang merupakan faktor penentu harga obligasi tersebut menarik atau

tidak, dengan asumsi jika tingkat suku bunga turun maka harga obligasi naik dan sebaliknya jika tingkat suku bunga naik maka harga obligasi akan turun.

2. Risiko perubahan kurs valuta asing / *foreign exchange rate risk*
Seperti yang diketahui perdagangan pasar uang sangat luas dan jangkauannya, sehingga tingkat jangkauan perdagangan produk keuangan di luar negeri juga sangat mempengaruhi likuiditas produk dalam negeri, pergerakan nilai tukar sangat menentukan pergerakan harga dan perdagangan di pasar obligasi juga dengan tidak stabilnya fluktuasi nilai tukar otomatis perdagangan obligasi juga akan ikut terpengaruh bisa naik dan turun.
3. Risiko pelunasan
Ada beberapa obligasi yang berada di pasar, dimana emiten akan melakukan pembelian kembali obligasi tersebut sebagian atau dalam jumlah keseluruhan pada harga yang disepakati pada saat penawaran perdana. Pemilik obligasi yang memiliki *call option* bisa mendapatkan risiko kerugian bila harga *call price* lebih rendah dibandingkan *purchase price*. Karena itu setiap pembeli obligasi yang memiliki *call option* harus memperhitungkan risiko apabila obligasi tersebut *call*.
4. Risiko pembayaran
Merupakan risiko yang terjadi apabila emiten mengalami kesulitan keuangan untuk memenuhi kewajiban pembayaran bunga ataupun principal pada saat jatuh tempo. Hal ini sering

terjadi pada saat kondisi keuangan emiten tidak mencapai target yang diprediksikan dalam informasi saat perdagangan perdana atau bahkan perusahaan tersebut terancam tutup karena kesulitan likuiditas keuangan yang dimilikinya.

5. Risiko investasi kembali

Jenis ini merupakan risiko kesalahan perhitungan terhadap pendapatan yang seharusnya dapat di investasikan pada skala tingkat investasi yang wajar dalam periode tertentu. Seperti diketahui perhitungan *yield* yang didapatkan ternyata bisa tidak seimbang terhadap rate reinvestment yang terjadi ditengah periode obligasi dengan asumsi jika tingkat suku bunga naik maka *reinvestment risk* akan turun dan sebaliknya.

6. Risiko jatuh tempo

Investasi obligasi yang memiliki jangka waktu lebih dari 10 atau 20 tahun memiliki risiko tinggi karena pada saat pembelian cenderung sulit memprediksi kondisi perusahaan dan ekonomi suatu negara dalam jangka waktu yang panjang dan sebaliknya.

7. Risiko inflasi

Kondisi perekonomian yang kuat serta inflasi yang rendah mengakibatkan tingkat daya beli terhadap produk investasi sangat bagus, sehingga akan timbul dampak positif terhadap perdagangan dan investasi pada obligasi dan begitu juga sebaliknya.

Perlu disadari bahwa perusahaan yang menerbitkan obligasi tidak selalu bisa membayar kembali hutang yang telah

mereka buat. Dengan demikian para pemodal atau pemegang obligasi menanggung risiko kegagalan (*default risk*), yaitu bila pokok pinjaman tersebut tidak dapat dibayarkan oleh penerbit obligasi sesuai dengan tanggal jatuh tempo. Tetapi dengan menggunakan indikator-indikator tertentu, *default risk* dapat diperkirakan. Salah satu indikator yang dapat digunakan yaitu melalui pengumuman pemeringkat hutang (*bond rating*). Obligasi yang berperingkat baik akan memiliki tingkat probabilitas *default* yang rendah dibandingkan dengan obligasi berperingkat yang lebih rendah. Selain itu investor harus menilai risiko kegagalan obligasi sebelum melakukan pembelian.

12.6. PERINGKAT OBLIGASI DAN MANFAATNYA

Didalam hal ini obligasi penting bagi perusahaan dan investor. Dimana sistem pemeringkat hutang telah dikembangkan oleh beberapa bank dan perusahaan. Peringkat obligasi didesain untuk memberi investor suatu peringkat yang sederhana dengan kualitas investasi relatif. Lebih dari itu karena disuatu sisi peringkat meliputi penilaian mengenai masa depan dan disisi lain digunakan oleh investor sebagai perlindungan, dalam hal ini dapat dilakukan upaya untuk memperhatikan kemungkinan terjadinya terburuk dimasa depan tidak hanya berdasarkan suatu catatan masa lalu dan statusnya kini. Terdapat pengaruh yang signifikan dari faktor statistik terhadap peringkat.

Untuk obligasi perusahaan, peringkat yang lebih baik biasanya berasosiasi dengan *financial leverage* yang lebih rendah (rasio total hutang terhadap aset), variasi pendapatan yang lebih kecil, aset yang lebih besar, operasi yang lebih menguntungkan dan tidak banyak menerbitkan hutang.

Fungsi pemeringkatan hutang adalah sebagai sumber informasi superior terhadap kemampuan perusahaan, *municipal* atau pemerintahan untuk membayar hutang dan bunga pinjaman sumber informasi kredit biaya rendah antar perusahaan, *municipal* dan pemerintah, sumber sertifikasi keuangan tambahan dan representasi manajemen lainnya, untuk memonitor tindakan manajemen yaitu muncul karena adanya konflik antara pihak manajemen dengan pihak lain, untuk memfasilitasi kebijakan publik yang membatasi investasi spekulatif oleh institusi seperti bank, perusahaan asuransi dan dana pensiun. Terdapat beberapa peringkat hutang yaitu:

1. AAA, merupakan peringkat tertinggi dan mencerminkan bahwa kondisi keuangan perusahaan amat sangat mampu untuk membayar hutangnya tepat waktu.
2. AA, merupakan peringkat hutang yang mencerminkan bahwa kondisi keuangan sangat mampu untuk membayar hutang dan bunganya tepat waktu
3. A, merupakan peringkat hutang yang mencerminkan bahwa kondisi keuangan perusahaan mampu membayar hutangnya tepat waktu.

4. BBB, merupakan peringkat hutang yang mencerminkan perusahaan mempunyai kapasitas keuangan yang cukup untuk hutang dan bunganya tepat waktu.
5. BB,B,CCC,CC merupakan peringkat yang mencerminkan perusahaan hanya mampu membayar hutangnya tepat waktu tanpa bunga.
6. D, merupakan peringkat yang mencerminkan perusahaan gagal memenuhi hutang dan bunganya tepat waktu.

Obligasi *triple A* dan *Double A* adalah sangat aman. Obligasi *single A* dan *triple B* juga cukup kuat yang disebut dengan obligasi kualitas investasi dan ini merupakan peringkat obligasi peringkat terendah bagi investor yang boleh dimiliki. Obligasi *dobule B* yang lebih rendah merupakan obligasi spekulatif yang disebut juga dengan *junk bond*.

Manfaat dari penentuan peringkat obligasi adalah agar investor mengetahui bahwa jika faktor lain tidak berubah suatu obligasi dengan peringkat yang lebih rendah akan dijual dengan harga yang lebih rendah dibanding dengan obligasi peringkat yang lebih tinggi. Jika obligasi diketahui memiliki kualitas yang lebih tinggi dari peringkat yang diberikan, maka obligasi tersebut menawarkan tingkat keuntungan premium relatif terhadap obligasi dengan kualitas kredit sesungguhnya. Ketika peringkat telah diperoleh, maka perusahaan akan berusaha untuk mempertahankan peringkat yang baik tersebut.

12.7. YIELD TO MATURITY

Yield to maturity merupakan nilai keuntungan yang diterima oleh seorang investor yang berinvestasi dalam bentuk obligasi. *Yield to maturity* merupakan tingkat keuntungan yang diterima oleh seorang investor yang dipengaruhi oleh perubahan harga obligasi pada saat penerbitan obligasi dengan harga pada saat jatuh tempo obligasi. Besarnya keuntungan yang diterima individu atau kelompok yang memiliki obligasi sangat tergantung pada mekanisme permintaan dan penawaran terhadap sebuah obligasi. Jika permintaan sebuah obligasi banyak diminati pasar maka harga obligasi akan cenderung meningkat dan tentunya *yield to maturity* yang diterima pemegang obligasi juga akan meningkat.

Berfluktuasinya perdagangan obligasi dilantai bursa mengakibatkan nilai *yield to maturity* dari obligasi mengalami kenaikan dan penurunan, oleh sebab itu perusahaan yang menerbitkan obligasi melakukan pematokan harga yang sifatnya berkala untuk menjaga kestabilan dari nilai *yield to maturity* yang dihasilkan dalam perdagangan obligasi yang mereka terbitkan. *Yield to maturity* bisa dihitung dengan formula sebagai berikut:

$$P = \sum_{t=1}^{2n} \frac{C_i/2}{(1 + YTM/2)^t} + \frac{P_p}{(1 + YTM/2)^{2n}}$$

Keterangan:

n = Jumlah tahun sampai dengan jatuh tempo obligasi

- C_i = Pembayaran kupon untuk obligasi i setiap tahunnya
 YTM = *Yield to maturity*
 P_p = Nilai par dari obligasi

Menghitung YTM dengan formula di atas bisa dilakukan dengan metode *trial and error* hingga ditemukan tingkat bunga (YTM) yang menyamakan sisi kanan dan kiri persamaan. Di samping metode *trial and error*, juga bisa menggunakan formula berikut untuk mencari tingkat YTM yang paling mendekati:

$$YTM^* = \frac{C_i + \frac{P_p - P}{n}}{\frac{P_p + P}{2}}$$

Contoh Soal

Frost Company menerbitkan obligasi dengan nilai prinsipal Rp 1700,-. Obligasi akan jatuh tempo 10 tahun lagi, dan memberikan tingkat bunga 14% pertahun. Saat ini obligasi dapat dijual dengan harga Rp 2000,-

Hitunglah tingkat return yang diharapkan investor dari obligasi jika pembayaran bunga dilakukan satu kali setahun

Penyelesaian

Diketahui :

Nilai prinsipal, P_p = Rp 1.700

Coupon rate, C = 14% X Rp 1.700 = Rp 238

Maruritas, n = 10 tahun

Nilai jual, P = Rp 2.000

Ditanya : Ytm

Jawaban

$$YTM = \frac{C_i + \frac{P_p - P}{n}}{\frac{P_p + P}{2}}$$

$$YTM = \frac{238 + \frac{1700 - 2000}{10}}{\frac{1700 + 2000}{2}}$$

$$YTM = \frac{238 + -30}{1850}$$

$$YTM = 11,2\%$$

12.8. PENILAIAN OBLIGASI

Nilai intrinsik suatu obligasi akan sama dengan nilai sekarang dari aliran kas yang diharapkan dari obligasi tersebut. Perhitungan penilaian obligasi umumnya menggunakan YTM (*yield to maturity*), yaitu tingkat return yang disyaratkan dengan asumsi bahwa obligasi akan dipertahankan sampai waktu jatuh tempo.

Dengan mengetahui besar dan waktu pembayaran kupon, nilai par serta tingkat bunga disyaratkan, maka nilai atau harga obligasi bisa ditentukan dengan cara:

1. Menentukan nilai sekarang dari pendapatan kupon yang diperoleh setiap tahun,
2. Menentukan nilai sekarang dari nilai par yang akan diperoleh pada saat obligasi jatuh tempo
3. Menjumlahkan nilai sekarang dari pendapatan kupon (1) dan nilai par (2).

Formulanya adalah sebagai berikut:

$$P = \sum_{t=1}^{2n} \frac{C_i/2}{(1+r/2)^t} + \frac{P_p}{(1+r/2)^{2n}}$$

Keterangan:

- n = jumlah tahun sampai dengan jatuh tempo obligasi
 Ci = pembayaran kupon untuk obligasi i setiap tahunnya
 YTM = yield to maturity
 Pp = nilai par dari obligasi

Contoh Soal

Sebuah perusahaan yang *listed* di Bursa Efek Indonesia (BEI) menerbitkan obligasi dengan nilai nominal Rp 1.100/lembar. Obligasi ini akan memberikan *coupon rate* 20% setiap tahun selama 15 tahun dengan pembayaran bunga dilakukan dua kali setahun. Seorang investor tertarik untuk membeli obligasi ini.

Pertanyaan

- a. Apabila tingkat return yang diharapkan investor adalah 24% per tahun, hitunglah nilai instrinsik dari obligasi ini.

- b. Apabila obligasi ini dijual dengan harga Rp 900/lembar, apakah investor akan membeli obligasi ini?
- c. Apakah obligasi ini tergolong *overvalue* atau *undervalue* ?

Penyelesaian

Diketahui :

Nilai nominal, P_p = Rp 1.100

Coupon rate, C = 20% X Rp 1.100 = Rp 220

Maruritas, n = 15 tahun

Tingkat return yang diharapkan, k_d = 24%

Ditanya

- a. Nilai intrinsik obligasi
- b. Jika dijual dengan Rp 900 apakah investor akan membeli?
- c. Obligasi tergolong *overvalue* atau *undervalue*?

Jawaban

$$a. \quad P = \sum_{t=1}^{2n} \frac{C_t/2}{(1+r/2)^t} + \frac{P_p}{(1+r/2)^{2n}}$$

$$P = \sum_{t=1}^{30} \frac{220/2}{(1+0.24/2)^{30}} + \frac{1100}{(1+0.24/2)^{30}}$$

$$P = (110 \times 8,055) + (1.100 \times 0,033)$$

$$P = \text{Rp } 922,35$$

- b. Harga pasar Rp 900, Nilai intrinsik = P 922,35 maka investor akan membeli obligasi
- c. Obligasi tergolong *undervalue* (murah) karena harga pasar < nilai intrinsik

Jika tingkat bunga yang disyaratkan lebih kecil dari tingkat kupon yang dibayarkan obligasi, maka obligasi dijual pada harga premi (lebih tinggi dari nilai par-nya). Sebaliknya, jika tingkat bunga yang disyaratkan lebih besar dari tingkat kupon yang dibayarkan obligasi maka obligasi dijual pada harga lebih rendah dari nilai par-nya).

Adanya hubungan yang terbalik antara *yield* dengan harga obligasi, mencerminkan hal penting lainnya, yaitu:

1. Jika *yield* di bawah tingkat kupon, harga jual obligasi akan lebih tinggi dibanding nilai par-nya (harga premi)
2. Jika *yield* di atas tingkat kupon, maka harga obligasi akan lebih rendah dari nilai par-nya (harga diskon)
3. Jika *yield* sama dengan tingkat kupon yang diberikan maka harga obligasi tersebut akan sama dengan nilai par-nya.

Harga obligasi akan berubah jika ada perubahan pada tingkat bunga pasar dan *yield* yang disyaratkan oleh investor dengan arah yang berlawanan. Dengan demikian, hubungan antara tingkat bunga dan harga obligasi merupakan informasi penting bagi investor. Dengan memahami hubungan tingkat bunga dan harga obligasi, investor akan dapat mengendalikan dampak perubahan

tingkat bunga tersebut terhadap harga obligasi, dengan cara memilih obligasi yang tingkat kupon dan maturitasnya sesuai dengan estimasi tingkat bunga yang akan terjadi.

BAB 13

MANAJEMEN PORTOFOLIO OBLIGASI

Manajemen portofolio obligasi secara umum dibagi dua yaitu strategi pasif dan strategi aktif. Metode yang termasuk kategori pasif adalah berdasarkan pada asumsi bahwa pasar obligasi sudah terbentuk dengan efisien dalam bentuk semi kuat, sehingga informasi yang terkait dengan berita yang sudah dipublikasikan tidak berguna lagi untuk mendapatkan *abnormal return*. Harga Obligasi sekarang dipandang sudah merefleksikan informasi yang sudah tersedia untuk publik secara akurat.

Metode manajemen portofolio secara aktif didasarkan pasar obligasi tidak efisien. Investor percaya dengan tidak efisiennya pasar obligasi, dapat memperoleh kelebihan return atau *abnormal return*. Manajemen aktif berdasarkan kepada kemampuan manajer portofolio untuk menentukan obligasi yang ditetapkan pada harga yang tidak tepat apakah terlalu mahal (*overvalue*) atau murah (*undervalue*) dan kapan saat yang tepat untuk melakukan pembelian atau penjualan dipasar obligasi dengan melakukan peramalan tingkat bunga.

13.1. EFISIENSI PASAR OBLIGASI

Efisiensi pasar obligasi dimaksudkan adalah jika harga obligasi sekarang sudah merupakan cerminan dari informasi yang

tersedia. Dalam menaksir efisiensi pasar obligasi hal yang harus diperhatikan adalah:

1. Ramalan atas tingkat bunga. Efisiensi pasar obligasi dipelajari dengan menguji keakuratan ramalan tingkat bunga yang dibuat oleh ahlinya. Ramalan tingkat bunga dilakukan dengan menggunakan teknik dan sejumlah informasi yang ada. Jika pasar efisien dalam bentuk setengah kuat, informasi tersedia sudah dipublikasikan untuk publik maka studi yang dilakukan untuk semacam itu adalah tes efisiensi bentuk setengah kuat.
2. Reaksi harga atas perubahan peringkat obligasi. Dalam hal ini menunjukkan bahwa dalam pasar semi kuat, harga obligasi akan bereaksi atas penyebaran informasi publik dibanding pengumuman perubahan peringkat. Suatu studi menjelaskan bahwa tidak adanya perubahan suatu harga obligasi sepanjang periode 6 bulan sebelum dan sesudah pengumuman perubahan peringkat. Namun perubahan yang signifikan diobservasi pada periode 18 bulan - 7 bulan sebelum pengumuman. Khususnya perubahan peringkat diikuti dengan kenaikan harga dan penurunan peringkat diikuti dengan penurunan harga.
3. Pengumuman suplai uang
Dalam hal ini telah diketahui bahwa tingkat bunga berhubungan dengan salah satu diantaranya, ketersediaan kredit dan suplai uang mempengaruhi ketersediaan tersebut. Artinya, jika angka suplai uang tidak diduga tinggi atau

rendah, maka pengumuman akan memicu penyesuaian pada tingkat bunga.

Secara ringkas bukti atas efisiensi pasar obligasi konsisten dengan ide bahwa pasar tersebut memiliki bentuk efisiensi kuat yang tinggi (meskipun tidak sempurna). Contohnya tes statistik mengenai harga masa lalu surat utang departemen keuangan menunjukkan bahwa pasar tersebut efisien. Tampak bahwa obligasi perusahaan merefleksikan informasi yang mengarah pada perubahan peringkat dan tingkat bunga berubah dengan cepat jika terdapat kejutan dalam pengumuman jumlah suplai uang.

Hal ini merupakan observasi yang sesuai dengan ide efisiensi. Namun, terdapat bukti yang menyebutkan bahwa beberapa para ahli kadang-kadang mampu meramalkan tingkat bunga. Tidak mengherankan bahwa meskipun sejumlah manajer obligasi memutuskan untuk mengikuti pendekatan pasif.

Informasi yang berupa pengumuman *bond rating* juga akan menimbulkan reaksi dari para pelaku pasar modal. Para pelaku pasar modal akan bereaksi pada saat pengumuman *bond rating* dan kecepatan reaksi akan dapat dilihat setelah pengumuman *bond rate* tersebut. Atas reaksi dari pelaku pasar modal, maka akan terdapatlah dalam penyesuaian harga saham dan perubahan terhadap pendapatan diluar keuntungan.

Abnormal return saham diasumsikan mengalami perubahan ketika ada informasi baru dan diserap oleh para pelaku pasar. Apabila para pemodal menggunakan informasi yang berupa pengumuman *bond rating* dalam kegiatannya, maka publikasi pengumuman *bond rating* akan memberikan perbedaan terhadap harga saham dan *abnormal return* saham apabila dibandingkan dengan hari-hari diluar pengumuman. Perbedaan ini disebabkan karena meningkatnya minat para pemodal untuk meningkatkan kepemilikannya atas saham perusahaan, akibat peningkatan *bond rating* perusahaan yang dikeluarkan oleh PT.PEFINDO.

Sebagian besar investor lembaga yang memilih obligasi memfokuskan usaha mereka untuk meramalkan perubahan tingkat bunga dan restrukturisasi portofolio untuk mengambil keuntungan dari gerakan yang diramalkan. Namun, penekanan yang diterapkan oleh pasar obligasi baik pada tingkat awal hutang dan berikutnya, berubah sedemikian rupa sehingga peringkat menunjukkan pandangan investor dengan pendekatan lain atas manajemen obligasi.

Para pelaku pasar modal biasanya memiliki preferensi yang berbeda-beda dalam menentukan periode tanggal jatuh tempo *bond*, ini berarti bahwa pasar modal akan tersegmentasi karena adanya perbedaan tersebut. Investor yang memilih *bond* dengan periode waktu jangka panjang, biasanya karena investor memang membutuhkan pengembalian dana beberapa tahun kedepan. Contohnya perusahaan asuransi, perusahaan asuransi akan

membayar kewajibannya kepada nasabah setelah beberapa tahun kedepan, jadi perusahaan asuransi memanfaatkan obligasi untuk menginvestasikan sejumlah dana pada saat ini, yang berasal dari pembayaran premi para nasabah. Hal yang sama juga berlaku untuk permintaan *bond* dalam jangka pendek. Mungkin terdapat perusahaan-perusahaan keuangan yang ingin menggunakan dana yang mereka miliki untuk jangka pendek. Karena itu selalu ada permintaan akan instrumen kredit untuk jangka pendek, ataupun untuk jangka panjang

13.2. STRATEGI PENGELOLAAN OBLIGASI

Dalam pengelolaan portofolio obligasi, terdapat tiga pendekatan, yaitu:

1. Strategi pengelolaan pasif

Seperti yang dibicarakan diatas strategi pasif dilakukan oleh investor karena percaya pasar obligasi adalah efisien. Sehingga harga obligasi sudah ditentukan dengan tepat. Sehingga investor percaya dengan efiseinnya pasar obligasi tidak akan mendapatkan *abnormal return*. Strategi yang termasuk pendekatan pasif dalam pengelolaan portofolio obligasi adalah:

a. Strategi beli dan simpan

Strategi beli dan simpan berarti investor tidak aktif melakukan perdagangan. Setelah obligasi tersebut dibeli investor menyimpannya, harapan investor adalah mendapatkan pendapatan tetap berupa bunga setiap periode dan menunggu

pembayaran harga obligasi pada saat obligasi tersebut jatuh tempo. Hal yang penting dilakukan oleh investor pada strategi beli dan simpan adalah memilih obligasi yang sesuai dengan kebutuhan investor.

b. Strategi mengikuti indeks pasar.

Strategi ini adalah mengikuti kinerja replikasi pasar. Investor pada strategi ini percaya pasar efisien sehingga return yang didapatkan adalah return rata-rata. Investor percaya dengan efisiennya pasar berarti harga obligasi yang ada sudah merupakan cerminan informasi yang tersedia sehingga tidak seorangpun yang bisa memperoleh *abnormal return*

2. Strategi imunisasi

Teknik imunisasi memungkinkan manajer portofolio obligasi agar mampu memastikan arus kas yang dijanjikan. Setelah portofolio dibentuk, portofolio tersebut 'kebal' dari dampak negatif yang berasosiasi dengan perubahan tingkat bunga pada masa depan. Strategi imunisasi merupakan strategi yang berusaha melindungi portofolio terhadap risiko tingkat bunga dengan cara saling meniadakan pengaruh komponen risiko tingkat bunga yaitu risiko harga (merupakan risiko yang berasal dari hubungan terbalik antara harga obligasi dengan tingkat bunga) dan risiko reinvestasi (risiko yang berasal dari ketidakpastian mengenai tingkat investasi terhadap pendapatan kupon yang akan diterima dimasa yang akan datang)

Variasi strategi imunitasi adalah:

- a. Strategi durasi. Durasi adalah ukuran rata-rata jatuh tempo dari arus pembayaran yang berasosiasi dengan obligasi. Durasi merupakan rata-rata tertimbang dari jangka waktu sampai sisa pembayaran dilakukan. Strategi durasi menyamakan durasinya dengan horizon investasi, dan tidak memperhatikan waktu maturitasnya.
- b. Strategi maturitas. Strategi maturitas akan berusaha menyamakan waktu maturitas dengan horizon investasi
- c. Strategi imunitasi kontingensi. Portofolio akan dimanajementi dengan aktif selama hasil yang baik diperoleh. Namun jika hasil yang tidak diinginkan terjadi, maka portofolio akan diimunitasi secepatnya.

3. Strategi aktif.

Pada strategi aktif investor menginginkan return yang lebih besar dengan pengelolaan risiko secara aktif dengan cara mengestimasi perubahan tingkat suku bunga dan mengidentifikasi saham yang tergolong *overvalue* atau *undervalue*. Strategi yang diterapkan oleh investor yang sudah mengetahui estimasi tingkat bunga adalah melakukan penyesuaian terhadap tingkat kupon dan maturitas obligasi tersebut. Untuk mengestimasi tingkat bunga investor dapat memperkirakan besarnya tingkat bunga yang akan

berlaku dengan cara melihat kemungkinan perkembangan kondisi ekonomi dan tingkat inflasi dimasa yang akan datang.

Selanjutnya untuk mengidentifikasi apakah saham yang tergolong *overvalue* atau *undervalue* dilakukan dengan mengidentifikasi adanya kesalahan harga pada suatu obligasi. Strategi pengelolaan aktif ini berusaha untuk meningkatkan return portofolio obligasi dengan cara mengidentifikasi adanya kesalahan penetapan harga pada suatu obligasi di pasar.

Perbedaan antara strategi pasif dan aktif adalah pada data yang diperlukan.

1. Pada strategi pasif, data yang diperlukan sudah diketahui pada saat melakukan analisis.
2. Sedangkan pada strategi aktif, data yang diperlukan belum diketahui dengan pasti karena sifatnya masih estimasi yaitu dengan cara mengestimasi perubahan tingkat bunga, dan mengidentifikasi adanya kesalahan harga pada suatu obligasi.

BAB 14

SAHAM DAN PENILAIAN

Beberapa sekuritas yang umumnya diperdagangkan di pasar modal antara lain adalah saham. Saham merupakan surat bukti bahwa kepemilikan atas aset-aset perusahaan yang menerbitkan saham. Dengan memiliki saham suatu perusahaan, maka investor akan mempunyai hak terhadap pendapatan dan kekayaan perusahaan, setelah dikurangi dengan pembayaran semua kewajiban perusahaan. Saham adalah hak atas sebagian dari suatu perusahaan, misalnya dalam suatu perusahaan terbatas atau suatu bukti penyertaan partisipasi dalam suatu perusahaan.

Dalam kepemilikan saham, investor akan menghadapi kemungkinan untung atau rugi. Investor akan mendapatkan keuntungan apabila saham perusahaan tersebut mengalami pertumbuhan yang baik dan memberikan dividen yang memuaskan. Jika tidak ada pembagian dividen, maka perusahaan akan memiliki keuntungan antara lain dari nilai saham yang akan meningkat dengan adanya atau keuntungan yang didapat dari hasil penjualan saham perusahaan atau *capital gains*.

Investasi saham berpeluang untuk mendapatkan keuntungan yang tinggi juga berpotensi risiko yang tinggi. Terdapat dua alasan utama investor melakukan analisis finansial. Pertama adalah usaha untuk menentukan karakteristik saham.

Kedua adalah usaha untuk mengidentifikasi saham yang *mispriced* (saham dengan harga yang tidak wajar). Melalui analisis fundamental, dapat diketahui saham yang *mispriced*. Dengan membandingkan nilai instrinsik saham dengan harga saham terkini, maka dapat diketahui apakah saham tergolong *overvalued*, *undervalued* atau wajar (*fair*).

Penentuan nilai instrinsik dapat dilakukan secara terperinci yaitu dengan menggunakan estimasi semua faktor utama yang mempengaruhi *return* sekuritas atau dengan mengalikan *EPS* dengan rasio harga pendapatan normal

14.1. PENGERTIAN SAHAM

Secara umum pengertian saham adalah tanda bukti atas kepemilikan suatu perusahaan. Apabila seseorang membeli suatu saham maka ia telah ikut memiliki perusahaan tersebut. Kepemilikan atas suatu perusahaan ditentukan atas besarnya nilai saham yang dibelinya. Kepemilikan ini terdapat dalam dua bentuk yaitu saham yang dikeluarkan atas nama pemiliknya dan saham yang tidak mencantumkan nama pemiliknya (saham atas unjuk). Saham adalah hak atas sebagian dari suatu perusahaan, misalnya saham dalam suatu perusahaan; atau suatu bukti penyertaan dalam modal.

Penerbitan saham dilakukan untuk mendapatkan dana yang dapat digunakan dalam jangka panjang. Saham merupakan sekuritas yang memberikan penghasilan yang tidak tetap bagi

pemilikinya. Pemilik saham akan menerima penghasilan dalam bentuk dividen sebagai balas jasa dan perubahan harga saham. Peningkatan harga saham dari harga beli, pemodal dikatakan memperoleh *capital gain*, apabila harga saham yang diperoleh semula lebih kecil dari harga pasar. Dikatakan memperoleh *capital loss* jika harga pasar saham lebih kecil dari harga perolehan. Pada dasarnya harga pasar saham dipengaruhi oleh profitabilitas di masa yang akan datang dan risiko yang ditanggung pemodal (investor).

14.2. JENIS-JENIS SAHAM

Di dalam praktek dikenal beberapa jenis saham yaitu:

1. Menurut cara peralihan haknya

a. Saham atas tunjuk (*bearer stock*)

Nama pemilik tidak dinyatakan dalam sertifikat sahamnya. Saham jenis ini digunakan untuk kemudahan dalam pengalihannya.

b. Saham atas nama (*registered stock*)

Nama pemilik dinyatakan dalam sertifikat saham. Nama-nama pemilik hanya dicatat dalam daftar nama pemegang saham di perusahaan. Pengalihannya harus melalui prosedur terlebih dahulu.

2. Menurut hak tagihan (*klaim*)

a. Saham preferen

Saham preferen merupakan saham yang mempunyai kombinasi karakteristik gabungan dari obligasi maupun saham

biasa, karena saham preferen memberikan pendapatan yang tetap seperti halnya obligasi, dan juga mendapatkan hak kepemilikan seperti pada saham biasa. Saham preferen adalah saham yang memberikan hak-hak istimewa kepada pemegangnya. Hak-hak istimewa pemegang saham istimewa dinyatakan dalam akte pendirian, yang biasanya meliputi hak untuk menerima pembagian aktiva yang dilikuidasi terlebih dahulu dan hak memperoleh dividen terlebih dahulu.

b. Saham biasa

Saham biasa adalah sekuritas yang menunjukkan bahwa pemegang saham biasa tersebut mempunyai hak kepemilikan atas aset-aset perusahaan. Saham biasa adalah saham yang menerima prioritas berikutnya setelah saham istimewa dalam pembagian dividen maupun aktiva dalam likuiditas perusahaan.

3. Menurut karakteristiknya

Sebagai objek investasi, berdasarkan karakteristik perusahaan yang mengeluarkannya, terbagi 4 jenis saham yaitu :

a. *Blue chips*

Blue chips merupakan saham perusahaan besar, mapan, stabil, dan *mature*. Perusahaan yang demikian biasanya adalah perusahaan yang menghasilkan produk penting dan berkualitas tinggi, posisi perusahaan adalah sebagai pemimpin dalam industri dan mampu bertahan dalam keadaan resesi.

b. Growth stock

Merupakan saham yang tumbuh dan berkembang lebih cepat dari trend ekonomi umumnya dari rata-rata industri. Perusahaan yang berada pada *growing* sektor pada umumnya ditandai dengan pemasaran yang agresif, berorientasi pada riset dan pengembangan, persentase laba yang diinvestasikan kembali tinggi, dividen yang rendah, serta PER tinggi.

c. Cyclical stock

Merupakan saham yang tingkat aktifitasnya dan tingkat keuntungannya berfluktuasi bersama siklus bisnis dan bersifat *cyclical*. Perusahaan semacam ini bergerak dalam bidang pertambangan, konstruksi, otomotif, dan elektronik.

d. Defensive stock

Merupakan saham dari perusahaan yang bertahan bahkan seringkali berada di atas rata-rata industri di masa resesi. Contohnya perusahaan yang bergerak di bidang *publik utility* yang di Indonesia biasanya BUMN.

14.3. PENILAIAN SAHAM

Investasi saham merupakan investasi yang memiliki risiko tinggi, ketika pemodal menghadapi kesempatan investasi yang berisiko, pilihan investasi tidak dapat hanya mengandalkan pada tingkat keuntungan yang diharapkan. Yang bisa dilakukan adalah

memperkirakan berapa keuntungan yang diharapkan dari investasinya, dan seberapa jauh kemungkinan hasil yang sebenarnya nanti akan menyimpang dari hasil yang diharapkan. Oleh karenanya, perlu diadakan penilaian dan analisis yang mendalam agar tidak terjadi kerugian dana berinvestasi.

Dalam penilaian saham dikenal adanya tiga jenis nilai, yaitu : nilai buku, nilai pasar, dan nilai intrinsik saham. Nilai buku merupakan nilai yang dihitung berdasarkan pembukuan perusahaan penerbit saham (*emiten*). Nilai pasar adalah nilai saham di pasar, yang ditunjukkan oleh harga saham tersebut di pasar. Sedangkan nilai intrinsik atau dikenal sebagai nilai teoritis adalah nilai saham yang sebenarnya atau yang seharusnya terjadi.

Investor berkepentingan untuk mengetahui ketiga nilai tersebut sebagai informasi penting dalam pengambilan keputusan investasi yang tepat. Dalam menjual atau membeli saham, investor akan membandingkan nilai intrinsik dengan nilai pasar saham bersangkutan. Jika nilai pasar suatu saham lebih tinggi dari nilai intrinsiknya, berarti saham tersebut tergolong mahal (*overvalue*). Dalam situasi seperti ini investor tersebut bisa mengambil keputusan untuk menjual saham tersebut. Sebaliknya jika nilai pasar saham di bawah nilai intrinsiknya, berarti saham tersebut tergolong murah (*undervalue*). Sehingga dalam situasi ini investor sebaiknya membeli saham tersebut. Jika nilai pasar sama dengan nilai intrinsiknya maka saham itu berada dalam *fair value*.

Dalam penilaian saham perlu dibedakan antara nilai (*Value*) dengan harga (*Price*). Yang dimaksud dengan nilai adalah nilai intrinsik suatu saham. Nilai ini mencerminkan fakta perusahaan seperti aktiva, pendapatan, dividen dan prospek perusahaan.. Sedangkan yang dimaksudkan dengan harga merupakan harga pasar (*market price*) yaitu harga saham yang berlaku dipasar saat itu.

Faktor utama yang menyebabkan harga pasar saham berubah adalah persepsi yang berbeda dari masing-masing investor, sesuai dengan informasi yang dimiliki. Persepsi tersebut biasanya muncul dari pandangan investor atas tingkat return.

Ada empat faktor yang mempengaruhi tingkat return yaitu :

1. Tingkat pengembalian tanpa risiko
2. Premi risiko, menunjukkan seberapa besar kerugian investor apabila ia menanamkan modalnya untuk pengembalian saham biasa.
3. Indeks beta, menunjukkan sensitifitas suatu saham terhadap keseluruhan pergerakan harga saham.
4. Tingkat pertumbuhan dividen.

Faktor-faktor yang mempengaruhi harga saham suatu perusahaan terbagi atas tiga bagian yaitu :

1. Faktor Fundamental, yang terdiri dari : kemampuan manajemen perusahaan, prospek pemasaran, perkembangan teknologi, kemampuan menghasilkan laba,

manfaat terhadap perekonomian nasional, kebijakan pemerintah, hak-hak investor.

2. Faktor Teknis, yang terdiri dari : perkembangan kurs, keadaan pasar, volume dan frekuensi transaksi, kekuatan pasar.
3. Faktor Lingkungan, yang terdiri dari : tingkat inflasi, kebijakan moneter, musim, neraca pembangunan dan APBN, kondisi ekonomi, serta keadaan politik.

Ada dua pendekatan dalam menganalisis pasar yakni analisis teknikal dan analisis fundamental.

1. Analisis Teknikal

Merupakan suatu teknik analisis yang menggunakan data mengenai pasar itu sendiri untuk berusaha mengakses permintaan dan penawaran untuk suatu saham secara keseluruhan. Analisis teknikal didasarkan pada data pasar yaitu harga dan volume perdagangan. Fokus analisis adalah ketepatan waktu, penekanannya hanya pada perubahan harga. Analisis teknikal berfokus pada faktor-faktor internal melalui analisis pergerakan di dalam pasar suatu saham. Para analisis teknikal cenderung lebih berkonsentrasi pada jangka pendek, karena teknik-teknik dalam analisis teknikal dirancang untuk mendeteksi pergerakan harga dalam jangka waktu yang pendek.

2. Analisis Fundamental

Pendekatan ini didasarkan atas anggapan bahwa setiap saham memiliki nilai intrinsik, nilai inilah yang diestimasi oleh investor. Hasil estimasi nilai intrinsik ini kemudian dibandingkan dengan harga pasar yang sekarang (*current market price*). Analisis fundamental mencoba memperkirakan harga saham dimasa yang akan datang dengan memperkirakan nilai faktor fundamental yang mempengaruhi harga saham di masa yang akan datang. Analisis fundamental menyatakan bahwa setiap investasi saham mempunyai landasan yang kuat yang disebut dengan nilai intrinsik yang dapat ditentukan melalui analisis yang sangat hati-hati terhadap kondisi perusahaan pada saat sekarang dan prospeknya di masa mendatang. Para analisis fundamental mencoba memperkirakan harga saham dimasa akan datang dengan cara:

- a. Mengestimasi nilai dari faktor fundamental yang mempengaruhi harga saham dimasa akan datang
- b. Menerapkan hubungan faktor-faktor tersebut sehingga diperoleh taksiran harga saham sekaligus keuntungan (*return* saham).

Untuk pendekatan fundamental dan teknikal selanjutnya, akan dibahas pada bab tersendiri.

14.4. PENENTUAN NILAI INTRINSIK SAHAM

Tidak seperti nilai pasar (yang bisa dilihat dari harga saham di pasar), nilai intrinsik suatu saham hanya bisa diperkirakan dengan pendekatan tertentu. Pendekatan berbasis analisis fundamental yang bisa dilakukan adalah dengan:

1. Pendekatan nilai sekarang (*present value*)
2. Pendekatan *Price Earning Ratio*
3. *Economic Value Added*

14.4.1. PENDEKATAN NILAI SEKARANG

Dalam pendekatan ini, perhitungan nilai saham dilakukan dengan menghitung nilai sekarang (*present value*) semua aliran kas saham yang diharapkan di masa datang dengan tingkat diskonto sebesar tingkat return yang disyaratkan investor. Aliran kas yang bisa dipakai dalam penilaian saham dengan pendekatan nilai sekarang adalah *earning* perusahaan, atau berupa *earning* yang dibagikan dalam bentuk dividen.

A. DIVIDEN SEBAGAI DASAR NILAI SAHAM

Dividen merupakan pembayaran laba perusahaan kepada pemegang sahamnya. Dividen merupakan pembagian kekayaan perusahaan kepada pemegang saham yang jumlahnya proporsional dengan jumlah saham yang dimiliki. Pada umumnya dividen dibagikan secara teratur dalam interval waktu yang tepat, misalnya 1 tahun. Dividen adalah laba yang diperoleh oleh perusahaan yang

dibagikan kepada pemegang saham. Kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa datang.

Apabila perusahaan memilih untuk membagikan laba sebagai dividen, maka akan mengurangi laba yang ditahan dan selanjutnya mengurangi total sumber dana *intern* dan *internal financing*. Beberapa faktor penting yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah kesempatan investasi yang tersedia, ketersediaan dan biaya modal alternatif, dan preferensi pemegang saham untuk menerima pendapatan saat ini atau menerimanya di masa datang. Faktor-faktor yang terjadi dan harus dianalisis dalam kaitannya dengan kebijakan dividen adalah sebagai berikut :

1. Kebutuhan dana perusahaan

Dalam pembicaraan sebelumnya kebijakan dividen menganggap bahwa kebijakan dividen yang diambil telah memperhatikan kebutuhan dana termasuk investasi yang *profitable*. Dengan anggapan semacam ini, kebijakan dividen yang ditempuh hanya mempertimbangkan kelebihan dana di masa datang.

2. Likuiditas

Likuiditas perusahaan merupakan pertimbangan utama dalam banyak kebijakan dividen. Karena dividen bagi perusahaan merupakan kas keluar, maka semakin besar posisi kas dan

likuiditas perusahaan secara keseluruhan akan semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan dan *profitable* akan memerlukan dana yang cukup besar guna membiayai investasinya, oleh karena itu mungkin akan kurang likuid karena dana yang diperoleh lebih banyak diinvestasikan pada aktiva tetap dan aktiva lancar yang permanen.

3. Kemampuan meminjam

Posisi likuiditas perusahaan dapat diatasi dengan kemampuan perusahaan untuk meminjam dalam jangka pendek. Kemampuan meminjam dalam jangka pendek tersebut akan meningkatkan fleksibilitas likuiditas perusahaan. Selain itu fleksibilitas perusahaan juga dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan untuk bergerak di pasar modal dengan mengeluarkan *obligasi*. Perusahaan yang semakin besar dan sudah *establish* akan memiliki akses yang lebih baik di pasar modal. Kemampuan meminjam yang lebih besar, fleksibilitas yang lebih besar akan memperbesar kemampuan membayar dividen.

4. Keadaan pemegang saham

Jika perusahaan itu kepemilikan sahamnya relatif tertutup, manajemen biasanya mengetahui dividen yang diharapkan oleh pemegang saham dan dapat bertindak dengan tepat. Untuk perusahaan yang jumlah pemegang sahamnya besar hanya dapat

menilai dividen yang diharapkan pemegang saham dalam konteks pasar.

5. Stabilitas dividen

Stabilitas disini dalam arti tetap memperhatikan tingkat pertumbuhan perusahaan. Apabila faktor lain sama, saham yang memberikan dividen yang stabil selama periode tertentu akan mempunyai harga yang lebih tinggi daripada saham yang membayar dividennya dalam persentase yang tetap terhadap laba.

Bagi investor pembayaran dividen yang stabil merupakan indikator prospek perusahaan yang stabil pula dengan demikian risiko perusahaan juga relatif lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang membayar dividen tidak stabil. Perlu diingat bahwa pembayaran dividen yang semakin besar akan mengurangi kemampuan perusahaan untuk melakukan investasi sehingga akan menurunkan tingkat pertumbuhan perusahaan dan selanjutnya akan menurunkan harga saham.

B. MODEL DISKONTO DIVIDEN

Model diskonto dividen merupakan model untuk mengestimasi harga saham dengan mendiskontokan semua aliran dividen yang akan diterima dimasa datang. Secara matematis, model ini bisa ditulis sebagai berikut:

$$\hat{P}_0 = \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+k)^\infty}$$

$$\hat{P}_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

Keterangan:

\hat{P}_0

= Nilai intrinsik saham dengan model diskonto dividen

D1, D2 dan seterusnya = Dividen yang akan diterima

k = Tingkat return yang disyaratkan

Contoh soal

Seorang investor akan menerima dividen diakhir tahun 1, 2, 3, 4, dan 5 masing-masing sebesar \$ 1000, \$ 1200, \$ 1500, \$ 1800, dan \$ 2000. Tingkat bunga yang disyaratkan investor adalah 15%.

Berapakah nilai intinsik saham?

Penyelesaian

Diketahui : D1 = \$ 1000

D2 = \$ 1200

D3 = \$ 1500

D4 = \$ 1800

D5 = \$ 2000

Ditanya : \hat{P}_0

Jawaban

$$\hat{P}_0 = \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+k)^\infty}$$

$$\hat{P}_0 = (1000 \times 0,870) + (1200 \times 0,756) + (1500 \times 0,658) + (1800 \times 0,572) + (2000 \times 0,497)$$

$$\hat{P}_0 = \$4787,8$$

$$\hat{P}_0 = \frac{1000}{(1+0,15)} + \frac{1200}{(1+0,15)^2} + \frac{1500}{(1+0,15)^3} + \frac{1800}{(1+0,15)^4} + \frac{2000}{(1+0,15)^5}$$

Ada tiga macam pertumbuhan dividen yang biasanya dipakai yaitu:

1. Model pertumbuhan nol (*zero growth model*)
2. Model pertumbuhan konstan (*constant growth model*)
3. Model pertumbuhan tidak konstan/ganda (*supernormal growth model*)

1. Model Pertumbuhan Nol

Model ini berasumsi bahwa dividen yang dibayarkan perusahaan tidak akan mengalami pertumbuhan (tetap dari waktu ke waktu). Sebuah saham yang membayarkan dividen yang tetap jumlahnya setiap periode dinamakan perpetuitas. Formula untuk menilai saham dengan model ini adalah sebagai berikut:

$$\hat{P}_0 = \frac{D_0}{k}$$

Contoh soal

Suatu perusahaan membayarkan dividen yang sama setiap tahun sebesar Rp 75, Tingkat return yang disyaratkan oleh investor adalah sebesar 5%. Berapakah harga saham perusahaan tersebut?

Penyelesaian

Diketahui : $D_0 = \text{Rp } 75$
 $k = 5\% = 0,05$

Ditanya : \hat{P}_0

Jawaban

$$\hat{P}_0 = \frac{D_0}{k}$$

$$\hat{P}_0 = \frac{75}{0,05}$$

$$\hat{P}_0 = \text{Rp } 1500$$

2. Model Pertumbuhan Konstan

Model pertumbuhan konstan dipakai untuk menentukan nilai saham yang pembayaran dividennya mengalami pertumbuhan secara konstan selama waktu tak terbatas. Laba dan dividen perusahaan diharapkan meningkat dari waktu ke waktu. Persamaan model pertumbuhan konstan ini bisa dituliskan sebagai berikut:

$$\hat{P}_0 = \frac{D_0 (1+g)}{(1+k)} + \frac{D_0 (1+g)^2}{(1+k)^2} + \frac{D_0 (1+g)^3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{D_0 (1+g)^\infty}{(1+k)^\infty}$$

$$\hat{P}_0 = \frac{D_1}{k - g}$$

Contoh soal

Seorang investor akan melakukan investasi pada saham ABC yang memberikan dividen sebesar Rp 400/lembar. Dividen tersebut mempunyai laju pertumbuhan sebesar 6% pertahun. Tingkat return yang disyaratkan oleh investor adalah 11%. Berapakah harga saham ABC tersebut?

Penyelesaian

Diketahui : $D_1 = \text{Rp } 400$
 $g = 6\% = 0,06$
 $k = 11\% = 0,11$

Ditanya : \hat{P}_0

Jawaban

$$\hat{P}_0 = \frac{D_1}{k - g}$$

$$\hat{P}_0 = \text{Rp } 8000$$

3. Model Pertumbuhan Tidak Konstan/Ganda

$$\hat{P}_0 = \frac{400}{0,11 - 0,06}$$

Model ini sesuai untuk menilai saham perusahaan yang mempunyai karakteristik pertumbuhan yang sangat tinggi di tahun-tahun awal, sehingga bisa membayarkan dividen dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi. Setelah pertumbuhan dividen yang sangat tinggi tersebut, perusahaan hanya membayarkan dividen pada tingkat yang lebih rendah, tapi konstan hingga waktu tak terbatas. Contohnya perusahaan perangkat lunak *computer Microsoft* yang mengalami pertumbuhan supernormal pada awal siklus lalu setelah itu pada tahun-tahun berikutnya mengalami pertumbuhan normal. Tahap-tahap perhitungan yang harus dilakukan untuk model ini adalah:

1. Menghitung nilai sekarang dari dividen selama pertumbuhan supernormal
2. Menghitung nilai sekarang dari semua aliran dividen selama periode pertumbuhan konstan
3. Tambahkan dua komponen tersebut untuk mencari nilai intrinsik saham

Formulanya adalah sebagai berikut:

$$\hat{P}_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_0 (1 + g_t)^t}{(1 + k)^t} + \frac{Dn(1 + g_c)^n}{k - g_c} \times \frac{1}{(1 + k)^c}$$

Keterangan \hat{P}_0 = nilai intrinsik saham dengan pertumbuhan tidak konstan D_0 = Dividen saat ini k = Tingkat return yang disyaratkan g_t = Pertumbuhan supernormal g_c = Pertumbuhan konstan n = Tahun pertumbuhan supernormal**Contoh soal**

Manajemen sebuah Perusahaan Multinasional baru-baru ini membagikan dividen kepada investor sebesar Rp 200,- per lembar saham. Jika tingkat pengembalian yang disyaratkan investor adalah 12%, Pertumbuhan dividen untuk 5 tahun pertama sebesar 20%, dan selanjutnya tingkat pertumbuhan dividen konstan sebesar 8%. Tentukanlah berapa harga saham tersebut.

PenyelesaianDiketahui : $D_0 = \text{Rp } 200$ $k = 12\%$ $g_t = 20\% = 0,2$ $g_c = 8\%$ $n = 5$ Ditanya : \hat{P}_0

Jawaban

$$\hat{P}_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_0 (1 + g_t)^t}{(1 + k)^t} + \frac{Dn(1 + g_c)^n}{k - g_c} \times \frac{1}{(1 + k)^n}$$

Menghitung dividen supernormal

$$\hat{P}_0 = \sum_{t=1}^5 \frac{200 (1 + 0,2)^t}{(1 + 0,12)^t}$$

$$\hat{P}_0 = \sum_{t=1}^5 \frac{200 (1 + 0,2)^1}{(1 + 0,12)^1} + \frac{200 (1 + 0,2)^2}{(1 + 0,12)^2} + \frac{200 (1 + 0,2)^3}{(1 + 0,12)^3} + \frac{200 (1 + 0,2)^4}{(1 + 0,12)^4} + \frac{200 (1 + 0,2)^5}{(1 + 0,12)^5}$$

$$\hat{P}_0 = (240 \times 0,892) + (288 \times 0,797) + (345,6 \times 0,711) + (414,72 \times 0,635) + (497,664 \times 0,567)$$

$$\hat{P}_0 = \text{Rp } 1234,86$$

Menghitung dividen normal/pertumbuhan konstan

$$\hat{P}_0 = \frac{D_5(1 + g_c)^n}{k - g_c} \times \frac{1}{(1 + k)^5}$$

$$\hat{P}_0 = \frac{497,664(1 + 0,08)^5}{0,12 - 0,08} \times \frac{1}{(1 + 0,12)^5}$$

$$\hat{P}_0 = \frac{497,664 \times 1,469}{0,04} \times 0,567$$

$$\hat{P}_0 = 18276,7104 \times 0,567$$

$$\hat{P}_0 = 10.362,895$$

Menambahkan kedua aliran untuk menghitung nilai intrinsik

Nilai intrinsik atau harga saham

$$\hat{P}_0 = \text{Rp } 1234,86 + 10.362,895$$

$$\hat{P}_0 = \text{Rp } 11.597,755$$

14.4.2. PENDEKATAN PER

Dalam pendekatan *Price Earning Ratio (PER)* atau disebut juga pendekatan *multiplier*, investor akan menghitung berapa kali nilai *earning* yang tercermin dalam harga suatu saham. Dengan kata lain, *PER* menggambarkan rasio atau perbandingan antara harga terhadap *earning* perusahaan. Secara teoritis pendekatan *PER* lebih populer digunakan oleh para analis dibanding pendekatan diskonto *dividen*. Akan tetapi penilaian tersebut masih berpotensi mengandung kesalahan karena apa yang kita lakukan dalam penilaian saham hanyalah merupakan *estimasi* tentang sesuatu yang akan terjadi di masa datang.

Variabel-variabel yang mempengaruhi *PER* atau disebut juga sebagai faktor-faktor *multiplier earning* adalah:

1. Rasio pembayaran *dividen*.
2. Tingkat *return* yang diisyaratkan investor dari saham yang bersangkutan.
3. Tingkat pertumbuhan *dividen* yang diharapkan dari saham tersebut.

PER merupakan gambaran kinerja dari saham yang dimiliki perusahaan yang dihubungkan dengan kinerja konvensional yaitu kinerja profitabilitas. Investor akan membeli saham perusahaan dengan *PER* yang kecil karena *PER* yang kecil

menggambarkan laba bersih saham yang cukup tinggi dan harga saham yang rendah sehingga mengakibatkan return saham yang dihasilkan menjadi meningkat.

Formula yang dipakai dalam pendekatan ini:

$$\text{PER} = \frac{\text{Harga saham}}{\text{Earning per lembar saham}}$$

Contoh soal

Berpakah *price earning ratio* jika suatu perusahaan memperoleh *earning* sebesar Rp 70 juta dengan jumlah lembar saham yang beredar dimasyarakat saat ini adalah 70 ribu. Diketahui harga saham perusahaan tersebut adalah Rp 5000 perlembar saham.

Penyelesaian

Diketahui :

Earning = Rp 70 juta

Jumlah lembar saham yang beredar = 70 ribu lembar

Harga saham perlembar = Rp 5000

Ditanya : PER?

Jawaban

$$\text{PER} = \frac{\text{Harga saham}}{\text{Earning per lembar saham}}$$

Untuk mencari *earning* perlembar saham adalah jumlah *earning* perusahaan dibagi dengan jumlah saham yang beredar =

$$\frac{\text{Rp 70 juta}}{70 \text{ ribu lembar}} = \text{Rp 1000 perlembar}$$

$$\text{PER} = \frac{\text{Rp } 5000}{\text{Rp } 1000}$$

$$\text{PER} = 5 \text{ kali}$$

Artinya untuk memperoleh satu rupiah dari earning perusahaan tersebut maka investor harus membayar sebesar lima rupiah.

14.4.3. *ECONOMIC VALUE ADDED (EVA)*

EVA adalah suatu pendekatan yang untuk dapat menciptakan laba ekonomis dan merupakan konsep yang sudah menjadi topik pemikiran ekonomi selama beberapa tahun ini. EVA adalah keuntungan (kerugian) yang didapat setelah mengurangi laba operasi setelah pajak dengan biaya modal dimana seluruh ekuitas modal dan kewajiban termasuk didalamnya.

Sebagai penilai saham EVA adalah keuntungan (kerugian) yang didapat setelah mengurangi laba operasi setelah pajak dengan biaya modal dimana seluruh ekuitas modal dan kewajiban termasuk didalamnya.

Sebagai pengukur kinerja perusahaan, EVA juga mempertimbangkan tingkat risiko perusahaan. Jika EVA positif, berarti perusahaan menambah kekayaan (modal), sebaliknya jika EVA negatif berarti perusahaan mengurangi kekayaan (modal). Jika nilai EVA sama dengan 0 berarti perusahaan berada pada titik

impas dan tidak menciptakan tambahan nilai bagi perusahaan dan pemegang saham. Jika nilai EVA sama dengan 0 berarti perusahaan berada pada titik impas dan tidak menciptakan tambahan nilai bagi perusahaan dan pemegang saham.

Konsep EVA menghitung seberapa besar perusahaan mampu meningkatkan kekayaan pemegang sahamnya, yaitu dengan cara mengurangi laba perusahaan dengan biaya modalnya. Biaya modal adalah biaya kesempatan yang mencerminkan pengembalian yang diharapkan investor dari investasi lain dengan risiko yang serupa.

Pemberian tingkat pengembalian yang tidak sesuai dengan harapan para investor akan berdampak buruk terhadap perusahaan, karena investor tidak akan bersedia lagi menanamkan modalnya pada perusahaan yang bersangkutan. Oleh karena itu manajemen harus mampu bertindak sebagai seorang agen bagi investor dalam menyeleksi proyek investasi modal yang mana para investor akan memperoleh tingkat pengembalian yang sesuai dengan harapan. Sebab jika harapan para investor terwujud, berarti mereka tidak merasa dirugikan oleh perusahaan. Dalam hal ini dapat meningkatkan rasa kepercayaan mereka terhadap perusahaan tersebut, sehingga pada akhirnya mereka akan terus menanamkan modalnya pada perusahaan. Biaya setiap komponen modal perusahaan yaitu hutang dan saham adalah return yang harus ditawarkan pada investor agar mereka mau menanamkan modalnya dalam perusahaan.

BAB 15

MANAJEMEN PORTOFOLIO SAHAM

15.1. KEBIJAKAN HARGA SAHAM

Harga saham perusahaan merupakan cerminan nilai perusahaan. Untuk itu dalam mengambil kebijaksanaan dalam membeli saham, para pelaku pasar modal harus memperhatikan faktor-faktor yang berpengaruh dalam menentukan nilai perusahaan. Faktor-faktor tersebut antara lain:

1. Potensi laba dimasa yang akan datang, potensi laba tercermin pada proyeksi kondisi keuangan perusahaan. Jika proyeksi laba menunjukkan laba yang besar maka investor akan bersedia membayar dengan harga yang lebih tinggi dengan harapan akan memperoleh return berupa dividen dan *capital gain*.
2. Nilai bersih aktiva, Jika nilai aktiva bersih perusahaan meningkat maka mengindikasikan perusahaan tersebut mempunyai kinerja yang baik. Investor akan menginvestasikan dananya pada perusahaan yang mempunyai kinerja yang baik, yang stabil dalam membagikan dividen kepada investor.
3. Kemampuan membayar dividen, kemampuan membayar dividen oleh perusahaan terkait dengan kebijakan dividen

yang dilakukan oleh perusahaan. Apakah laba yang didapat akan dibagikan sebagai dividen bagi pemegang saham atau ditahan sebagai laba ditahan untuk kegunaan ekspansi perusahaan. Perusahaan yang membayarkan dividennya secara teratur akan menarik investor untuk melakukan investasi pada perusahaan tersebut.

4. Perbandingan harga saham/kinerja saham, investor dalam memilih saham yang akan diinvestasikannya perlu membandingkan kinerja suatu saham dengan saham lain. Apakah perusahaan yang dipilihnya untuk investasi itu mempunyai nilai perusahaan yang baik atau tidak yang ditunjukkan oleh harga saham.

15.2 STRATEGI MENCAPAI RETURN

Dalam melakukan investasi pada saham strategi yang dapat ditetapkan oleh investor untuk mencapai return yaitu:

1. Mengumpulkan beberapa jenis saham dalam satu portofolio, strategi ini akan memperkecil risiko investasi. Karena dengan melakukan portofolio berarti sudah mendiversifikasikan dan membagi-bagi risiko pada berbagai jenis saham.
2. Lakukanlah pembelian di pasar perdana, karena umumnya harga saham yang ditawarkan pertama kalinya umumnya berada pada harga *underpricing* atau murah. Emisi saham

perdana merupakan penawaran saham yang pertama kali (*IPO/Initial Public Offering*) dilakukan oleh perusahaan yang memerlukan modal. *Underpricing* merupakan indikasi penetapan harga yang terlalu rendah pada emisi saham perdana pada saat pertama kali diperdagangkan. Jadi jika investor membeli dengan harga murah dipasar perdana, maka ia dapat melakukan penjualan di pasar perdana dengan harga yang lebih, sehingga investor akan memperoleh *capital gain*.

3. Strategi beli dan simpan

Strategi beli dan simpan dapat digunakan apabila investor mempunyai keyakinan berdasarkan analisis bahwa perusahaan yang bersangkutan memiliki prospek untuk berkembang dengan baik sehingga saham diharapkan akan mengalami kenaikan yang besar. Keuntungan yang didapatkan dari strategi beli dan simpan adalah *capital gain* dan dividen.

4. Strategi beli, simpan/ tahan, dan jual

Hal yang diminati oleh investor adalah bagaimana membuat keputusan menjual (*sell*), membeli (*buy*) atau menahan (*hold*) saham tersebut. Umumnya jika harga saham *undervalue* (murah) maka investor akan melakukan pembelian saham. Jika saham tersebut *overvalue* (mahal) maka investor akan melakukan penjualan saham. Tetap

menahan diri ketika harga tidak jelas rendah ataupun tinggi.

5. Strategi berpindah dari satu saham ke saham lain
Strategi ini cenderung bersifat spekulatif. Investor akan cepat-cepat melepaskan sahamnya jika diperkirakan harga turun dan segera membeli saham yang diperkirakan harganya akan naik. Tujuan strategi ini adalah memanfaatkan peluang kemungkinan naiknya harga saham dengan harapan akan memperoleh *capital gain*.
6. Konsentrasi pada industri tertentu cocok untuk investor yang benar-benar mengetahui seluk beluk suatu industri sehingga mengetahui perkembangan prospeknya dimasa yang akan datang.

15.3. STRATEGI PORTOFOLIO SAHAM

15.3.1. Strategi Pasif

Strategi pasif biasanya meliputi tindakan investor yang cenderung pasif dalam berinvestasi pada saham dan hanya mendasarkan pergerakan sahamnya pada pergerakan indeks pasar. Strategi pasif didasari oleh adanya hipotesis pasar efisien (*no one can beat the market*). Investor percaya jika pasar dalam keadaan efisien maka tidak seorang pelaku pasar modalpun yang dapat memperoleh *abnormal return*. Investor percaya bahwa return yang ia dapat adalah sesuai dengan return pasar. Investor tidak akan

berusaha untuk secara aktif melakukan tindakan perdagangan saham yang bisa memberikan *abnormal return*.

Investor akan membentuk portofolio saham yang merupakan replikasi kinerja indeks pasar. Tujuan strategi pasif adalah untuk mengikuti kinerja indeks pasar sedekat mungkin. Walaupun strategi ini pasif bukan berarti investor hanya tinggal diam saja jika saham yang ia investasikan mengalami penurunan. Investor tersebut akan tetap berusaha agar portofolio dapat menghasilkan tingkat return yang sewajarnya. Investor perlu melakukan penyesuaian terhadap komposisi portofolio sahamnya jika diperlukan. Strategi portofolio saham yang umumnya dilakukan dalam strategi pasif adalah:

1. Strategi beli dan simpan (*buy and hold*)

Pada strategi beli dan simpan ini si investor akan membeli sejumlah saham tertentu dan menyimpannya untuk waktu tertentu. Jika harga sahamnya murah maka investor akan membeli saham tersebut dan menahannya sampai harga saham tersebut naik, baru dilepas untuk dijual. Selain itu tujuan strategi pasif adalah untuk menghindari biaya transaksi dan biaya tambahan lainnya yang terlalu tinggi.

2. Strategi mengikuti indeks pasar

Investor berusaha untuk berinvestasi pada kumpulan saham-saham yang merupakan replikasi indeks pasar. Strategi ini bisa diterapkan misalnya dengan berinvestasi pada reksa dana. Dengan berinvestasi pada reksa dana investor akan

memperoleh return yang sudah dikelola oleh manajer investasi. Manfaat berinvestasi pada reksa dana adalah biaya transaksi, biaya pencarian informasi, dan komisi konsultasi analis menjadi lebih rendah.

15.3.2. Strategi Aktif

Pada strategi aktif investor akan secara aktif mencari informasi tentang suatu saham dan memanfaatkan informasi tersebut untuk memperoleh *abnormal return*. Kalau perlu investor akan menyewa seorang konsultan atau analisis pasar modal untuk memperoleh informasi lebih. Strategi aktif meliputi tindakan investor secara aktif dalam melakukan pemilihan dan jual beli saham, mencari informasi, mengikuti waktu dan pergerakan harga saham serta berbagai tindakan aktif lainnya untuk menghasilkan *abnormal return*.

Strategi aktif ini dilakukan oleh investor dengan tujuan untuk mencari keuntungan yang lebih tinggi dari biaya yang harus ditanggung. Strategi ini bisa dilakukan dengan secara aktif mencari dan membentuk portofolio saham yang bisa memberikan return yang melebihi return yang bisa diperoleh apabila dibandingkan dengan melakukan dengan strategi pasif. Investor secara aktif mencari informasi-informasi, meningkatkan kemampuan analisis sahamnya.

Dalam melakukan pemilihan saham pada strategi aktif investor secara aktif menganalisis dan memilih saham-saham

terbaik, dan dimasukkan dalam portofolio saham, sehingga investor bisa memperoleh manfaat pengurangan risiko tanpa mengurangi return. Di samping itu, investor juga bisa secara aktif membeli saham-saham yang *undervalue* dan menjual saham-saham yang *overvalue*, untuk dengan harapan untuk memperoleh *capital gain*.

Selanjutnya strategi aktif bisa juga dilakukan dengan rotasi sektor. Pada strategi ini investor bisa melakukan investasi pada saham-saham perusahaan yang bergerak pada sektor tertentu untuk mengantisipasi perubahan siklus ekonomi di kemudian hari. Investor bisa melakukan modifikasi atau perubahan terhadap bobot portofolio saham-saham pada sektor industri yang berbeda-beda, untuk mengantisipasi perubahan siklus ekonomi, pertumbuhan dan nilai saham perusahaan.

Selain itu strategi aktif bisa dilakukan dengan momentum harga. Pada strategi ini investor akan melihat pada waktu-waktu (momentum) tertentu harga pasar saham akan merefleksikan pergerakan *earning* ataupun pertumbuhan perusahaan. Investor akan mencari momentum atau waktu yang tepat, pada saat perubahan harga yang terjadi bisa memberikan keuntungan bagi investor melalui tindakan menjual atau membeli saham. Waktu yang tepat membeli saham adalah ketika harganya murah dan waktu yang tepat untuk menjualnya adalah ketika harga saham mahal. Teknik untuk mencari momentum yang tepat dalam portofolio saham adalah membuat peta (*chart*) pergerakan harga

saham selama beberapa waktu untuk meramalkan apa yang akan terjadi pada harga saham tersebut di kemudian hari. Teknik lainnya adalah teknik kuantitatif dengan penggunaan teknologi komputer untuk menentukan waktu yang paling tepat untuk membeli atau menjual saham.

Secara teoritis sebenarnya makin efisien suatu pasar (*high level of market efficiency*) akan sulit mendapatkan keuntungan dari adanya berita baru. Hal tersebut karena banyaknya pelaku pasar modal di pasar modal sehingga walaupun terjadi perubahan harga saham tidak akan terlalu signifikan. Strategi yang akan dijalankan oleh manajer investasi di pasar yang efisien lebih banyak membentuk suatu portofolio yang memiliki investasi yang risikonya rendah namun memiliki tingkat hasil yang lebih tinggi. Penjualan dan pembelian saham oleh manajer investasi sangat sedikit (mengikuti *passive investment strategy*). Namun dalam pasar yang tidak efisien manajer investasi harus secara rutin melihat perkembangan berita-berita yang berkenaan dengan saham karena dimungkinkannya mendapatkan keuntungan yang cukup besar dari perubahan harga saham dari setiap informasi baru (mengikuti *active investment strategy*).

BAB 16

ANALISIS FUNDAMENTAL

Analisis fundamental adalah salah satu analisis perusahaan yang memfokuskan kajian terhadap berbagai indikator ekonomi yang berada diluar perusahaan dan berhubungan dengan aktifitas perusahaan didalam proses pencarian dana yang dilakukan dengan menerbitkan saham atau surat berharga lainnya. Analisis fundamental sangat berhubungan terhadap kelengkapan informasi yang berasal dari dalam perusahaan yang sangat dibutuhkan investor didalam berinvestasi. Analisis fundamental adalah salah satu analisis yang dilakukan dari atas kebawah atau secara *top down*. Analisis ini merupakan analisis yang ditujukan untuk menilai kinerja saham yang diterbitkan perusahaan. Selain itu analisis fundamental dapat dijadikan solusi bagi investor untuk mengetahui prospek keuntungan atau return yang akan mereka terima pada masa yang akan datang. Analisis secara fundamental tidak terlepas dari kinerja yang dihasilkan perusahaan secara konvensional. Secara umum analisis fundamental dapat diukur dengan berbagai informasi yang tersedia dalam laporan arus kas yang dibuat perusahaan dan kemudian dilampirkan kedalam laporan keuangan.

Dalam analisis fundamental, yang dijadikan dasar perkiraan harga (*intrinsic value*) adalah faktor-faktor fundamental

seperti laporan keuangan, informasi penting lain yang sewaktu-waktu harus diumumkan perusahaan publik dan perkembangan ekonomi makro, mau pun berita dalam bidang-bidang lain seperti politik, sosial, dan sebagainya. yang dianggap perlu, semuanya selama paling tidak dua tahun terakhir.

Analisis fundamental didasarkan atas anggapan bahwa setiap saham memiliki nilai instrinsik, nilai inilah yang diestimasi oleh investor. Hasil estimasi nilai instrinsik ini kemudian dibandingkan dengan harga pasar yang sekarang (*current market price*). Analisis fundamental memperkirakan harga saham dimasa yang akan datang dengan memperkiran nilai faktor fundamental yang mempengaruhi harga saham di masa yang akan datang. Analisis dari atas kebawah meliputi:

1. Analisis variabel-variabel ekonomi makro yang mempengaruhi kinerja seluruh perusahaan.
2. Analisis industri-industri pilihan yang berprospek paling baik.
3. Analisis perusahaan dan penentuan saham perusahaan mana yang terbaik.

16.1. ANALISIS EKONOMI MAKRO

Analisis ini penting karena adanya kecenderungan hubungan yang kuat antara apa yang terjadi pada lingkungan ekonomi makro dan kinerja suatu pasar modal. Pasar modal mencerminkan apa yang terjadi pada perekonomian makro

Kinerja pasar modal akan bereaksi lebih dahulu terhadap perubahan-perubahan ekonomi makro yang akan terjadi seperti perubahan tingkat bunga, inflasi, ataupun jumlah uang beredar. Beberapa variabel ekonomi makro yang bisa berpengaruh terhadap kinerja dan prospek perusahaan misalnya adalah:

1. Produk Domestik Bruto (PDB).
2. Tingkat Pengangguran.
3. Tingkat Bunga.
4. Nilai dolar
5. Tingkat pertumbuhan ekonomi
6. Harga BBM
7. Tingkat pengangguran
8. Indeks kepercayaan konsumen
9. Tingkat inflasi
10. *Country Risk*
11. Peringkat negara-negara tujuan investasi
(*Competitiveness Rating*)
12. Peringkat negara-negara yang korupsinya paling tinggi
13. Turun naiknya indeks di negara lain (terutama *Indeks Dow Jones*)

Dalam prakteknya ketika mengenai suatu indikator dikeluarkan dapat pula terjadi bahwa indeks harga saham telah melakukan koreksi terlebih dahulu, karena investor sudah memiliki informasi tentang pengumuman tersebut. Walaupun pengaruh dari

berita makro ekonomi mempengaruhi keseluruhan saham yang ada di bursa namun pengaruhnya terhadap industri akan berbeda antara satu jenis industri dengan jenis industri lainnya. Berita tentang tingkat pertumbuhan ekonomi yang rendah akan lebih sensitif terhadap pergerakan saham-saham perusahaan konstruksi dibandingkan saham-saham perusahaan manufaktur. Selain itu, berita-berita makro ekonomi dapat pula hanya mempengaruhi beberapa jenis saham tertentu, misalnya nilai dolar.

Berita mengenai makro ekonomi umumnya merupakan faktor yang akan mempengaruhi keseluruhan saham yang dijual di bursa. Berita mengenai makro ekonomi suatu negara biasanya diumumkan oleh pemerintah, lembaga swadaya masyarakat ataupun lembaga internasional yang dapat mempengaruhi bursa.

Selanjutnya untuk membuat keputusan investasi, kemampuan untuk mengetahui perubahan apa yang sedang terjadi di pasar modal belumlah cukup bagi investor. Investor memerlukan kemampuan untuk meramalkan apa yang mungkin terjadi di kemudian hari pada pasar modal, dan apa kira-kira dampaknya bagi keputusan investasi yang akan diambil. Peramalan perubahan pasar modal bisa dilakukan dengan berbasis pada data-data perubahan siklus ekonomi dan perubahan variabel-variabel ekonomi makro.

16.2. ANALISIS INDUSTRI

Analisis industri merupakan tahap kedua dalam analisis fundamental secara *top-down approach*. Dalam analisis industri,

investor mencoba membandingkan kinerja dari berbagai industri, untuk bisa mengetahui jenis industri apa saja yang memberikan prospek paling baik ataupun sebaliknya. Selanjutnya, berdasarkan hasil analisis industri tersebut, investor akan menggunakan informasi tersebut sebagai masukan untuk mempertimbangkan saham-saham dari kelompok industri mana sajakah yang akan dimasukkan dalam portofolio. Informasi mengenai industri berkaitan dengan industri dari perusahaan secara keseluruhan. Informasi atau berita-berita yang diprediksikan akan mempengaruhi *demand* terhadap barang tersebut. Sebagai contoh adalah:

1. Berita mengenai regulasi terhadap suatu jenis industri tertentu
Misalnya adanya regulasi mengenai kawasan bebas rokok, tentu hal ini akan mempengaruhi harga saham-saham rokok. Adanya pembatasan kuota minyak ataupun terjadinya kenaikan harga minyak dunia akan mempengaruhi nilai saham-saham pertambangan minyak.
2. Berita adanya kerusuhan
Contohnya berita penjarahan barang-barang pertanian di daerah akan mempengaruhi keseluruhan saham perusahaan pertanian. Berita mengenai pemboman oleh teroris terhadap gedung-gedung akan mempengaruhi saham-saham perusahaan asuransi dan perusahaan penerbangan
3. Berita mengenai *trend* dari suatu produk .

Contohnya berita mengenai penurunan penjualan saham-saham perusahaan komputer akan mempengaruhi saham-saham perusahaan internet. Berita kenaikan permintaan ponsel akan mempengaruhi saham-saham perusahaan telekomunikasi.

Salah satu metode pengklasifikasian industri ke dalam berbagai divisi, atau disebut sistem *Standard Industrial Classification* (SIC). Standar pengelompokan industri di Indonesia terdiri dari 9 divisi, dan masing-masing divisi tersebut dibagi lagi menjadi kelompok industri utama dan diberi kode dua digit. Mengapa analisis industri merupakan tahap penting dalam investasi? karena:

1. Industri yang berbeda mempunyai tingkat return yang berbeda pula, sehingga analisis industri perlu dilakukan untuk mengetahui perbedaan kinerja antar industri.
2. Tingkat return masing-masing industri berbeda di setiap tahunnya. Oleh karena itu, analis dan investor juga perlu menambahkan dengan beberapa data lain yang relevan untuk mengestimasi return industri di masa yang datang.
3. Tingkat return perusahaan-perusahaan di suatu industri yang sama, terlihat cukup beragam.
4. Tingkat risiko berbagai industri juga beragam, sehingga analis dan investor perlu mempelajari dan mengestimasi faktor-faktor risiko yang relevan untuk suatu industri tertentu seperti halnya estimasi return.

5. Tingkat risiko suatu industri relatif stabil sepanjang waktu, sehingga analisis risiko berdasarkan data historis dapat digunakan untuk mengestimasi risiko industri di masa datang.

16.2.1. Estimasi Return Industri

Untuk menilai return yang diharapkan dari suatu industri, bisa dilakukan dengan langkah berikut:

1. Estimasi *earning per share (EPS)* yang diharapkan dari suatu industri
2. Estimasi *Price Earning Ratio (P/E)* yang diharapkan atau disebut juga sebagai *expected earning multiplier* industri.
3. Mengalikan kedua hasil estimasi tersebut sehingga diperoleh nilai akhir yang diharapkan dari suatu industri (*expected ending value of industry*).
4. Menentukan return yang diharapkan dari suatu industri, dengan cara menjumlahkan nilai yang diharapkan dari suatu industri dengan dividen yang diharapkan dari suatu industri, kemudian dibagi dengan nilai awal industri tersebut pada periode sebelumnya.

16.2.2. Persaingan & Return Industri

Tingkat return yang diharapkan dari suatu industri juga tergantung pada intensitas persaingan yang ada dalam industri. Intensitas persaingan dalam suatu industri akan menentukan kemampuan industri untuk tetap memperoleh tingkat return di atas

rata-rata. Intensitas persaingan merupakan gambaran dari lima faktor utama persaingan yaitu ancaman adanya pemain baru, *bargaining power* pembeli, persaingan antara pemain yang ada, adanya ancaman barang dan jasa substitusi, dan *bargaining power* pemasok

16.2.3. Estimasi Earning Multiplier Industri

Cara mengestimasi *earning multiplier* industri adalah sebagai berikut:

1. Analisis makro

Mempelajari hubungan antara *earning multiplier* industri dengan *earning multiplier* pasar.

2. Analisis mikro

Mengamati variabel-variabel yang mempengaruhi *earning multiplier* industri, seperti *dividend-payout ratio* (DPR), tingkat return yang disyaratkan dalam industri, dan tingkat pertumbuhan *earning* dan dividen industri yang diharapkan.

16.3. ANALISIS PERUSAHAAN

Analisis fundamental menghitung nilai intrinsik dari suatu saham dengan menggunakan data keuangan perusahaan (sehingga disebut juga analisis perusahaan). Analisis perusahaan merupakan tahap ketiga dalam analisis fundamental secara *top-down approach*. Analisis perusahaan dilakukan untuk mengetahui perusahaan manakah dalam industri terpilih yang mampu

menawarkan keuntungan bagi investor. Kemudian saham-saham perusahaan manakah dalam industri terpilih yang paling menguntungkan bagi investor? Waktu yang tepat membeli (saat saham *undervalue* = murah) atau menjual saham (saat saham *overvalue* = mahal)

Pada pendekatan fundamental yang terkait dengan perusahaan, informasi atau berita khusus mengenai perusahaan yang bersangkutan Akan mempengaruhi harga saham perusahaan yang bersangkutan saja, contohnya:

- a. Penemuan lahan tambang baru
- b. Penemuan obat baru
- c. Kebijakan perusahaan terhadap teknologi baru
- d. Isu penutupan bank-bank tertentu (tingkat kecukupan modal yang tidak memadai dari bank.)
- e. Restrukturisasi perusahaan
- f. Pengurangan pegawai
- g. Adanya pesaing baru yang cukup kuat
- h. Merger & akuisisi
- i. Adanya *stock-split*
- j. Pengumuman dividen

Dalam analisis perusahaan, investor bisa menggunakan dua komponen utama, yaitu:

1. *Earning Per Share (EPS)*
2. *Price Earning Ratio (PER)*

16.3.1. *Earning Per Share* (EPS)

Dalam berinvestasi dipasar modal, laba per lembar saham merupakan informasi penting dalam menilai kemampuan perusahaan menghasilkan laba. *Earning per share* dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$\text{EPS} = \frac{\text{Laba bersih setelah bunga dan pajak}}{\text{Jumlah saham beredar}}$$

EPS merupakan suatu rasio yang menggambarkan perbandingan antara laba dan jumlah saham beredar. EPS lebih diperhatikan jika investor tersebut pemegang saham untuk jangka waktu relatif panjang. Sedangkan investor memegang saham untuk jangka waktu relatif pendek lebih memperhatikan faktor-faktor lain seperti sentimen pasar. Informasi laporan keuangan adalah salah satu jenis informasi keuangan yang sangat berguna investor dan bisa diperoleh dengan relatif mudah dan murah. Berdasarkan informasi laporan keuangan, investor juga bisa mengetahui besarnya perbandingan *earning* perusahaan terhadap jumlah lembar saham atau disebut dengan *Earning Per Share* (EPS). EPS bisa menggambarkan prospek *earning* perusahaan di masa datang. Jenis-jenis laporan keuangan perusahaan pada dasarnya bisa dikelompokkan menjadi: Neraca (*balance sheet*), Laporan Rugi Laba (*income statement*), Laporan Arus Kas (*cash flow statement*)

Analisis perusahaan, disamping dilakukan dengan melihat laporan keuangan, bisa juga dilakukan dengan menganalisis rasio profitabilitas perusahaan. Rasio profitabilitas merupakan bagian dari kinerja keuangan yang menggambarkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba merupakan informasi penting bagi investor, terutama berhubungan dengan nilai *return* yang akan diterima investor pada saat melakukan investasi. Dua jenis rasio profitabilitas yang sering digunakan adalah *Return on Equity* (ROE) dan *Return on Asset* (ROA). ROE menggambarkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba yang bisa diperoleh pemegang saham. ROA menggambarkan kemampuan aset-aset yang dimiliki perusahaan bisa menghasilkan laba. Formula untuk menghitung ROE dan ROA adalah:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Laba bersih setelah bunga dan pajak}}{\text{Jumlah modal sendiri}}$$

$$\text{ROA} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Jumlah aset}}$$

16.3.2. Price Earning Ratio

Price earning ratio menggambarkan rasio atau perbandingan antara harga saham terhadap laba perlembar saham perusahaan pada suatu periode waktu tertentu. PER memperlihatkan konsistensi dari laba dalam membentuk harga

saham perusahaan, hal ini disebabkan laba yang stabil merupakan daya tarik utama dari perusahaan yang diamati investor. Kestabilan laba membuat investor menjadi yakin terhadap kondisi keuangan perusahaan. Banyaknya investor yang memburu saham yang dimiliki perusahaan akan membentuk pergerakan harga saham.

Nilai PER sangat berguna bagi investor terutama dalam memberikan *capital gain* pada saat memiliki atau menjual saham. *Price earning ratio* juga merupakan gambaran kinerja dari saham yang dimiliki perusahaan yang dihubungkan dengan kinerja yaitu kinerja profitabilitas. Nilai PER juga tidak boleh terlalu tinggi, jika nilai tersebut terus meningkat mengidentifikasi bahwa saham perusahaan mengalami *under value* (saham bernilai murah). Selain itu PER yang besar menandakan perusahaan telah mencapai *abnormal return* (return ekstra), hal tersebut tidak akan mungkin lagi terjadi sehingga mengakibatkan laba yang akan diterima perusahaan akan mengalami penurunan secara berkala.

Nilai PER juga sangat berguna bagi investor terutama dalam memberikan *capital gain* pada saat memiliki atau menjual saham. Cara mengestimasi nilai intrinsik saham dengan memanfaatkan dua komponen informasi penting dalam analisis perusahaan, yaitu PER dan EPS. Rumus untuk menghitung nilai intrinsik saham:

$$\begin{aligned} P_0 &= \text{Estimasi EPS} \times \text{PER} \\ &= E_1 \times \text{PER} \end{aligned}$$

BAB 17

ANALISIS TEKNIKAL

Untuk menghadapi pergerakan harga di bursa saham ada dua macam pendekatan, yaitu analisis fundamental dan analisis teknikal. Analisis teknikal mendasarkan diri pada pola-pola pergerakan harga saham dari waktu ke waktu. Analisis fundamental mendasarkan diri pada faktor-faktor fundamental perusahaan yang dipengaruhi oleh faktor ekonomi dan industri. Dalam pandangan analisis teknikal, semua faktor fundamental sudah masuk ke dalam dan dipresentasikan oleh harga yang terbentuk, sehingga tidak lagi perlu mempertimbangkan segi fundamental suatu saham. Diperlukan adalah justru kemampuan membaca dengan benar arah yang akan diambil oleh harga.

Dalam keadaan *overvalue* apakah saham langsung dijual atau apakah tindakan itu bisa ditunda dulu untuk meraih keuntungan lebih banyak lagi? Berapa lama lagi waktu harus dibiarkan berlalu sebelum tercapai suatu titik balik dalam gerak harga? Ini bergantung dari pemanfaatan analisis teknikal dengan baik. Para analis teknikal percaya bahwa mereka bisa mengetahui pola-pola pergerakan harga saham di masa datang dengan berdasarkan pada observasi pergerakan harga saham di masa lalu.

Para analis teknikal percaya bahwa investor akan bisa memperoleh *abnormal return* jika investor mampu mengakses informasi secara cepat, punya kemampuan analitis yang tinggi dan punya insting yang tajam atas apa yang akan terjadi terhadap harga pasar jika ada informasi baru. Investor menjual saham yang *overvalue*, sebaliknya investor membeli saham yang *undervalue*. Sikap yang rasional demikian memang akan menghasilkan keuntungan bila jangka waktu yang digunakan adalah cukup lama.

Dalam pandangan analisis teknikal, semua faktor fundamental sudah masuk ke dalam dan dipresentasikan oleh harga yang terbentuk, sehingga tidak lagi perlu mempertimbangkan segi fundamental suatu saham. Investor juga memerlukan kemampuan membaca dengan benar arah yang akan diambil oleh harga. Sebaliknya meskipun dimulai dengan analisis fundamental, pelaku bursa masih bisa mengambil manfaat lebih jauh dari analisis teknikal. Dalam keadaan *overvalue* apakah saham langsung dijual atau apakah tindakan itu bisa ditunda dulu untuk meraih keuntungan lebih banyak lagi? Berapa lama lagi waktu harus dibiarkan berlalu sebelum tercapai suatu titik balik dalam gerak harga? Ini bergantung dari pemanfaatan analisis teknikal dengan baik.

Para analis teknikal percaya bahwa investor akan bisa memperoleh *abnormal return* jika investor mampu mengakses informasi secara cepat, punya kemampuan analitis yang tinggi dan

punya insting yang tajam atas apa yang akan terjadi terhadap harga pasar jika ada informasi baru.

17.1. KRITIK TERHADAP ANALISIS TEKNIKAL

Kritik penggunaan teknikal analisis juga terkait dengan asumsi yang mendasarinya dan keefektifan pendekatan analisis teknikal dalam memprediksi harga saham. Kritikan yang paling tajam muncul dari para penganut hipotesis efisiensi pasar, yang sama sekali tidak percaya bahwa harga saham di masa yang akan datang akan dipengaruhi oleh pergerakan harga saham masa lalu.

Kritikan berikutnya berkaitan dengan keefektifan penggunaan analisis teknikal untuk jangka waktu yang panjang. Jika semua investor mengetahui informasi tentang harga-harga saham masa lampau dan menggunakannya dalam transaksi perdagangan tidak akan ada investor yang akan memperoleh return ekstra. Maka penggunaan analisis teknikal tidak akan efektif lagi.

17.2. SINERGI ANALISIS FUNDAMENTAL DAN TEKNIKAL

Keunikan dengan cara analisis teknikal adalah bahwa pekerjaan baru dimulai setelah harga terbentuk di bursa. Sedangkan dalam analisis fundamental dilaksanakan sebelum harga terbentuk di bursa. Analisis fundamental dan analisis teknikal saling membutuhkan: yang pertama untuk pembentukan harga dan yang kedua untuk kelanjutan gerak harga. Perbedaan mendasar antara kedua cara analisis ini adalah dalam analisis fundamental dan

hadirnya intuisi berdasarkan pengalaman di masa lampau dalam kadar tertentu pada analisis teknikal.

Para analis teknikal, juga disebut sebagai *chartist* karena dalam aktivitasnya mereka merekam data atau membuat grafik (*chart*) pergerakan harga saham dan volume perdagangan. Beberapa teknik penggunaan grafik (*charting*) dalam analisis teknikal, yaitu:

1. *The Dow Theory*

The Dow Theory pertama kali dikemukakan oleh Charles H. Dow pada tahun 1800-an, yang bertujuan untuk mengidentifikasi *trend* harga pasar saham dalam jangka panjang dengan berdasar pada data-data historis harga pasar saham di masa lalu. Berdasarkan teori tersebut, pola pergerakan harga saham bisa dikelompokkan menjadi:

- a. *Primary trend*, yaitu pergerakan harga saham dalam jangka waktu yang lama.
- b. *Secondary (intermediate) trend*, yaitu pergerakan harga saham yang terjadi selama pergerakan harga dalam primary trend.
- c. *Minor trend* atau *day-to-day move*, merupakan fluktuasi harga saham yang terjadi setiap hari.

2. *Chart* pola harga saham

Teknik *chart* pola pergerakan harga saham dilakukan dengan menyusun grafik (*chart*) dari pergerakan saham

secara individual selama waktu tertentu. Ada dua istilah penting dalam identifikasi pola pergerakan saham, yaitu:

- a. *Support level*, adalah harga atau kisaran harga pada saat analisis teknikal mengharapkan akan terjadinya peningkatan yang signifikan atas permintaan saham di pasar.
- b. *Resistance level*, adalah kisaran harga dimana para analisis teknikal berharap akan terjadi peningkatan yang signifikan atas jumlah saham yang ditawarkan dipasar.

Dalam penggambaran pola pergerakan saham (*charting*) biasanya dipakai dua cara sederhana yaitu dengan *bar chart* dan *point-and-figure chart*. Dalam *bar chart*, pergerakan harga saham setiap harinya ditunjukkan oleh diagram batang vertikal (*bar vertical*). Dalam *point-and-figure chart*, pergerakan harga saham digambarkan dengan angka dan gambar (*point and figure*).

3. Analisis rata-rata bergerak

Teknik rata-rata bergerak (*moving average*) dipakai untuk mendeteksi dan menganalisis arah pergerakan harga saham dan besarnya tingkat pergerakan harga saham. Teknik ini dilakukan dengan menghitung nilai rata-rata bergerak dari data harga penutupan saham harian selama beberapa periode pengamatan, sehingga menghasilkan sebuah garis *trend*. Selanjutnya, garis *trend* tersebut akan dipakai untuk

memperkirakan harga saham di masa depan. Teknik rata-rata bergerak juga bisa dipakai untuk membantu mengambil keputusan beli/jual saham. Kapan investor harus membeli saham? 1. Garis rata-rata bergerak secara mendatar dan harga pasar saham melampaui garis tersebut. 2. Harga saham berada di bawah garis rata-rata bergerak yang sedang menaik 3. Harga saham saat ini berada di atas garis rata-rata bergerak yang cenderung menurun, namun kembali menaik sebelum mencapai garis tersebut.

Kapan investor harus menjual saham?: 1. Harga saham saat ini berada di bawah garis rata-rata bergerak yang mendatar 2. Harga saham bergerak naik di atas garis rata-rata bergerak, namun garis rata-rata bergerak tersebut justru sedang menurun 3. Harga saham yang cenderung mengalami kenaikan (berada di bawah garis rata-rata bergerak), tetapi kembali menurun sebelum mencapai garis rata-rata bergerak tersebut .

4. Analisis *relative strength*

Relative strength dipakai untuk menggambarkan rasio antara harga saham dengan indeks pasar atau industri tertentu. Hasil perbandingan biasanya digambarkan dengan plot-plot yang menunjukkan perbandingan harga relatif saham selama jangka waktu tertentu. Dari gambar yang telah disusun investor melihat perbandingan kekuatan

saham-saham tersebut terhadap industrinya atau terhadap indeks pasar.

Pada penggunaan *relative strength* jika terjadi pergerakan harga saham yang menaik, pergerakan saham seperti ini merupakan sinyal akan terjadinya peningkatan rasio harga saham dibanding indeks pasar artinya merupakan indikasi bagi investor bahwa saham tersebut akan memberikan return yang melebihi return pasar.

BAB 18

OPSI

Selain dari instrumen-instrumen investasi yang disebutkan pada bab-bab sebelumnya ada lagi instrumen investasi yang menjadi pilihan bagi investor yaitu dengan cara membeli sekuritas derivatif. Salah satu sekuritas derivatif yang dikenal dan diperdagangkan oleh masyarakat adalah opsi.

18.1. PENGERTIAN OPSI

Opsi adalah suatu perjanjian/kontrak antara penjual opsi dengan pembeli opsi. Penjual opsi menjamin adanya hak (bukan suatu kewajiban) dari pembeli opsi untuk membeli atau menjual saham tertentu pada waktu dan harga yang telah ditetapkan. Dua jenis kontrak opsi yang mendasar adalah:

1. Opsi beli (*call option*): opsi yang memberikan hak kepada pemegangnya untuk membeli saham dalam jumlah tertentu pada waktu dan harga yang telah ditentukan dan memasukan harga tertentu.
2. Opsi jual (*put option*): opsi yang memberikan hak kepada pemiliknya untuk menjual saham tertentu pada jumlah, waktu dan harga yang telah ditentukan

Beberapa istilah penting dalam opsi, yaitu:

1. Perusahaan yang sahamnya akan dibeli
2. Jumlah saham yang dapat dibeli
3. *Exercise (striking price)*: harga per lembar saham yang dijadikan patokan pada saat jatuh tempo harga pembelian saham tersebut.
4. *Expiration date*: yaitu batas waktu dimana opsi tersebut dapat dilaksanakan (tanggal berakhirnya membeli. (dengan gaya Eropa opsi dilaksanakan hanya pada saat *expiration date* sedangkan gaya Amerika opsi dapat dilaksanakan kapan saja sampai batas waktu yang telah ditentukan).
5. Premi opsi: adalah harga yang dibayarkan oleh pembeli opsi kepada penjual opsi.

Contoh:

Ani membeli *call option* dengan harga Rp 300. Saham yang menjadi patokan adalah saham PQR. *Exercise price*-nya adalah Rp 2500. Biaya premi opsi adalah Rp 200. *Expiration date* adalah 4 bulan dilakukan dengan gaya Amerika yaitu opsi tersebut dapat dilaksanakan kapan saja dalam jangka waktu 4 bulan tersebut.

Setelah membeli *call option* tersebut Ani dapat memutuskan membeli atau tidak membeli saham PQR dari penjual opsi kapan saja dalam *range* waktu 4 bulan yang telah ditentukan. Ani akan

melaksanakan opsi tersebut jika menguntungkan bagi dirinya yaitu jika harga pasar saham PQR lebih dari Rp 2500. Untuk memperoleh opsi tersebut Ani membayar premi opsi kepada penjual opsi sebesar Rp 200.

Kerugian maksimum yang bisa dialami Ani adalah sebesar jumlah harga premi opsi yaitu sebesar Rp 200 jika harga saham PQR adalah dibawah Rp 2500 maka Ani tidak akan melaksanakan opsinya, karena hanya bersifat sebagai hak bukan melaksanakan kewajiban. Jadi Ani hanya rugi sebesar harga premi saja. Sebaliknya dari sisi penjual opsi keuntungan maksimum yang diperolehnya adalah sebesar harga premi opsi. Kerugian pembeli opsi merupakan keuntungan bagi penjual opsi.

Keuntungan maksimum yang diperoleh Ani adalah tidak terbatas. Sebaliknya Keuntungan maksimum bagi Ani merupakan kerugian maksimum bagi penjual opsi, sehingga kerugian penjual opsi disini adalah tidak terbatas juga.

18.2. MEKANISME PERDAGANGAN OPSI

Pada perdagangan opsi, ada sejenis lembaga kliring opsi (*Option Clearing Corporation/OCC*) yang berfungsi sebagai perantara antara broker yang mewakili pembeli dengan pihak yang menjual opsi. OCC merupakan suatu perusahaan yang dimiliki oleh secara bersama beberapa bursa memberi fasilitas transaksi opsi. Hal ini dilakukan dengan menggunakan sistem komputer yang

mengikuti semua opsi dengan mencatat posisi setiap investor disetiap opsi.

Mekanismenya, segera setelah pembeli dan penjual memutuskan untuk mentransaksikan kontrak opsi tertentu dan pembeli membayar premium yang telah disetujui. OCC mulai bertindak aktif (sebagai penjual efektif dilihat dari segi pembeli dan sebagai pembeli efektif dilihat dari sisi penjual. Jadi sampai tahap itu hubungan langsung antara penjual dan pembeli diatur dengan ketat. Jika pembeli memilih untuk menjalankan opsi, secara acak OCC akan memilih penjual yang belum terpenuhi posisinya dan memberikan pengetahuan yang sesuai. OCC juga menjamin penyerahan saham jika penjual gagal menyediakannya.

OCC memungkinkan pembeli dan penjual untuk keluar dari posisi mereka setiap saat, dengan cara mengambil posisi yang berlawanan. Jika kemudian pembeli menjadi penjual dari kontrak yang sama, artinya pembeli kemudian menjual kontrak ke orang lain maka komputer OCC akan mencatat penyeimbangan posisi rekening investor ini.

18.3. KEUNTUNGAN DAN KERUGIAN OPSI

Untuk penjelasan karakteristik risiko dan return opsi, akan digunakan contoh empat posisi dasar, yaitu pada pembeli *call option*, penjual *call option*, pembeli *put option*, dan penjual *put option*. Keuntungan yang diperoleh oleh pembeli adalah kerugian penjual dan sebaliknya. Contohnya ada sebuah *call option* suatu

saham ABC, *striking price* yang ditetapkan adalah sebesar Rp 2.000. Harga saham ABC pada saat itu adalah Rp 2.000. Harga premi opsi adalah Rp 100. Pembeli call option akan memperoleh keuntungan jika harga saham ABC saat *expiration date* lebih besar dari *striking price*. Katakanlah harga saham saat *expiration date* adalah Rp 5.000, maka sipembeli opsi akan mendapatkan keuntungan, dan penjual *call option* akan mendapatkan rugi. Sebaliknya jika harga saham saat *expiration date* adalah Rp 1.000 maka sipembeli opsi tidak akan melakukan hak opsinya sehingga kerugian yang dia tanggung hanya sebesar harga premi yaitu Rp 100.

Pembelian *call option* atau penjualan *put option* akan memberikan keuntungan bagi investor jika harga saham yang menjadi patokan mengalami kenaikan. Pembelian *call option* akan memberi keuntungan yang sifatnya tidak terbatas, tetapi kerugian maksimum hanya terbatas pada harga premi opsi. Sedangkan penjualan *put option* akan memberikan keuntungan terbatas sebesar premi opsi dengan kerugian maksimum ketika harga saham turun menjadi nol.

Pembelian dan penjualan *put option* akan memberikan keuntungan bagi investor bila harga saham yang menjadi patokan mengalami penurunan. Pembelian *put option* akan memberikan keuntungan maksimum ketika harga saham turun menjadi nol dan kerugian yang mungkin dialami terbatas sampai dengan premi opsi. Sedangkan penjualan *call* akan memberikan keuntungan

maksimum sebesar premi opsi tetapi kerugian yang mungkin dialami tidak terbatas tergantung dari kenaikan harga saham di pasar.

18.4. PENILAIAN OPSI UNTUK OPSI CALL

Penilaian terhadap sebuah opsi perlu dilakukan untuk mengestimasi nilai intrinsik suatu opsi, dan selanjutnya juga akan berguna untuk menentukan harga sebuah opsi. Dalam penilaian opsi, terkadang kita menemui situasi di mana harga premi opsi melebihi nilai intrinsiknya opsi. Kelebihan ini disebut dengan nilai waktu atau premi waktu. Nilai intrinsik sebuah opsi adalah nilai ekonomis jika opsi tersebut dilaksanakan. Jika tidak ada nilai ekonomis yang positif dari suatu opsi maka nilai intrinsik opsi tersebut adalah nol.

Option call dikatakan *at the money* jika saham yang bersangkutan memiliki harga pasar berkisar sama dengan harga *exercise call*. Jika harga pasar saham diatas harga *exercise* maka *call* dikatakan *out of money*. Dan jika harga pasar dibawah harga *exercise* maka *call* dikatakan *in the money*. Nilai opsi yang dijalankan dengan segera adalah nilai intrinsiknya. Nilai ini sama dengan nol jika opsi adalah *out of money*. Namun opsi ini sama dengan selisih antara harga saham dengan harga *exercise* jika opsi adalah *in the money*. Kelebihan harga opsi diatas nilai intrinsiknya adalah *time value option*. Jumlah harga opsi yang melebihi nilai intrinsiknya disebut dengan premi waktu.

Premi waktu = Harga opsi – Nilai intrinsik

Harga sebuah opsi akan dipengaruhi oleh enam faktor berikut:

1. Harga saham yang dijadikan patokan.
2. *Strike price* yang ditetapkan.
3. *Expiration date* dari opsi.
4. Volatilitas harga saham yang diharapkan selama umur opsi.
5. Tingkat suku bunga jangka pendek selama umur opsi.
6. Dividen yang diharapkan diberikan oleh saham yang dijadikan patokan dalam opsi selama umur opsi tersebut.

18.5. MODEL *BLACK-SCHOLES*

Penilaian terhadap sebuah opsi perlu dilakukan untuk mengestimasi nilai intrinsik suatu opsi, dan selanjutnya juga akan berguna untuk menentukan harga sebuah opsi. Nilai *fair call option* dapat diestimasi dengan menggunakan formula penilaian yang dikembangkan oleh *Black and Scholes*. Formula ini telah digunakan secara luas oleh mereka yang berhubungan dengan option untuk mencari situasi harga pasar opsi yang berbeda dari nilai *fair*-nya. *Call option* yang dijual lebih rendah dibandingkan nilai *Black and Scholes* adalah untuk dibeli. Sedangkan yang dijual

lebih tinggi adalah untuk dijual. Formulanya adalah sebagai berikut:

$$C = SN(d_1) - Xe^{-rt}N(d_2)$$

$$d_1 = \frac{\ln(S/X) + (r + 0.5s^2)t}{s\sqrt{t}}$$

$$d_2 = d_1 - s\sqrt{t}$$

Keterangan:

C = Harga *call option*

S = Harga saham

X = *Strike price*

r = Tingkat suku bunga bebas risiko
jangka pendek

t = Sisa waktu sampai dengan *expiration date* (dalam tahun)

s = Standar deviasi harga saham

N(.) = Fungsi densitas kumulatif dari d_2 dan d_1 .

Nilai dihasilkan dari tabel distribusi normal

1. Hubungan antara harga saham, harga *call option*, dan harga *put option* dapat dinyatakan dalam persamaan berikut ini:

Harga put option - Harga call option = Nilai sekarang dari strike price + Nilai sekarang dividen - Harga saham

2. Hubungan antara harga saham, harga *call option*, dan harga *put option* dapat juga dicari dengan formula berikut:

$$C_{\text{put}} = X / (e^{rt}) - S + C_{\text{call}}$$

Keterangan

C_{put} = Harga *put option*

C_{call} = Harga *call option*

X = *Strike price*

S = Harga saham

R = Tingkat suku bunga bebas risiko

T = *Expiration date* (dalam tahun)

Contoh Soal

Berikut ini adalah informasi mengenai *call option* dari Saham Z.

- Harga saham Z saat ini = Rp 1500/lembar
- Strike Price* dari saham Z = Rp 1200/lembar
- Time to expiration* = 0,25 tahun
- Volatilitas saham Z = 0,2
- Tingkat suku bunga bebas risiko = 10%

Pertanyaan :

- A. Hitunglah nilai dari *call option* dengan menggunakan formula Black-Scholes

B. Apabila pada saat *call option* jatuh tempo(gaya eropa), saham diperjualbelikan pada berbagai tingkat harga pada kondisi berikut :

1. Rp 1800
2. Rp 1500
3. Rp 1100

Apakah pemilik *call option* akan melaksanakan opsi atau tidak ? jelaskan

C. Seberapa besar keuntungan atau kerugian yang akan dihadapi pemilik *call option* terkait dengan keputusan yang diambilnya?

Penyelesaian

Diketahui : $S = 1500$
 $X = 1200$
 $t = 0,25$ tahun
 $s = 0,2$
 $r = 10\%$

Ditanya : a. C_{call}

b. Apakah pemilik *call option* akan melaksanakan opsi atau tidak

c. Seberapa besar keuntungan atau kerugian yang akan dihadapi

Jawab : $C = SN(d_1) - Xe^{-rt}N(d_2)$

Pertanyaan a.

$$C = (1500)(0,9943) - 1200 (e^{-(0,1)(0,25)})(0,9925)$$

$$C = 1491,45 - (1200) (0,975) (0,9925)$$

$$C = 1491,45 - 1161,225$$

$$C = 330,225$$

Untuk menghitung d1 dan d2

Menghitung nilai d1

$$d_1 = \frac{\ln(S/X) + (r + 0,5s^2)(t)}{s\sqrt{t}}$$

$$d_1 = \frac{\ln(1500/1200) + (0,1 + 0,5(0,2)^2) \cdot 0,25}{0,2 \cdot \sqrt{0,25}}$$

$$d_1 = \frac{\ln 1,25 + 0,03}{(0,2)(0,5)}$$

$$d_1 = 2,53$$

Dari tabel distribusi normal kita mendapatkan nilai d1

$$Nd_1 = 0,9943$$

Menghitung nilai d2

$$d_2 = d_1 - s\sqrt{t}$$

$$d_2 = 2,53 - 0,2\sqrt{0,25}$$

$$d_2 = 2,43$$

Dari tabel distribusi normal kita mendapatkan nilai d_2

$$Nd_2 = 0,9923$$

Pertanyaan b

Kondisi 1

Harga saham = Rp 1800, *Strike Price* Rp 1200

Jika $S > X$ maka keputusannya adalah pemilik *call option* akan melaksanakan opsi karena akan memperoleh nilai ekonomis (*intrinsic*) sebesar Rp 1800- Rp 1200 – Rp 330,225 = Rp 269,775

Kondisi 2

Harga saham = Rp 1500, *Strike Price* Rp 1200

Jika $S > X$ maka keputusannya adalah pemilik *call option* akan melaksanakan opsi karena kerugian yang diderita lebih kecil apabila opsi tidak dilaksanakan yaitu

Kerugian apabila opsi dilaksanakan Rp 1500- Rp 1200 – Rp 330,225 = - 30,225

Kerugian apabila opsi tidak dilaksanakan adalah – 330,225

Kondisi 3

Harga saham = Rp 1200, *Strike Price* Rp 1100

Jika $S < X$ maka keputusannya adalah pemilik *call option* tidak akan melaksanakan opsi karena apabila tetap dilaksanakan akan mengalami kerugian sebesar Rp 1100- Rp 1200 – Rp 330,225 = - 430,225

Jawaban c

Untuk Kondisi 1 Keuntungan 269,775

Untuk Kondisi 2 Kerugian - 30,225

Untuk Kondisi 3 Kerugian – 330,225

18.6. PENYESUAIAN UNTUK DIVIDEN

Pembayaran sejumlah dividen atas saham yang bersangkutan sepanjang jangka *option* telah diabaikan. Jika hal lain tidak berubah, semakin besar jumlah dividen yang dibayarkan sepanjang jangka *call option*, semakin rendah nilai *call option*. Hal ini disebabkan semakin besar dividen yang dibayarkan perusahaan semakin rendah harga sahamnya. Karena *option* tidak dilindungi dari dividen, harga saham yang lebih rendah ini akan mengakibatkan nilai *call option* yang lebih rendah.

Di samping itu, penjelasan di atas juga tidak memasukkan adanya kemungkinan bahwa saham yang dijadikan patokan tersebut akan memberikan sejumlah dividen, sehingga idealnya perlu juga memasukkan adanya tambahan pendapatan dari reinvestasi dividen tersebut.

BAB 19

FUTURES

Selain dari opsi bentuk sekuritas derivatif lain adalah *future*. Perbedaan yang mendasar adalah kalau opsi adalah melaksanakan suatu hak namun pada *future* adalah melaksanakan suatu kewajiban. Karakteristik keuntungan dan kerugian *future* berbeda dengan karakteristik dari opsi.

19.1. PENGERTIAN *FUTURE*

Suatu *future* merupakan suatu kontrak yang melibatkan pengiriman suatu komoditi tertentu oleh seorang penjual kepada seorang pembeli pada suatu waktu yang telah disetujui dimasa depan. Meskipun kontrak tersebut mencantumkan harga beli, komoditas itu tidak dibayar sampai hari pengiriman, tetapi pembeli dan penjual diminta untuk membuka rekening pada saat kontrak ditanda tangani.

Kontrak *futures* merupakan perjanjian antara pembeli dan penjual yang berisi bahwa pembeli *futures* setuju untuk membeli sesuatu (suatu komoditi atau aset tertentu) dari penjual *futures*, dalam jumlah tertentu, dengan harga tertentu, dan pada batas waktu yang ditentukan dalam kontrak. Penjual *futures* setuju untuk menjual suatu komoditi atau aset tertentu kepada pembeli *futures*,

dalam jumlah tertentu, dengan harga tertentu, dan pada batas waktu yang ditentukan dalam kontrak.

Option dan *future* adalah sama-sama merupakan sekuritas derivatif. Pembeli dan penjual kontrak *futures* mempunyai kewajiban untuk melaksanakan kontrak yang telah disepakati. Sedangkan dalam opsi, pembeli opsi mempunyai hak untuk melaksanakan atau tidak kontrak yang telah disepakati. Komoditi yang diperdagangkan pada *future* adalah hasil pertanian, bahan tambang, mata uang asing, sekuritas berpenghasilan tetap dan indeks pasar modal. Beberapa istilah dalam kontrak futures, yaitu:

1. *Underlying asset*: Sesuatu (komoditi/aset) yang disetujui kedua pihak untuk dipertukarkan.
2. *Settlement date* atau *delivery date*: Tanggal yang ditetapkan untuk melakukan transaksi.
3. *Futures price*: Harga yang telah disepakati oleh kedua belah pihak yang berkepentingan untuk melakukan transaksi.
4. *Long futures* atau *long position*: Posisi dalam kontrak untuk membeli *underlying asset* dikemudian hari.
5. *Short futures* atau *short position*: Posisi dalam kontrak untuk menjual *underlying asset* dikemudian hari.

19.2. MOTIF MELAKUKAN FUTURE: HEDGING DAN SPEKULATIF

1. *Hedger*

Hedger memperjualbelikan *future* untuk sarana lindung nilai (*hedging*) terhadap risiko perubahan harga di masa depan. Posisi *future* adalah *Short hedge* (menjual *futures*) dan *Long hedge* (membeli *futures*). *Hedger* memperjualbelikan *future* untuk menghilangkan suatu risiko dalam pasar *spot*. Dalam bisnis mereka sehari-hari mereka memproduksi atau memakai komoditi tersebut, berbeda dengan spekulasi.

Contoh kontrak *future* adalah gandum. Misalnya seorang petani memperhatikan harga pasar kontrak *future* pada hari ini adalah Rp 700.000 untuk penyerahan pada waktu panen, suatu harga yang cukup tinggi untuk menjamin laba. Meskipun petani itu dapat menjual gandumnya di pasar *future* sekarang, petani ini bisa menunggu sampai panen dan menjual gandumnya pada pasar *spot* pada waktu panen. Tetapi menunggu sampai panen membawa risiko karena harga *spot* dari gandum dapat turun, sampai saatnya. Mungkin harganya bisa menjadi Rp 600.000 yang akan merugikan petani. Dengan melakukan penjualan *future* akan menghilangkan salah satu unsur risiko dari bisnis utama petani. Jadi petani yang menjual *future* dikenal dengan *hedger* atau *short hedger*.

Misalkan pembeli kontrak *future* dari petani adalah pembuat roti yang menggunakan gandum untuk membuat roti. Saat

ini sipembuat roti masih mempunyai cukup gandum dalam persediaannya untuk dipakai sampai musim panen tiba. Untuk sebagaiantisipasi untuk menambah persediaannya sipembuat roti dapat membeli gandum dengan kontrak *future* hari ini dengan harga Rp 700.000 per ton. Alternatifnya, sipembuat roti dapat menunggu sampai persediaannya tinggal sedikit kemudian membeli gandum di pasar *spot*, Tetapi ada kemungkinan harga *spot* akan naik menjadi Rp 800.000 per ton pada saat itu. Dengan membeli gandum di pasar *future*, sipembuat roti akan dapat memperoleh harga beli pada harga Rp 700.000 per ton. Sipembuat roti menghilangkan salah satu unsur risiko dalam bisnis rotinya. Sipembuat roti yang membeli *future* disebut *hedger* atau *long hedger*.

2. Spekulasi

Selanjutnya *future* adalah sarana spekulasi untuk memperoleh keuntungan. Spekulasi memperjualbelikan *future* dengan tujuan utama untuk mendapatkan laba dengan menutup posisi mereka pada harga yang lebih baik dari pada harga awal. Spekulasi tidak memproduksi atau menggunakan komoditi itu dalam bisnis mereka sehari-hari.

Contoh petani dan pembuat roti dapat dibedakan dengan spekulasi, Dalam usahanya spekulasi adalah mengejar keuntungan jangka pendek. Spekulasi tidak memproduksi atau menggunakan komoditi itu dalam bisnisnya sehari-hari. Seorang spekulasi yang

berfikir bahwa harga gandum akan naik secara signifikan akan membeli kontrak *future* gandum. Kemudian spekulasi ini akan melakukan perdagangan yang berlawanan dengan menjual kontrak *future* gandum. Jika ramalannya tepat maka ia akan mendapatkan laba atas kenaikan kontrak *future* gandum..

Sebagai contoh spekulasi mengharapkan kenaikan harga gandum di pasar *spot*. Jika spekulasi meramalkan akan terjadi kenaikan harga yang besar, maka ia akan melakukan pembelian kontrak *future* gandum. Kemudian spekulasi itu akan melakukan perdagangan sebaliknya dengan penjualan kontrak *future* gandum. Diasumsikan bahwa ramalannya tepat maka spekulasi itu akan mendapatkan laba atas naiknya harga *future* gandum. Jika spekulasi meramalkan akan terjadi penurunan harga yang besar, maka ia akan melakukan penjualan kontrak *future* gandum. Kemudian spekulasi itu akan melakukan perdagangan sebaliknya dengan membeli kontrak *future* gandum. Diasumsikan bahwa ramalannya tepat maka spekulasi itu akan mendapatkan laba atas turunnya harga *future* gandum.

19.3. MEKANISME PERDAGANGAN *FUTURES*

Sesudah suatu bursa menentukan semua kondisi dari suatu kontrak *future* selain harga, bursa akan memperkenalkan perdagangan kontrak *future*. Pembeli atau penjual atau wakil-wakilnya akan bertemu pada suatu tempat tertentu di lantai bursa

dan berusaha mencapai kesepakatan harga untuk melakukan perdagangan. Jika sukses suatu kontrak akan dibuat.

Harga suatu kontrak *futures* ditetapkan melalui persaingan terbuka antar pelaku pasar/anggota bursa melalui cara sistem lelang terbuka (*open out cry*) di lantai bursa. Semua order *future* harus diumumkan dengan 'berteriak' artinya bahwa setiap anggota yang ingin membeli atau menjual kontrak *future* harus secara verbal mengumumkan order dan harga yang ingin diperdagangkan. Dengan cara ini order terbuka untuk setiap orang yang memungkinkan suatu lelang untuk mengambil bagian yang akan menyebabkan order terpenuhi pada harga yang terbaik.

19.3.1. Lembaga Kliring

Aktivitas dalam transaksi kontrak *future* dilakukan pada lantai bursa secara terorganisir, dengan bantuan sebuah lembaga kliring. Setiap bursa *future* selalu mempunyai lembaga kliring yang akan menjadi penjual dari pembeli dan pembeli dari penjual.

Dicontohkan dalam hal ini adalah pasar *future* gandum. Misalkan pada hari perdagangan pertama untuk gandum, pembeli B dan penjual C setuju terhadap suatu harga. Ketika terjadinya suatu transaksi setelah pembeli B dan penjual C *future* mencapai persetujuan, lembaga kliring akan segera campur tangan. Pembeli B dan penjual C tidak lagi bertransaksi langsung satu sama lain. Sekarang adalah kewajiban lembaga kliring untuk menyerahkan gandum kepada B dan menerima dari C. Jika harga dari

gandum naik jika si C tidak melakukan penyerahan gandum maka lembaga kliring harus membeli gandum di pasar *spot* dan menyerahkannya ke B. Sebaliknya jika harga gandum turun saat waktunya, jika si B menolak melakukan pembayaran maka lembaga kliring harus menjual gandum dipasar *spot* sehingga lembaga kliring akan menderita rugi.

Untuk itu ada prosedur untuk melindungi lembaga kliring dari kerugian potensial semacam itu. Lembaga kliring melibatkan dan mengharuskan:

- a. Memaksa keharusan untuk menaruh margin awal untuk pembeli dan penjual
- b. Memberi tanda pada rekening pembeli dan penjual tiap hari.
- c. Memaksa keharusan menjaga besarnya margin harian untuk pembeli dan penjual (*maintenance margin*)

19.3.2. Initial Margin

Seorang investor harus membuka rekening *future* dengan perusahaan pialang untuk melakukan transaksi menjual dan membeli kontrak *future*. Jenis rekening ini harus dipisahkan dari rekening yang lain yang mungkin dimiliki investor. Ketika suatu kontrak *future* ditandatangani pembeli dan penjual diharuskan menyerahkan *initial margin*, dengan maksud bahwa mereka akan bisa memenuhi kewajiban. Jumlah margin ini berkisar antara 5% sampai 15% dari jumlah pembeli dari kontrak *future*.

Initial margin hanya memberi perlindungan sebagian dan tidak memberikan perlindungan penuh pada lembaga kliring. Maka penting untuk menggunakan metode *marking to market*, dengan *maintenance margin* yang memberikan perlindungan tambahan bagi lembaga kliring.

19.3.3. Marking To Market

Proses menyamakan *equity* dalam rekening investor untuk mencerminkan perubahan harga yang terjadi dalam kontrak *future* dinamakan *marking to market*. Sebagai bagian dari proses *marking to market*, tiap hari lembaga kliring harus mengganti kontrak *future* dengan kontrak yang ada dengan kontrak yang baru sesuai dengan harga transaksi hari itu.

Equity rekening pembeli atau penjual adalah deposito *initial margin* ditambah dengan keuntungan harian, dikurangi kerugian harian pada posisi *future* yang open (harga transaksi pertama dibuat). Karena jumlah keuntungan (dikurangi kerugian) berubah tiap hari, jumlah dari *equity* juga akan berubah tiap hari.

19.3.4. Maintenance Margin

Pada *maintenance margin* investor harus menjaga rekening *equity* sama atau lebih besar dari persentasi tertentu dalam jumlah yang didepositokan sebagai *initial margin*. Jika ketentuan ini tidak dipenuhi maka investor akan menerima *margin call* dari pialangnya. *Call* ini merupakan permintaan tambahan uang tunai

yang disebut dengan *variation margin*. Jadi investor harus menambahkan uang tunai sehingga paling tidak harus sama dengan nilai awal uangnya atau *initial margin*. Jika investor tidak memberi respon atau tidak menambahkan uang tunai maka pialang akan menutup posisi investor dengan melakukan transaksi yang berlawanan dengan direkening investor.

Penentuan aliran kas dalam kontrak futures akan meliputi hal-hal berikut:

1. Saldo awal; jumlah dana minimum perkontrak yang harus dimiliki investor.
2. Ekuitas yang dimiliki investor (*current equity*): margin awal yang ditempatkan di rekening investor, dan berubah-ubah jika terjadi transaksi.
3. *Settlement price*: harga penutupan atau harga akhir kontrak futures.

Contoh soal

Sebuah kontrak *future* untuk suatu aset mempunyai harga *future* saat *settlement date* sebesar Rp 11.000. Diasumsikan kalau margin awal yang ditetapkan adalah sebesar Rp 850 perkontrak dan *maintenance margin* sebesar Rp 600 perkontrak. Transaksi *future* tersebut terjadi antara Alex dengan Jhon. Jika Alex membeli 600 kontrak pada harga *future* Rp 11.000 dan Jhon menjual kontrak dengan jumlah dan harga *future* yang sama, sehingga margin awal

atau *initial margin* untuk Alex dan Jhon adalah Rp 510.000 (Rp 850 x Rp 600).

Pada saat itu masing-masing rekening *equity* Alex dan Jhon bersaldo Rp 510.000. *Maintenance margin* untuk keduanya adalah Rp 360.000 (Rp 600 x Rp 600). Oleh karena itu kedua rekening investor tidak boleh kurang dari Rp 360.000. Jika hal itu terjadi maka lembaga kliring akan mengingatkan mereka, sehingga pihak yang bersangkutan harus memberikan tambahan dana atau *variation margin*. *variation margin* harus dalam bentuk kas dan jumlah *variation margin* yang diperlukan adalah sebesar jumlah dana yang diperlukan untuk menaikkan ekuitas investor kembali keposisi margin awal bukan *maintenance margin*.

Seandainya 5 hari setelah terjadi transaksi dilaksanakan besarnya *settlement* yang ditentukan berturut-turut adalah Rp 10.900, Rp 10.700, Rp 10.800 dan Rp 10.500, Rp 10.400. Jelaskanlah perkembangan posisi ekuitas Alex sebagai pembeli (*long position*) dan Jhon sebagai penjual (*long position*).

Penyelesaian

Akh	Keterangan	Alex	Jhon
1.	Margin awal	Rp 510.000	Rp 510.000
	<i>Marked-to-market</i>	(60.000)	60.000
	hari ke-1	450.000	570.000
2.	<i>Current equity</i>	(120.000)	120.000
	<i>Marked-to-market</i>	330.000	690.000
	hari ke-2	180.000	-
3.	<i>Current equity</i>	60.000	(60.000)
	<i>Variation margin</i>	570.000	630.000
4.		(180.000)	180.000

Keterangan

1. Margin awal masing-masing dari Alex dan Jhon adalah Rp 510.000. Perdagangan hari pertama Alex mengalami kerugian sebesar Rp 60.000 (100 perkontrak x 600 kontrak). Sehingga ekuitas Alex berkurang menjadi Rp 450.000. Lembaga kliring belum memperingati Alex karena ekuitas Alex belum melampaui batas minimum *maintenance margin*. Sedangkan rekening ekuitas Jhon merupakan sisi kebalikan dari Rekening Alex, kerugian bagi Alex merupakan keuntungan bagi Jhon. Ekuitas Jhon setelah hari perdagangan pertama menjadi Rp 570.000.
2. Pada perdagangan hari kedua terjadi penurunan harga sebesar Rp 200 (Rp 10.900 menjadi Rp 10.700) maka Alex akan mengalami penurunan ekuitas sebesar Rp 120.000 sehingga ekuitas Alex berkurang menjadi Rp 330.000. Hal ini berarti ekuitas Alex berada pada dibawah *maintenance margin*. Lembaga kliring meminta agar Alex menyerahkan kas

(*variation margin*) sebesar Rp 180.000 untuk mengembalikan ekuitas keposisi margin awal. Jika Alex tidak menyerahkan *variation margin* dalam waktu 24 jam maka Alex akan dilikuidasi dari perdagangan. Jhon posisi ekuitasnya masih berada diatas *maintenance margin* sehingga Jhon tidak diminta untuk menambahkan *variation margin*nya. Ekuitas Jhon menjadi Rp 690.000.

3. Pada perdagangan hari ketiga Alex memperoleh keuntungan sebesar Rp 60.000 karena adanya kenaikan harga sebesar Rp 100 (dari Rp 10.700 naik menjadi Rp 10.800). Keuntungan bagi Alex merupakan kerugian bagi Jhon yang merugi sebesar Rp 60.000.
4. Pada hari perdagangan keempat Alex mengalami kerugian sebesar Rp 300 (dari Rp 10.800 turun menjadi Rp 10.500). Sebaliknya pada hari keempat Jhon mengalami keuntungan.
5. Pada hari perdagangan kelima Alex kembali mengalami kerugian sebesar Rp 100 (dari Rp 10.500 turun menjadi Rp 10.400). Sebaliknya pada hari kelima Jhon mengalami keuntungan sebesar Rp 100.
6. Pada hari pertama saja Jhon sudah mengalami keuntungan sehingga ekuitasnya meningkat, begitu juga dihari kedua, ketiga, keempat Jhon juga mengalami keuntungan diatas *maintenance margin* yang hanya sebesar Rp 510.000. Jhon dapat saja menarik kelebihan dananya dari kelebihan *maintenance margin* tadi kalau Jhon menginginkannya.

Selanjutnya pada hari perdagangan kelima ekuitas yang dimiliki Jhon adalah sebesar (dengan asumsi Jhon tidak menarik kelebihan dana diatas *maintenance margin*) sehingga Jhon dapat menarik dana sebesar 360.000 (Rp 870.000 – Rp 510.000).

BAB 20

EVALUASI KINERJA PORTOFOLIO

Tujuan dilakukannya evaluasi kinerja portfolio adalah untuk mengetahui apakah return portfolio yang telah dibentuk (setelah dikurangi biaya-biaya) sudah mampu mengkompensasi tingkat risiko yang harus ditanggung oleh investor. Selain itu evaluasi kinerja portfolio akan memungkinkan investor mengidentifikasi apakah portfolio yang telah terbentuk mampu memberikan tingkat return yang lebih tinggi dibanding dengan return portfolio lainnya dan apakah return tersebut sesuai dengan tingkat risiko yang ditanggung.

Dengan mengevaluasi kinerja portfolio dapat mengidentifikasi sumber keunggulan dan kekurangan. Evaluasi kinerja portfolio adalah merupakan tahap akhir dari proses manajemen investasi, dapat juga dipandang sebagai bagian dari umpan balik dan mekanisme kontrol yang membuat proses manajemen investasi lebih efektif.

20.1. FAKTOR YANG DIPERHATIKAN DALAM MENGEVALUASI KINERJA PORTOFOLIO

Evaluasi kinerja portofolio merupakan tahap kelima dalam proses keputusan investasi. Tahap pengukuran dan evaluasi kinerja ini meliputi pengukuran kinerja portofolio dan perbandingan hasil

pengukuran tersebut dengan kinerja portofolio lainnya melalui proses *benchmarking*. Tahap ini menjawab pertanyaan mendasar sejauhmanakah portofolio yang telah dibentuk mampu memberikan kinerja yang memuaskan investor. Untuk itu perlu diperhatikan faktor yang mempengaruhi kinerja suatu portofolio Ada beberapa faktor yang perlu diperhatikan dalam mengevaluasi kinerja portofolio:

- a. Tingkat risiko, semakin tinggi risiko tingkat suatu investasi semakin tinggi pula tingkat retun yang disyaratkan oleh investor. Sehingga dalam mengevaluasi kinerja portofolio harus memperhatikan apakah tingkat return yang dihasilkan sudah dapat menutup risiko yang ditanggung.
- b. Periode waktu, Dalam menilai kinerja suatu investasi perlu diperhatikan periode waktu yang digunakan karena kalau terdapat perbedaaan periode investigasi akan menghasilkan perbedaan hasil atau penilaian kesimpulan yang berbeda.
- c. Penggunaan *benchmark* yang sesuai. Dalam penilaian kinerja investasi perlu melakukan perbandingan antara kinerja portofolio dengan suatu alternatif portofolio lain yang relevan, portofolio itu secara akurat dapat mencerminkan tujuan yang ingin dicapai oleh investor.
- d. Tujuan investasi, evaluasi kinerja portofolio harus memperhatikan tujuan yang ditetapkan oleh investor. Tujuan investasi yang berbeda akan mempengaruhi kinerja portofolio yang dikelolanya.

20.2. MENGUKUR RETURN PORTOFOLIO

Kinerja portofolio sering diukur secara periodik dalam waktu minimum empat tahun untuk ukuran return sejumlah periode. Biasanya bulanan atau kuartalan. Yang diperlukan adalah nilai pasar portofolio diawal dan diakhir periode. Nilai pasar portofolio pada suatu waktu ditentukan dengan menambahkan nilai pasar semua sekuritas yang dimiliki pada waktu tersebut. Sebagai contoh nilai portofolio saham biasa diawal periode dihitung dengan mengetahui harga setiap saham di portofolio saat itu, mengalikan setiap harga saham dengan jumlah saham yang sesuai dan menambahkan hasil pengaliannya. Nilai pasar portofolio diakhir periode dihitung dengan cara yang sama, hanya menggunakan harga dan jumlah saham akhir periode.

Kesulitan muncul jika penarikan dana dilakukan diantara awal dan akhir periode. Satu metode yang digunakan untuk menghitung return portofolio pada situasi ini adalah return dollar tertimbang (*Dollar weighted rate of return*). DWR bisa dihitung dengan mencari tingkat suku bunga yang bisa menyamakan nilai awal portofolio dengan semua aliran kas yang terjadi ditambah nilai akhir portofolio. Formula untuk menghitungnya adalah:

$$\text{Nilai awal portofolio} = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r)^t} + \sum_{t=1}^m \frac{W_t}{(1+r)^t} + \frac{\text{Nilai akhir portofolio}}{(1+r)^t}$$

Keterangan:

D_t = Penambahan dana pada saat t

W_t = Penarikan dana pada saat t

- n = Jumlah penambahan dana selama periode perhitungan
m = Jumlah penarikan dana selama periode perhitungan
r = Tingkat bunga yang menyamakan nilai awal portofolio dengan semua aliran kas ditambah nilai akhir portofolio

Alternatifnya return waktu tertimbang portofolio dapat dihitung jika ada arus tunai diantara awal dan akhir periode. Metode ini meliputi penggunaan nilai pasar portofolio sesaat sebelum setiap arus tunai terjadi. Formula yang dipakai untuk menghitung TWR adalah sebagai berikut:

$$\text{TWR} = (1,0 + S_1) (1,0 + S_2) \dots (1,0 + S_N) - 1,0$$

Keterangan

Dalam persamaan di atas, S melambangkan tingkat return yang diperoleh pada subperiode perhitungan.

Diantara Metode DWR dan TWR secara umum metode DWR atau return dollar tertimbang dalam mengukur return portofolio dengan tujuan evaluasi dianggap tidak layak. Alasan pandangan ini adalah return sangat dipengaruhi oleh besar dan waktu dari arus tunai (deposito atau penarikan dana) yang diluar kontrol manajer investasi

Untuk memperoleh return tahunan perhitungan return kuartalan dapat ditambahkan atau dikalikan untuk memperoleh return tahunan. Contohnya jika return dikuartal pertama, kedua,

ketiga dan keempat untuk tahun tertentu dinotasikan r_1 , r_2 , r_3 , r_4 , maka return tahunan dapat dihitung dengan menembangkannya sebagai berikut:

$$\text{Return tahunan} = r_1 + r_2 + r_3 + r_4$$

Alternatifnya return tahunan dapat dihitung dengan formula sebagai berikut

$$\text{Return tahunan} = \{(1 + r_1)(1 + r_2)(1 + r_3) + (1 + r_4)\}$$

Return ini lebih akurat karena mencerminkan nilai satu dollar diakhir tahun jika diinvestasikan diawal tahun dan tumbuh dengan majemuk pada tingkat r_1 di akhir tiap kuartal untuk kuartal pertama, r_2 untuk kuartal kedua, r_3 untuk kuartal ketiga dan r_4 untuk kuartal keempat, dengan asumsi investor melakukan investasi ulang atas pendapatan.

Selanjutnya dalam menilai kinerja portofolio, kita tidak bisa hanya melihat return portofolio, tetapi juga perlu melihat faktor lain, yaitu tingkat risikonya (*risk-adjusted performance*). Cara melakukan hal tersebut adalah dengan menggunakan ukuran *risk-adjusted performance* yaitu memasukan faktor return dan tingkat risiko dari suatu portofolio. Formula yang bisa dipakai adalah: Indeks Sharpe, Indeks Treynor, Indeks Jensen. Keterangannya adalah sebagai berikut:

- a. Indeks Sharpe

Indeks Sharpe mendasarkan perhitungannya pada konsep garis pasar modal (*capital market line*) sebagai patok duga, yaitu dengan cara membagi premi risiko portofolio dengan standar deviasinya.

Indeks sharpe bisa dihitung dengan formula berikut:

$$\hat{S}_p = \frac{\overline{R}_p - \overline{RF}}{\sigma_{TR}}$$

Keterangan:

S_p = Indeks Sharpe Portofolio

\overline{R}_p = *Return* portofolio rata-rata

—

R_f = **Suku bunga bebas risiko rata-rata**

σ_{TR} = Standar deviasi *return* portofolio

b. Indeks Treynor

Dalam indeks Treynor, kinerja portofolio dilihat dengan cara menghubungkan tingkat return portofolio dengan besarnya risiko dari portofolio tersebut. Indeks Treynor bisa dihitung

$$\hat{T}_p = \frac{\overline{R}_p - \overline{RF}}{\hat{\beta}_p}$$

dengan formula berikut:

Keterangan

T_p = Indeks Treynor Portofolio

\bar{R}_p = *Return* portofolio rata-rata

R_f = *Suku bunga bebas risiko rata-rata*

β_p = Beta portofolio

c. Indeks Jensen

Indeks Jensen menunjukkan perbedaan antara tingkat return aktual yang diperoleh portofolio dengan tingkat return yang diharapkan jika portofolio tersebut berada pada garis pasar modal. Persamaan Indeks Jensen bisa diformulasikan berikut:

$$\hat{J}_p = \bar{R}_p - \left[\bar{R}_F + (\bar{R}_M - \bar{R}_F) \hat{\beta}_p \right]$$

Keterangan

α_p = Nilai alpha portofolio

\bar{R}_p = *Return* portofolio rata-rata

\bar{R}_f = *Suku bunga bebas risiko rata-rata*

β_p = Beta portofolio

\bar{R}_m = *Return* pasar rata-rata

DAFTAR PUSTAKA

- Alli, Yau, Yung, 1994, The Underpricing of IPO of Financial Institution, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol 21. No 7, pp.1013-1029.
- Asquith, et. al., 1989, Earning and Stock Split, *The Accounting Review*, July, Vol. LXIV No.3:37-403
- Banz RW, 1981, The relationship between return and market value of Comon Stock, *Journal of Financial Economics*, 9 pp 3-18
- Bursa Efek Indonesia, 2008, Panduan Pemodal, Jakarta.
- Carter and Manaster, 1190 Initial Public Offering and Underwriter Reputation, *Journal of Finance*, Vol XLV. No.4, pp.1045-1067
- Eduardus Tandelilin, 2001, *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*, Edisi Pertama, BPFE, Yogyakarta.
- Eko Priyo P, dan Ubaidillah Nugraha, 2005, *Reksa Dana Solusi Perencanaan Investasi di Era Modern*, Gramedia Pustaka Utama, Jakarta.

- Esley D., and O'Hara, M, 1992, Adverse Selection And Large Trade Volume: The Implication for Market Efficiency, *Journal of Financial and Quantitative analysis*, Vol.27,pp.185-208.
- Elton, Edwin J., and Gruber, Martin J. 1995. "*Modern Portfolio Theori and Investment Anallisys*", 5Th Ed., John Wiley & Sons.
- Elton, Edwin J., and Gruber, Martin J., Blake, Christopher. 1996."The Persistence of Risk adjusted Mutual fund performance" *Journal of Business*, Vol 69 No pp 133-157.
- Fama, Eugene F, 1970. "Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Word, Market efficiency, Long Term *Returns* and behavioral finance", *Journal of Financial*, 25, pp 383-417
- Fama, Eugene F, 1998. "Market efficiency, Long Term *Returns* and behavioral finance", *Journal of Financial Economics*, 49, pp 283-306
- Grinblatt, Mark dan Titman, Sheridan, 1992. "The persistence of Mutual Fund Performance" *The Journal of Finance*, vol XLVII No 5 pp 1977-1984.

- Fama, Eugene F dan M Blume, 1966. "Filter Rules and Stock Market Trading", *Journal of Business*, pp 226-241
- Harris,L., 1986, A transaction Data Study of Weekly and Intradaily Pattern in Stock Retutns, *Journal of Financial Economics*, 14 pp 99-117.
- Jensen, Michael C. 1968. " The Performance of Mutual Funds in Period 1945-64", *The Journal of Finance*, XXIII, No 2, pp 389-416.
- Jogianto, HM, 2000, Teori Portfolio dan Analisis Investasi Edisi 2, BPF, Yoyakarta.
- Jones, Charles P., 1997, *Invesment: Analysis and Management*, Sixth Edition, John Wiley and Sons Publisher, New Jersey
- Knopf, D.J., and Teall, J. l., 1999, The IPO Effect and Measurement of Risk, *Journal of Financial and Strategic Decission*, Vol 12, pp.51-57.
- Markowitz, 1952, Portofolio Selection, *Journal of finance*, March 1952 pp.77-91.
- Rika Desiyanti, 2008, Persistensi Dan Konsistensi Kinerja Reksa dana Di Indonesia, *Proceeding Universitas Bung Hatta*, Padang.

Rika Desiyanti, 2008, *Underpricing IPO Yang Dijelaskan Oleh Proksi Pengukuran Risiko, Proceeding*, Universitas Bung Hatta, Padang.

Rock, K, 1986, Why New Issues are Underpriced, *Jornal of Financial Economic*, Vol 15, pp. 187-212.

Suad Husnan, 1998, *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, UPP-YKPN, Yogyakarta